



2025.

# FINANSIJE

ČASOPIS ZA TEORIJU I PRAKSU FINANSIJA

- **Goran Nikolić, Jelena Zvezdanović Lobanova**  
KOMPARATIVNA ANALIZA STRUKTURNIH UNAPREĐENJA ROBNOG IZVOZA SRBIJE 2007-2024
- **Saša Stefanović, Aleksandar Zdravković, Petar Dimić**  
THE GROWTH EFFECTS OF FDI: CONTRASTING G7 AND BRICS+ ECONOMIES
- **Stefan Vržina**  
POREZ NA DOBITAK U JAVNIM AKCIONARSKIM DRUŠTVIMA U SRBIJI
- **Miloš Dimitrijević**  
ZNAČAJ PODSTICAJA ZA RAZVOJ POLJOPRIVREDE REPUBLIKE SRBIJE
- **Mladenka Balaban, Svetlana Marušić**  
SINERGIJA BANAKA, OSIGURANJA I TRŽIŠTA KAPITALA U FUNKCIJI EKONOMSKOG PROSPERITETA
- **Jelena Leković**  
TURISTIČKI SATELITSKI RAČUNI (TSA) KAO INSTRUMENT MERENJA EKONOMSKOG I FISKALNOG DOPRINOSA TURIZMA: EMPIRIJSKA ANALIZA EVROPSKIH ZEMALJA I SRBIJE

Godina LXXX • Broj 4-6/2025 • Beograd  
ISSN 3009-4305  
UDK 336



REPUBLIKA SRBIJA  
MINISTARSTVO FINANSIJA  
BEOGRADSKA BANKARSKA  
AKADEMIJA

# FINANSIJE

ČASOPIS ZA TEORIJU I PRAKSU FINANSIJA

Godina LXXX

Broj: 4-6/2025

## Izdavači

Ministarstvo finansija Republike Srbije  
Beograd, Kneza Miloša 20  
www.mfin.gov.rs

Beogradska bankarska akademija –  
Fakultet za bankarstvo, osiguranje i  
finansije  
Beograd, Zmaj Jovina 12,  
www.bba.edu.rs

## Za izdavače

Siniša Mali,  
ministar finansija Republike Srbije

Hasan Hanić,  
predsednik Beogradske bankarske  
akademije

## Glavni urednik

Prof. dr Dejan Erić

## Zamenik glavnog urednika

Ana Pančić

## Redakcioni odbor

Almir Alihodžić, Ekonomski fakultet, Zenica (Bosna i Hercegovina)

Mihail Arandarenko, Ekonomski fakultet, Beograd

Mladenka Balaban, Beogradska bankarska akademija, Beograd

Duško Bodroža, Institut ekonomskih nauka, Beograd

Milica Bugarčić, Beogradska bankarska akademija, Beograd

Mirko Vasiljević, Pravni fakultet, Beograd

Zoran Grubišić, Beogradska bankarska akademija, Beograd

Veroljub Dugalić, Ekonomski fakultet, Kragujevac

Mališa Đukić, Beogradska bankarska akademija, Beograd  
Petar Đukić, Tehnološko-metalurški fakultet, Beograd  
Hasan Hanić, Beogradska bankarska akademija, Beograd  
Nikola Fabris, Ekonomski fakultet, Beograd  
Gordana Ilić Popov, Pravni fakultet, Beograd  
Tatjana Jovanić, Pravni fakultet, Beograd  
Nebojša Jovanović, Pravni fakultet, Beograd  
Željko Jović, Ekonomski fakultet, Beograd  
Radislav Jovović, Univerzitet Mediteran, Podgorica (Crna Gora)  
Jelena Kočović, Ekonomski fakultet, Beograd  
Boris Korenak, Beogradska bankarska akademija, Beograd  
Emira Kozarević, Ekonomski fakultet, Tuzla (Bosna i Hercegovina)  
Ivana B. Ljutić, Beogradska bankarska akademija, Beograd  
Srdjan Marinković, Ekonomski fakultet, Niš  
Dobrosav Milovanović, Pravni fakultet, Beograd  
Goran Nikolić, Institut za evropske studije, Beograd  
Marija Pantelić, Ekonomski fakultet, Beograd  
Nataša Petrović Tomić, Pravni fakultet, Beograd  
Dušan Popović, Redovni profesor, Pravni fakultet, Beograd  
Saša Popović, Ekonomski fakultet, Podgorica (Crna Gora)  
Antonio Duarte Portugal, Ekonomski fakultet, Koimba (Portugal)  
Mirjana Radović, Privredna akademija, Novi Sad  
Srđan Redžepagić, Institut za ekonomiju i menadžment, Univerzitet Azurne obale,  
Nica (Francuska)  
Adnan Rovčanin, Redovni profesor, Ekonomski fakultet, Sarajevo (Bosna i  
Hercegovina)  
Nikola Stakić, Vanredni profesor, Univerzitet Singidunum, Beograd  
Miroslav Todorović, Ekonomski fakultet, Beograd  
Darko Vuković, Beogradska bankarska akademija, Beograd  
Aleksandar Zdravković, Institut ekonomskih nauka, Beograd  
Branko Živanović, Beogradska bankarska akademija, Beograd

### **Urednici**

Duško Bodroža, Institut ekonomskih nauka, Beograd  
Milica Bugarčić, Beogradska bankarska akademija, Beograd  
Mališa Đukić, Beogradska bankarska akademija, Beograd  
Zoran Grubišić, Beogradska bankarska akademija, Beograd  
Hasan Hanić, Beogradska bankarska akademija, Beograd

### **Sekretar redakcije**

Ivana B. Ljutić, Beogradska bankarska akademija, Beograd

**Redakcija**

Beogradska bankarska akademija  
Zmaj Jovina 12, 11000 Beograd  
casopisfinansije@bba.edu.rs  
tel: 011/2621 730, 065/2621 730

**Lektor**

Jasmina Knežević

**Štampa**

Štamparija Ministarstva finansija Republike Srbije  
Kneza Miloša 20, 11000 Beograd

*Prvi broj časopisa FINANSIJE izašao je 26. januara 1946. godine.  
Od 1. maja 1949. godine, osnivač časopisa je Savezno ministarstvo finansija.  
Od 1. januara 2003. godine, prava osnivača i izdavača časopisa preuzima  
Ministarstvo finansija Republike Srbije.*

*Počev od 2023. godine, izdavači časopisa su Ministarstvo finansija Republike Srbije i  
Beogradska bankarska akademija – Fakultet za bankarstvo, osiguranje i finansije, Beograd.*

Časopis izlazi dva puta godišnje.

Copyright©2025 by Ministarstvo finansija Republike Srbije i Beogradska bankarska akademija.

Sva prava zadržana.

## UVODNIK

Naši dragi i uvaženi čitaoci,

Bliži se 26. januar 2026. godine. To je dan kada je pre ravno 80 godina, 1946. godine izašao prvi broj našeg časopisa. U januaru 2026. godine časopis Finansije proslaviće svoj 80-ti rođendan! I to ćemo pokušati uraditi skromno, ali dostojanstveno i ponosno, kao što i dolikuje jednom od najstarijih naučnih časopisa na našim prostorima. Uoči ovog značajnog jubileja želimo da najavimo da ćemo pokušati da okupimo predstavnike oba izdavača, uređivačkog i redakcionog odbora, recenzenata, jednog broja autora i dragih gostiju i prijatelja koji su tokom osam decenija pomogli da se časopis sačuva i još uvek postoji. Održavanje časopisa u životu ne bi bilo moguće bez finansijske podrške Ministarstva finansija Vlade Republike Srbije, na čemu se najdublje zahvaljujemo. Naredne, 2026. godina biće godina jubileja u kojoj ćemo objaviti specijalni broj časopisa, nastaviti praksu naših prethodnika sa davanjem određenih sumarnih priloga i raditi naporno na tome da pokušamo dalje da podignemo ugled i renome časopisa.

Ono što posebno raduje jeste činjenica da postoji sve veći interes autora za objavljivanje u našem časopisu. To uredništvu stvara „slatke muke“, da iz veće ponude radova mogu da se izaberu oni atraktivniji i aktuelniji. Ovaj broj sadrži šest veoma zanimljivih i raznovrsnih radova. Kao i u prethodnom broju imamo radove iz različitih oblasti finansijske teorije i prakse. Tako na primer, ovaj broj započinje radom iz oblasti komparativne analize strukturnih unapređenja robnog izvoza. Kao i u prethodnom, i u ovom broju imamo jedan rad napisan na engleskom jeziku i to izuzetno atraktivan i zanimljiv o efektima rasta stranih direktnih investicija kroz uporednu analizu zemalja grupe G7 i BRICS. Ponovo je zastupljen rad iz oblasti javnih finansija u kome se analizira porez na dobitak u javnim akcionarskim društvima u našoj zemlji, kao i rad o značaju podsticaja za razvoj poljoprivrede. Na kraju broja nalaze se dva pregledna članka. Jedan je o sinergiji banaka i osiguravajućih društava na domaćem tržištu kapitala, a drugi daje svež i originalan pogled na turističke satelitske račune (TSA) kao instrumente merenja ekonomskog i fiskalnog doprinosa razvoju domaće privrede. Raznovrsno, kao i uvek, nadamo se atraktivno za čitanje. Želja nam je da za svakog čitaoca bude po nešto zanimljivo u našoj bogatoj „bašti“ radova iz različitih oblasti finansija.

Uživajte u čitanju radova iz ovoga broja, makar onoliko koliko su autori uživali u istraživanjima i pisanju, kao i mi iz redakcije u njihovim analizama, recenzijama i pripremi ovog pretprazničnog broja. Sa najlepšim željama za narednu godinu i u nadi da ćemo adekvatno obeležiti jubilej 80 godina časopisa Finansije srdačni pozdravi.

Glavni urednik



# FINANSIJE

Časopis za teoriju i praksu finansija

Godina LXXX, br. 4-6/2025

## SADRŽAJ

<b>KOMPARATIVNA ANALIZA STRUKTURNIH UNAPREĐENJA ROBNOG IZVOZA SRBIJE 2007-2024.....</b>	<b>1-17</b>
Goran NIKOLIĆ Jelena ZVEZDANOVIĆ LOBANOVA	
<b>THE GROWTH EFFECTS OF FDI: CONTRASTING G7 AND BRICS+ ECONOMIES.....</b>	<b>18-35</b>
Saša STEFANOVIĆ Aleksandar ZDRAVKOVIĆ Petar DIMIĆ	
<b>POREZ NA DOBITAK U JAVNIM AKCIONARSKIM DRUŠTVIMA U SRBIJI.....</b>	<b>36-50</b>
Stefan VRŽINA	
<b>ZNAČAJ PODSTICAJA ZA RAZVOJ POLJOPRIVREDE REPUBLIKE SRBIJE .....</b>	<b>51-68</b>
Miloš DIMITRIJEVIĆ	
<b>SINERGIJA BANAKA, OSIGURANJA I TRŽIŠTA KAPITALA U FUNKCIJI EKONOMSKOG PROSPERITETA .....</b>	<b>69-87</b>
Mladenka BALABAN Svetlana MARUŠIĆ	
<b>TURISTIČKI SATELITSKI RAČUNI (TSA) KAO INSTRUMENT MERENJA EKONOMSKOG I FISKALNOG DOPRINOSA TURIZMA: EMPIRIJSKA ANALIZA EVROPSKIH ZEMALJA I SRBIJE .....</b>	<b>88-109</b>
Jasmina LEKOVIĆ	





# FINANCE

Journal for the theory and practice of finance

80 years, No. 4-6/2025

## CONTENTS

<b>THE COMPARATIVE ANALYSIS OF STRUCTURAL IMPROVEMENTS OF SERBIAN MERCHANDISE EXPORTS 2007-2024.....</b>	<b>17</b>
Goran NIKOLIĆ Jelena ZVEZDANOVIĆ LOBANOVA	
<b>THE GROWTH EFFECTS OF FDI: CONTRASTING G7 AND BRICS+ ECONOMIES.....</b>	<b>18</b>
Saša STEFANOVIĆ Aleksandar ZDRAVKOVIĆ Petar DIMIĆ	
<b>CORPORATE INCOME TAX IN JOINT-STOCK COMPANIES IN SERBIA .....</b>	<b>50</b>
Stefan VRŽINA	
<b>THE IMPORTANCE OF INCENTIVES FOR AGRICULTURAL DEVELOPMENT OF THE REPUBLIC OF SERBIA.....</b>	<b>68</b>
Miloš DIMITRIJEVIĆ	
<b>SYNERGY OF BANKS, INSURANCE AND THE CAPITAL MARKET AS A FUNCTION OF ECONOMIC PROSPERITY .....</b>	<b>87</b>
Mladenka BALABAN Svetlana MARUŠIĆ	
<b>TOURISM SATELLITE ACCOUNTS (TSA) AS AN INSTRUMENT FOR MEASURING THE ECONOMIC AND FISCAL CONTRIBUTION OF TOURISM: AN EMPIRICAL ANALYSIS OF EUROPEAN COUNTRIES AND SERBIA .....</b>	<b>109</b>
Jasmina LEKOVIĆ	



## KOMPARATIVNA ANALIZA STRUKTURNIH UNAPREĐENJA ROBNOG IZVOZA SRBIJE 2007-2024.

---

Goran NIKOLIĆ<sup>1</sup>

Jelena ZVEZDANOVIĆ LOBANOVA<sup>2</sup>

\* Odgovorni autor E-mail: jzvezdanovic@idn.org.rs

### Apstrakt

Radi kvalitativne ocene strukturnog napretka srpskog robnog izvoza od 2007. obračunali smo indekse sličnosti strukture izvoza Srbije i strukture eksternog robnog uvoza EU. Zatim smo, koristeći više referentnih klasifikacija, analizirali kvalitativne promene izvoza Srbije, sa posebnim naglaskom na tendencije rasta udela robe na višim nivoima obrade, čije bi eventualno uvećanje moglo stvoriti značajne uslove za održiv i snažniji rast izvoza.

Detektovan je jasan trend konvergencije strukture robnog izvoza Srbije uvoznj tražnji EU, kao i rast udela robe na višim nivoima obrade u domaćem izvozu. Ipak, postignuti nivo sličnosti znatno je viši kod većine posmatranih ekonomija centralne i jugoistočne Evrope, posebno Češke i Mađarske, a isti slučaj je i sa učešćem proizvoda više faze finalizacije u ukupnom izvozu.

Dobijeni rezultati impliciraju da je pospešivanje priliva stranih direktnih investicija neophodno za održivost trgovinske konvergencije, isto kao i za produbljivanje integracije u globalne lance vrednosti. Otvorenost za trgovinu i strane investicije je katalizator za inovacije i tehnološki napredak, te posledično rast produktivnosti i konkurentnosti.

**Ključne reči:** robni izvoz, Srbija, EU, kvalitet, struktura, konkurentnost

**JEL:** F13, F14, F10

---

<sup>1</sup> Goran Nikolić, naučni savetnik, Institut za evropske studije, Beograd, goranvnikolic@gmail.com, ORCID ID (<https://orcid.org/0000-0001-9312-2194>)

<sup>2</sup> Jelena Zvezdanović Lobanova, viša naučna saradnica, Institut društvenih nauka, Beograd, jzvezdanovic@idn.org.rs, ORCID ID (<https://orcid.org/0000-0003-3159-3331>)

## UVODNA RAZMATRANJA

Cilj ovog rada je kvalitativna ocena strukturnog napretka srpskog robnog izvoza u periodu nakon 2007., što implicira i poređenje postignutog progressa sa onim koje su postigle druge ekonomije u regionu centralne i jugoistočne Evrope (CSIE). Eventualne promene domaće izvozne strukture od 2007. do 2024. biće analizirane primenom različitih statističkih indikatora (indeksi sličnosti; tehnike trgovinske klasifikacije) kako bi se kvantifikovali ostvareni rezultati, prvo tokom datom vremena, a potom komparacijom istog sa dinamikom izvoznih sektora drugih observiranih zemalja.

Prvo smo obračunali indekse sličnosti strukture izvoza Srbije (i drugih observiranih ekonomija) i strukture eksternog robnog uvoza EU. Zatim smo analizirali kvalitativne promene izvoza Srbije - koristeći više klasifikacija - kroz tendencije robe na višim nivoima obrade, čije bi eventualno povećanje stvorilo važne uslove za održivi i snažniji rast izvoza. Svi dobijeni rezultati su upoređeni sa onima koje su postigle druge ekonomije CSIE.

Inače, termin konvergencije u ekonomiji se koristi za definisanje relacije između dve privrede u kojoj se jedna po svojim merenim performansama približava drugoj, naprednijoj, ekonomiji. U našem slučaju, poredimo strukturu robnog izvoza Srbije sa uvoznom strukturom EU kroz protok vremena, a potom takođe izvozne strukture zemalja regiona stavljamo u odnos sa uvoznom strukturom EU.

Analizirali smo koliko se izvozni profil izabranih zemalja CSIE, uključujući i Srbiju, podudara sa uvoznim profilom jednog razvijenog entiteta – EU 27 - od koje ove zemlje toliko zavise. Moguće povećanje sličnosti, tj. bolje podudaranje sa strukturama robnog uvoza EU, indirektno bi podrazumevalo potencijal za dalji rast i kvalitativno poboljšanje robnog izvoza zemalja CSIE, gde pripada i naša zemlja, i priliku da ove ekonomije najbolje iskoriste svoje komparativne prednosti. Idealno bi bilo da izvoz matične zemlje bude podudaran sa uvozom njenih glavnih trgovinskih partnera.

S obzirom na veoma mali udeo izvoza zemalja CSIE u uvozu EU, jasno je da je poređenje ovih struktura relevantno samo kao pokazatelj postignutog poboljšanja njihovog ukupnog izvoza (i indirektno postignutog ekonomskog razvoja). Naime, kada zemlja u kojoj resursi (ili primarni) proizvodi dominiraju izvozom dostigne određeni nivo razvoja, potrebno je da diverzifikuje svoju izvoznju ponudu kako bi uključila proizvode veće sofisticiranosti ili će se ekonomski rast usporiti. Pored toga, zahvaljujući visokom učešću izvoza u EU u ukupnom izvozu ovih zemalja, očekuje se da će sama potražnja za uvozom EU u velikoj meri oblikovati ukupnu strukturu izvoza zemalja CSIE. To bi impliciralo da su promene koje se dešavaju u strukturi robnog izvoza zemalja CSIE u velikoj meri posledica prilagođavanja domaće ekonomije uzovnim zahtevima njenih glavnih trgovinskih partnera, pre svega, zemalja EU.

Empirijski je potvrđeno da je rastuća sličnost trgovinskih struktura u korelaciji sa povećanjem bilateralne trgovine (isključujući druge faktore koji mogu imati uticaj). Struktura, povoljna ili ne, izvedena je iz empirijske analize, koja pokazuje da većina

razvijenih zemalja ima strukturu izvoza (i uvoza) koja je pretežno zasnovana na proizvodima visokih faza finalizacije (sa mnogo većom dodatnom vrednošću).

Sličnost robnog izvoza CSIE sa uvoznom tražnjom EU ima dodatnu važnost budući da su ove zemlje ili članice ili buduće članice monetarne unije, odnosno evrozona. S tim povezano, u ekonomskoj i monetarnoj uniji sličnost trgovinskih struktura je značajna, jer veći nivo sličnosti može implicirati manju industrijsku realokaciju. Takođe, povećana sličnost struktura povezana je sa pojednostavljenom koordinacijom monetarnih politika (i oblikovanjem drugih zajedničkih politika), smanjivanjem ranjivosti na asimetrične šokove, ubrzavanjem konvergencije cena faktora proizvodnje i smanjivanjem pritiska migracionih tokova ka EU (Crespo i Fontoura 2005, str. 611–632). Dodatno, pridruživanje evrozoni može dovesti do dalje konvergencije izvozne strukture u regionu (Crespo i Fontoura 2007). U skladu sa tim, Ottaviano i saradnici (2007) su pokazali da je određena kompanija - uz ostale iste uslove - konkurentnija ako pripada zemlji članici evrozona nego obrnuto. Kaitila (2013, str. 25–26) je takođe pokazao da ako su ekonomske strukture postale sličnije među zemljama, rizik od asimetričnih šokova je smanjen.

Nakon uvoda, osvrnuli smo se na studije koje se bave sličnom tematikom, te na izvore podataka. Konvergencija trgovinskih struktura - odnosno korišćena metodologija i dobijeni rezultati - nalaze se u sledeća dva odeljka. Potom se u sledeća dva dela studije bavimo promenom trgovinskih struktura svih posmatranih zemalja, što je urađeno korišćenjem različitih klasifikacija koju su ranije primenili referentni autori i analizom dobijenih rezultata. Na kraju rada su zaključna razmatranja.

## REFERENTNA LITERATURA

Postoje brojne studije posvećene strukturnim promenama trgovinskih performansi zemalja u tranziciji, uključujući i Srbiju. Međutim, manji je broj radova koji se bave ovde predloženim skupovima indikatora, posebno njihovom analizom u komparativnoj perspektivi. Generalno, literatura koja se bavi sličnom temom ističe sledeće determinante robnog izvoza zemalja centralne i (jugo)istočne Evrope: poboljšanje pristupa tržištima EU, povećani nivoi produktivnosti, promena strukture uvoza, strane direktne investicije, kvalitet infrastrukture, institucionalno okruženje, te kao najvažnije: strukturne promene samog izvoza datih ekonomija (bazično kvantitet izvoza je u dugom roku određen njegovim kvalitetom, koji se najbolje može detektovati kroz dezagregiranje izvoza, odnosno kroz analizu njegove strukture – najčešće preko praćenja promena učešća robnih grupa u ukupnom izvozu).

Damijan i drugi (2013), analizirajući strukturu izvoza ekonomija CSIE, ukazuju na povećanje udela srednje i visokotehnoških proizvoda i odgovarajući pad udela proizvoda intenzivnih u pogledu resursa, radne snage i niskotehnoških proizvoda. Generalno, postoji postepena konvergencija sa izvoznim strukturama EU15, što implicira poboljšanje kvaliteta izvoza. Nalazi u pomenutoj studiji jasno ukazuju na to da je strukturno unapređenje izvoza pozitivno doprinelo porastu izvoza tih država.

Bierut i Kuziemska-Pawlak (2017) su pokazali da se u periodu 1995-2014. udeo izvoza zemalja centralne i istočne Evrope u svetskom izvozu robe više nego udvostručio. Glavni generator ove ekspanzije je uključivanje regiona u EU i globalne

lance vrednosti (GVC) zahvaljujući njihovoj konkurentnosti (cena/troškovi) i blizini tržišta EU - trend koji se intenzivirao i u Srbiji. Struktura izvoza povezana je sa pozicioniranjem regiona kao dobavljača u GVC (i to uglavnom mašina i transportne opreme - srednje-tehnološka roba), pri čemu je udeo izvoza visokotehnološke proizvodnje ostao nizak. Između 1995. i 2014. tehnološki intenzitet se povećao, pri čemu je izvoz srednje-tehnološke proizvodnje uglavnom zamenio onu koja intenzivno koristi radnu snagu i resurse. I pored napretka, udeo izvoza visokotehnoloških proizvoda iz regiona ostao je više od 10 procentnih poena niži nego u naprednijim zemljama EU. U periodu koji je predmet razmatranja, šest analiziranih država (Češka, Mađarska, Slovačka, Poljska, Bugarska i Rumunija) ostvarile su značajan rast udela na izvoznom tržištu i značajnu aprecijaciju svojih realnih efektivnih deviznih kurseva.

U studiji Radulescu i saradnici (2018), korišćenjem testova kointegracije i metode običnih najmanjih kvadrata (sa skupom podataka od 2004. do 2015. za odabrane zemlje Centralne i Istočne Evrope: Poljska, Slovačka, Bugarska, Mađarska, Češka i Rumunija), detektovani su faktori koji utiču na rast BDP-a per capita i kompetitivnosti. Najvažniji faktor koji doprinosi povećanju BDP-a po stanovniku observiranih ekonomija i udela izvoza tih zemalja u ukupnom svetskom izvozu je tercijarni nivo obrazovanja, dok ga slede 'drop out' indikator (napuštanje škole, koje je negativno korelisano sa konkurentnošću), kvalitet radne snage, stopa zaposlenosti, te udeo obnovljivih izvora energije u finalnoj potrošnji energije (postoji negativna korelacija i sa BDP-om po stanovniku i sa udelom izvoza observiranih ekonomija u ukupnom svetskom izvozu, ali je ovaj udeo veoma nizak u svim analiziranim zemljama, osim u Rumuniji). Posledično, fokus bi trebalo da bude na merama za poboljšanje nivoa obrazovanja, posebno tercijalnog, i specijalizaciju ljudi koji rano napuštaju obrazovni sistem. Ove specifične mere bi takođe podržale povećanje stope zaposlenosti u datim ekonomijama. Basu i Das (2011) su koristili neparametarsku metodologiju za ispitivanje odnosa između 'skill intensive' i tehnološki intenzivnog robnog izvoza sa BDP-om po stanovniku observiranih zemalja. Analiza je urađena za skup od 88 zemalja u razvoju od 1995. do 2007. Autori ukazuju na snažnu pozitivnu korelaciju udela 'skill' (veštinama) intenzivnog i tehnološki intenzivnog izvoza sa rastom BDP po stanovniku. Takođe se pokazuje da je jaka industrijska baza neophodna za postizanje dugoročnog održivog ekonomskog rasta i konkurentnosti izvoza.

Kaitila (2013) je analizirao stepen specijalizacije zemalja EU u njihovom izvozu i dodatoj vrednosti proizvodnje i stepen strukturne sličnosti koristeći indeks sličnosti koji su razvili Finger i Kreinin (1979), a koji se takođe koristi u ovom radu. Analizirana je i moguća konvergencija stopa rasta BDP-a sa tendencijama koeficijenata sličnosti izvoznih struktura. Različiti rezultati za izvoz 10 bivših zemalja u tranziciji odražavaju stepen njihovog uspeha u ekonomskoj transformaciji. Detektovan je dramatičan porast koeficijenata sličnosti za baltičke zemlje, Bugarsku i Rumuniju u periodu 1999-2010. (iako su ostali ispod proseka za članice EU, ove ekonomije su značajno približile istom). Generalno, izvozne strukture bivših zemalja u tranziciji su se prilično brzo približile izvoznjoj strukturi EU15 i evrozone do oko 2008., nakon čega je razvoj sličnosti bio manje ujednačen i umereniji.

Žuk i Savelin (2018) pokazali su da je realna konvergencija bila mnogo brža u onim zemljama koje su postale članice EU nego u ekonomijama Zapadnog Balkana koje su trenutno (potencijalni) kandidati za EU. Kada je u pitanju tempo konvergencije od 2000. godine, najvažniji faktori su: spoljna konkurentnost, povećanje otvorenosti trgovine, visoki ili rastući nivoi kvaliteta ljudskog kapitala – koji su svi usko povezani sa izvoznim rezultatima tih ekonomija.

U studiji Belkanić (2020, 487-488) je, koristeći metod kointegracije i Grejndžerovu analizu uzročnosti, proučavan efekat izvozne strukture na ekonomski rast. Obuhvaćeno je 11 ekonomija u tranziciji u periodu od 1997. do 2017. Robni izvoz je klasifikovan u tri kategorije: 1. goriva, rude i metali (SMTK<sup>3</sup> sektori 0, 1, 4 i 2 bez SMTK odseka 22, 27, 28), 2. hrana i poljoprivredne sirovine (sektor 3 i odseci 22, 27, 28, 68), 3. izvoz industrijskih proizvoda (sektori 5, 7, 8 i 6 bez odseka 68). Donekle neočekivano, rezultati ukazuju da izvoz industrijskih proizvoda nije uvek izvor visokog ekonomskog rasta, kao što sugeriše obimna literatura. Čini se da je rast u observiranim ekonomijama u tranziciji bio pod većim uticajem izvoza primarnih nego industrijskih proizvoda. Ipak, iako je izvoz prve kategorije (goriva, rude i metali) pokazao najveći efekat na ekonomski rast, studija zaključuje da je održavanje uravnotežene trgovinske strukture, pre svega diverzifikacijom izvoznog portfolija, neophodno za postizanje održivog dugoročnog razvoja. Naime, izvoz goriva, ruda i metala trebalo bi da bude važan izvor finansiranja širenja industrijskih sektora koji suštinski imaju veće potencijale za ubrzavanje ekonomskog razvoja, uključujući transfer tehnologije (mnoge zemlje su upravo razvile uspešne industrije zahvaljujući prihodima od izvoza primarnih proizvoda). Dakle, oslanjanje samo na izvoz primarnih proizvoda nije recept za generisanje održivog razvoja u smislu tehnološkog napretka.

Klasifikacije koje koristimo u istraživanju su korišćene u brojnim studijama. Crespo i Fontura (2007) analizirali su izvoz robe u EU novih zemalja članica. Struktura izvoza zemalja Centralne i Istočne Evrope značajno se promenila – uglavnom u Slovačkoj i Mađarskoj – ali je promena bila još veća u baltičkim ekonomijama. Udeo izvoza koji se odnosi na niskokvalifikovanu radnu snagu naglo je opao, ali je bio visok u međunarodnom poređenju. Izvozne strukture Češke i Mađarske, značajno poboljšane tokom vremena, bile su najslabije onima „starih“ članica EU.

U radu Konstantakopulu i Skinci (2015), koji se bavi promenama u sastavu proizvoda u evrozoni tokom perioda pre krize (2000–2008) i recesije (2009–2014), pokazano je da su visokotehnološki intenzivni proizvodi imali najveći udeo u izvozu, te da su ih sledili srednje tehnološki intenzivni proizvodi, a da su potom dolazili radno intenzivni i niskotehnološki intenzivni proizvodi, bez obzira na Veliku recesiju.

## **KONVERGENCIJA STRUKTURA ROBNOG IZVOZA SRBIJE I OBSERVIRANIH EKONOMIJA CSIE SA UVOZOM TRAJNOM EU – PRIMENJENA METODOLOGIJA**

U celoj studiji analiziran je period od 2007. do 2024. Početna godina je 2007., poslednja godina pre Velike recesije i praktično godina koja završava period velike

---

<sup>3</sup> Standardna međunarodna trgovinska klasifikacija



transformacije (tranzicije) u velikom broju zemalja centralne i jugoistočne Evrope, od kojih smo analizirali sledeće: Češka, Mađarska, Rumunija, Hrvatska, Bugarska, Severna Makedonija i Srbija. Odabir datih zemalja baziran je na njihovoj relevantnosti za Srbiju (dok ekonomije sa relativno malim izvozom nisu obuhvaćene jer najčešće imaju strukturu koja je ‘pomerena’ ka nekoliko robnih grupa, te je stoga teško izvesti valjane zaključke). Poslednja dostupna godina je 2024. Da bismo izbegli eventualno prekomerno odstupajuće ili divergentne rezultate u jednoj godini - što bi moglo biti ekonomski teško objašnjivo - koristili smo dodatne godine (2008, 2018, 2022, 2023), koje služe za proveru konzistentnosti i robusnost nalaza.

Podaci o strukturama izvoza (i uvoza) zemalja preuzeti su iz baze podataka Ujedinjenih nacija o statistici trgovine robom – COMTRADE (2025), koja pokriva 261 robnu grupu - trocifreni nivo Standardne međunarodne trgovinske klasifikacije (SMTK), revizija 4. Kada su u pitanju podaci koji se odnose na apsolutne vrednosti trgovine, takođe smo koristili bazu podataka UN COMTRADE (2025). Inače, SMTK je klasifikacija međunarodne trgovine koju objavljuje UN i, zbog svoje međunarodne uporedivosti i dugoročnih serija, često se koristi, budući da podaci postoje za praktično svaku ekonomiju sveta. Na osnovu detaljnih nomenklatura (npr. carinske nomenklature), roba se prema SMTK klasifikuje u grublje kategorije (prvo sektori, pa odseci, pa robne grupe itd), npr. u pogledu stepena obrade.

Koristili smo četiri indikatora sličnosti: Cosinus i Finger-Kreinin koeficijent, kao i Bry-Curtis-ov i (inverzni) Integrisani indeks sličnosti. Koeficijenti ukazuju na verovatnoću, tj. intenzitet očekivane ukupne bilateralne trgovine.

Treba naglasiti da povećanje sličnosti srpske izvozne strukture sa uvoznom tražnjom EU ne govori samo o približavanju srpskog izvoza zahtevima EU tržišta već i o generalnom prilagođavanju izvoza Srbije tržištima razvijenih zemalja, koje karakteriše tehnološki naprednija trgovinska struktura. Analizom indeksa tokom vremena može se posmatrati da li trgovinski profili između trgovinskih partnera postaju manje ili više kompatibilni, pri čemu veća kompatibilnost implicira potencijalno veću konkurentnost, naravno ako se poređenje vrši sa aspiracionom strukturom, kakva je struktura robnog uvoza EU.

Obe analize su obuhvatile sledeće godine: 2007, 2008, 2018, 2019, 2023. i 2024. Počinjemo od 2007, ne samo zato što je to godina pred početak Velike recesije, već i godina za koju imamo dostupne podatke za sve posmatrane ekonomije. Potom smo koristili poslednje dve godine pred pandemiju, budući da bi dobijeni indikatori za 2020-2021. mogli biti pod uticajem značajne promene dinamike i strukture robnog izvoza usled COVID-19. Godine 2023. i 2024. su poslednje dve godine za koje imamo uporedive podatke za sve observirane zemlje. Korišćenje dve uzastopne godine je motivisano željom da se izbegne slučaj u kome bi se u jednoj godini zbog eventualnih specifičnih okolnosti mogli dobiti ekonomski neobjašnjivi indikatori. Koristili smo strukturu izvoza i uvoza po SMTK na trocifrenom nivou, praktično pokrivajući 261 robnu grupu za robni izvoz CSIE i eksterni robni uvoz EU u svakoj od observiranih godina.

Inače, Finger i Kreinin (FKISij) koeficijent je prvi put korišćen u studiji Finger i Kreinin (1979, pp. 906–907), s ciljem da se proceni sličnost izvoza izračunavanjem

relativnog značaja različitih roba u strukturi izvoza parova zemalja, a zatim korišćenjem tehnike filtriranja.

$$FKIS_{ij} = \sum_{k=1} \min(E_{ik}, M_{jk})$$

- k – jedinica u SMTK;
- k = 1 ... 261 (za trocifreni nivo klasifikacije);
- $E_i$  – izvozna zemlja;
- $M_j$  – uvozna zemlja.

Pored toga, kao neku vrstu kontrolnih varijabli, koristili smo još tri metode, odnosno koeficijente: kosinusni indeks, normalizovanu Menhettin udaljenost pomoću Bray-Curtis-ove formule koja se široko koristi u geostatistici i biometriji (Michie 1982, str. 661-667), kao i Integrisani indeks sličnosti, odnosno njegove inverzne vrednosti (Kovacs, 2004).

Inače, svi ovi indeksi se koriste u analizama međunarodne trgovine. Npr. Bray-Curtis index je takođe korišćen u radu Benedictis i Tajoli (2004), koja se bavi sličnostima i konvergencijom između EU i četiri „zemlje pristupnice“. Linnemann i Van Beers (1988, str. 447–449) koristili su dva koeficijenta sličnosti: Kosinus i Finger i Kreinin, analizirajući spoljnu trgovinu za 13 razvijenih i 34 zemlje u razvoju. Kovacs (2004, str. 12) je koristio Integrisani indeks sličnosti – da bi ukazao na konvergenciju trgovinskih struktura širom Evrope (zajedno sa stvarnom ekonomskom konvergencijom), objašnjavajući da je ovaj proces očekivan, jer se od zemalja na sličnom nivou razvoja očekuje da imaju slične trgovinske strukture.

Pošto je Bray-Curtis-ov indeks (B-C jk) na tri decimale uvek identičan Finger-Kreininovom koeficijentu, nismo ga prikazali u našim tabelama, ali je on igrao kontrolnu ulogu u našoj studiji.

Kosinusni metod se svodi na utvrđivanje sličnosti (različitosti) između dve strukture koje su klasifikovane na identičan način (npr. na 261 element). U konkretnom slučaju uzima se vektor  $E_i$  koji predstavlja strukturu izvoza određene zemlje (i). Vektor je definisan određenim brojem elemenata u n-dimenzionalnom prostoru koji ima isti broj dimenzija kao vektor  $E_i$  elemenata. Analogno vektoru  $E_i$ , uzima se vektor  $M_j$  koji predstavlja strukturu uvoza (ili izvoza) određene zemlje (j). Vektor je definisan određenim brojem elemenata u n-dimenzionalnom prostoru, koji ima isti broj dimenzija kao vektor  $E_i$  elemenata. Pod uslovom da učešće svih sektora u ukupnom izvozu odnosno uvozu bude identično (sami apsolutni iznosi nisu bitni), dva radijus vektora bi, imala zbog istih koordinata, identične položaje u višedimenzionalnom prostoru, te bi ugao između njih bio jednak 0 i vrednost kosinusa bi bila jednaka jedinici (to bi značilo potpunu identičnost robnih struktura).

$$cos_{.ij} = \frac{\sum_{k=1} E_{ik} * M_{jk}}{\sqrt{(\sum_{k=1} E_{ik}^2) * (\sum_{k=1} M_{jk}^2)}}$$

- k - stavke u SMTK - klasifikaciji
- k=1...261 (za trocifrenu klasifikaciju)
- i - zemlja izvoznica
- j - zemlja uvoznica

Inverzni (modifikovani) integrisani indikator sličnosti ima sledeću matematičku formulaciju:

$$mISI = 1 - \frac{\sum_{i=1}^n (X_{ij} - X_{ik})^2}{\sum_{i=1}^n X^2_{ij} + \sum_{j=1}^n X^2_{ik}}$$

- $X_{ij}$  - udeo date robne grupe zemlje j u ukupnom robnom izvozu u posmatranoj godini
- $X_{ik}$  - udeo date robne grupe zemlje k u ukupnom robnom uvozu u posmatranoj godini
- j, k - posmatrane zemlje

Ako je vrednost indeksa jednaka 0, dve strukture su potpuno različite, dok je maksimalna vrednost 1 ako su dve strukture identične. Indeks Fingera i Kreinina, kao i ostala tri, pruža informacije o tome koliko se izvozni profil jedne zemlje poklapa sa uvoznim profilom druge zemlje.

## TENDENCIJE INDEKSA SLIČNOSTI

Upoređivanjem struktura robnog izvoza izabranih zemalja Centralne i Jugoistočne Evrope (CSIE) sa strukturama robnog uvoza EU27 u periodu 2007-2024., na trocifrenom nivou SMTK klasifikacije (Revizija 4), dobili smo koeficijente sličnosti prikazane u Tabeli 1.

**Tabela 1. Indeksi sličnosti između struktura robnog izvoza CSIE i struktura robnog uvoza EU 2007-2024.**

Indeksi	Godine	Češka	Mađarska	Rumunija	Bugarska	Hrvatska	Srbija	Makedonija
<i>i ISI</i>	2024	0.468	0.514	0.420	0.349	0.586	0.290	0.158
<i>Cosinus</i>		0.483	0.518	0.421	0.350	0.599	0.290	0.187
<i>Finger</i>		0.528	0.556	0.506	0.515	0.536	0.444	0.320
<i>i ISI</i>	2023	0.445	0.477	0.405	0.374	0.495	0.271	0.128
<i>Cosinus</i>		0.452	0.480	0.405	0.375	0.515	0.272	0.161
<i>Finger</i>		0.514	0.541	0.493	0.507	0.514	0.420	0.306
<i>i ISI</i>	2019	0.448	0.460	0.377	0.393	/	0.300	0.141

Indeksi	Godine	Češka	Mađarska	Rumunija	Bugarska	Hrvatska	Srbija	Makedonija
<i>Cosinus</i>		0.455	0.463	0.378	0.394	/	0.301	0.164
<i>Finger</i>		0.507	0.539	0.467	0.502	/	0.440	0.281
<i>i ISI</i>	2018	0.411	0.437	0.353	0.364	0.404	0.304	0.135
<i>Cosinus</i>		0.414	0.437	0.354	0.365	0.414	0.308	0.153
<i>Finger</i>		0.497	0.528	0.461	0.497	0.492	0.439	0.280
<i>i ISI</i>	2008	0.294	0.389	0.293	0.264	0.225	0.163	0.156
<i>Cosinus</i>		0.309	0.390	0.304	0.265	0.227	0.172	0.157
<i>Finger</i>		0.472	0.488	0.442	0.433	0.426	0.381	0.270
<i>i ISI</i>	2007	0.319	0.423	0.304	0.278	0.273	0.189	0.134
<i>Cosinus</i>		0.328	0.425	0.306	0.278	0.273	0.193	0.144
<i>Finger</i>		0.471	0.487	0.439	0.442	0.434	0.374	0.271

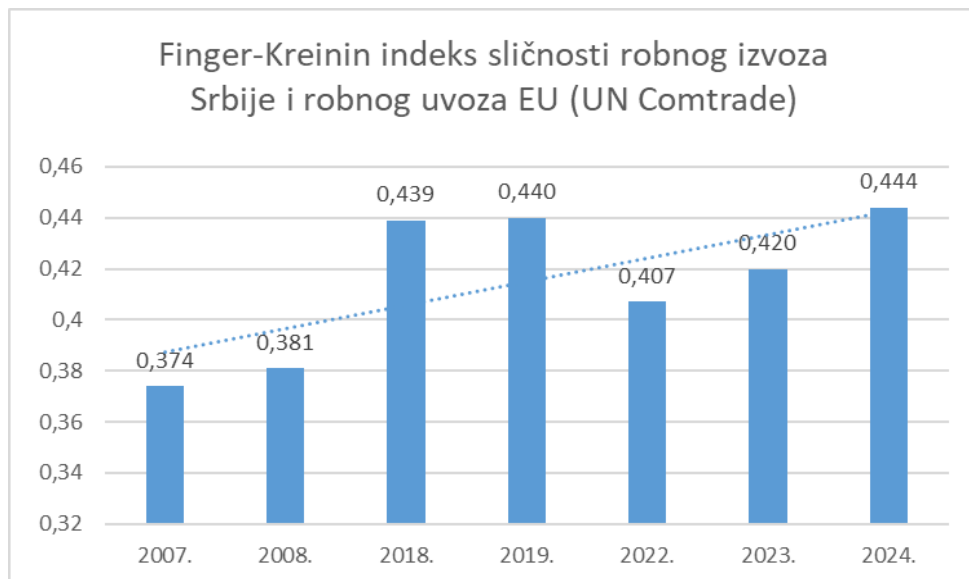
*Napomene:* Finger= Finger Kreinin; i ISI=Inverse Integrated Similarity Index.

*Izvor:* Kalkulacije autora bazirane na podacima UN COMTRADE (2025) (<https://comtrade.un.org/data/>)

U Tabeli 1 se može videti da je u posmatranom periodu došlo do povećanja sličnosti ‘uparenih struktura’ u skoro svim posmatranim slučajevima, tako da je apsolutni nivo koeficijena sličnosti skoro uvek viši nego na početku perioda. Generalno, ovi rezultati impliciraju da su se strukture izvoza CSIE promenile u pozitivnom smeru. Među zemljama CSIE, najveća sličnost je, kako se i očekivalo, zabeležena kod najnaprednijih ekonomija u tranziciji: Češke i Mađarske, i kod obe zemlje detektovan je konstantan blag porast ovih koeficijena tokom posmatranog perioda, naravno uz određene retke izuzetke (koji su očekivani imajući u vidu imperfektnost samih indikatora, kao i mogućnost da zbog potencijalno snažnog iznenadnog rasta izvoza određene robne grupe dođe do neočekivanog kretanja indeksa sličnosti). Visok postignuti nivo indeksa sličnosti pokazuje i struktura hrvatskog robnog izvoza, posebno u poslednjoj posmatranoj godini. Takođe, tokom observiranog razdoblja beležen je praktično stalan rast sličnosti hrvatskog robnog izvoza sa uvoznom tražnjom EU. Praktično istu pozitivnu tendenciju beležila je i Rumunija, koja je takođe značajno unapredila svoju izvoznju strukturu. Očekivano, dostignuća Bugarske su nešto skromnija, ali je i ova država tokom posmatranih 17 godina ostvarila značajan progres po pitanju konvergencije svoje izvozne strukture uvoznju tražnji EU. Najskromnije rezultate je opet očekivano postigla Severna Makedonija, čiji je dostignuti nivo koeficijena ubedljivo najniži, iako je trend uglavnom bio rastući.

Kada je u pitanju Srbija, može se detektovati jasan trend konvergencije strukture robnog izvoza uvoznju tražnji EU, ali je postignuti nivo sličnosti na nižem nivou nego kod većine posmatranih ekonomija. Inače, isti trend bio je prisutan i u periodu od 2000. do 2007, što je pokazano u studiji Nikolić (2013), gde je detektovan porast koeficijena sličnosti (analiza za sličnost robnog izvoza Srbije uvoznju tražnjom EU je urađena na dvocifrenom nivou SMTK). Pošto smo za Srbiju izračunali podatke i za 2022, prikazali smo kretanje Finger i Kreinin indeksa na Grafikonu 1.

**Grafikon 1. Finger-Kreinin indeks sličnosti robnog izvoza Srbije i robnog uvoza EU**



Izvor: Proračuni autora na osnovu podataka UN Comtrade (2025).

## KOMPARATIVNA ANALIZA TRENTA TEHNOLOŠKE STRUKTURE I FAKTORSKOG INTENZITETA ROBNOG IZVOZA ZEMALJA CSIE

S obzirom na ključnu ulogu promene prirode veština i tehnološkog sastava proizvoda u kontekstu poboljšanja ekonomskih performansi – između ostalog u zemljama poput onih u centralnoj i jugoistočnoj Evropi – cilj ovog dela rada je da se istraži kvalitet njihovog robnog izvoza, pre svega, dekompozicijom istog na ‘medium and high tech’ komponente. Po pravilu – veliki udeo izvoza visokotehnoških proizvoda u ukupnom izvozu zemlje je najbolji pokazatelj njenog visokog nivoa konkurentnosti. Naime, proizvodi sa većim potencijalom za poboljšanje kvaliteta su manje izloženi troškovnoj odnosno cenovnoj konkurenciji. U sektorima sa većim tehnološkim intenzitetom, potencijal za poboljšanje kvaliteta je takođe veći. Indikativna je studija Grela i saradnici (2017, str. 60–64), gde je ubedljivo pokazano da su države centralne i istočne Evrope sa većim udelom zaposlenih u visokotehnoškim i sektorima intenzivnim znanjem imale relativno brz ekonomski rast od 1997. do 2014.

Generalno, dezagregirani podaci o robnom izvozu su klasifikovani u različite kategorije prema nivou veština i tehnološkom sastavu. Dezagregacija je izvršena na nivou robnih grupa (efektivno ih je 261). Između ostalog, u analizi smo koristili učešća ‘high-skill and technology-intensive manufactures’, kako je to definisano od strane UNCTAD (2019). Pored toga, kvalitativne promene u izvozu zemalja CSIE merili smo se kroz tendencije udela ‘high-tech’ proizvoda i preko kumulativnog učešća ‘medium and high-tech’ proizvoda (oba indikatora su preuzeta od strane Munkacsí (2009)), i kroz udele ‘skill-intensive manufactures’ (metodologija koju su razvili Mayer i Wood (2001)), gde veće učešće istih, po pravilu, ukazuje na viši kvalitet izvoza. Detaljno objašnjenje sve četiri klasifikacije dato je i u studiji Nikolića

(2020, str. 3462-3463), ali ono što je zajedničko svima njima jeste da se zasnivaju na izdvajanju određenog šireg broja robnih grupa, odeljaka i sektora SMTK-a, u skladu sa njihovom tehnološkom sofisticiranošću i faktorskom intenzivnošću. Posmatrajući jednocifreni SMTK, pojednostavljeniji zaključak je da veći udeo sektora 7 (Mašine i transportna oprema), a u manjoj meri sektora 5 (Hemijski proizvodi), implicira napredniji kvalitet izvoza robe. Naravno, stvari su daleko složenije, ali ova jednostavna formulacija je važna za one koji nisu familijarni sa trgovinskim strukturama. Dakle, ne treba zaboraviti da je osnovni uslov za ubrzanje rasta izvoza njegovo strukturno poboljšanje.

## PROMENE TEHNOLOŠKE STRUKTURE ROBNOG IZVOZA ZEMALJA CSIE - REZULTATI

U Tabeli 2 se može videti da je od 2007. do 2024. većina posmatranih zemalja imala umereno povećanje udela kod skoro sve četiri kategorije. Ipak, postoje značajno različiti trendovi u vezi sa prve dve uže kategorije koje obuhvataju proizvode sa većim nivoom visoke tehnologije i preostale dve, koje su inkluzivnije i obuhvataju praktično sve grupe roba iz sektora 5 (Hemikalije i srodni proizvodi) i sektora 7 (Mašine i transportna oprema). Treba napomenuti da su udeli visokotehnoloških proizvoda, kao i proizvoda intenzivnih visoko-kvalifikovanim radom u nekim ekonomijama ostvarili ili skromno povećanje udela, ili je pak došlo do smanjenja njihovog učešća.

**Tabela 2. Udeo srednje i visoko-tehnoloških proizvoda, industrijskih proizvoda intenzivnih kvalifikovanim radom, visoko-tehnoloških proizvoda i 'high-skill tech-intensive' proizvoda u robnom izvozu zemalja centralne i jugoistočne Evrope 2007-2024.**

Godine	Klasifik.	Češka	Madarska	Rumunija	Bugarska	Hrvatska	Srbija	Makedonija
2024	Medium + High	69.2	71.4	56.1	34.6	38.9	39.8	58.3
2023		68.6	72.1	53.2	35.1	39.3	40.3	60.6
2019		68.7	71.7	56.4	35.1	/	38.8	60.5
2018		67.6	70.5	56.0	33.0	39.4	38.4	58.3
2008		61.8	67.3	43.0	24.4	44.9	28.3	22.2
2007		63.5	68.3	40.6	24.2	42.0	25.4	27.2
2024	Skill-Intensive Manufactures	66.8	70.0	53.4	32.5	33.3	37.1	34.5
2023		66.0	70.4	50.9	31.7	32.5	37.8	30.8
2019		66.0	70.0	53.8	32.1	/	36.9	36.1
2018		65.1	68.8	53.2	30.6	35.1	36.7	34.9
2008		58.4	65.8	38.2	23.2	30.9	25.1	
2007		60.0	66.8	35.8	22.5	29.5	23.4	
2024	High Skill Tech-Intensive	25.7	29.5	11.2	11.2	13.7	10.7	7.9
2023		24.1	29.9	10.0	11.2	13.4	10.6	6.7
2019		26.0	27.5	11.7	15.2	/	12.1	4.2
2018		24.9	27.2	10.9	13.8	18.2	12.8	4.1

Godine	Klasifik.	Češka	Mađarska	Rumunija	Bugarska	Hrvatska	Srbija	Makedonija
2008	High-Tech	23.1	32.1	11.3	11.4	14.4	14.2	5.4
2007		22.6	31.6	8.7	10.8	14.6	13.5	4.4
2024		26.5	26.5	13.1	15.1	17.3	11.6	29.1
2023		24.7	24.6	11.0	14.7	15.7	11.6	34.0
2019		23.5	25.3	9.8	10.6	/	8.2	25.2
2018		22.4	24.4	9.1	10.4	13.3	7.5	25.0
2008		20.6	30.0	8.8	7.7	11.3	8.3	3.1
2007		20.5	29.3	6.4	7.3	10.5	6.4	2.9

*Napomene:* High Skill = high-skill and technology-intensive manufactures; Skill-Intensive = Skill-intensive manufactures; Medium + High = (Combined) Medium- and high-tech products; High Skill Tech-Intensive = high-skill and technology-intensive manufactures.

*Izvor:* Kalkulacije autora bazirane na podacima UN COMTRADE (2025) (<https://comtrade.un.org/data/>).

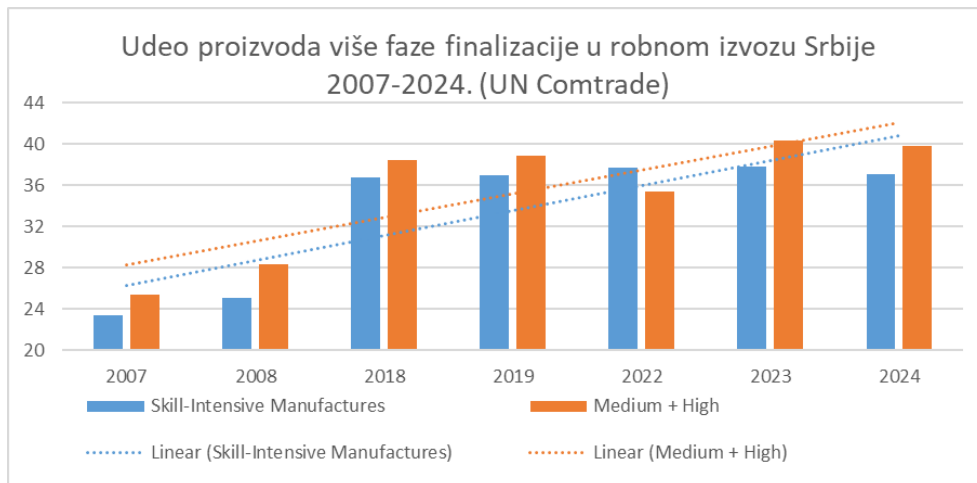
Mađarska i Češka su 2007. imale najvišu sofisticiranost robnog izvoza i do 2024. su ostvarile određena unapređenja. Srednje- i visokotehnološki proizvodi su činili 71,4% robnog izvoza Mađarske i 69,2% robnog izvoza Češke 2024, u odnosu na 68,3%, odnosno 63,5% 17 godina ranije (slične pozitivne tendencije kod obe ekonomije beležene su i kada je u pitanju učešće ‘skill-intensive manufactures’). U obe zemlje udeo high-tech proizvoda je 2024. dostigao 26,5%, ali je kod Češke to bilo poboljšanje u odnosu na 20,5% 2007, dok je kod Mađarske zabeležen određen pad u odnosu na tu godinu, kada je udeo iste kategorije iznosio čak 29,3%.

Rumunija je snažno poboljšala kvalitet izvoza u periodu koji je predmet istraživanja. Srednje- i visokotehnološki proizvodi su dostigli 56,1% robnog izvoza 2024, u odnosu na tek 40,6% 17 godina ranije. Još pozitivnije tendencije beležene su i kada je u pitanju učešće ‘skill-intensive manufactures’ - rast sa 35,8% na 53,4% od 2007. do 2024. I udeo high-tech proizvoda je skoro dupliran, na 13,1% 2024, ali je i pored toga to relativno nisko učešće. Pomaci Bugarske nisu bili tako impresivni kao kod severnog suseda. Ipak, učešće ‘skill-intensive manufactures’ povećano je za 10 procentnih poena na 32,5% 2024, dok je praktično identično uvećanje beleženo i kod srednje- i visokotehnološki intenzivnih proizvoda, čije je učešće naraslo na 34,6%. Udeo high-tech proizvoda je dupliran, sa 7,3% na 15,1% u posmatranih 17 godina. Kada je u pitanju ta kategorija izvoza i Hrvatska je pokazala snažan pomak, podižući udeo iste na 17,3% sa 10,5%. Međutim po pitanju obuhvatnijih kategorija, kakvi su srednje- i visokotehnološki proizvodi beležen je čak blag pad udela, sa 42% na 38,9% (dok je kod ‘skill-intensive manufactures’ detektovan tek umeren porast). Severna Makedonija je naizgled beležila snažno unapređenje strukture izvoza, ali su ti podaci prilično nepouzdati budući da su uslovljeni snažnim porastom udela samo jedne robne grupe – 598 (Razni hemijski proizvodi), koja je ‘incidentno’ dostigla 21%, odnosno 23,3% ukupnog izvoza zemlje 2019-2024.

Posmatrajući tri kategorije, Srbija je ostvarila značajna strukturna unapređenja svog robnog izvoza. Srednje i visokotehnološki proizvodi su povećali svoj udeo sa 25,4% na 39,8%, dok je učešće ‘skill-intensive manufactures’ uvećano sa 23,4% na 37,1%. High-tech proizvodi su porasli sa 6,4% na 11,6%. Istina, došlo do pada udela ‘high-

skill and technology-intensive manufactures', sa 13,5% na 10,7%. Inače, Srbija je od 2000. do 2007. beležila rast visokotehnoloških proizvoda i 'skill-intensive manufactures', ali je on istina bio veoma blag, jer je udeo istih iznosio 23,5%, odnosno 22,5% u 2000. (Nikolić, 2014, 16).

### Grafikon 2. Udeo proizvoda više faze finalizacije u robnom izvozu Srbije 2007-2024.



Izvor: Proračuni autora na bazi UN Comtrade (2025).

## ZAKLJUČNA RAZMATRANJA

Analizirajući potencijalne strukturne promene robnog izvoza Srbije tokom procesa tranzicije, izračunali smo nekoliko indikatora srpske robne trgovine u periodu od 2007. Prvo, izračunata je vrednost indeksa sličnosti strukture izvoza Srbije i strukture uvoza EU, koja je korišćena kao referentna struktura. Dodatno, koristeći više klasifikacija analizirali smo kvalitativne promene izvoza Srbije, kroz tendencije udela robe na višim nivoima obrade, čiji bi eventualno uvećanje stvorilo važne uslove za održiv i snažniji rast izvoza. Svi dobijeni rezultati upoređeni su sa onima koje su postigle druge ekonomije centralne i jugoistočne Evrope. Naravno, rezultate istraživanja treba posmatrati sa oprezom zbog ograničenja primenjenih metoda, posebno indikatora sličnosti.

Inače, Srbija je beležila snažan rast izvoza od 2007. do 2024, ali sa relativno niske baze. U tom periodu dolarska vrednost domaćeg robnog izvoza uvećavala se po prosečnoj stopi od visokih 8,1%, znatno brže od rasta koji su istovremeno ostvarile Bugarska (5,6%) ili Rumunija (5,5%). Međutim, u per capita izrazu Srbija još uvek ima za 29% manju vrednost robnog izvoza od Bugarske, te 5% niži iznos od Rumunije.

Nema sumnje da je ostvareno kvalitativno poboljšanje domaćeg robnog izvoza. Naime, postignut je solidan strukturni napredak, meren kroz udeo robe na višim nivoima obrade, a zatim posmatrajući porast vrednosti indeksa sličnosti. To se može videti kroz porast udela srednje i visokotehnoloških proizvoda, 'skill-intensive manufactures', ili high-tech proizvoda. Dodatno, taj trend se intenzivirao u



posmatranom razdoblju, u odnosu na period od 2000. do 2007. Istovremeno, ostvarena je i konvergencija domaće izvozne strukture sa eksternom uvoznom tražnjom EU, što takođe implicira kvalitativni pomak.

Međutim, dostignuti rezultati su uglavnom bolji kod drugih zemalja CSIE, implicirajući da Srbija zaostaje za ovim ekonomijama.

Dakle, uprkos snažnom rastu srpskog izvoza od 2007. i umerenim strukturnim poboljšanjima, nema ubedljivih znakova dovoljne konvergencije sa strukturom uvozne potražnje EU ili dovoljnog rasta udela robe na višim nivoima obrade, koji bi ukazivali na značajno strukturno poboljšanje robnog izvoza Srbije u poređenju sa zemljama centralne i jugoistočne Evrope. Istina, kvalitet domaćeg izvoza značajno je poboljšana sa ulaskom stranih kompanija na srpsko tržište, čime je snažno povećana integracija zemlje u globalne lance vrednosti, a sa čim su povezana i snažna tehnološka unapređenja u izvozno orijentisanom industrijskim kompanijama Srbije (Nikolić, 2019). Povezano s prethodnim, indikativna je studija Hrinko (2023), koja ukazuje na statistički značajan uticaj stranih direktnih investicija na izvoz robe i usluga zemalja Centralne i Istočne Evrope u periodu 1993-2020. Sve ovo nije iznenađujuće, budući da je snažni rast indeksa sličnosti zemalja centralne Evrope korelirao sa početkom snažnih priliva stranih direktnih investicija – odnosno sa dolaskom stranih izvozno orijentisanih kompanija (čije su matice uglavnom bile integrisane u globalne lance vrednosti) – koje, u nastojanju da zadovolje potražnju sofisticiranog tržišta EU, poboljšavale izvoznju ponudu tih ekonomija.

Međutim, uprkos strukturnim poboljšanjima, stepen konvergencije robnog izvoza Srbije ka naprednijoj strukturi još uvek nije zadovoljavajući. Isti zaključak se može izvesti i na osnovu niskog nivoa specijalizovanosti domaće izvozne ponude kada su u pitanju proizvodi koji pripadaju sofisticiranim sektorima (Nikolić, 2020, 61-62).

Uprkos tome, poboljšanja su nezadovoljavajuća i zaostajanje se ogleda i u strukturi domaćeg izvoza i u njegovom ostvarenom obimu (apsolutnom i po glavi stanovnika). To se može videti u očiglednim razlikama u kvalitetu robnog izvoza Srbije u odnosu na robni izvoz Češke i Mađarske, koje su istina najnaprednije zemlje regiona, izraženim kroz niži udeo proizvoda na višim nivoima obrade, značajno manjom sličnosti sa strukturom uvoza EU, te višestruko nižim nivom apsolutnog izvoza u per capita izrazu.

Dobijeni rezultati nose niz poruka za kreatore ekonomske politike. Oni impliciraju da 'catching-up' proces nije automatski i da je neophodno da se preduzmu akcije usmerene na održivost tendencija stvarne konvergencije - pre svega institucionalne reforme. Pospešivanje priliva stranih direktnih investicija je neophodno za održivost trgovinske konvergencije, isto kao i za probudljivanje integracije u globalne lance vrednosti. Otvorenost za trgovinu i strane direktne investicije je katalizator za inovacije, tehnološki napredak (Boljanović, 2012), privlačenje kapitala i posledično rast produktivnosti i konkurentnosti.

## LITERATURA

- Basu, S. R., & Das, M.** (2011). Export Structure And Economic Performance In Developing Countries: Evidence From Nonparametric Methodology (No. 48). United Nations Conference on Trade and Development.
- Belkania, D.** (2020). Export Structure and Economic Performance in Transition Economies. *European Research Studies Journal*, 23:1, 476-490. 10.35808/ersj/1564
- Benedictis, L. D., & Tajoli, L.** (2004). Openness, Similarity in Trade Structures and Income Convergence. Paper presented at the Annual Conference of the European Trade Study Group, Nottingham.
- Bierut, B. K., & Kuziemska-Pawlak, K.** (2017). Competitiveness and Export Performance of CEE Countries. *Eastern European Economics*, 55:6, 522-542.
- Boljanović, S.** (2012). Uticaj stranih direktnih investicija na transfer tehnologije u Srbiji. *Finansije*, LXVII: 1-6, 92-108.
- Crespo, N., & Fontoura, M. P.** (2005). Integration of CEECs into EU Markets: Structural Change and Convergence. Department of Economics at the School of Economics and Management (ISEG), Technical University of Lisbon, Working Paper 2004/15.
- Crespo, N., & Fontoura, M. P.** (2007). Integration of CEECs into EU market: Structural change and convergence. *JCMS: Journal of Common Market Studies*, 45:3, 611–632.
- Damijan, J., Kostevc, Č., & Rojec, M.** (2013). Bright past, shady future? Past and potential future export performance of CEE countries in a comparative perspective (No.33413). LICOS - Centre for Institutions and Economic Performance, KU Leuven.
- Finger, Michael J., & Kreinin, M. E.** (1979). A Measure of 'Export Similarity' and Its Possible Uses. *The Economic Journal*, 89:356, 906-907.
- Grela, M., Majchrowska, A., Michalek, T., Mućk, J., Stazka-Gawrysiak, A., Tchorek, G., & Wagner, M.** (2017). Is Central and Eastern Europe converging towards the EU-15? No 264, NBP Working Papers from Narodowy Bank Polski, Economic Research Department.
- Hrinko, J.** (2023). Examining the Relationship between Foreign Direct Investment and Export in the Region of Selected Central and Eastern European Countries. In A. Lüleýová (ed.), *EDAMBA 2022: Conference Proceedings*, 149-162. Bratislava: University of Economics in Bratislava. <https://doi.org/10.53465/EDAMBA.2022.9788022550420.149-162>
- Kaitila, V.** (2013). Specialisation and/or Convergence: Structure of European Exports and Production. ETLA Working Papers from The Research Institute of the Finnish Economy No 12.
- Konstantakopoulou, I., & Skintzi, G.** (2015). Competitiveness of the Manufacturing Sector in EU19. *Greek Economic Outlook*. 2015/28, 61–66.
- Kovacs, Z.** (2004). Is There Any Convergence in Trade Structures Following EU Accession? – Some Trade Related Aspects of Enlargement. Paper presented at the meeting of the AIECE, Kiel, May 7, pp. 4-11.
- Linnemann, H., & Van Beers, C. P.** (1988). Measures of Export-Import Similarity, and the Linder Hypothesis Once Again. *Weltwirtschaftliches Archiv*, 124(3): 447-449.
- Mayer, J., & Wood, A.** (2001). South Asia's export structure in a comparative perspective. *Oxford Development Studies*, 29:1, 9–10. doi:10.1080/13600810120016173
- Michie, M.** (1982). Use of the Bray-Curtis Similarity Measure in Cluster Analysis of Foraminiferal Data. *Mathematical Geology*, 14:6, 661–667.
- Munkacsi, Z.** (2009). Export structure and export specialisation in Central and Eastern European countries, Magyar Nemzeti Bank. *Occasional Papers*, 81, 34–35.
- Nikolić, G.** (2014). Strukturno unapređenje domaćeg robnog izvoza 2000–2014, *Finansije*, LXX: 1-6, 11 – 23.

- Nikolić, G.** (2013). Is there a structural improvement in merchandise exports of Balkan countries in the period 2000-2012? *Economic Annals*, LVIII: 196, 99–132.
- Nikolić, G.** (2013). Tendency of exports technology structure and exports concentration in the Balkan economies 2000-2012. *Industrija*, 41:3, 7-24.
- Nikolić, G.** (2020). Does it make sense to deepen the economic cooperation of the western Balkan economies?, *Economic Research-Ekonomska Istraživanja*, 33:1, 3453-3475, DOI: 10.1080/1331677X.2020.1774791
- Nikolić, G.** (2020). Tendencije specijalizacije srpskog izvoza i uvoza: komparativna analiza 2000-2019. *Finansije*, LXXV: 1-6, 47 – 66.
- Nikolić, I.** (2019). Osvrt na tehnološke promene prerađivačke industrije 2010-2018, *MAT*, br. 299, Ekonomski institut, Beograd.
- Ottaviano, G. D., Mauro, F., & Taglioni, D.** (2007). Deeper, Wider, More Competitive? Monetary Integration, Eastern Enlargement and Competitiveness in the European Union. European Central Bank, Working Paper Series No 847.
- Radulescu M., Fedajev, A., Sinisi C.I., Popescu, C., & Iacob, S.E.** (2018). Europe 2020 implementation as driver of economic performance and competitiveness. Panel analysis of CEE countries, *Sustainability*, 10:2, 1-20.
- UN COMTRADE.** (2025). UN Comtrade Database. <https://comtrade.un.org/data/>
- UNCTAD** (2019). Manufactured goods by degree of manufacturing groups (SMTK Rev. 3), [https://www.wto.org/english/res\\_e/statis\\_e/wts2020\\_e/wts20\\_toc\\_e.htm](https://www.wto.org/english/res_e/statis_e/wts2020_e/wts20_toc_e.htm)
- Žuk, P., & Savelin, L.** (2018). Real convergence in central, eastern and south-eastern Europe. ECB Occasional Paper 212

## ZAHVALNICA

Rad je napisan u okviru Programa istraživanja Instituta za evropske studije i Instituta društvenih nauka za 2026. koji podržava Ministarstvo nauke, tehnološkog razvoja i inovacija.

## SUKOB INTERESA

Autori izjavljuju da ne postoje finansijske, profesionalne ili lične veze koji bi mogle dovesti do pristrasnosti u rezultatima ili interpretaciji ovog istraživanja.

## THE COMPARATIVE ANALYSIS OF STRUCTURAL IMPROVEMENTS OF SERBIAN MERCHANDISE EXPORTS 2007-2024.

---

Goran NIKOLIĆ  
Jelena ZVEZDANOVIĆ LOBANOVA

### Abstract

To qualitatively assess the structural progress of Serbian merchandise exports since 2007, we have calculated indices of similarity between the structure of Serbian exports and the structure of EU external merchandise imports. Then, using several reference classifications, we analyzed the qualitative changes in Serbia's exports, through the tendencies of the share of goods at higher levels of processing – which eventual increase would create important conditions for sustainable and stronger export growth.

A clear trend of convergence of the structure of Serbia's merchandise exports with the EU's import demand was detected, as well as an increase in the share of goods at higher levels of processing in domestic exports. Nevertheless, the achieved level of similarity is significantly higher in most of the observed economies of Central and Southeastern Europe, especially in Czechia and Hungary, and the same is the case with the share of products of a higher stage of finalisation in total exports.

The results indicate that promoting inflows of foreign direct investment is necessary for the sustainability of trade convergence and for deepening integration into global value chains. Openness to trade and foreign investment is a catalyst for innovation and technological progress, and consequently growth in productivity and competitiveness.

**Keywords:** *commodity export, Serbia, EU, quality, structure, competitiveness*

## THE GROWTH EFFECTS OF FDI: CONTRASTING G7 AND BRICS+ ECONOMIES

---

Saša STEFANOVIĆ<sup>1</sup>  
Aleksandar ZDRAVKOVIĆ<sup>2</sup>  
Petar DIMIĆ<sup>3</sup>

\* Odgovorni autor E-mail: stefanovic.sasa@gmail.com

### Abstract

This paper examines the heterogeneous growth effects of Foreign Direct Investment (FDI) by conducting a comparative empirical analysis of the G7 and BRICS+ economies. The objective of this research is to quantify and contrast the contribution of FDI to real GDP growth in advanced and emerging economies, thereby identifying the structural drivers behind these divergent outcomes. Using a panel dataset covering the period 2004–2023, the study employs three complementary estimation techniques within the Barro-type conditional convergence framework. The results reveal a clear asymmetry: FDI exerts a strong, positive, and statistically significant growth effect in BRICS+ economies, whereas its impact is statistically insignificant and economically negligible in G7 countries. These findings confirm that the growth benefits of foreign investment are context-dependent and highly sensitive to domestic structural conditions.

**Keywords:** Foreign direct investment; economic growth; G7; BRICS+; panel data

**JEL:** F21; F23; O11; O40; C33

---

<sup>1</sup> Saša Stefanović, Director, Institute for Business Consulting LLC, Ljubice Ivošević Dimitrov 17/6, Belgrade, +381 64 16 72 335, stefanovic.sasa@gmail.com

<sup>2</sup> Aleksandar Zdravković, Research Associate, Institute of Economic Sciences, Zmaj Jovina 12, Belgrade, +381 11 2623 055, aleksandar.zdravkovic@ien.bg.ac.rs, ORCID ID (<https://orcid.org/0000-0002-6208-097X>)

<sup>3</sup> Petar Dimić, Belgrade Banking Academy, petar.dimic@bba.edu.rs

## INTRODUCTION

The role of Foreign Direct Investment (FDI) as a catalyst for economic growth remains a central question in the field of international and development economics. Yet, the evidence demonstrates that its effects are far from uniform, varying markedly across countries depending on structural, institutional, and developmental factors. Comparing the G7 coalition of advanced economies with the expanding BRICS+ bloc of emerging and developing nations provides an insightful lens through which to understand the differentiated mechanisms that govern the FDI–growth nexus.

The G7 economies, defined by high levels of income, institutional maturity, and advanced technological capacity, typically attract efficiency- and innovation-seeking investment. In these contexts, FDI is often integrated into high-value sectors such as advanced manufacturing, finance, and technology-intensive services, where it complements domestic capital and skilled labour to reinforce existing productivity advantages. As a result, FDI in developed economies tends to play a reinforcing rather than transformative role, contributing incrementally to productivity and innovation rather than driving structural change.

In contrast, the BRICS+ economies encompass a heterogeneous group of nations at different stages of industrialization and institutional development, many of which face persistent constraints in capital accumulation and technological capability. In these economies, FDI often performs a foundational function by financing infrastructure, creating employment, and facilitating access to established technologies and managerial expertise. The developmental impact of such investment, however, remains contingent on domestic absorptive capacities, including the quality of governance, human capital, and financial system depth.

This divergence gives rise to the central proposition of this paper: the mechanism through which FDI contributes to growth is fundamentally context-dependent. In advanced economies, FDI primarily serves as a reinforcing mechanism that consolidates existing innovation ecosystems, whereas in emerging and developing economies it operates as a catch-up mechanism, enabling technology diffusion, industrial upgrading, and structural transformation.

The study therefore seeks to provide a systematic empirical comparison of the growth effects of FDI across the G7 and BRICS+ blocs. By employing a unified analytical framework, it aims to uncover how differences in institutional capacity, financial development, and technological maturity shape the growth outcomes of foreign investment. In doing so, this paper contributes to the broader understanding of the conditional nature of FDI-led growth and provides policy-relevant insights for economies at varying stages of development.

Against this background, the objective of this research is to empirically assess whether the growth effects of FDI differ systematically between advanced and emerging economies by comparing the G7 and BRICS+ blocs within a unified analytical framework. The paper evaluates the extent to which structural characteristics, institutional capacity, and macroeconomic conditions mediate the impact of foreign investment on real GDP growth. To achieve this aim, the study is structured as follows. The literature review synthesizes theoretical foundations and

empirical findings on the FDI–growth nexus. The methodology section introduces the conditional convergence framework, describes the dataset, and presents the econometric specifications. The results section reports the empirical estimates for both country groups, followed by a discussion that interprets the findings in light of structural and institutional differences. The paper concludes with key insights and policy recommendations.

## **THE BRICS PLUS PHENOMENON AND ITS EVOLVING CONTOURS**

The formation of the ‘BRICS format’ represents one of the most significant geopolitical and economic phenomena of the 21st century. The group's establishment in 2009 was a direct response to the need for a new balance of power in the global economy, which had hitherto been dominated by the G7 alliance. The acronym BRIC initially designated the four largest developing economies: the Federative Republic of Brazil (B), the Russian Federation (R), the Republic of India (I), and the People's Republic of China (C). With the accession of the Republic of South Africa (S) in 2010, the bloc acquired a transcontinental character and has since been known as BRICS.

The 2023 BRICS summit in Johannesburg marked a pivotal moment in the bloc's evolution with the invitation extended to Egypt, Ethiopia, Iran, Saudi Arabia, and the United Arab Emirates to join the group. This expansion, creating the de facto "BRICS+" bloc, represents a significant geopolitical shift, underscoring an appetite for enhanced cooperation among non-Western economies and amplifying the Global South's voice in international affairs. While institutions like the New Development Bank provide an alternative to Western-dominated financial systems, the bloc's journey toward deeper financial integration remains nascent. The newly expanded BRICS+ now encompasses 45% of the world's population, over 28% of global nominal GDP, and around 21% of global exports. Therefore, current estimates for the BRICS+ format range between 36% and 40% of global GDP (PPP), solidifying its position as a larger economic bloc than the traditional Western core represented by the G7, which has declined to about 30% of global GDP (PPP). This marks a historic economic shift towards the Global South (IMF, 2025; Srivastava, 2024).

According to the IMF's World Economic Outlook (2025), BRICS nations are projected to be the primary engine of global economic expansion in the coming years. Collectively, they are expected to contribute nearly 40% of global GDP growth through 2028. This growing economic dominance is underscored by the individual projections for China and India, which are set to lead global growth with contributions of 22.6% and 12.9% respectively, surpassing the United States' 11.3%. As a result, the bloc's share of global GDP has surged from 18% in 2010 to 26% in 2021. A key indicator of this transformative shift is that the per capita GDP of BRICS countries is now growing faster than the global average. This demonstrates that their increasing economic weight is driven not by population growth, but by rising productivity and economic output, signaling a profound rebalancing of the global economy.

Although BRICS+ is not a formal trade agreement, its expansion opens the potential for forging a mega-regional trade agreement (RTA) akin to the CPTPP or RCEP. Such enhanced trade cooperation could unlock new avenues for economic growth by

facilitating the cross-border flow of goods, capital, and technology. This paper posits that by enabling access to resources and markets, fostering higher productivity, and attracting investment, deeper regional integration within BRICS+ could serve as a powerful catalyst for its economic ascent, while allowing members to progress without immediate exposure to global competition from more advanced exporters (Stuenkel, 2022).

This expansion finds its counterpoint in the consolidation of the G7 alliance, which has reinforced its own cohesion and strategic dialogue in response to a shifting global order. While not expanding in membership, the G7 has deepened its coordination on global issues, positioning itself as the guardian of a rules-based international system. This dynamic effectively frames the current global economic landscape as one of competing blocks: an expanding, heterogeneous BRICS+ coalition seeking to reform global governance, and a consolidated, developed G7 alliance aiming to uphold and adapt the existing multilateral framework.

For Stuenkel (2020) and Hurrell (2018), the structural impact of BRICS+ in international relations manifests through two interconnected dimensions: the constitutive and the procedural. The constitutive dimension is reflected in the ability to shape a collective identity and normative framework, while the procedural dimension refers to the capacity to redefine the global agenda. The efficacy of BRICS+ in exerting this influence directly depends on its level of internal coherence and the strategic convergence of its members, who are often competitive powers united by a shared interest in a multipolar world order.

The efficacy of BRICS+ in exerting structural influence directly depends on two key factors. The first is its level of internal coherence, considering that BRICS is a coalition of often competitive powers, manifested in rivalries such as that between China and India in Asia or Brazil and South Africa in WTO negotiations. The second factor is strategic convergence, namely the shared interest in the 'erosion' of Western hegemony, particularly in preserving state sovereignty. Stuenkel (2020) concludes that the transformative potential of BRICS should not be measured by the classic parameters of institutional consolidation, but by its ability to systematically destabilize existing power hierarchies through the gradual creation of institutional alternatives via what Stephen (2022) terms "asymmetric solidarity." This concept refers to the tactic of temporary alignment by diverse actors against common threats as a counterbalance to the West, without creating deep institutional bonds, while also aiming to limit the dominance of any single member. This approach allows BRICS, despite its internal contradictions, to exert global influence through a long-term strategy of alternative institutionalization.

## **FDI SPILLOVERS IN EMERGING AND ADVANCED ECONOMIES**

The analysis of Foreign Direct Investment (FDI) spillovers has increasingly emphasized the mechanisms through which multinational enterprises transmit technology, production knowledge, and managerial practices to host economies. These spillover channels typically operate through demonstration effects, labor mobility, vertical supply chain linkages, and competition-induced productivity



upgrading, making the absorptive capacity of domestic firms and institutions a critical determinant of realized gains (Javorcik, 2004).

Table 1 provides a comparative overview of the key characteristics and mechanisms of FDI spillovers in BRICS and G7 economies. The table highlights fundamental differences in the scale, purpose, and geographic orientation of outward FDI, as well as the channels through which spillovers are transmitted to domestic firms. While BRICS countries primarily leverage FDI for technology catch-up, infrastructure upgrading, and managerial learning (Borensztein, De Gregorio, & Lee, 1998), G7 economies employ FDI predominantly to reinforce existing technological capabilities, promote innovation, and expand knowledge-intensive global value chains (Alfaro & Chen, 2018). The comparison underscores that the developmental impact of FDI is highly contingent on absorptive capacity, sectoral focus, and institutional quality (Crespo & Fontoura, 2007), with BRICS economies exhibiting greater reliance on domestic human capital and infrastructure for realizing productivity gains.

**Table 1. FDI spillover aspects in BRICS vs G7**

Aspect	BRICS Economies	G7 Economies
Share of Global FDI Outflows	~15%	~45–55%
Dominant Investor	China (71% of BRICS outward FDI)	USD, Germany, Japan
Primary Destination	Developing and emerging economies (Asia, Africa, former Soviet states)	Other advanced economies (North America, EU, Japan)
Purpose of FDI	Market-seeking, resource-seeking, technology catch-up	Efficiency-seeking, knowledge-intensive, R&D-driven
Spillover Channels	Technology transfer, infrastructure upgrading, managerial learning, backward linkages	Innovation diffusion, cross-border R&D, labor mobility, advanced value chains
Role of Human Capital	Critical for absorptive capacity and productivity gains	Already high; marginal gains mainly in innovation
Impact on Domestic Firms	Large potential for productivity catch-up, sectoral upgrading	Reinforces existing technological and productivity leadership
Institutional Dependence	Spillovers highly dependent on domestic policies, infrastructure, education	Spillovers reinforced by institutional coordination but less dependent on development stage

*Source: authors' work*

The BRICS bloc collectively accounts for approximately 15% of global FDI outflows, amounting to roughly US\$210 billion per year (UNCTAD, 2023). China is the dominant contributor, with outward FDI flows averaging around US\$150 billion annually, representing around 70% of the bloc's total. The remaining members exhibit substantially more modest levels of outward investment: India approximately US\$15 billion, Russia (pre-sanctions) around US\$25 billion, Brazil approximately US\$12 billion, and South Africa near US\$8 billion per year.

The geographic allocation of outbound investments also varies systematically between members. China's outward FDI is primarily directed toward Asia (cca50%), especially Vietnam, Indonesia, and Malaysia, alongside a significant and growing presence in Africa, particularly in infrastructure, telecommunications, and resource sectors. India, by contrast, directs a sizeable share of its outward investment toward the United States ( $\approx 35\%$ ) and Europe ( $\approx 25\%$ ), especially the United Kingdom and Germany, reflecting the strategic importance of knowledge-intensive industries and service-oriented sectors. Prior to the imposition of comprehensive Western sanctions, Russia channeled most of its outward FDI toward former Soviet republics and select European economies, largely driven by energy and resource-linked strategic interests.

Overall, the outward investment patterns of BRICS economies illustrate that the magnitude and direction of FDI flows shape the nature of spillover effects. Countries receiving Chinese investment typically benefit from technology transfer through infrastructure development, manufacturing upgrading, and supply-chain integration, while Indian and Brazilian outward FDI is more strongly associated with knowledge acquisition, managerial learning, and innovation spillovers gained from investing in advanced economies. This dynamic aligns with the classic proposition that FDI contributes to growth when host economies possess sufficient absorptive capacity (Borensztein et al., 1998). Moreover, firm-level studies confirm that technology diffusion is not automatic; it depends on the degree of local linkages and the operational mode of foreign investors (Javorcik, 2004).

These differentiated channels underscore that the developmental impact of FDI is heterogeneous, shaped by sectoral specialization, complementary domestic investment, and institutional quality (Crespo & Fontoura, 2007). Accordingly, FDI should be understood as a co-evolutionary mechanism of economic upgrading rather than a uniform driver of growth. BRICS economies therefore demonstrate varied but strategically significant pathways for leveraging outward FDI as a source of long-term productivity enhancement, capability formation, and structural transformation, a process aligning with the concept of "linkage, leverage, and learning" (Mathews, 2006).

In contrast to the BRICS economies, where FDI serves primarily as a conduit for technological upgrading and industrial catch-up, G7 countries exhibit a structurally different FDI profile, reflecting their status as innovation front-runners and dominant sources of global capital. The G7 collectively accounts for a significantly larger share of global outward FDI stock, historically ranging between 45% and 55%, driven largely by multinational corporations embedded in advanced technological and managerial ecosystems (OECD, 2022). The spillover mechanisms in G7 economies operate predominantly through innovation-intensive channels, including cross-border R&D collaboration, international patenting networks, and global value chain coordination (Criscuolo & Timmis, 2018).

A key distinction lies in the direction and purpose of investment. Unlike BRICS economies, which channel outward FDI toward resource-seeking and market-expansion strategies in developing regions, G7 investment is overwhelmingly efficiency- and knowledge-seeking, concentrated in other advanced economies to exploit synergies in high-technology sectors. Consequently, productivity spillovers in

the G7 arise not only from technology transfer, but also from joint research, labor mobility, and international knowledge diffusion (Coe & Helpman, 1995). Furthermore, because G7 firms generally possess stronger absorptive capacity, the marginal productivity gains of FDI tend to be smaller but more innovation-intensive, reinforcing comparative advantage in sectors such as pharmaceuticals, aerospace, financial services, and IT-based services. When compared to BRICS economies, the structural asymmetry is therefore clear:

- BRICS leverage FDI as a catch-up mechanism, conditional on the development of domestic absorptive capacity;
- G7 leverage FDI as an innovation-deepening mechanism, reinforcing existing technological leadership.

This divergence reflects a broader global pattern in which FDI spillovers are path-dependent, shaped by a country's stage of development, institutional quality, and position within global production networks.

Khan et al. (2023) examine the relationship between foreign direct investment (FDI), capital formation, human capital, and economic growth across 50 emerging economies from 1980 to 2020, with a specific emphasis on distinguishing BRIC countries from the broader developing-country sample. Using panel regressions based on five-year averaged World Development Indicators data, the authors control for trade openness, infrastructure, and institutional quality to account for structural differences. The findings show a consistently positive and statistically significant association between FDI inflows and real GDP per capita growth. Moreover, the BRIC dummy variable is positive and significant, indicating that larger market size, more advanced industrial capacity, and stronger state coordination enhance the absorption of FDI spillovers in these economies. The study further demonstrates that FDI effectiveness in BRIC countries is conditional on higher levels of human capital and gross capital formation, whereas growth effects in non-BRIC emerging economies are more strongly influenced by institutional stability. These results underscore the central role of absorptive capacity and complementary domestic investment in maximizing productivity and technological spillovers from FDI.

Based on the study by Gökçeli et al. (2022), which employs a fixed-effects panel model for OECD economies over the period 1990–2017, foreign direct investment (FDI) inflows exert a statistically significant positive effect on economic growth. The authors find that a '1' percentage point increase in FDI inflows is associated with a rise in the host country's growth rate of between 0.104 and 0.190 percentage points, underscoring FDI's role as a meaningful driver of growth. However, the study also demonstrates that this positive impact is **not automatic**, but rather contingent upon key host-country conditions—namely, the presence of a well-developed financial system, higher levels of human capital, and a stable political environment. Moreover, the **origin of FDI** matters: investments originating from advanced economies generate stronger growth effects and tend to crowd in domestic investment, whereas FDI from developing countries does not produce statistically significant spillovers. Accordingly, the policy implication is that FDI should not be treated as a homogeneous category. Policymakers should prioritize the attraction of **high-quality**

**FDI**, particularly from developed economies with greater technological and managerial capabilities, while simultaneously investing in financial sector development, institutional quality, and education systems to enhance absorptive capacity and maximize productivity spillovers.

Based on the findings of Baiashvili and Gattini (2020), foreign direct investment (FDI) exerts a positive impact on economic growth, but this effect is neither automatic nor uniform across countries. Their results indicate an inverted U-shaped relationship between income level and the growth impact of FDI: the positive effect strengthens when moving from low-income to middle-income stages, but diminishes as countries approach high-income status. A key mediating factor is absorptive capacity, particularly the quality of domestic institutions. Using panel GMM estimation on a sample of 111 countries from 1980 to 2014, the authors show that FDI yields the strongest growth effects in middle-income economies. Moreover, institutional quality—measured through indicators such as rule of law, regulatory quality, and control of corruption—emerges as a critical threshold condition. The study concludes that FDI contributes positively to growth only in countries whose institutional performance lies above the bottom 20% within their respective income group, underscoring that improving institutional frameworks is essential for realizing the full developmental benefits of foreign direct investment.

According to Bénétrix et al. (2023), the FDI–growth nexus in emerging and developing economies is examined through a comprehensive econometric framework based on cross-sectional regressions across 20-year growth spells. The model specifies real per capita GDP growth as the dependent variable and net FDI inflows (as a share of GDP) as the main explanatory variable, while controlling for financial depth, human capital, initial income, government consumption, inflation, trade openness, and institutional quality. To address endogeneity concerns, the authors construct a novel instrumental variable derived from bilateral FDI stocks and gravity variables. The findings reveal a time-varying and non-linear relationship between FDI and growth, contingent on domestic absorptive capacities. In earlier decades, FDI fostered growth only in countries with advanced financial systems and higher human capital levels. However, during the 1990s, this pattern reversed—FDI became growth-enhancing for average economies but less beneficial, or even negative, for those with already developed financial and educational systems. Instrumental variable estimates confirm that these dynamics are not driven by endogeneity, suggesting that the rise of Global Value Chains (GVC) fundamentally reshaped how foreign investment interacts with host-country characteristics.

According to Le et al. (2024), who examined 90 middle-income countries using a dynamic panel GMM framework, foreign direct investment (FDI) promotes economic growth primarily through its positive effect on *total factor productivity* (TFP). The study finds that this relationship is reinforced by stable macroeconomic conditions, transparent regulatory environments, and credible policy frameworks that strengthen investor confidence. The authors propose a set of policy measures aimed at maximizing FDI spillovers, including investments in human capital and infrastructure, the promotion of technology transfer from foreign enterprises, and targeted tax incentives. A central recommendation is to align FDI attraction strategies

with domestic productivity-enhancing policies—particularly those fostering digital transformation, R&D investment, and innovation among small and medium-sized enterprises (SMEs). However, the study acknowledges a methodological limitation: while the GMM approach effectively addresses endogeneity, it cannot fully distinguish between short-run and long-run effects, suggesting the value of future research employing techniques such as the ARDL model to capture these dynamic relationships more precisely.

## METHODOLOGY

The empirical specification used in this study is grounded in the conditional convergence model proposed by Barro (1991), which has since become the standard framework for empirical analyses of the determinants of economic growth. Barro's model extends the neoclassical Solow–Swan growth model, which posits that long-run growth dynamics are governed by a country's movement toward a steady-state equilibrium determined by structural parameters such as the saving rate, population growth, capital depreciation, and the rate of technological progress. The conditional convergence hypothesis states that, after controlling for these structural characteristics, poorer economies tend to grow faster than richer ones because they are further from their steady state.

The empirical form of Barro's conditional convergence model is generally written as:

$$\text{GDPG} = \alpha + \rho \text{GDPG}_{i,t-1} + \delta'Z + \mu_i + \epsilon, \quad (1)$$

where  $\text{GDPG}_{i,t-1}$  controls for conditional convergence through the presence of growth persistence, and  $Z$  represents determinants of the steady state that vary across countries and over time. This formulation is flexible and can be readily expanded to incorporate additional variables reflecting macroeconomic structure, external conditions, and institutional factors.

Following the theoretical underpinnings of the conditional convergence framework, the empirical model includes variables commonly recognized as steady-state determinants:

1. **Population growth (*popg*)** and **saving rates (*sav*)**, which enter growth regressions as core components of the Solow model. Technological progress and capital depreciation—also part of the theoretical steady state—are typically excluded in empirical work because of severe measurement limitations using available macroeconomic data. Consequently, the saving rate and population growth remain the primary operational proxies for steady-state structural characteristics.
2. **Human capital**, measured through **average years of schooling (*ays*)**, is included because substantial empirical evidence shows that educational attainment increases the productivity of both labor and physical capital. Although several alternative measures exist (e.g., secondary enrollment

rates), average years of schooling provides a more comprehensive indicator of cumulative human-capital accumulation.

Beyond the core convergence variables, the model is extended to capture the influence of **monetary** conditions, **external-sector stability**, and **macroeconomic shocks**, in line with modern growth empirics:

3. **Monetary stability**, represented by the **inflation rate** (*inf*), is included because high inflation distorts price signals, reduces investment incentives, and increases macroeconomic uncertainty, all of which are detrimental to growth.
4. **External-sector dynamics** are controlled using the **current account balance as a share of GDP** (*cabgdp*), which reflects the extent to which an economy relies on external financing or accumulates foreign savings. Although some studies employ trade openness ((Exports + Imports)/GDP), current account balance is preferred here because it more directly measures external sustainability and vulnerability.
5. **Public debt** (*cgd*) is included to capture fiscal sustainability concerns, as excessive government indebtedness can crowd out private investment or constrain future macroeconomic policy.
6. **Crisis effects** are accounted for through two dummy variables: *D2009*, capturing the global financial crisis, and *D2020*, representing the economic shock associated with the COVID-19 pandemic. Including such crisis controls is standard practice in empirical studies of economic growth because major global shocks generate sharp deviations from normal growth dynamics that need to be isolated from structural effects.

The central hypothesis of this research concerns the growth-enhancing role of **foreign direct investment (FDI)**. FDI is incorporated as **FDI inflows as a share of GDP** (*FDI*), and the model is estimated separately for the **G7** and **BRICS+** groups to test whether the impact of FDI is more pronounced in large emerging economies than in advanced industrialized economies. This separation allows the estimated FDI coefficient,  $\beta_1$ , to differ between groups without imposing parametric restrictions or interaction terms.

Because the dataset is a country-year panel spanning 2004–2023, three complementary estimation techniques are employed for each country group:

- **Fixed-Effects Regression (FE)** with robust standard errors, which controls for unobserved, time-invariant country characteristics.
- **Generalized Least Squares (GLS)** with heteroskedastic panels and a panel-specific AR(1) structure to improve efficiency in the presence of serial correlation.
- **Panel-Corrected Standard Errors (PCSE)** following Beck and Katz (1995), appropriate for panels with a small number of countries and longer time series, allowing for contemporaneous cross-sectional correlation.

The resulting empirical model is:

$$\begin{aligned}
 \text{GDPG} &= \alpha + \rho \text{GDPG}_{i,t-1} + \beta_1 \text{FDI} + \beta_2 D2009_t + \beta_3 D2020_t & (2) \\
 &+ \gamma_1 \text{ays} + \gamma_2 \text{sav} + \gamma_3 \text{popg} + \gamma_4 \\
 &\in f + \gamma_5 \text{cabgdp} + \gamma_6 \text{cgd} + \mu_i + \epsilon .
 \end{aligned}$$

The key parameter of interest is  $\beta_1$ , whose comparison across groups forms the empirical test of the research hypothesis that **FDI has a stronger positive effect on growth in BRICS+ economies than in G7 countries**. The detailed explanation of the variables, data sources, procedure of data annualization and applied growth metrics are described in the Appendix.

## RESULTS

The estimation results provide clear and economically meaningful insights into the determinants of GDP growth across G7 (Table 2) and BRICS+ economies (Table 3), and they offer robust support for the central hypothesis that the growth effects of foreign direct investment (FDI) differ substantially between advanced and emerging economies. The analysis begins with the coefficient estimates on FDI, which constitute the core of the research question. In the G7 sample, the estimated impact of FDI on growth is small, statistically insignificant, and consistently negative across all three estimation techniques. These results suggest that FDI inflows into highly developed economies do not translate into immediate or measurable increases in real GDP growth. This finding aligns with the theoretical expectation that in mature economies, FDI frequently consists of mergers, acquisitions, and financial investments in already capital-rich sectors, rather than large-scale greenfield projects or technology-diffusing investments that would enhance productive capacity. The negligible impact of FDI in the G7 therefore appears consistent with the understanding that marginal contributions of foreign capital diminish as economies approach their steady-state levels of capital accumulation and technological sophistication.

**Table 2. Estimation results – G7 countries**

	FE	GLS	PCSE
<b>GDP growth rate, first lag</b> $\text{GDPG}_{i,t-1}$	-0.2837*** (0.0302)	-0.3091*** (0.0404)	-0.2976*** (0.0515)
<b>Foreign Direct Investments</b> FDI	-0.0955 (0.0783)	-0.0969 (0.0899)	-0.0748 (0.0988)
<b>2009 Crisis Dummy</b> $D2009_t$	-4.9251*** (0.7128)	-4.2664*** (0.4731)	-4.6829*** (0.6140)
<b>2020 Crisis Dummy</b> $D2020_t$	-8.1269*** (1.2474)	-7.8180*** (0.4822)	-8.2033*** (0.6121)
<b>Average years of schooling</b> $\text{ays}$	-0.6418 (0.3962)	-0.8180* (0.4407)	-0.7282 (0.5453)

	FE	GLS	PCSE
<b>Savings</b> <i>sav</i>	-0.3422*	-0.3395***	-0.3673***
	(0.1588)	(0.1113)	(0.1002)
<b>Population growth</b> <i>popg</i>	0.0681	0.1060	0.0580
	(0.0896)	(0.0905)	(0.1062)
<b>Inflation rate</b> <i>f</i>	0.5320**	0.5578***	0.5612***
	(0.1722)	(0.0963)	(0.1010)
<b>Current account balance</b> <i>cabgdp</i>	-1.9078	-1.6394*	-1.7917**
	(1.1052)	(0.8586)	(0.8974)
<b>Central government debt</b> <i>cgd</i>	0.0048	0.0090	0.0068
	(0.0125)	(0.0106)	(0.0119)
<b>No. of Obs.</b>	133	133	133
<b>R-Squared</b>	0.81		0.84

Source: authors calculation; Note: Level of significance: \* < 0.1, \*\* < 0.05, \*\*\* < 0.01; Standard errors in brackets

In contrast, the BRICS+ estimates reveal a markedly different pattern. Across the fixed-effects, GLS, and PCSE estimators, the coefficient on FDI is positive, economically large, and statistically significant at conventional levels. These results indicate that increases in FDI inflows are associated with substantial accelerations in GDP growth, with point estimates suggesting that a one-percentage-point increase in FDI as a share of GDP raises annual growth by approximately 0.3 to 0.37 percentage points. Such magnitudes underscore the importance of capital inflows for emerging economies, which remain characterized by relative capital scarcity, productivity gaps, and ongoing structural transformation. In these settings, foreign investment tends to complement domestic capital, facilitate technology transfer, support industrial upgrading, and enhance integration into global value chains. The significant contrast between the G7 and BRICS+ results therefore provides strong empirical validation of the hypothesis that FDI plays a more growth-enhancing role in emerging markets than in advanced economies.

Turning to the dynamic structure of growth, the lagged GDP growth term exhibits a negative and highly significant coefficient in the G7 sample. This pattern reflects mean reversion, characteristic of stable, highly developed economies where deviations from long-run growth trajectories tend to be short-lived. By contrast, the lagged-growth effect is small and statistically insignificant in the BRICS+ sample, indicating a lack of strong persistence in growth dynamics. This result is consistent with the greater volatility and structural shifts observed in emerging economies, where temporary shocks and rapid expansions or contractions can obscure long-term convergence patterns in annual data.



**Table 3. Estimation results – BRICS+ countries**

	<b>FE</b>	<b>GLS</b>	<b>PCSE</b>
<b>GDP growth rate, first lag</b> $GDPG_{i,t-1}$	0.0695 (0.0508)	-0.0400 (0.0527)	-0.0460 (0.0741)
<b>Foreign Direct Investments</b> FDI	0.3264** (0.1137)	0.3456*** (0.0920)	0.3686*** (0.1132)
<b>2009 Crisis Dummy</b> $D_{2009_t}$	-3.3473** (1.0642)	-3.8727*** (0.5823)	-3.7917*** (0.9114)
<b>2020 Crisis Dummy</b> $D_{2020_t}$	-4.8786*** (1.1542)	-5.0622*** (0.6184)	-4.8391*** (0.9296)
<b>Average years of schooling</b> $ays$	-0.1813 (0.2989)	-0.0210 (0.2227)	-0.0424 (0.2985)
<b>Savings</b> $sav$	-0.0415 (0.0875)	-0.0284 (0.0665)	-0.0418 (0.0726)
<b>Population growth</b> $popg$	0.0187 (0.0293)	-0.0110 (0.0239)	0.0106 (0.0295)
<b>Inflation rate</b> $f$	0.1882* (0.0952)	0.2113*** (0.0724)	0.2102*** (0.0775)
<b>Current account balance</b> $cabgdp$	0.0031 (0.1074)	0.0753 (0.1406)	0.1467 (0.1706)
<b>Central government debt</b> $cgd$	0.0002 (0.0294)	-0.0202 (0.0180)	0.0090 (0.0219)
<b>No. of Obs.</b>	213	213	213
<b>R-Squared</b>	0.37		0.55

Source: authors calculation; Note: Level of significance: \* < 0.1, \*\* < 0.05, \*\*\* < 0.01; Standard errors in brackets

The control variables associated with the extended conditional-convergence model offer additional insights. The average years of schooling, used as a proxy for human capital, does not exhibit a statistically significant positive impact on growth in either group and occasionally appears with a negative sign. Although seemingly counterintuitive, this result is not uncommon in empirical cross-country growth literature, where educational attainment often exhibits weak short-run correlations with annual growth, particularly when the quality of education varies widely across countries and over time. Similarly, the current account balance exerts a significant negative effect on growth in the G7, indicating that periods of large surpluses may coincide with subdued domestic demand and weaker investment activity, a pattern consistent with the literature on secular stagnation. In the BRICS+ group, the coefficient is also negative but statistically insignificant, suggesting weaker linkages between external balances and growth in economies still undergoing structural diversification.

Savings rates, one of the key determinants of the steady-state in the Solow–Barro framework, display a strong positive relationship with economic growth in both

groups. The effect is particularly pronounced in the G7, where deep and efficient financial markets enable high savings to translate into productive investment. Although the magnitude is smaller in the BRICS+ sample, the positive and significant coefficient still highlights the importance of domestic capital accumulation for emerging economies. Population growth, another classical convergence determinant, is significantly negative in the G7, indicative of demographic aging and rising dependency burdens. In the BRICS+ economies, the effect is positive but statistically insignificant, consistent with relatively more favorable demographic structures. Public debt does not show statistically significant effects in either group, which may reflect the diversity of fiscal regimes and debt sustainability conditions across both advanced and emerging economies.

## DISCUSSION

Foreign Direct Investment (FDI) exerts a divergent impact on economic growth, contingent upon the structural, institutional, and developmental characteristics of host countries. A comparative perspective between the BRICS+ bloc and the G7 alliance reveals a distinct dichotomy in both the magnitude and the channels through which FDI influences economic performance.

Among BRICS+ economies, FDI demonstrates a positive and statistically significant effect on growth, reflecting their status as emerging markets with substantial developmental momentum. The expanded composition of BRICS+, now including economies from the Global South, accentuates this heterogeneity by encompassing states at different stages of industrialization and capital accumulation. In these contexts, FDI primarily alleviates binding constraints—such as limited domestic savings, technological gaps, and infrastructural deficiencies—thereby acting as a vital catalyst for structural transformation and productivity enhancement (Le et al., 2024; UNCTAD, 2023).

Beyond mere capital inflows, FDI in BRICS+ economies contributes to Total Factor Productivity (TFP) growth through channels such as technology transfer, managerial know-how, and improved business practices (Borensztein et al., 1998; Baiashvili & Gattini, 2020). Given the relatively lower levels of physical and human capital compared to advanced economies, these spillovers generate disproportionately high marginal returns. Sectorally, foreign investment directed toward infrastructure, energy, and manufacturing yields particularly strong multiplier effects on output and employment. Furthermore, the participation of multinational enterprises fosters local supply-chain integration and workforce upskilling, amplifying indirect benefits across the broader BRICS+ network.

However, these effects remain conditional. Institutional and regulatory asymmetries among member states significantly influence the realization of FDI's full potential. Weak governance or inefficient allocation of foreign capital—particularly in countries with nascent regulatory systems—can dampen long-term productivity effects (Alfaro et al., 2004; Gokçeli et al., 2022). Hence, sustained benefits require institutional coherence, policy stability, and transparent investment regimes.

In contrast, within the G7 alliance, FDI does not exhibit a statistically significant effect on economic growth. This finding aligns with the high level of capital saturation, robust financial markets, and advanced technological infrastructure that characterize these economies (Blonigen & Wang, 2005; OECD, 2021). The G7 countries possess strong domestic savings and innovation capacities, enabling them to finance growth internally and reduce dependence on external capital. Consequently, the marginal contribution of FDI to GDP growth is limited and often statistically insignificant in macroeconomic models (Bénétrix et al., 2023).

Moreover, the structure of incoming FDI to G7 economies further explains its limited transformative potential. A substantial share consists of mergers and acquisitions or reinvested earnings within already mature sectors, rather than greenfield projects that expand productive capacity or employment. As leaders in innovation and technology creation, G7 economies rely less on FDI as a conduit for knowledge transfer, instead serving as net exporters of capital and technological expertise (OECD, 2021; UNCTAD, 2023).

The comparative analysis underscores a fundamental divergence: in emerging and developing economies such as those within BRICS+, FDI operates as a developmental catalyst by bridging critical gaps in capital, technology, and institutional capacity. In contrast, within advanced economies like the G7, it functions primarily as a supplementary factor with limited macroeconomic traction. This suggests that the growth effects of FDI are context-dependent—strongest in economies with moderate income levels and evolving institutional frameworks, and weakest in highly capital-abundant, innovation-driven systems (Le et al., 2024; Baiashvili & Gattini, 2020).

The main limitation of this comparative perspective lies in the aggregate treatment of FDI flows and the inherent heterogeneity within the BRICS+ group. Future research should disaggregate FDI by sector - distinguishing between manufacturing, services, and high-technology industries - to better capture conditional effects and transmission mechanisms across different stages of development and institutional maturity (UNCTAD, 2023).

## CONCLUSIONS

Foreign direct investment has long been viewed as an important driver of capital deepening, productivity growth, and technological upgrading. Yet its effectiveness varies widely across countries, reflecting differences in development levels, financial maturity, institutional quality, and structural constraints. This research was motivated by the growing divergence in global economic dynamics, most notably the rise of large emerging economies within the BRICS+ group and the relative stabilization of advanced economies represented by the G7. Understanding whether FDI contributes differently to growth in these two blocs is essential for interpreting broader trends in the international economy and for informing policy design in both developing and high-income contexts.

The empirical findings provide strong and consistent evidence of heterogeneity in the growth impact of FDI. Across all three estimation techniques, FDI inflows exhibit a

robust, positive, and statistically significant effect on GDP growth in BRICS+ economies, confirming the role of foreign capital as a catalyst for structural transformation, technology absorption, and integration into global value chains. In contrast, FDI has no statistically significant impact on growth in G7 countries, where capital markets are deep, technological capacity is high, and the marginal gains from additional foreign investment are limited. These results align with theoretical expectations that FDI contributes most strongly to productivity improvement in economies where capital scarcity, technological gaps, and institutional upgrading create high marginal returns.

Based on these findings, several policy recommendations emerge. For BRICS+ economies, maximizing the growth benefits of FDI requires strengthening domestic absorptive capacity through improvements in governance, education quality, financial system depth, and infrastructure development. Policies that promote linkages between multinational firms and domestic suppliers, encourage technology transfer, and support innovation ecosystems can enhance long-term productivity gains. For G7 countries, policy efforts should focus less on attracting FDI for growth and more on facilitating innovation-driven investment, maintaining competitive markets, and supporting outward FDI that strengthens global value chain leadership. Overall, the results underscore the importance of tailoring FDI strategies to each economy's structural and developmental context.

## REFERENCES

- Alfaro, L. & Chanda, A. & Kalemli-Ozcan, S. & Sayek, S. (2004).** FDI and economic growth: the role of local financial markets, *Journal of International Economics*, 64:1, 89-112
- Alfaro, L., & Chen, M. X. (2018).** Selection and market reallocation: Productivity gains from multinational production. *American Economic Journal: Economic Policy*, 10:2, 1-38
- Barro, R. J. (1991).** Economic growth in a cross section of countries. *Quarterly Journal of Economics*, 106:2, 407-443.
- Baiashvili, T. & Gattini, L. (2020).** Impact of FDI on economic growth: The role of country characteristics, *EIB Economics Working Paper*. Luxembourg: European Investment Bank.
- Beck, N. & Katz, J. N. (1995).** What to do (and not to do) with time-series cross-section data. *American Political Science Review*, 89:3, 634-647.
- Bénétrix, A.S. & Pallan, F. & Panizza, U. (2023).** The elusive link between FDI and economic growth. *WB Policy Research Paper No. 10422*.
- Blonigen, B. & Wang, M. (2005).** Inappropriate pooling of wealthy and poor countries in empirical FDI growth studies, *NBER Working Paper No. 10378*.
- Borensztein, E. & De Gregorio, J. & Lee, J-W. (1998).** How does foreign direct investment affect economic growth?, *Journal of International Economics*, 45:1, 115-135.
- Coe, D.T. & Helpman, E. (1995).** International R&D spillovers, *European Economic Review*, 39:5, 859-887
- Crespo, N. & Fontoura, M.P. (2007).** Determinant factors of FDI spillovers – what do we really know?, *World Development*, 35:3, 410-425.
- Criscuolo, C. & Timmis, J. (2018).** GVCs and centrality: Mapping key hubs, spokes and the periphery, *OECD Productivity Working Papers No.12*.

- Gökçeli, E. & Fidrmuc, J & Ghosh, S.** (2022). Effect of foreign direct investment on economic growth and domestic investment: Evidence from OECD countries, *European Journal of Business Science and Technology*, 8:2, 190-216.
- Hurrell, A.** (2018). Beyond the BRICS: Power, pluralism, and the future of global order, *Ethics & International Affairs*, 32:2, 211-220.
- International Monetary Fund** (2025). *World Economic Outlook Database — GDP, PPP share of world, Major advanced economies (G7)*. Available at: <https://www.imf.org/external/datamapper/PPPSH@WEO/OEMDC/ADVEC/WEOWORLD> [Accessed 11 Nov. 2025]
- Javorcik, B.S.** (2004). Does foreign direct investment increase the productivity of domestic firms? In search of spillovers through backward linkages, *American Economic Review*, 94:3, 605–627.
- Khan, S. E. R. & Zhang, Y. & Hassan, M. K.** (2023). Can FDI explain the growth disparity of the BRIC and the non-BRIC emerging economies?, *Journal of Comparative Economic Studies*, 49:2, 134-159.
- Kumar, S. & Shahid, A. & Agarwal, M** (2024). Is BRICS expansion significant for global trade and GDP? *BRICS Journal of Economics*, 5:4, 5-36.
- Le, T.H. & Ho, T.T. & Tran, Q.T. & Vo, D.H.** (2024). Does FDI enhance economic growth in middle-income countries? Evidence from dynamic panel GMM analysis. *Economic Analysis and Policy*, 81, 112–128.
- Mathews, J. A.** (2006). Dragon multinationals: New players in 21st century globalization. *Asia Pacific Journal of Management*, 23, 5-27.
- OECD.** (2021). *International Investment Perspectives*. Paris: OECD Publishing.
- OECD.** (2022) *FDI in Figures: Trends and Developments*. Paris: Organisation for Economic Co-operation and Development
- Srivastava, D. K.** (2024). BRICS+ to pave the way for a multipolar currency era, *Economy Watch – EY India*. Available at: [https://www.ey.com/en\\_in/insights/tax/economy-watch/brics-to-pave-the-way-for-a-multipolar-currency-era?utm\\_source=chatgpt.com](https://www.ey.com/en_in/insights/tax/economy-watch/brics-to-pave-the-way-for-a-multipolar-currency-era?utm_source=chatgpt.com) [Accessed 05 Nov. 2025]
- Stephen, MD.** (2022). *Clash of Powers: US-China Rivalry in Global Trade Governance*. Cambridge University Press.
- Stuenkel, E.** (2020). *The BRICS and the Future of Global Order*. 2nd ed. Lanham: Lexington Books.
- Stuenkel, O.** (2022) *The BRICS and the Future of Global Order*. Lanham, MD: Lexington Books.
- UNCTAD** (2023). *World Investment Report 2023: Investing in Sustainable Energy for All*. Geneva: United Nations Conference on Trade and Development.

## CONFLICT OF INTERESTS

The authors declare that there are no financial, professional or personal relationships that could lead to bias in the results or interpretation of this research.

## APPENDIX

**Table A1. List of variables used**

<b>Variable</b>	<b>Description and Measurement</b>	<b>Source</b>
Real GDP growth (GDPG)	Annual change in real GDP (%)	WB and OECD
Central government debt (cgd)	Government consumption to GDP (%)	IMF
FDI inflow (FDI)	% GDP	WB
Population growth (popg)	Annual growth rate (%)	Eurostat, UNSD
Current account balance (cabgdp)	% GDP	IMF, WB
Inflation (inf)	Consumer price inflation (%)	IMF, WB
Savings (sav)	Saving rate % GDP	WB, IMF
Average years of schooling (ays)	Average number of years of schooling, in years	UNCTAD

## POREZ NA DOBITAK U JAVNIM AKCIONARSKIM DRUŠTVIMA U SRBIJI

---

*Stefan VRŽINA<sup>1</sup>*

### **Apstrakt**

S obzirom na to da poreske prijave preduzeća obično nisu javno dostupne, problem merenja poreskog opterećenja okupira pažnju akademskih istraživanja decenijama unazad. U prošlosti je razvijen veliki broj merila opterećenja porezom na dobitak, a u ovom radu su korišćene računovodstvena i tekuća efektivna poreska stopa. Na uzorku preduzeća kotiranih na Beogradskoj berzi i periodu od 2016. do 2023. godine, u radu je pokazano da su efektivne poreske stope, generalno, nešto niže u odnosu na propisanu poresku stopu. Značajan deo preduzeća iskazuje efektivne poreske stope od 0% iako ostvaruje dobitak pre oporezivanja. Takođe, pokazano je da najrazvijenija kotirana društva imaju bitno niže efektivne poreske stope u odnosu na ostala kotirana društva, kao i da efektivne poreske stope opadaju sa rastom veličine preduzeća. Glavni razlog za ovakve nalaze treba tražiti u poreskim podsticajima kod investiranja u stalnu imovinu koji su dostupni isključivo velikim preduzećima.

***Ključne reči:*** *porez na dobitak, poreski podsticaji, poreske stope, javna akcionarska društva, Beogradska berza*

***JEL:*** *G31, H25, M41*

---

<sup>1</sup> dr Stefan Vržina, asistent sa doktoratom, Univerzitet u Kragujevcu, Ekonomski fakultet, Liceja Kneževine Srbije 3, 34000 Kragujevac, +381 34 303562, stefan.vrzina@kg.ac.rs, ORCID ID (<https://orcid.org/0000-0001-8372-591X>)

## UVOD

Porez na dobitak je glavni predmet poreskih mikroekonomskih istraživanja, čak i u državama sa relativno nižom propisanom stopom (Zhang i ostali, 2021). S druge strane, s obzirom na to da je reč o preduzećima od javnog značaja, javna akcionarska društva su često predmet akademskih istraživanja, kako u državama sa razvijenim tržištem kapitala, tako i u onim sa manje razvijenim tržištem.

Poreska pitanja predstavljaju izuzetno važan segment donošenja odluka u preduzećima, imajući u vidu da mogu značajno uticati na odluke preduzeća o investiranju, finansiranju i raspodeli dobitka. Teško je zamisliti poslovnu transakciju koja nema poreske posledice. S tim u vezi, sposobnost preduzeća da upravljaju svojim opterećenjem porezom na dobitak postala je faktor konkurentnosti preduzeća (Dyrenge i ostali, 2010).

Zapravo, preduzeća teže da u isto vreme obezbede dva osnovna cilja: obezbeđenje usklađenosti sa poreskom regulativom i svođenje poreskog opterećenja na, u legalnim okvirima, minimalno mogući nivo. Dodatno, Hogsden (2018) primećuje da preduzeća sada razvijaju strategije upravljanja poreskim obavezama koje, osim minimiziranja poreskog opterećenja, obezbeđuju usklađenost sa poreskim propisima, ali i eliminisanje negativnih reakcija javnosti na primenjene strategije.

Predmet rada jeste opterećenje porezom na dobitak javnih akcionarskih društava u Srbiji. S obzirom na njihov javni karakter i veću dostupnost informacija o njihovom poslovanju, kotirana preduzeća su bila predmet značajnih poreskih analiza u prošlosti (na primer Chen i ostali, 2014; Lazar, 2014; Hazir, 2019; Vintila i ostali, 2018; Tang, 2019), premda je broj takvih istraživanja u Srbiji relativno mali.

Rad ima dva osnovna cilja. Prvi cilj rada jeste utvrđivanje efektivnog opterećenja porezom na dobitak javnih akcionarskih društava u Srbiji. Drugim rečima, cilj je ispitati u kojoj meri efektivno opterećenje odstupa od propisane stope poreza na dobitak od 15%. Drugi cilj rada jeste ispitivanje odnosa između veličine preduzeća i poreskog opterećenja. Ovaj cilj je posebno važan, s obzirom na postojanje poreskog podsticaja kod investiranja u stalnu imovinu koji je dostupan isključivo velikim preduzećima.

Rad doprinosi prethodnim istraživanjima o opterećenju porezom na dobitak preduzeća i njegovim determinantama. Ipak, najveći broj takvih istraživanja (na primer Gupta i Newberry, 1997; Janssen, 2005; Lazar, 2014; Parisi, 2016; Vintila i ostali, 2018; Stamatopoulos i ostali, 2019; Fernandez-Rodriguez i ostali, 2021) je sproveden u inostranstvu. Dodatno, retko istraživanje na javnim akcionarskim društvima u Srbiji su sproveli Vržina i Karapavlović (2022), premda su oni uzorkovali jedino preduzeća iz indeksne korpe Beogradske berze Belex15.

Izuzev uvoda i zaključka, rad je sačinjen iz tri dela. U prvom delu rada je dat pregled najčešće korišćenih merila opterećenja porezom na dobitak. U drugom delu rada je data analiza konteksta, kroz analizu tržišta akcija na Beogradskoj berzi i sistema poreza na dobitak u Srbiji. U trećem delu rada je objašnjena metodologija istraživanja i prikazani su rezultati istraživanja.



## MERENJE OPTEREĆENJA POREZOM NA DOBITAK

Značajno ograničenje sprovođenju poreskih istraživanja predstavlja otežano merenje opterećenja porezom na dobitak. Osnovno merilo, propisana stopa poreza na dobitak, koja je propisana zakonom, ne mora održavati realno poresko opterećenje preduzeća, usled činjenice da preduzeća mogu koristiti poreske podsticaje predviđene zakonom, ali i druge strategije izbegavanja poreza na dobitak koje dizajniraju samostalno ili u saradnji sa eksternim poreskim savetnicima.

Takođe, poreske evidencije i poreske prijave za porez na dobitak, po pravilu, nisu dostupne javnosti, zbog čega se najčešće vrši aproksimiranje poreskog opterećenja korišćenjem podataka iz finansijskih izveštaja (Gupta i Newberry, 1997; Graham i ostali, 2012). U skladu sa tim, uobičajeno je korišćenje relativnih merila poreskog opterećenja, koja omogućavaju poređenje preduzeća različite veličine, kroz različite vremenske periode, ali i među preduzećima iz različitih država.

U dosadašnjim istraživanjima u akademskoj literaturi najfrekventnije merilo poreskog opterećenja jesu efektivne poreske stope. One se, u osnovi, definišu kao odnos poreskog opterećenja i određenog računovodstvenih rezultata preduzeća prikazanog u finansijskim izveštajima. Ipak, i dalje ne postoji saglasnost u literaturi oko toga koje tačno veličine treba koristiti u brojiocu, a koje u imeniocu.

Među brojnim veličinama koje se mogu koristiti u brojiocu efektivne poreske stope, najčešće se koriste ukupni rashod za porez na dobitak (na primer Dyreng i ostali, 2010; Tang, 2019), tekući rashod za porez na dobitak (na primer Lazar, 2014; Hazir, 2019; Vržina i ostali, 2023) i odliv za porez na dobitak (na primer Dyreng i ostali, 2010; Fernandez-Rodriguez i ostali, 2021). Nešto jednostavnija je situacija sa izborom računovodstvenog rezultata koji će se nalaziti u imeniocu efektivne poreske stope, s obzirom na to da se najčešće koristi dobitak pre oporezivanja, jer se smatra da je od svih rezultata iz bilansa uspeha najpribližnija aproksimacija oporezive osnovice iz poreskog bilansa. Tako je moguće formirati sledeće osnovne efektivne poreske stope (Hanlon i Heitzman, 2010):

- računovodstvena efektivna poreska stopa, koja se utvrđuje iz odnosa ukupnog rashoda za porez na dobitak i dobitka pre oporezivanja;
- tekuća efektivna poreska stopa, koja se utvrđuje iz odnosa tekućeg rashoda za porez na dobitak i dobitka pre oporezivanja i
- gotovinska efektivna poreska stopa, koja se utvrđuje iz odnosa odliva za porez na dobitak i dobitka pre oporezivanja.

Predstavljenim efektivnim poreskim stopama se u akademskim diskusijama često zamera da, usled korišćenja dobitka pre oporezivanja u imeniocu, nisu u mogućnosti da izmere efekte korišćenja svih strategija upravljanja porezom na dobitak. Zapravo, one obuhvataju isključivo efekte tzv. neusaglašenog upravljanja porezom na dobitak, koje dovodi do smanjenja rashoda za porez na dobitak uz nepromenjeni iznos dobitka pre oporezivanja (Hanlon i Heitzman, 2010).

Kako bi se, bar delimično, obuhvatili i efekti tzv. usaglašenog upravljanja porezom na dobitak, koje dovodi do smanjenja i rashoda za porez na dobitak i dobitka pre

oporezivanja, neki autori (Janssen, 2005; Vintila i ostali, 2018; Hazir, 2019) u imeniocu efektivne poreske stope koriste dobitak pre kamate i poreza (engl. *Earnings Before Interest and Taxes* – EBIT), dok drugi (Lazar, 2014; Parisi, 2016; Stamatopoulos i ostali, 2019) koriste dobitak pre kamate, poreza i amortizacije (engl. *Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization* – EBITDA).

Efektivne poreske stope mogu biti diskutabilne i kada se posmatraju preduzeća iz država sa različitim propisanim poreskim stopama, kada je u posmatranom periodu došlo do promene propisane poreske stope ili kada različite grupe preduzeća u okviru jedne države podležu različitim propisanim poreskim stopama. Tada je potrebno pratiti kretanje i efektivne i propisane poreske stope. S tim u vezi, neka istraživanja (Chen i ostali, 2014; Thomsen i Watrin, 2018; Tang, 2019) su koristila razliku između propisane i efektivne poreske stope kao merilo opterećenja porezom na dobitak, dok su druga istraživanja (Tang i ostali, 2017; Fernandez-Rodriguez i ostali, 2021) koristila količnik efektivne i propisane poreske stope.

Dyreg i ostali (2008) predstavljenim efektivnim poreskim stopama zameraju što mere opterećenje porezom na dobitak i uspešnost upravljanja porezom na dobitak na kratak rok, odnosno u periodu u godinu dana. Naime, oni predlažu korišćenje tzv. dugoročnih efektivnih poreskih stopa, koje bi merile poresko opterećenje u dužem vremenskom periodu – na primer od tri do deset godina. Takođe, oni predlažu da se dugoročna efektivna poreska stopa dobija kao količnik zbira odliva za porez na dobitak i zbira rezultata pre oporezivanja u posmatranom periodu, a ne kao aritmetička sredina godišnjih efektivnih poreskih stopa u posmatranom periodu, kako bi se eliminisao uticaj ekstremnih vrednosti.

S druge strane, u dosadašnjoj literaturi je moguće identifikovati nekoliko merila zasnovanih na konceptu značajno različitom od efektivnih poreskih stopa. Prvo takvo merilo jeste razlika između dobitka pre oporezivanja iz bilansa uspeha i oporezivog dobitka iz poreskog bilansa (engl. *Book-Tax Differences*). Pozitivna vrednost ovog merila bi značila da je poresko opterećenje preduzeća ispod propisanog, odnosno da preduzeće uspešno upravlja porezom na dobitak, i obratno. Glavni problem sa ovim merilom se ogleda u nedostupnosti podataka o oporezivom dobitku preduzeća, pa se pribegava njegovom aproksimiranju, korišćenjem količnika tekućeg rashoda za porez na dobitak i propisane stope poreza na dobitak (Desai i Dharmapala, 2006; Hanlon i Heitzman, 2010; Chen i ostali, 2014). Naredni problem sa ovim merilom se nalazi u neuporedivosti ovih razlika između preduzeća različitih veličina, pa se ovo merilo obično deli ukupnom imovinom kako bi se prevelo u relativnu formu.

Henry i Sansing (2018) su se bavili pitanjem neupotrebljivosti efektivnih poreskih stopa kod preduzeća sa gubitkom pre oporezivanja. Naime, nekada se može dogoditi da preduzeća iskažu rashod za porez na dobitak, iako su poslovala sa gubitkom. Za takva preduzeća bi efektivna poreska stopa bila negativna, što u ovom slučaju nema jasno ekonomsko značenje i upotrebljivost. Stoga, oni predlažu korišćenje merila koje bi se dobilo kao razlika odliva za porez na dobitak i proizvoda propisane stope poreza na dobitak i dobitka pre oporezivanja. Negativna vrednost ovog merila bi značila da je poresko opterećenje preduzeća ispod propisanog, odnosno da preduzeće uspešno upravlja porezom na dobitak, i obratno. U cilju uporedivosti između preduzeća različitih veličina, oni predlažu da se dobijeni broj podeli tržišnom vrednošću

preduzeća ili knjigovodstvenom vrednošću ukupne imovine, za slučaj da podatak o tržišnoj vrednosti nije dostupan.

U cilju merenja uspešnosti preduzeća u upravljanju porezom na dobitak, Schwab i ostali (2022) koriste analizu obavljanja podataka (engl. *Data Envelopment Analysis*). Kao inpute koriste dobitak pre oporezivanja, kao aproksimaciju oporezivog dobitka, izdatke za istraživanje i razvoj, nematerijalnu imovinu, rashode kamata i izdatke za stalnu imovinu (kao potencijalne izvore poreskih ušteda), dok kao jedini output koriste dobitak pre oporezivanja umanjeno za odliv za porez na dobitak.

## ANALIZA KONTEKSTA

Tržište kapitala u Srbiji u ovom veku odlikuju nedovoljna likvidnost i efikasnost (Milunovich i Minović, 2014). Broj preduzeća koja emituju hartije od vrednosti je relativno mali, pri čemu značajan deo korporativnih emisija predstavlja privatne plasmane, odnosno emisiju hartija van berzanskog tržišta. Zapravo, više od 99% preduzeća u Srbiji je registrovano kao društvo s ograničenom odgovornošću, premda su akcije nekih od najvećih preduzeća koja značajno doprinose ekonomskom rastu Srbije kotirane na berzi.

Srbija ima jednu finansijsku berzu – Beogradsku berzu, koja je osnovana 1894. godine. Na berzi se trguje akcijama i, primarno državnim, obveznicama. Iako je broj kotiranih preduzeća na berzi, u sklopu vlasničke transformacije i tranzicije ka tržišno-orijentisanoj privredi, značajno rastao krajem XX veka, u ovom veku je prisutan trend značajnog smanjenja broja kotiranih preduzeća na Beogradskoj berzi. Primera radi, na kraju 2017. godine, na Beogradskoj berzi je bilo kotirano više od 600 preduzeća, dok je na kraju 2023. godine bilo kotirano manje od 300 preduzeća.<sup>2</sup> U međuvremenu je zabeležena samo jedna inicijalna javna ponuda akcija, i to kompanije Fintel Energija iz Beograda, čije su akcije uvrštene u trgovanje krajem 2018. godine (Karić i ostali, 2022).

S druge strane, poput većine tranzicionih i post-tranzicionih država (Ganchev i Tachev, 2019), Srbija primenjuje proporcionalni sistem poreza na dobitak, sa propisanom stopom od 15% koja važi za sva preduzeća, nezavisno od pravne forme, delatnosti, kotiranosti na berzi i slično. Ova stopa je na snazi od početka 2013. godine, kada je povećana sa tadašnjih 10% na trenutnih 15%. Posmatrano na nivou evropskog kontinenta, reč je o umerenoj poreskoj stopi, usmerenoj, između ostalog, na privlačenje stranih direktnih investicija (Kelić, 2024). Shodno tome, porez na dobitak ne predstavlja glavni izvor javnih prihoda u Srbiji, koja se primarno oslanja na poreze na potrošnju, poput poreza na dodatu vrednost ili akciza (Pušonja, 2025). Ostvareni dobitak preduzeća u Srbiji se oporezuje u skladu sa Zakonom o porezu na dobit pravniha lica (Službeni glasnik RS, 25/2001, ..., 94/2024).

Ipak, u Srbiji je izuzetno mali broj preduzeća čije je efektivno opterećenje porezom na dobitak zaista 15%. Neka ranija istraživanja (Vržina i Janković, 2019; Vržina i

---

<sup>2</sup> Podaci su ručno prikupljeni, tako što je autor rada posećivao sajt Beogradske berze ([www.belex.rs](http://www.belex.rs)) 31. decembra svake od navedenih godina.

Karapavlović, 2022) pokazuju da su efektivne poreske stope preduzeća u Srbiji, u proseku, niže od propisane poreske stope.

Glavni razlog za to treba tražiti u činjenici da dobitak pre oporezivanja iz bilansa uspeha ne predstavlja i oporezivu osnovicu za obračun poreza na dobitak. Naime, oporeziva osnovica se utvrđuje u zasebnom dokumentu, poreskom bilansu, na osnovu usklađivanja rashoda i prihoda iz bilansa uspeha u skladu sa poreskim propisima. S tim u vezi, rashodi i prihodi iskazani u bilansu uspeha (u skladu sa računovodstvenim standardima) mogu biti priznati u različitom iznosu i/ili u različitom poreskom periodu prilikom utvrđivanja oporezive osnovice.

Verovatno najvažniju razliku između dobitka pre oporezivanja iz bilansa uspeha i oporezive osnovice iz poreskog bilansa predstavljaju troškovi amortizacije. Naime, preduzeća za svrhe obračuna računovodstvene amortizacije često koriste metodu obračuna i/ili vek trajanja sredstva koji su različiti od onih propisanih za svrhe obračuna poreske amortizacije.

Pojedine vrste rashoda koje se u bilansu uspeha regularno iskazuju se u potpunosti ne priznaju u poreskom bilansu. Takvi su, na primer, rashodi koji se ne mogu dokumentovati, kamate zbog neblagovremeno plaćenih javnih dažbina, novčane kazne koje izriče državni organ i slično. Takođe, pojedine vrste rashoda se u poreskom bilansu priznaju samo do određenog nivoa. Na primer, troškovi reprezentacije se priznaju najviše do 0,5% ukupnih prihoda, dok se članarine komorama, savezima i udruženjima (osim onih čija je visina određena zakonom) priznaju najviše do 0,1% ukupnih prihoda.

Dok se većina rashoda u bilansu uspeha priznaje na obračunskoj osnovi, pojedine vrste rashoda u poreskom bilansu se priznaju tek u momentu njihove isplate, odnosno odliva resursa. Tako se, primera radi, troškovi rezervisanja za otpremnine zaposlenih i troškovi poreza koji ne zavise od rezultata priznaju u poreskom bilansu tek u momentu odliva resursa po tom osnovu.

S druge strane, korekcije prihoda u poreskom bilansu su dosta manje izražene. Jedna od najvažnijih korekcija se odnosi na prihode od dividendi koje preduzeće ostvari od drugog rezidentnog isplatioca, odnosno prihode od kamata na dužničke hartije od vrednosti emitovane od strane države, autonomne pokrajine, jedinica lokalne samouprave ili Narodne banke Srbije.

Naredni razlog za odstupanje efektivne od propisane poreske stope treba tražiti u primeni strategija upravljanja porezom na dobitak, pri čemu su neke ponudene preduzećima u samom Zakonu o porezu na dobit pravnih lica (strategije poreskog planiranja), a neke posledica nesavršenosti poreske regulative i angažovanja preduzeća po pitanju poreske optimizacije (strategije izbegavanja poreza).

S tim u vezi, verovatno najznačajniji podsticaj koji nudi poreska regulativa jeste poreski podsticaj kod investiranja u stalnu imovinu (Dedić, 2025). Naime, član 50a. Zakona o porezu na dobit pravnih lica predviđa da preduzeća koja u stalnu imovinu ulože minimum milijardu dinara i na neodređeno zaposle minimum sto radnika, imaju pravo na poresko oslobođenje, srazmerno tom ulaganju, u periodu od deset godina.

S obzirom na relativno visoke zahtevane vrednosti ulaganja, jasno je da je poreski podsticaj kod investiranja u stalnu imovinu dostupan isključivo većim i kapitalno intenzivnijim preduzećima. S druge strane, svim preduzećima je omogućeno da poreske gubitke tekućeg obračunskog perioda koriste za umanjenje poreza na dobitak u budućnosti (engl. *tax loss carryforward*), ali ne duže od pet godina. Korišćenje poreskih gubitaka tekućeg perioda za svrhe povraćaja plaćenog poreza u prethodnim periodima (engl. *tax loss carryback*) u Srbiji nije dozvoljeno.

Poput brojnih evropskih država, i u Srbiji je dozvoljeno poresko konsolidovanje (grupno oporezivanje). Grupu za poresko konsolidovanje mogu činiti rezidentna matična i zavisna preduzeća, pri čemu matično lice mora imati (direktno ili indirektno) kontrolu nad bar 75% akcija ili udela u zavisnom preduzeću. Jednom odobreno poresko konsolidovanje su preduzeća obavezna da koriste u periodu od pet godina – u protivnom, ukoliko prekinu poresko konsolidovanje u tom periodu, dužna su da nadoknade porez ušteden po osnovu poreskog konsolidovanja.

## EMPIRIJSKO ISTRAŽIVANJE

### Podaci i metodologija istraživanja

Podaci za istraživanje su prikupljeni korišćenjem aplikacije Privredne komore Srbije PKS Partner ([www.pkspartner.rs](http://www.pkspartner.rs)). Reč je o aplikaciji koja, na osnovu saradnje sa Agencijom za privredne registre, omogućava uvid u podatke iz finansijskih izveštaja preduzeća u Srbiji. Korišćeni su podaci iz pojedinačnih finansijskih izveštaja, a ne konsolidovanih, kako bi se isključio uticaj porez na dobitak nerezidentnih zavisnih preduzeća. Istraživanje pokriva period od 2016. do 2023. godine, s obzirom na to da su u momentu uzorkovanja za te godine bili dostupni podaci u aplikaciji PKS Partner.

Istraživanjem su obuhvaćena akcionarska društva koja su bila kotirana na Beogradskoj berzi na kraju 2023. godine, a kojih je bilo 269. Dodatno, u cilju podizanja reprezentativnosti uzorka, uvedeni su dodatni uslovi. Tako su obuhvaćena samo ona akcionarska društva koja su bila kotirana na kraju svake od osam uzorkovanih godina. Uzorkom nisu obuhvaćene finansijske institucije (usled specifičnosti njihove delatnosti) i akcionarska društva koja su se u momentu uzorkovanja nalazila u stečaju ili likvidaciji ili nisu bila aktivna, usled statusnih promena ili sprovedene dobrovoljne ili prinudne likvidacije.

Kao merila opterećenja porezom na dobitak, u istraživanju su korišćene računovodstvena efektivna poreska stopa, tj. odnos rashoda za porez na dobitak i dobitka pre oporezivanja (ETR1) i tekuća efektivna poreska stopa, tj. odnos tekućeg rashoda za porez na dobitak i dobitka pre oporezivanja (ETR2). Gotovinska efektivna poreska stopa, tj. odnos odliva za porez na dobitak i dobitka pre oporezivanja, nije korišćena zbog ograničene dostupnosti podataka iz izveštaja o novčanim tokovima preduzeća.

Uzorkujući 215 kompanija tokom osmogodišnjeg perioda, inicijalni uzorak je sačinjen od 1.720 opservacija. Ipak, iz uzorka su eliminisane ekstremne vrednosti. Kako ETR1 može uzeti bilo koju nenegativnu vrednost, eliminisano je 1% opservacija sa najvećom ETR1. Takođe, kako ETR2 može uzeti bilo koju vrednost,

eliminirano je po 1% opservacija sa najmanjom i najvećom ETR2. Analizom nisu obuhvaćene opservacije sa gubitkom pre oporezivanja, s obzirom na to da efektivne poreske stope za ove opservacije nemaju ekonomsko značenje (Hanlon i Heitzman, 2010).

## Rezultati istraživanja

Deskriptivna statistika za ETR1 i ETR2 je prikazana u Tabeli 1. Posmatrajući srednje vrednosti, efektivne poreske stope su, generalno, blago niže od propisane poreske stope od 15%. Aritmetička sredina i medijana ETR1 su niže od propisane poreske stope. S druge strane, aritmetička sredina ETR2 je nešto viša, dok je medijana ETR2 nešto niža od propisane poreske stope.

**Tabela 1. Deskriptivna statistika**

	<b>ETR1</b>	<b>ETR2</b>
Aritmetička sredina	14,73%	15,53%
Medijana	12,15%	14,68%
Minimum	0,00%	-160,37%
Maksimum	109,16%	137,48%
Standardna devijacija	18,51%	27,20%
Broj opservacija	1.061	1.050

Značajan broj javnih akcionarskih društava je iskazao ETR1 od 0%, iako je ostvario dobitak pre oporezivanja. Tako, čak 347 opservacija, odnosno oko 33% ukupnog broja opservacija, iskazalo je ETR1 od 0%. Dodatno, u čak 408 opservacija, odnosno oko 38% ukupnog broja opservacija, ETR1 je niža od 5%. Iako se uzroci mogu razlikovati od preduzeća do preduzeća, i iako poreska dokumentacija preduzeća nije dostupna javnosti, racionalno je pretpostaviti da je najveći deo ovako niskih poreskih stopa posledica korišćenja poreskih gubitaka iz prethodnih godina.

S druge strane, prisutan je značajan broj opservacija čija je ETR1 veća od propisane poreske stope. Tako se u uzorku nalaze 442 opservacije, odnosno oko 42% ukupnog broja opservacija, sa ETR1 većom od 15%. U uzorku se nalaze i tri opservacije sa ekstremno visokom ETR1 od preko 100%.

Primetno je da su ETR1 u ovom istraživanju nešto veće u odnosu na tekuće efektivne poreske stope u nekim ranijim istraživanjima koja su obuhvatila preduzeća u Srbiji – na primer, Vržina i Janković (2019) koji su obuhvatili preduzeća nezavisno od njihove kotiranosti na berzi ili Vržina i ostali (2023) koji su obuhvatili isključivo poljoprivredna preduzeća. Glavni uzrok za to treba tražiti u relativno slaboj privrednoj aktivnosti brojnih javnih akcionarskih društava. Naime, brojna uzorkovana preduzeća se nalaze u relativno nepovoljnoj imovinsko-finansijskoj i zarađivačkoj poziciji, te nisu u mogućnosti da investiraju značajna sredstva u stalnu imovinu. Stoga, nisu u mogućnosti da koriste poreski podsticaj kod ulaganja u stalnu imovinu, za razliku od brojnih preduzeća iz uzoraka ranije pomenutih istraživanja.

Interesantno je primetiti i da su ETR1 u ovom istraživanju značajno veće i od ranijeg istraživanja koje su sproveli Vržina i Karapavlović (2022), a koje je u obzir uzimalo samo deset preduzeća iz indeksa Beogradske berze Belex15. Dakle, primetno je da su efektivne poreske stope za preduzeća sa najkvalitetnijim akcijama značajno niže.

U uzorku iz ovog rada, prosečna ETR1 za četiri preduzeća sa Prime Listinga Beogradske berze (Aerodrom Nikola Tesla iz Beograda, Jedinstvo iz Sevojna, Metalac iz Gornjeg Milanovca i NIS iz Novog Sada) iznosi 8,63%, dok prosečna ETR2 iznosi 11,66%, što je značajno manje od proseka prikazanih u Tabeli 1.

Dakle, obrađeni podaci sugerišu da javna akcionarska društva sa najkvalitetnijim akcijama (koje su deo Prime Listinga ili indeksne korpe Belex15), koja su ujedno i najrazvijenija kotirana preduzeća, imaju niže opterećenje porezom na dobitak u odnosu na javna akcionarska društva sa manje kvalitetnim akcijama. Objašnjenje za ovaj zaključak se može pronaći u činjenici da najrazvijenija kotirana preduzeća mogu lakše koristiti poreski podsticaj kod investiranja u stalnu imovinu u odnosu na preduzeća sa manje kvalitetnim akcijama (koja su, generalno, ujedno i manje razvijena).

Što se tiče ETR2, prisutan je značajan broj opservacija u kojima je ETR2 negativna, što znači da je zbir tekućeg rashoda za porez na dobitak i odloženih poreskih rashoda bio manji od odloženih poreskih prihoda. Takvih opservacija ima 125, odnosno oko 12% ukupnog broja opservacija. Osam opservacija ima ekstremno nisku ETR2, nižu od -100%.

U uzorku se nalaze i 134 opservacije, odnosno oko 13% ukupnog broja opservacija, u kojima je iskazana ETR2 od 0%. Generalno, 200 opservacija, odnosno oko 19% ukupnog broj opservacija ima nenegativne ETR2 manje od 5%. S druge strane, čak 494 opservacije, odnosno oko 47% ukupnog broja opservacija, ima ETR2 veću od 15%, pri čemu su tri opservacije iskazale ekstremno veliku ETR2 od preko 100%.

Korisno je analizirati i kretanje efektivnih poreskih stopa po uzorkovanim godinama, posebno s obzirom na činjenicu da uzorkovani period obuhvata i period pandemije virusa Covid-19. Ovakva analiza je predstavljena u Tabeli 2. S tim u vezi, u godinama pre pandemije, ETR1 ispoljava tendenciju rasta i svoju maksimalnu prosečnu vrednost dostiže u 2020. godini. Ipak, u godinama nakon pandemije dolazi do pada prosečne vrednosti ETR1, primarno usled preduzeća koja su u tim godinama ostvarila dobitak pre oporezivanja, ali su minimizirala opterećenje porezom na dobitak prenetim poreskim gubicima iz 2020. godine, u kojoj su efekti pandemije bili najizraženiji.

**Tabela 2. Prosečne vrednosti ETR1 i ETR2 po godinama**

	<b>ETR1</b>	<b>ETR2</b>
2016.	13,48%	15,98%
2017.	12,81%	8,63%
2018.	13,39%	15,52%
2019.	16,96%	17,26%
2020.	17,28%	18,15%
2021.	14,25%	19,13%
2022.	14,23%	15,64%
2023.	15,95%	14,56%

Što se tiče ETR2, ona ispoljava nešto drugačiju dinamiku usled dejstva obračunatih odloženih poreskih rashoda i prihoda. Ubedljivo najniža prosečna vrednost ETR2 je

zabeležena u 2017. godini. Najviša prosečna vrednost ETR2 je zabeležena u 2021. godini, dok je u narednim godinama došlo do značajnog smanjenja prosečne ETR2.

Vredne pomena jesu i opservacije sa ekstremno visokim vrednostima. Najvišu ETR1 (od 10.757,14%) i ETR2 (od 11.742,86%) je imalo akcionarsko društvo iz oblasti izdavaštva iz Zrenjanina u 2019. godini. Naime, ovo akcionarsko društvo je iskazalo dobitak pre oporezivanja od svega 6.950 dinara. Da je reč o izuzetno malom iznosu govori činjenica da on predstavlja svega 0,02% ukupne imovine ovog društva. Tokom usklađivanja rashoda i prihoda u poreskom bilansu, dobitak pre oporezivanja je uvećan za više od pet miliona dinara, što je dovelo do tekućeg rashoda za porez na dobitak od čak 752.650 dinara. Dodatno opterećenje prilikom obračuna ETR2 bili su odloženi poreski rashodi u iznosu od 69.347 dinara.

S druge strane, najnižu ETR2 (od -4.366,89%) imalo je jedno akcionarsko društvo iz oblasti hotelijerstva iz Čajetine u 2022. godini. Ovo akcionarsko društvo je iskazalo dobitak pre oporezivanja od 899 hiljada dinara, koji je, u postupku usklađivanja rashoda i prihoda u poreskom bilansu, postao gubitak, tako da ovo društvo nije imalo tekući rashod za porez na dobitak. Međutim, izuzetno visok iznos odloženih poreskih prihoda (po osnovu umanjenja odloženih poreskih obaveza) od preko 39 miliona dinara, doveo je do ekstremno negativne ETR2.

### **Odnos veličine preduzeća i efektivnih poreskih stopa**

S obzirom na to da je u prethodnom podnaslovu rada ukazano na razliku u efektivnim poreskim stopama između najrazvijenijih (i, generalno, najvećih) i manje razvijenih javnih akcionarskih društava, u nastavku je detaljnije ispitan odnos između veličine preduzeća i efektivnih poreskih stopa.

Veličina preduzeća je najčešće analizirana determinanta opterećenja porezom na dobitak. S tim u vezi, veličina preduzeća se obično aproksimira prirodnim logaritmom ukupne imovine, što je učinjeno i u ovom radu. Prethodna istraživanja su iskristalisala dva suprotstavljena stava – hipotezu političke moći, prema kojoj veća preduzeća imaju manje opterećenje porezom na dobitak (Siegfried, 1972) i hipotezu političkih troškova, u obrnutom slučaju (Zimmerman, 1983).

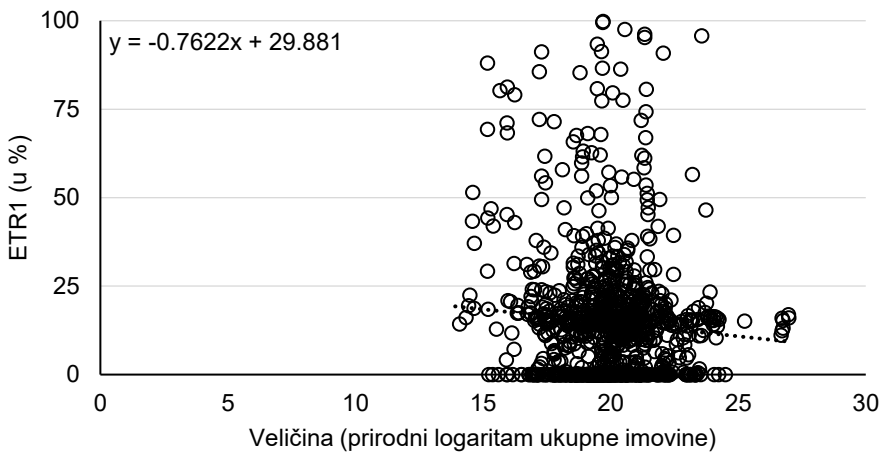
Delovanje hipoteze političke moći se objašnjava činjenicama da velika preduzeća gotovo neizostavno imaju specijalizovana poreska odeljenja unutar svojih organizacionih struktura, zadužena, između ostalog, za razvoj strategija minimiziranja poreskog opterećenja. Takođe, smatra se da su velika preduzeća u boljoj poziciji da lobiraju kod državnih organa u cilju umanjenja opterećenja porezom na dobitak.

S druge strane, hipotezom političkih troškova se ističe da veća preduzeća podležu većem nadzoru od strane nacionalnih poreskih vlasti i medija u odnosu na manja, te da, stoga, imaju manje mogućnosti da minimiziraju svoje poresko opterećenje. Takođe, ističe se da je u većim preduzećima, usled veće diversifikovanosti njihovog poslovanja, manja verovatnoća pojave poreskih gubitaka u odnosu na manja preduzeća.



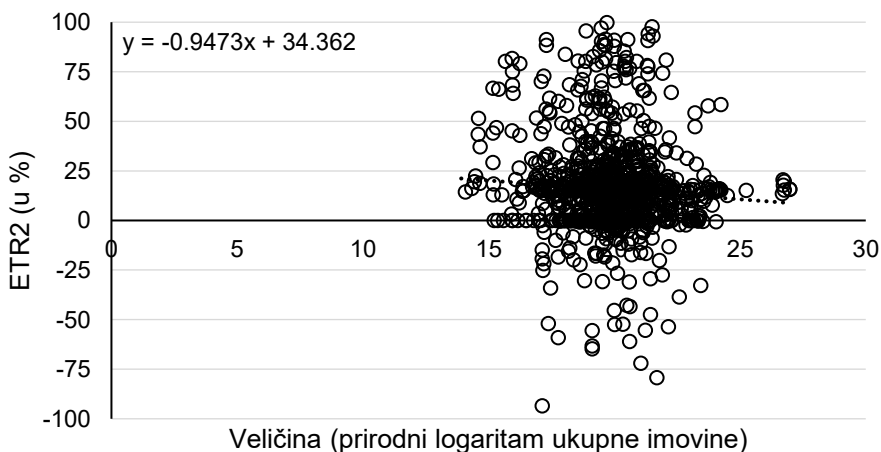
Na Grafiku 1. je prikazan odnos veličine uzorkovanih javnih akcionarskih društava, merene prirodnim logaritmom ukupne imovine iskazane u hiljadama dinara, i ETR1. Na grafiku su prikazani i linija trenda i regresiona jednačina, koji ukazuju na to da između veličine preduzeća i ETR1 postoji negativna veza, odnosno da ETR1 opada sa porastom veličine preduzeća. Ovakav nalaz je u skladu sa hipotezom političke moći.

**Grafik 1. Odnos veličine preduzeća i ETR1**



Na delovanje hipoteze političke moći ukazuje i odnos veličine preduzeća i ETR2, prikazan na Grafiku 2. I u ovom slučaju, sa porastom veličine preduzeća dolazi do smanjenja njegovog opterećenja porezom na dobitak.

**Grafik 2. Odnos veličine preduzeća i ETR2**



I ranije istraživanje na preduzećima u Srbiji (Vržina i ostali, 2023) je pronašlo delovanje hipoteze političke moći. Ipak, treba imati u vidu da je to istraživanje sprovedeno na poljoprivrednim preduzećima, te da je zasnovano na bitno različitoj metodologiji.

Glavni razlog nižih efektivnih poreskih stopa kod većih javnih akcionarskih društava treba tražiti u poreskom podsticaju kod investiranja u stalnu imovinu. Kvote koje su određene u apsolutnom iznosu (milijardu dinara investicija i sto zaposlenih) za njegovo korišćenje su izuzetno visoke, pa su dostupne isključivo velikim preduzećima, koja su na taj način favorizovana u odnosu na manja preduzeća.

Rešenje za prevazilaženje ovog gepa bi mogli biti poreski krediti za ulaganja u osnovna sredstva, koji bi bili dostupni i manjim preduzećima. Zapravo, do početka 2014. godine u Srbiji je bilo dozvoljeno korišćenje ovih poreskih kredita. Pri tome, preduzećima se priznavao poreski kredit u visini od 20% izvršenog ulaganja, pri čemu iznos nije mogao biti veći od 50% od obračunatog poreza u godini u kojoj je izvršeno ulaganje. Izuzetak su bila mala pravna lica, kojima se priznavao poreski kredit u visini od 40% izvršenog ulaganja, pri čemu iznos nije mogao biti veći od 70% obračunatog poreza.

## ZAKLJUČAK

U ovom istraživanju ispitano je opterećenje porezom na dobitak javnih akcionarskih društava, kotiranih na Beogradskoj berzi, tokom osmogodišnjeg perioda od 2016. do 2023. godine. Takođe, u radu je analiziran odnos između veličine preduzeća i opterećenja porezom na dobitak.

Rezultati istraživanja pokazuju da su efektivne poreske stope, kao izabrano merilo opterećenja porezom na dobitak, javnih akcionarskih društava u Srbiji, generalno, nešto niže u odnosu na propisanu stopu poreza na dobitak od 15%. Pri tome su posebno bile u padu u prve dve godine nakon pandemije virusa Covid-19. Takođe, značajan broj javnih akcionarskih društava je imao efektivne poreske stope od 0% iako je ostvario dobitak pre oporezivanja. S tim u vezi, rezultati istraživanja su saglasni sa nekim ranijim istraživanjima u Srbiji (Vržina i Janković, 2019; Vržina i Karapavlović, 2022; Vržina i ostali, 2023) o tome da su efektivne poreske stope niže od propisane stope.

Dodatna analiza je pokazala da najrazvijenija javna akcionarska društva (koja se nalaze na Prime Listing, odnosno u indeksnoj korpi indeksa Belex15) imaju niže efektivne poreske stope od ostalih javnih akcionarskih društava. S tim u vezi, u radu je pokazano da efektivne poreske stope opadaju sa rastom veličine preduzeća, što ukazuje na delovanje hipoteze političke moći. Delovanje ove hipoteze je, takođe, dokazano u ranijem istraživanju na preduzećima u Srbiji (Vržina i ostali, 2023). Kao glavni razlog, označeni su poreski podsticaji kod investiranja u stalnu imovinu, koji su dostupni isključivo velikim kompanijama koja u stalna sredstva ulože minimum milijardu dinara i zaposle stotinu radnika.

Autor veruje da rezultati istraživanja mogu koristiti brojnim interesnim grupama. Prvo, nacionalnim poreskim vlastima mogu koristiti nalazi o efektivnom poreskom opterećenju preduzeća i, posebno, nalazi o odnosu veličine preduzeća i efektivnih poreskih stopa. Ovi nalazi mogu biti korisna osnova za redizajniranje sistema poreza na dobitak, posebno u delu poreskih podsticaja, odnosno neutralisanja trenutnog gepa između velikih i manjih preduzeća po pitanju korišćenja poreskih podsticaja kod investiranja. Drugo, vlasničke i upravljačke strukture javnih akcionarskih društava

mogu imati koristi od poznavanja opterećenja porezom na dobitak, kako svog preduzeća, tako i drugih sličnih preduzeća.

Ipak, predstavljene rezultate je potrebno koristiti kroz prizmu određenih ograničenja. Moguće je da bi rezultati istraživanja bili drugačiji da je uzorak razvijen na drugi način, odnosno da su korišćena druga merila opterećenja porezom na dobitak. Takođe, za donošenje potpunijeg zaključka o odnosu veličine preduzeća i efektivnih poreskih stopa, potrebno je sprovesti dodatnu analizu, koja bi uključila istovremeni uticaj drugih faktora, poput kapitalne intenzivnosti, zaduženosti i profitabilnosti preduzeća.

Buduća istraživanja bi mogla, metodom višestruke regresione analize, ispitati uticaj veličine, kapitalne intenzivnosti, zaduženosti i profitabilnosti preduzeća na efektivne poreske stope. Takođe, interesantno bi bilo uporediti poresko opterećenje kotiranih i nekotiranih preduzeća u Srbiji. Istraživanja bi se mogla proširiti i na okolne države, u cilju poređenja rezultata.

## LITERATURA

- Chen, X., Hu, N., Wang, X., & Tang, X.** (2014). Tax Avoidance and Firm Value: Evidence from China. *Nankai Business Review International*, 5:1, 25-42.
- Dedić, J.** (2025). Poreski podsticaji za ulaganja u osnovna sredstva i njihov uticaj na visinu poreske obaveze za porez na dobit. *Finansije*, 80:1-3, 30-44.
- Desai, M., & Dharmapala, D.** (2006). Corporate Tax Avoidance and High-Powered Incentives. *Journal of Financial Economics*, 79:1, 145-179.
- Dyreng, S., Hanlon, M., & Maydew, E.** (2008). Long-Run Corporate Tax Avoidance. *The Accounting Review*, 83:1, 61-82.
- Dyreng, S., Hanlon, M., & Maydew, E.** (2010). The Effects of Executives on Corporate Tax Avoidance. *The Accounting Review*, 85:4, 1163-1189.
- Fernandez-Rodriguez, E., Garcia-Fernandez, R., & Martinez-Arias, A.** (2021). Business and Institutional Determinants of Effective Tax Rate in Emerging Economies. *Economic Modelling*, 94:1, 692-702.
- Ganchev, G., & Tachev, S.** (2019). Why Post-Communist Countries Choose the Flat Tax: A Comparative Welfare Approach. *Acta Oeconomica*, 69:1, 41-62.
- Graham, J., Raedy, J., & Shackelford, D.** (2012). Research in Accounting for Income Taxes. *Journal of Accounting and Economics*, 53:1-2, 412-434.
- Gupta, S., & Newberry, K.** (1997). Determinants of the Variability in Corporate Effective Tax Rates: Evidence from Longitudinal Data. *Journal of Accounting and Public Policy*, 16:1, 1-34.
- Hanlon, M., & Heitzman, S.** (2010). A Review of Tax Research. *Journal of Accounting and Economics*, 50:2-3, 127-178.
- Hazir, C.** (2019). Determinants of Effective Tax Rates in Turkey. *Journal of Research in Business*, 4:1, 35-45.
- Henry, E., & Sansing, R.** (2018). Corporate Tax Avoidance: Data Truncation and Loss Firms. *Review of Accounting Studies*, 23:3, 1042-1070.
- Hogsdon, J.** (2018). The Contemporary Corporate Tax Strategy Environment. In *Contemporary Issues in Accounting*, eds. E. Conway & D. Byrne, 85-104. Cham: Palgrave Macmillan.
- Janssen, B.** (2005). Corporate Effective Tax Rates in the Netherlands. *De Economist*, 153:1, 47-66.

- Karić, D., Mirjanić, B., i Madžar, L.** (2022). Finansijska analiza kompanije za proizvodnju električne energije iz energije vetra: Investicioni pristup na primeru kompanije Fintel energija a.d. *Ecologica*, 29:108, 577-586.
- Kelić, V.** (2024). Dinamička panel analiza uticaja stope poreza na dobit na nivo stranih direktnih investicija u jugoistočnim evropskim zemljama. U *Ekonomski rast i ekonomska stabilnost*, red. G. Krstić i S. Randelović, 103-118, Beograd: Ekonomski fakultet.
- Lazar, S.** (2014). Determinants of Variability of Corporate Effective Tax Rates: Evidence from Romanian Listed Companies. *Emerging Markets Finance & Trade*, 50:S4, 113-131.
- Milunovich, G., & Minović, J.** (2014). Local and Global Illiquidity Effects in the Balkans Frontier Markets. *Applied Economics*, 46:31, 3861-3873.
- Parisi, V.** (2016). The Determinants of Italy's Corporate Tax Rates: An Empirical Investigation. *Public and Municipal Finance*, 5:4, 7-14.
- Pušonja, B.** (2025). Komparativna analiza javnih prihoda budžeta Republike Srbije za 2024. i 2025. godinu. *Srpska akademska misao*, 10:1, 27-33.
- Schwab, C., Stomberg, B., & Williams, B.** (2022). Effective Tax Planning. *The Accounting Review*, 97:1, 413-437.
- Siegfried, J. (1972).** The Relationship between Economic Structure and the Effect of Political Influence: Empirical Evidence from the Federal Corporation Income Tax Program. PhD thesis, University of Wisconsin.
- Stamatopoulos, I., Hadjidema, S., & Eleftheriou, K.** (2019). Explaining Corporate Effective Tax Rates: Evidence from Greece. *Economic Analysis and Policy*, 62:1, 236-254.
- Tang, T.** (2019). The Value Implications of Tax Avoidance across Countries. *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, 34:4, 615-638.
- Tang, T., Mo, P., & Chan, K.** (2017). Tax Collector or Tax Avoider? An Investigation of Intergovernmental Agency Conflicts. *The Accounting Review*, 92:2, 247-270.
- Thomsen, M., & Watrin, C.** (2018). Tax Avoidance over Time: A Comparison of European and U.S. Firms. *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation*, 33:1, 40-63.
- Vintila, G., Gherghina, S., & Paunescu, R.** (2018). Study of Effective Corporate Tax Rate and Its Influential Factors: Empirical Evidence from Emerging European Markets. *Emerging Markets Finance & Trade*, 54:3, 571-590.
- Vržina, S., & Janković, N.** (2019). The Relation between Multinational Companies and the Republic of Serbia: Income Taxation Context. *Facta Universitatis. Series: Economics and Organization*, 16:4, 415-427.
- Vržina, S., & Karapavlović, N.** (2022). Who Pays Less? Corporate Income Tax Burden of Listed Corporations in Serbia and North Macedonia. In M. Trpeska (Ed.), *Economic and Business Trends Shaping the Future*, 80-89. Skopje: Faculty of Economics.
- Vržina, S., Karapavlović, N., & Dimitrijević, D.** (2023). What Drives the Long-Run Effective Corporate Tax Rates? Evidence from Agricultural Companies in Serbia. *New Medit – Mediterranean Journal of Economics, Agriculture and Environment*, 22:2, 103-116.
- Zhang, J., Huo, Z., Zeng, Y., Tang, X., & Rui, O.** (2021). Corporate Value Added Tax Avoidance. *Accounting Forum*, 45:4, 338-362.
- Zimmerman, J.** (1983). Taxes and Firm Size. *Journal of Accounting and Economics*, 5:1, 119-149.

## CORPORATE INCOME TAX IN JOINT-STOCK COMPANIES IN SERBIA

---

*Stefan VRŽINA*

### **Abstract**

Since corporate tax returns are usually not publicly available, an issue of measuring tax burden has attracted the attention of academic research for the last few decades. Many measures of corporate income tax burden have been developed and in this paper accounting and current effective tax rates are used. On the sample of joint-stock companies on Belgrade Stock Exchange and period between 2016 and 2023, the paper shows that effective tax rates are, in general, slightly lower than statutory tax rate. Important portion of companies presents effective tax rate of 0%, despite presenting profit before taxation. In addition, it is showed that most developed listed companies have considerably lower effective tax rate than other listed companies and that the effective tax rates are lower for larger companies. The main reason should be found in tax incentives for investments in fixed assets that are available only to large companies.

**Keywords:** *corporate income tax, tax incentives, tax rates, joint-stock companies, Belgrade Stock Exchange*

## ZNAČAJ PODSTICAJA ZA RAZVOJ POLJOPRIVREDE REPUBLIKE SRBIJE

---

*Miloš DIMITRIJEVIĆ<sup>1</sup>*

### **Apstrakt**

Imajući u vidu da je poljoprivreda veoma bitan sektor privrednog razvoja Republike Srbije, podsticaji u agraru su od izuzetnog značaja. Najveće učešće u ovim podsticajima imaju direktna plaćanja, a u okviru njih podsticaji za stočarsku proizvodnju. Iako biljna proizvodnja dominira u odnosu na stočarsku, podsticaji za stočarstvo su znatno veći. Komparativnom metodom je posmatrano kretanje podsticaja za biljnu, stočarsku i organsku proizvodnju u odnosu na njihovu proizvodnju i izvoz. Ustanovljeno je da se trend rasta podsticaja u agraru odražava na poljoprivrednu proizvodnju i izvoz. Promene u podsticajima se odražavaju na biljnu proizvodnju i izvoz, dok to nije slučaj kod važnijih biljnih proizvoda. Podsticaji u stočarstvu se odražavaju na proizvodnju, ali ne i na izvoz. Podsticaji organskoj proizvodnji su doveli do porasta površine pod organskom proizvodnjom, ali ne i proizvodnje bitnih organskih proizvoda. Zato se preporučuju adekvatni mehanizmi namenskog praćenja podsticaja, kao i njihovo kontinuirano povećanje, kako bi se postigli željeni rezultati.

***Ključne reči:*** *podsticaji u agraru, poljoprivredna proizvodnja, izvoz, Republika Srbija*

***JEL:*** *E23, O13, O31, Q17*

---

<sup>1</sup> Miloš Dimitrijević, dr, Naučni saradnik, Ekonomski fakultet Univerziteta u Kragujevcu, Srbija, Liceja Kneževine Srbije 3, 34000 Kragujevac, Srbija, tel: 065/9890625, E-mail: mdimitrijevic@kg.ac.rs, ORCID (<https://orcid.org/0000-0002-7922-8299>)

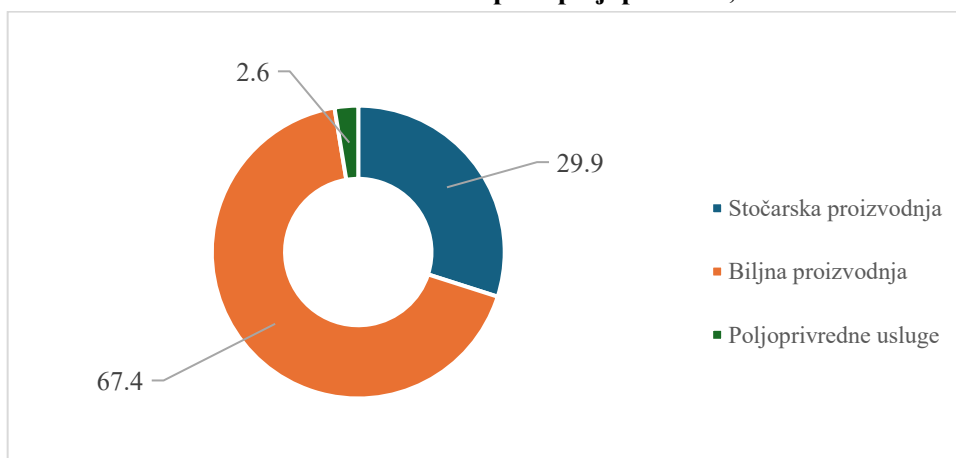
## UVOD

Poljoprivreda je veoma značajan sektor privrednog razvoja Republike Srbije posmatrajući visok udeo u BDP-u (2022. godine 5.34%, 2023. godine 3.79%, 2024. godine 3,15%) i ukupnoj zaposlenosti (2023. godine iznosio 19.16%) (WDI, 2025), kao i udeo poljoprivrednih proizvoda u ukupnom izvozu (2024. godine iznosio 17,63%) (ITC, 2025). Na osnovu ovih vrednosti može se zaključiti da je značaj poljoprivrede za srpsku ekonomiju daleko veći od npr. zemalja EU gde su ove vrednosti niže. Iako postoje i brojni problemi u srpskoj poljoprivredi od usitnjenog zemljišta, niske produktivnosti, nepovoljne strukture izvoznih proizvoda jer se uglavnom izvoze proizvodi niže faze prerade i sa nižom dodatom vrednošću, neiskorišćenih preradjivačkih kapaciteta, itd., poljoprivredni sektor, kao i pojedini poljoprivredni proizvodi ipak uspevaju da se istaknu prema konkurentnosti (Dimitrijević i dr., 2025).

Poljoprivreda ima veći značaj za zemlje u razvoju u odnosu na razvijene zemlje. To se ogleda i prema udelu poljoprivrede u BDP-u i zaposlenosti (Van Arendonk, 2015). Značaj poljoprivrede za ekonomski rast varira sa stepenom razvijenosti ekonomije, pa tako udeo poljoprivrede u ekonomskom razvoju opada sa ekonomskim razvojem zemlje (Milošević & Milić, 2024). Iako je njen udeo u ekonomskom razvoju, tj. BDP-u i zaposlenosti Republike Srbije relativno visok, on beleži tendenciju pada (Dimitrijević i dr., 2023). Uočava se značajan pad udela poljoprivrede u BDP-u od 2022. godine. Međutim, udeo poljoprivrede u BDP-u i zaposlenosti je značajno veći u odnosu na EU, dok je sa druge strane produktivnost poljoprivrede Republike Srbije dosta niža (Dimitrijević, 2023).

Na osnovu svega se ističe da je poljoprivredna proizvodnja veoma važan sektor srpske ekonomije, naročito posmatrajući visok udeo u bruto dodatoj vrednosti (BDV) i ukupnoj zaposlenosti. Kao značajan problem se ističe usitnjenost poljoprivrednih parcela, s obzirom da u ukupnom udelu dominiraju poljoprivredna gazdinstva do 5 hektara. Takođe, biljna proizvodnja dominira u ukupnoj poljoprivrednoj proizvodnji Republike Srbije što je odraz manje razvijenog sektora (Stojanović, 2022).

**Grafikon 1. Struktura autputa poljoprivrede, 2023.**



Izvor: RZS, *Ekonomski računi poljoprivrede (2023)*

Na osnovu Grafikona 1 se zaključuje da biljna proizvodnja dominira u odnosu na stočarsku, dok poljoprivredne usluge zauzimaju mali procenat učešća u strukturi proizvodnje poljoprivrednih dobara i usluga.

Najvažniji izvozni poljoprivredni proizvodi Republike Srbije su voće, među kojima zamrznute maline i sveže jabuke, kao i žitarice, među kojima kukuruz i pšenica (ITC, 2025).

Republika Srbija ima značajne resurse za razvoj poljoprivredne proizvodnje. Međutim, poljoprivreda i dalje ne ostvaruje adekvatne rezultate shodno uslovima za njen razvoj. Zato razvojna strategija poljoprivrede mora biti zasnovana na povećanju izvoza poljoprivredno-prehrambenih proizvoda i promeni strukture proizvodnje ka proizvodima više faze prerade, kao i ekološki zdravoj hrani, kako bi se povećala konkurentnost i stvorila nova vrednost (Mitrović i dr., 2017).

Organska proizvodnja je put ka održivom razvoju poljoprivrede. Međutim, Republika Srbija još uvek ima male površine pod organskom proizvodnjom u poredjenju sa razvijenim zemljama i EU, što dovodi do zaključka da takva poljoprivredna proizvodnja nije održiva (Simin i dr., 2019). Srbija ne podstiče dovoljno aktivnosti vezane za održivu poljoprivredu. Širenje organske poljoprivrede i integracija u širi strateški okvir kao što su ciljevi održivog razvoja može pomoći u razvoju održive poljoprivrede, kao i proizvodnji zdrave i bezbedne hrane uz očuvanje životne sredine (Šeremešić i dr., 2024).

Postoje istraživanja koja pokazuju značaj subvencija u poljoprivredi za povećanje izvoza (Tong i dr., 2019), poljoprivredne proizvodnje (Vozarova & Kotulic, 2016), kao i produktivnosti rada (Mamun, 2024). Porast subvencija, se pored uticaja na porast produktivnosti u poljoprivredi (Garrone i dr., 2019), pozitivno odražava na prihode farmera (Očić i dr., 2018) i njihovu profitabilnost (Bojnec & Latruffe, 2013) kao i razvoj celokupnog poljoprivrednog sektora (Trendov i dr., 2017). Porast subvencija za inpute u poljoprivredi Republike Srbije je uticalo na unapredjenje produktivnosti i konkurentnosti biljne proizvodnje, što se dalje odražava i na porast proizvodnje i kvaliteta poljoprivrednih proizvoda (Munćan & Božić, 2013). Dominantna forma budžetskih transfera su upravo subvencije za inpute, što je karakteristično za zemlje u razvoju. Podrška poljoprivredi se odražava kroz prihode farmera i na ekonomsku i socijalnu održivost poljoprivrednih gazdinstava. Zato je neophodno konstantno uskladjivanje poljoprivredne politike Republike Srbije sa zajedničkom poljoprivrednom politikom EU (CAP – Common Agriculture Policy) (Đurić i dr., 2019).

Predmet rada je da se sagledaju podsticaji u poljoprivrednoj proizvodnji, dok je cilj da se utvrdi kretanje proizvodnje i izvoza najvažnijih poljoprivrednih proizvoda u odnosu na kretanje podsticaja Republike Srbije. Na osnovu predmeta i cilja istraživanja je definisana sledeća hipoteza istraživanja:

H<sub>1</sub>: Porast podsticaja u poljoprivredi se odražava na porast poljoprivredne proizvodnje i izvoza najvažnijih poljoprivrednih proizvoda Republike Srbije.

Strukturu rada prati pregled literature, metodologija, kao i rezultati i diskusija. Ovaj deo je podeljen u četiri celine kroz koje se prati kretanje poljoprivredne proizvodnje u odnosu na kretanje subvencija u poljoprivredi, zatim značaj podsticaja za biljnu i



stočarsku proizvodnju i na kraju se ispituje značaj podsticaja za organsku proizvodnju, s obzirom na njen značaj za očuvanje životne sredine i brojne perspektive razvoja.

## **PREGLED LITERATURE**

S obzirom da je poljoprivreda značajna delatnost u Republici Srbiji zemlja vodi politiku njenog podsticanja kroz poljoprivredni budžet. Odluka o formiranju poljoprivrednog budžeta je usvojena 1995. godine, a prva sredstva su raspodeljena 1996. godine. Poljoprivredni budžet je zamišljen kao državna podrška poljoprivredi. Njegovi glavni ciljevi su rast proizvodnje, produktivnosti, izvoza, kvaliteta proizvoda, rast životnog standarda, ekološka zaštita, razvoj rurlanih područja i sl. (Kuzman i dr., 2017).

Struktura poljoprivrednog budžeta se odnosi na sledeće podsticaje (Ministarstvo poljoprivrede, šumarstva i vodoprivrede - Uprava za agrarna plaćanja, 2025):

1. direktna plaćanja;
2. mere ruralnog razvoja;
3. kreditnu podršku u poljoprivredi;
4. posebne podsticaje;
5. IPARD podsticaje.

U zemljama poput Srbije gde poljoprivreda značajno doprinosi ekonomskom razvoju podsticaji su od izuzetnog značaja. Na taj način poljoprivredna gazdinstva i preduzeća mogu povećati proizvodnju i kvalitet svojih proizvoda. Direktna plaćanja se upravo odnose na podsticaj poljoprivredne proizvodnje i poboljšanja kvaliteta života u ruralnim sredinama. Mere ruralnog razvoja se odnose na poboljšanje životnog standarda u ruralnim i urbanim sredinama. Posebni podsticaji se odnose na oblik stimulacije poljoprivredne proizvodnje i ruralnog razvoja, dok se kreditna podrška odnosi na isplatu finansijskih sredstava korisnicima kako bi se olakšao pristup pravu na korišćenje kredita (Zubovic & Jovanovic, 2021).

Direktna plaćanja imaju najveće učešće u podsticajima u okviru poljoprivrednog budžeta. Mere agrarne politike mogu doprineti modernizaciji poljoprivredne proizvodnje, što bi uticalo i na povećanje životnog standarda poljoprivrednih proizvođača. Podrška poljoprivrednim proizvođačima iz budžeta Republike Srbije može doprineti povećanju konkurentnosti i održivosti proizvodnje (Grujić Vučkovski i dr., 2019).

## **METODOLOGIJA**

Istraživanje je sprovedeno na teritoriji Republike Srbije za vremenski period od 2016-2023. godine, shodno dostupnosti podataka, kroz četiri različite celine. U istraživanju su korišćeni sekundarni podaci Ministarstva finansija, Ministarstva poljoprivrede, šumarstva i vodoprivrede, Republičkog zavoda za statistiku (RZS), kao i podaci sa International Trade Map (ITC). Prvo je u posmatranom vremenskom periodu

ispitana struktura poljoprivrednog budžeta i posmatrano kretanje subvencija u poljoprivredi u odnosu na kretanje poljoprivredne proizvodnje i izvoza. Zatim je posmatrano kretanje podsticaja za biljnu proizvodnju u odnosu na ukupnu biljnu proizvodnju i značajne grupacije proizvoda, poput žitarica i voća, kao i u odnosu na njihov izvoz. U istom delu je posmatrano i kretanje podsticaja važnijim biljnim kulturama u odnosu na njihovu proizvodnju i izvoz. U trećem delu istraživanja su ispitani podsticaji u stočarstvu u odnosu na proizvodnju i izvoz. Na kraju, u četvrtom delu su posmatrani podsticaji u organskoj proizvodnji, kako ukupni, tako i podsticaji u organskoj biljnoj i stočarskoj proizvodnji, u odnosu na organsku biljnu proizvodnju i važnije organske proizvode, kao i organsko stočarstvo.

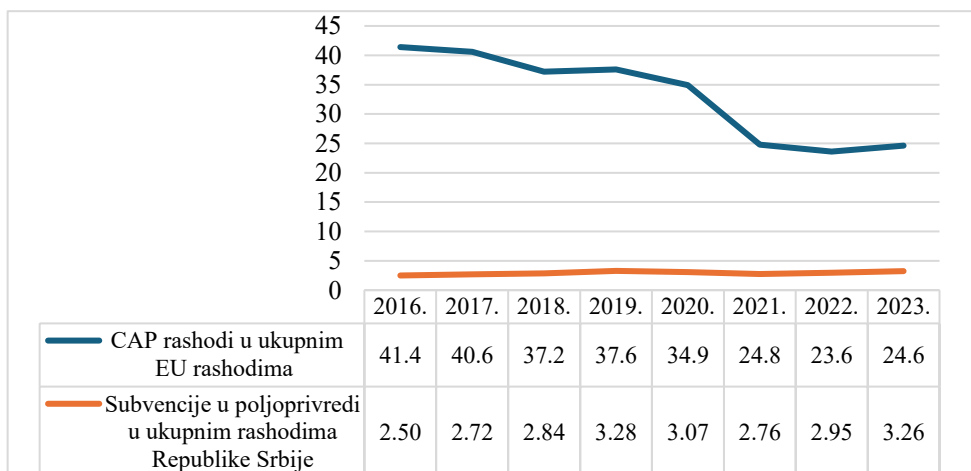
Primenom komparativne i kvantitativne metode istraživanja je vršeno poredjenje podsticaja u poljoprivredi sa kretanjem poljoprivredne proizvodnje i izvoza kako ukupno, tako i u biljnoj, stočarskoj, i organskoj proizvodnji, dok se primenom kvalitativne i deskriptivne analize došlo do zaključaka i preporuka za pravilnu upotrebu budućih podsticaja u poljoprivredi Republike Srbije.

## REZULTATI I DISKUSIJA

### Značaj subvencija za poljoprivrednu proizvodnju

U okviru ovog dela je prvo utvrđeno učešće subvencija u poljoprivredi u budžetu Republike Srbije, kao i učešće izdataka za CAP u budžetu EU.

**Grafikon 2. Subvencije u poljoprivredi u budžetu Republike Srbije vs. EU**



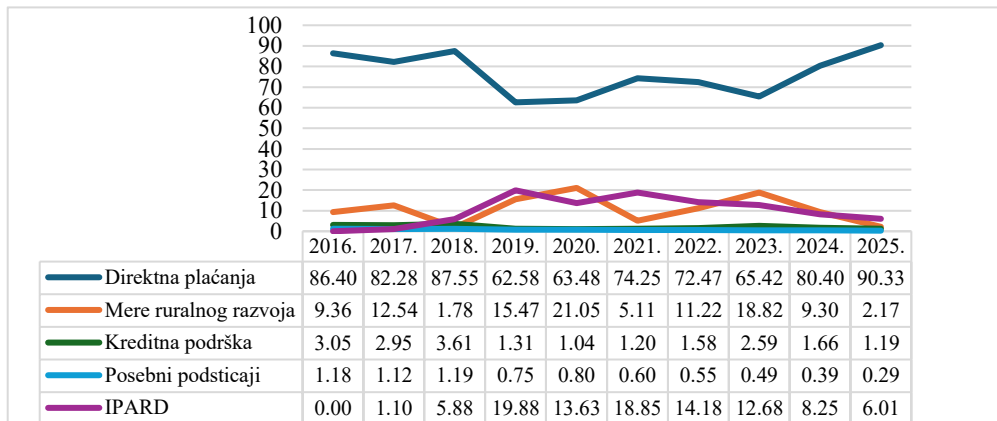
*Izvor: European Commission (2025); Ministarstvo finansija, Zakon o budžetu za posmatrane godine*

Sa grafikona 2 se uočava značajno veće izdvajanje za podsticaje u poljoprivredi EU u odnosu na Republiku Srbiju gde je učešće subvencija u poljoprivredi u ukupnim rashodima na znatno nižem nivou i beleži oscilacije iz godine u godinu. Međutim, uočava se porast subvencija u poljoprivredi Republike Srbije u apsolutnim iznosima iz godine u godinu, što je uticalo i na porast poljoprivredne proizvodnje i BDV poljoprivrede (Dimitrijević, 2023). Udeo CAP u ukupnim rashodima se u poslednjih

40 godina sa 73,2% u 1980. godini smanjio na oko 24,6% u 2023. godini. Ovaj pad se nastavio i nakon uzastopnih proširenja EU (European Commission, 2025).

Dalje je posmatrana struktura agrarnog budžeta Republike Srbije kako bi se utvrdilo učešće različitih kategorija, tj. podsticaja u njemu, dok su na kraju ovog dela uporedjene subvencije u poljoprivredi u odnosu na poljoprivrednu proizvodnju i izvoz.

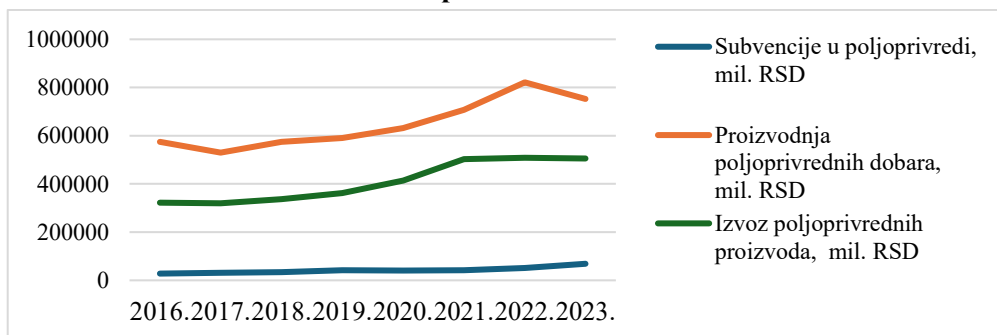
**Grafikon 3. Struktura poljoprivrednog budžeta**



Izvor: Ministarstvo poljoprivrede, šumarstva i vodoprivrede, Uprava za agrarna plaćanja, (2025)

Sa grafikona 3 se zaključuje da se najveći deo agrarnog budžeta (učesće u %) odnosi na direktna plaćanja koja imaju tendenciju rasta, naročito u poslednje dve godine. Posle toga se izdvajaju mere ruralnog razvoja i IPARD podsticaji, kao i kreditna podrška, dok su na kraju posebni podsticaji. Direktna plaćanja se odnose na biljnu i stočarsku proizvodnju, kao i regrese (Ministarstvo poljoprivrede, šumarstva i vodoprivrede, Uprava za agrarna plaćanja, 2025).

**Grafikon 4. Subvencije u poljoprivredi vs. proizvodnja i izvoz poljoprivrednih proizvoda**



Izvor: Ministarstvo finansija, Zakon o budžetu (2025); RZS (2024); ITC (2025)

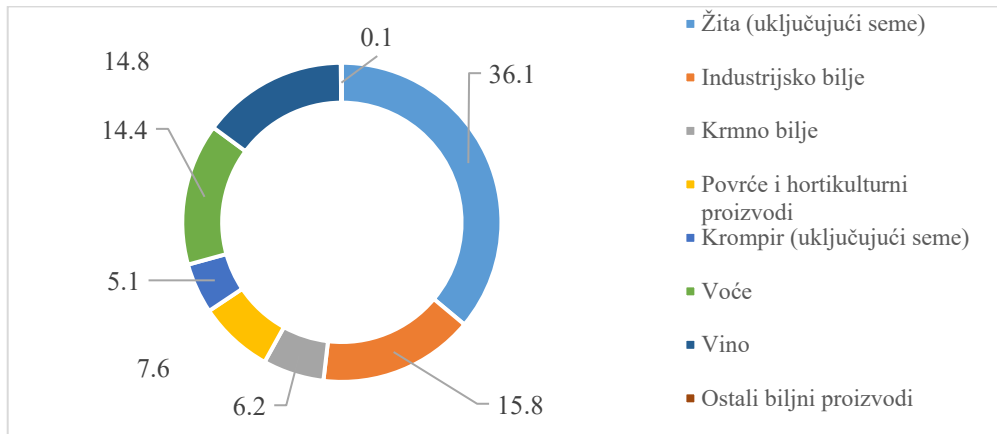
Na osnovu Grafikona 4 se zaključuje da su subvencije u poljoprivredi u posmatranom periodu rasle, što je pratilo i porast proizvodnje poljoprivrednih dobara, kao i izvoza poljoprivrednih proizvoda. Na osnovu iznetog se zaključuje da su se subvencije

pozitivno odrazile na poljoprivredni sektor Republike Srbije. S obzirom da se beleže značajne mere podrške države agraru one treba da budu konstantne kako bi se povećala konkurentnost celokupnog agobiznis sektora (Dimitrijević, 2024).

### Značaj podsticaja za biljnu proizvodnju

Dosadašnjim istraživanjem je utvrđeno da biljna proizvodnja u velikom procentu dominira u odnosu na stočarsku proizvodnju.

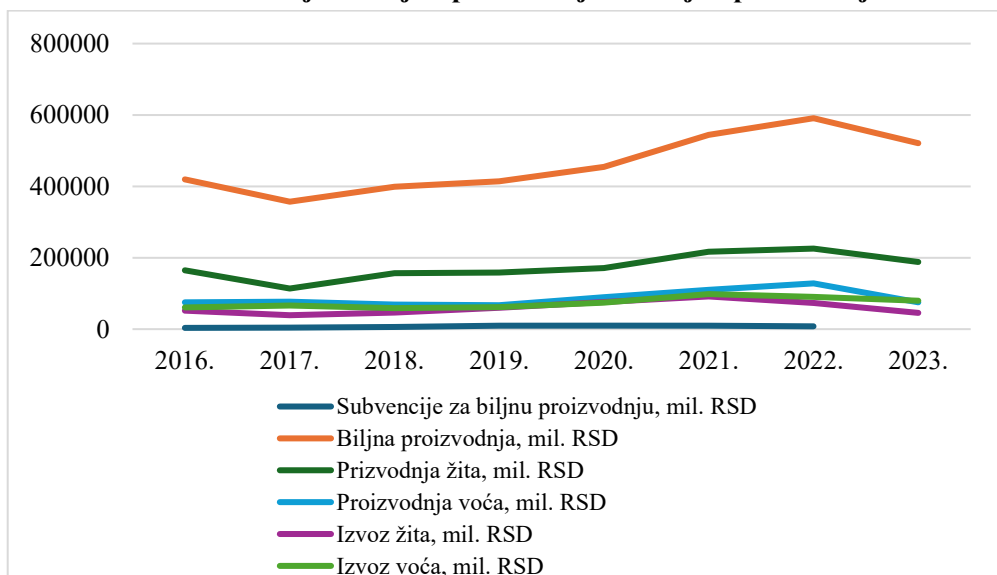
**Grafikon 5. Struktura biljne proizvodnje, 2023.**



Izvor: RZS, Ekonomski računi poljoprivrede (2023)

Na osnovu Grafikona 5 se zaključuje da u biljnoj proizvodnji dominiraju žita, voće i vino, prema kategorizaciji RZS.

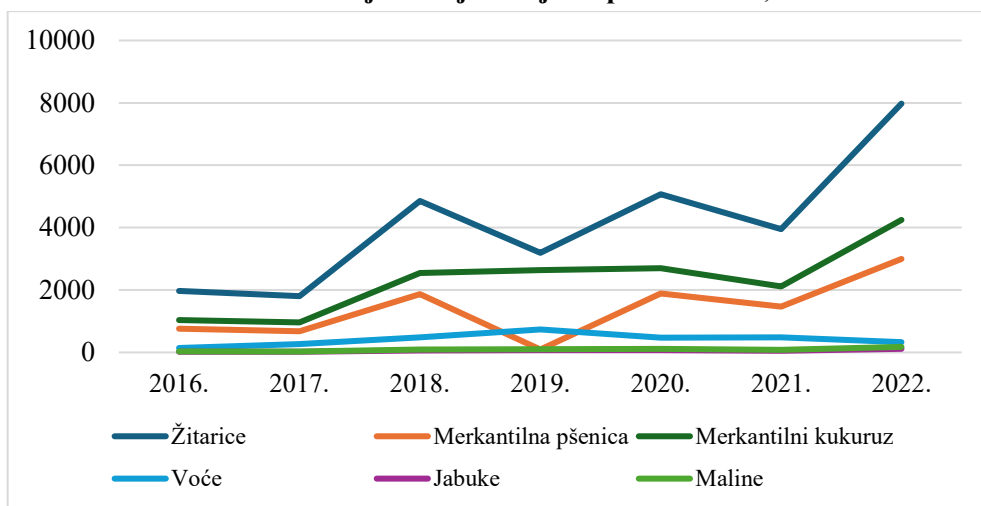
**Grafikon 6. Subvencije za biljnu proizvodnju vs. biljna proizvodnja i izvoz**



Izvor: Ministarstvo poljoprivrede, šumarstva i vodoprivrede, Uprava za agrarna plaćanja, (2025); RZS (2024); ITC (2025)

Sa grafikona 6 se uočava da su podsticaji biljnoj proizvodnji imali tendenciju rasta do 2022. godine. Tu tendenciju rasta je pratila kako ukupna biljna proizvodnja, tako i proizvodnja žitarica i voća, kao i njihov izvoz. Međutim, poslednje godine dolazi do smanjenja podsticaja biljnoj proizvodnji što se odmah odrazilo, tj. došlo je do pada, i na ukupnu biljnu proizvodnju, proizvodnju žitarica i voća, kao i njihov izvoz. Iz ovoga se zaljučuje kako se podsticaji biljnoj proizvodnji u velikoj meri odražavaju na samu biljnu proizvodnju i njen izvoz.

**Grafikon 7. Podsticaji važnijim biljnim proizvodima, mil. RSD**

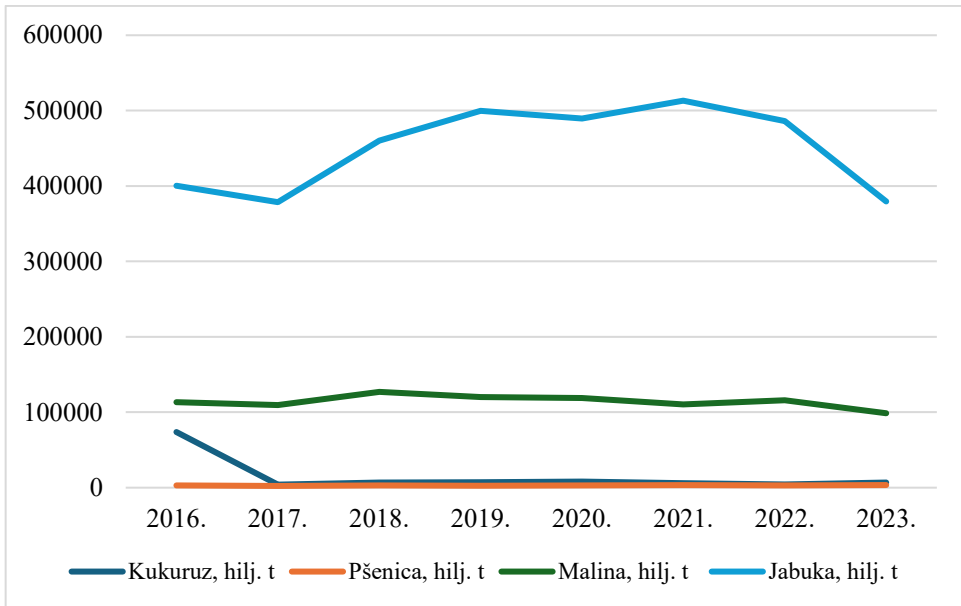


Izvor: Ministarstvo finansija, Pregled isplaćenih podsticaja po šiframa biljnih kultura, Interni dokument (2025)

Na osnovu Grafikona 7 dolazi se do zaključka da su podsticaji važnijim biljnim kulturama imali ciklično kretanje sa tendencijom rasta. Podsticaji žitaricama su dostigli rekordni iznos u poslednje posmatranoj 2022. godini. Takodje, podsticaji merkantilnom kukuruzu i pšenici su takodje u ovoj godini dostigli rekordne iznose. Inače, u okviru žitarica najviše se podsticaja izdvaja upravo za kukuruz i pšenicu (Ministarstvo finansija, Pregled isplaćenih podsticaja po šiframa biljnih kultura, Interni dokument). Što se voća tiče i ovi podsticaji su imali tendenciju rasta, ali sa padom u poslednje posmatranoj 2022. godini. Ovde se po podsticajima posle podsticaja proizvodnji šljiva izdvajaju upravo podsticaji dati proizvodnji malina i jabuka (Ministarstvo finansija, Pregled isplaćenih podsticaja po šiframa biljnih kultura, Interni dokument). Ovi podsticaji su takodje imali tendenciju rasta sa dostignutim rekordnim iznosima u poslednje posmatranoj 2022. godini.

Prema izvozu, u okviru žitarica najznačajniji poljoprivredni proizvodi su kukuruz i pšenica, dok su kod voća to smrznute maline i jabuke (ITC, 2025). Međutim, prema proizvodnji i broju zasadenih stabala kod voća je situacija malo drugačija, pa je najzastupljenija šljiva, a zatim slede jabuka, višnja i malina. Povećanjem kvantiteta i kvaliteta ovih proizvoda, kao i državne podrške može da se utiče na povećanje konkurentnosti domaće proizvodnje i razvoj ruralnih područja (Milić i dr., 2011).

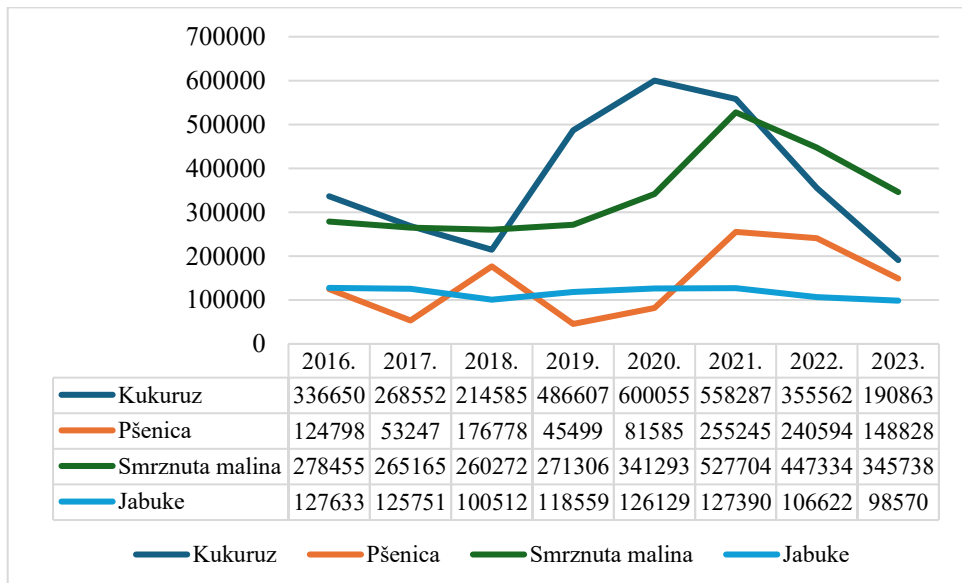
**Grafikon 8. Proizvodnja važnijih biljnih proizvoda**



Izvor: RZS (2024)

Kod proizvodnje važnijih poljoprivrednih proizvoda (Grafikon 8) je bilo dosta oscilacija u posmatranom vremenskom periodu. Najveći pad je zabeležen u proizvodnji kukuruza posle 2016. godine. Kukuruz i pšenica u poslednjoj godini beleže porast proizvodnje, dok malina i jabuka beleže pad u proizvodnji u 2023. godini.

**Grafikon 9. Izvoz važnijih biljnih proizvoda, 000 \$**



Izvor: ITC (2025)

Na osnovu Grafikona 9 se takodje uočavaju velike oscilacije u izvozu značajnih agrarnih proizvoda, a od 2021. godine se uočava pad kod izvoza svih posmatranih biljnih proizvoda.

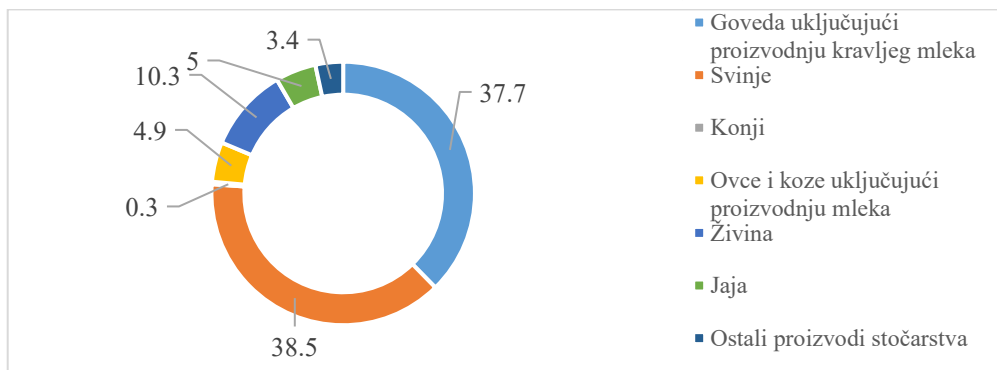
Podsticaji u biljnoj proizvodnji se u značajnoj meri odražavaju na ukupnu biljnu proizvodnju i izvoz, imajući u vidu porast biljne proizvodnje i izvoza kada su podsticaji rasli i pad kada su opali. Slično je i kod važnijih biljnih proizvoda kod žitarica. S obzirom da su podsticaji beležili oscilacije isto je bilo i sa proizvodnjom tih biljnih proizvoda. Prema prikazanim podacima porast podsticaja za pšenicu i kukuruz (grafikon 7) i dostizanje rekordnog iznosa (2022. godine) uslovio je i porast proizvodnje naredne godine (grafikon 8), dok porast podsticaja za malinu i jabuke (grafikon 7) iste godine nije doveo do rasta proizvodnje, već je zabeležen pad naredne godine (2023.) (grafikon 8). Što se izvoza tiče nije zabeleženo delovanje podsticaja.

Mere direktne podrške ratarskim usevima, tj. subvencije, odnosno regresiranje inputa za ratarsko-povrtarsku proizvodnju, kao instrument agropolitike su se pokazale stimulativnim, posebno za male proizvođače, čime se poboljšava i ekonomski položaj ovih proizvođača. Međutim, ove mere podrške treba da rastu da bi se održala konkurentnost u dužem vremenskom periodu, kao i na tržištima susednih zemalja (Munćan & Božić, 2013).

### Značaj podsticaja za stočarsku proizvodnju

U okviru poljoprivredne proizvodnje stočarska u velikom procentu zaostaje za biljnom proizvodnjom, s obzirom da zauzima 29,9%, dok biljna čini 67,4% ukupne poljoprivredne proizvodnje (RZS, Ekonomski računi poljoprivrede, 2023).

**Grafikon 10. Struktura stočarstva, 2023**



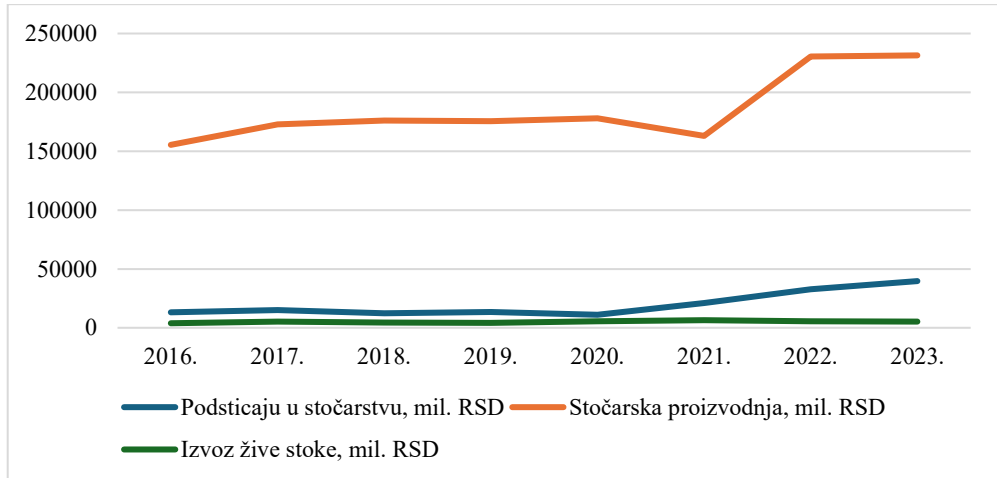
Izvor: RZS, Ekonomski računi poljoprivrede (2023)

Na osnovu Grafikona 10 se zaključuje da u stočarskoj proizvodnji dominantnu ulogu imaju svinje i goveda.

Podsticaji u stočarstvu obuhvataju (Ministarstvo poljoprivrede, šumarstva i vodoprivrede, Uprava za agrarna plaćanja, 2025): premiju za mleko; podsticaje za kvalitetne priplodne mlečne krave, kvalitetne priplodne tovne krave i bikove, krave dojilje, kvalitetne priplodne krmače i nerastove, kvalitetne priplodne ovce i ovnove, koze i jarčeve, roditeljske kokoške teškog tipa, roditeljske kokoške lakog tipa, roditeljske ćurke, kvalitetne priplodne matice ribe šarana i kvalitetne priplodne

matice ribe pastrmke; podsticaje za tov junadi, tov jagnjadi, tov jaradi i tov svinja; podsticaje za krave dojlilje; podsticaje za košnice pčela; podsticaje za krave za uzgoj teladi za tov; i podsticaje za konzumnu ribu.

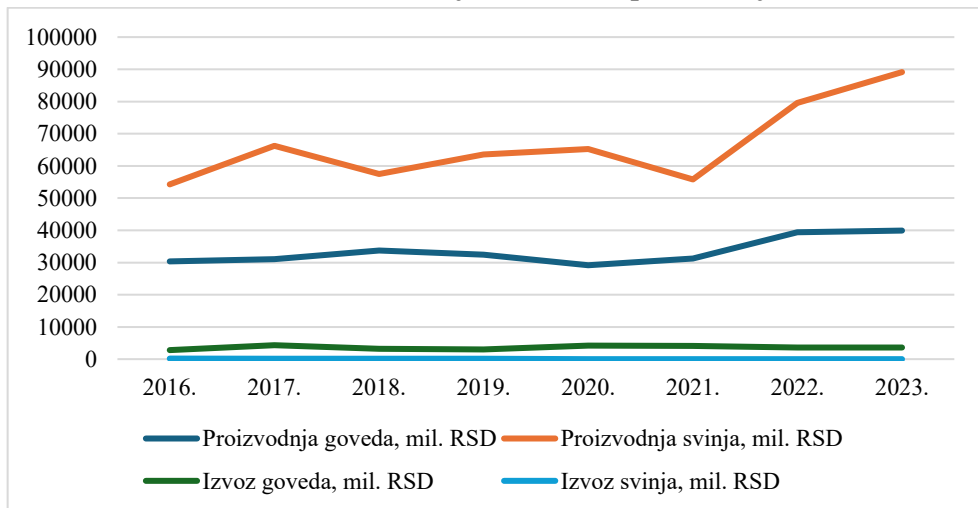
**Grafikon 11. Podsticaji u stočarstvu vs. stočarska proizvodnja i izvoz**



Izvor: Ministarstvo poljoprivrede, šumarstva i vodoprivrede, Uprava za agrarna plaćanja, (2025); RZS (2024); ITC (2025)

Na osnovu Grafikona 11 se uočava da su podsticaji u stočarstvu rasli, naročito poslednjih godina, što se odrazilo i na porast stočarske proizvodnje, ali ne i na izvoz žive stoke, koji je čak i opao.

**Grafikon 12. Značajna stočarska proizvodnja**



Izvor: RZS (2024); ITC (2025)

Na osnovu Grafikona 12 se uočava trend u porastu značajne stočarske proizvodnje, tj. porast u vrednosti proizvodnje goveda i svinja. Međutim, taj trend nije ispraćen i u izvozu, koji je čak u padu, naročito kod izvoza svinja.

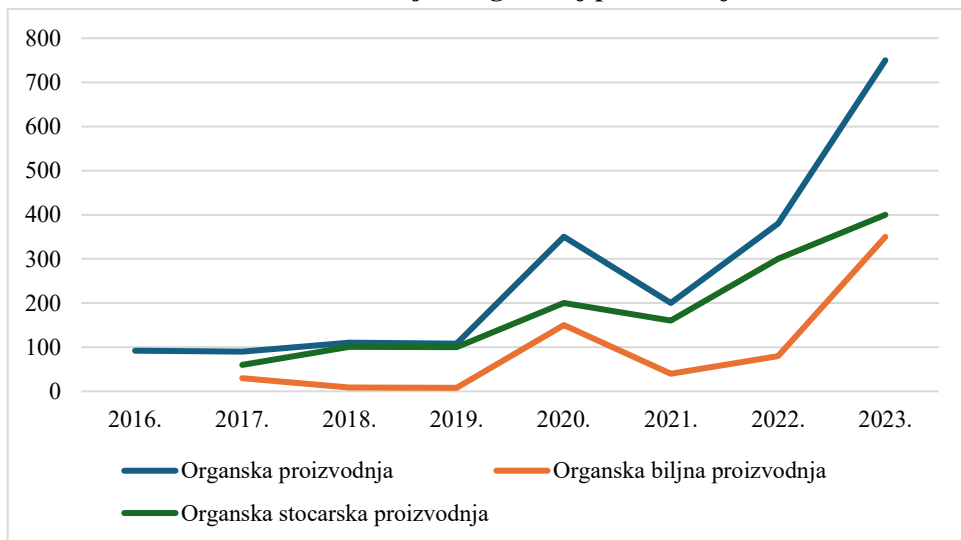


Zaključuje se da je porast podsticaja u stočarstvu ispraćen porastom stočarske proizvodnje, ali ne i izvoza. Podsticaji u stočarstvu su u posmatranom periodu bili veći od podsticaja datih biljnoj proizvodnji. Takođe, podsticaji stočarstvu su rasli u većem procentu (Ministarstvo poljoprivrede, šumarstva i vodoprivrede, Uprava za agrarna plaćanja, 2025). I u ranijem periodu je napravljen snažan konceptualni pomak u favorizovanju stočarstva, što se tiče podrške poljoprivrednim proizvođačima. Čak i kada su podsticaji, tj. direktna plaćanja biljnoj proizvodnji smanjivani, u stočarstvu su rasli (Bogdanov i dr., 2013).

### Značaj podsticaja za organsku proizvodnju

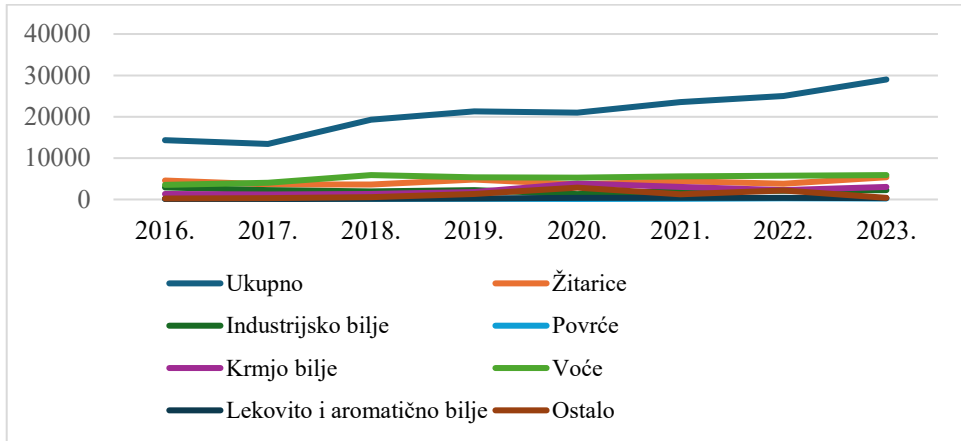
Republika Srbija mora da koristi podsticaje kako bi stvorila održive i konkurentne organske proizvode i za tržište Evropske unije (EU) (Milošević i dr., 2020). Podsticaji za organsku proizvodnju u Srbiji su uvedeni 2004. godine, a sa finansijskom podrškom se počelo 2005/2006. Od 2014. do 2020. podsticaji za organsku proizvodnju biljaka su povećani za različite procenete, i to 40, 70, 120 i 400% više u odnosu na podsticaje za biljnu proizvodnju, tj. konvencionalnu proizvodnju, dok su podsticaji u stočarstvu povećani za 40% tokom ovog perioda. Evolucija podsticaja za organsku proizvodnju ističe napore vlasti da promovise održivu poljoprivredu i ruralni razvoj (Tomaš Simin i dr., 2024). Samim tim se ovi podsticaji svrstavaju u okviru očuvanja i unapređenja životne sredine i resursa, tj. kao deo mera ruralnog razvoja (Ministarstvo poljoprivrede, šumarstva i vodoprivrede, Uprava za agrarna plaćanja, 2025).

**Grafikon 13. Podsticaji u organskoj proizvodnji, mil. RSD**



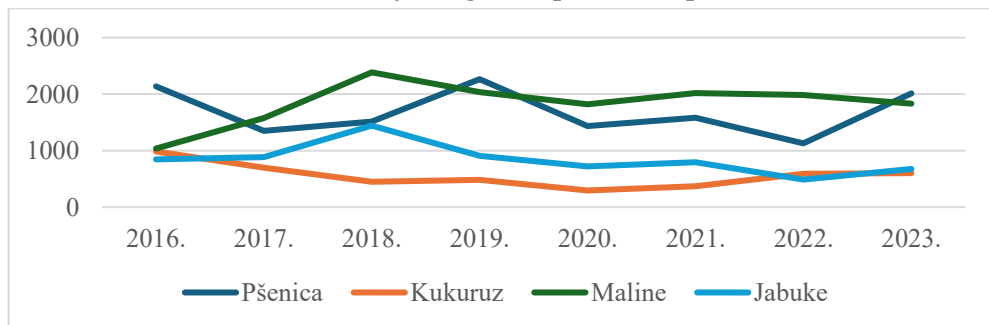
Izvor: *Ministarstvo poljoprivrede, šumarstva i vodoprivrede, Organska proizvodnja (2025)*

Na osnovu Grafikona 13 zaključuje se da su podsticaji organskoj proizvodnji imali tendenciju rasta, kako ukupno, tako i odvojeno u biljnoj i stočarskoj proizvodnji, tako da su u 2023. godini dostigli svoj maksimum posmatrajući vremenski period od 2016. godine.

**Grafikon 14. Organska biljna proizvodnja prema grupama proizvoda, površina u ha**

Izvor: Ministarstvo poljoprivrede, šumarstva i vodoprivrede, *Organska proizvodnja (2025)*

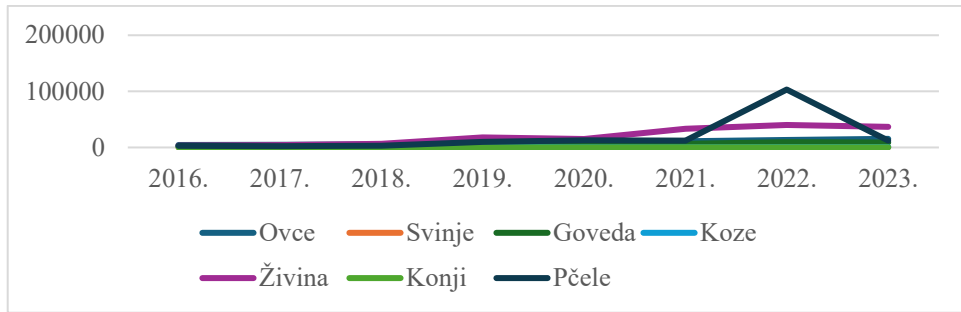
Na osnovu Grafikona 14 se zaključuje da dolazi do porasta površina pod organskom proizvodnjom, naročito voća i žitarica koje se izdvajaju nad ostalim površinama pod organskom proizvodnjom i koje su u 2023. godini dostigle najveće površine pod organskom proizvodnjom u odnosu na celokupno posmatran period od 2016. godine. Ukupna površina pod organskom biljnom proizvodnjom beleži konstantan rast od 2021. godine, što je zabeleženo i kod površina pod organskim voćem. Druge grupe proizvoda su u ovom periodu beležile oscilacije, iako većina beleži najveće površine pod zasadam u 2023. godini.

**Grafikon 15. Značajni organski proizvodi, površina u ha**

Izvor: Ministarstvo poljoprivrede, šumarstva i vodoprivrede, *Organska proizvodnja (2025)*

Na osnovu Grafikona 15 se uočavaju znatne oscilacije u površinama pod zasadam (ha) značajnih organskih proizvoda, među kojima se izdvajaju organske maline čija je proizvodnja poslednje godine u padu, i organska pšenica čija je proizvodnja poslednje godine u porastu. Međutim, nijedna od ovih kultura nije dostigla nivo proizvodnje iz prethodnih godina, iako su podsticaji bili u porastu poslednjih godina za organsku proizvodnju.

I kod organske proizvodnje se zaključuje da se podsticaji pozitivno odražavaju na ukupne površine pod organskom proizvodnjom i značajnim grupama proizvoda, ali ne i na značajne poljoprivredne kulture.

**Grafikon 16. Organsko stočarstvo, broj**

Izvor: Ministarstvo poljoprivrede, šumarstva i vodoprivrede, *Organska proizvodnja (2025)*

Kod organskog stočarstva se izdvajaju živina, ovce i pčele, od kojih u posljednjoj godini jedino ovce beleže porat (Grafikon 16).

Stabilna državna podrška organskom razvoju je ključna za njegov budući razvoj, a samim tim organska proizvodnja može da bude jedan od faktora ekonomskog razvoja Republike Srbije (Nikolić i dr., 2017).

## ZAKLJUČAK

Pored porasta ukupnih subvencija u poljoprivredi zabeležen je i rastući trend u ukupnim podsticajima biljnoj (ukupno, žitarice i voće), stočarskoj i organskoj proizvodnji. Podsticaji u poljoprivredi Republike Srbije, tj. njihova promena se direktno odražava na promenu ukupne poljoprivredne proizvodnje i izvoza, kao i na značajne grupacije poljoprivrednih proizvoda, tj. voće i žitarice, odnosno njihovu proizvodnju i izvoz.

Medjutim, promena u ovim podsticajima nema vidljivog delovanja i na značajne poljoprivredne proizvode poput kukuruza, pšenice, maline i jabuke. Ove poljoprivredne kulture beleže velike oscilacije u proizvodnji i izvozu u posmatranom periodu i pored toga što je zabeležen porast podsticaja dat upravo ovim kulturama. Razlog ovome može biti neadekvatna upotreba podsticaja, ali i potreba za unapred poznatim cenama i stabilnom spoljnotrgovinskom politikom što može dovesti do oscilacija u proizvodnji i izvozu, kao i mnogi drugi eksterni faktori poput vremenskih uslova, promena cena inputa, itd.

Što se tiče stočarske proizvodnje, podsticaji su imali rastući trend u posmatranom periodu što se odrazilo na porast stočarske proizvodnje, ali ne i na izvoz.

Porast podsticaja u organskoj proizvodnji se takodje pozitivno odrazio na porast pod organskim površinama značajnih grupa proizvoda, ali ne i na značajne organske proizvode, dok kod organskog stočarstva dolazi do porasta uzgoja značajnih organsko uzgajanih vrsta stoke.

Zaključuje se da je postavljena hipoteza istraživanja delimično dokazana, s obzirom da se podsticaji pozitivno odražavaju na ukupnu poljoprivrednu proizvodnju i izvoz, kao i na značajne grupacije proizvoda, poput žitarica i voća, uključujući i organsku proizvodnju, ali ne i na proizvodnju značajnih agrarnih proizvoda i njihov izvoz. Zato je potrebno uspostaviti dodatne mehanizme praćenja adekvatne upotrebe i namene

ovih vrsta podsticaja, imajući u vidu rekordne iznose podsticaja datih za najznačajnije agrane proizvode, kao i utvrditi potrebu za njihovim daljem povećanjem, koje bi bilo kontinuirano i isto dovelo do značajnih rezultata delovanja podsticaja, kao u agraru Republike Srbije.

Jedno od ograničenja ovog rada je to što su zaključci izvedeni na osnovu trenda posmatranih sekundarnih podataka u datom vremenskom periodu i što u obzir nisu uzeti drugi faktori koji mogu imati uticaj na poljoprivrednu proizvodnju i izvoz, poput klimatskih uslova u datoj godini, spoljnotrgovinska politika, cene, različiti podsticaji za različite proizvode, itd.

Preporuka za buduća istraživanja je da se ispita uticaj subvencija na poljoprivrednu proizvodnju i izvoz, uz pomoć statističkih tehnika za utvrđivanje veza. Posmatranjem većeg broja značajnih poljoprivrednih proizvoda, pored posmatranih u ovom radu, došlo bi se do potpunijeg zaključka da li postoji statistički značajan uticaj na poljoprivrednu proizvodnju i izvoz. Ova vrsta analize, pored posmatranja na nivou sektora, treba da uključi i analitičko posmatranje na nivou proizvoda. Takođe, analiza ove vrste treba da obuhvati i druge eksterne faktore, navedene u ograničenjima.

## LITERATURA

- Bogdanov, N., Papić, R., & Todorović, S.** (2013). Serbia: agricultural policy development and assessment. *Strategies*, 1, 1-14.
- Bojnec, Š., & Latruffe, L.** (2013). Farm size, agricultural subsidies and farm performance in Slovenia. *Land use policy*, 32, 207-217. <https://doi.org/10.1016/j.landusepol.2012.09.016>
- Dimitrijević, M.** (2023). Trendovi u finansiranju poljoprivrede Republike Srbije. *Bankarstvo*, 52(4), 70-103.
- Dimitrijević, M.** (2024). Značaj finansiranja zadrugarstva i udruživanja za razvoj agrobiznisa Republike Srbije. *Finansije*, 79(1-3), 31-51.
- Dimitrijević, M. S., Mrdalj, V., & Leković, M.** (2025). Competitiveness of the agricultural sector of Southeast Europe: The Western Balkans vs. European union. *Ekonomika poljoprivrede*, 72(1), 255–269. <https://doi.org/10.59267/ekoPolj2501255D>
- Dimitrijević, M., Veselinović, P., & Ristić, L.** (2023). State and perspectives of agriculture development in the Western Balkan countries. *International Review*, (1-2), 90-98. 10.5937/intrev2302096D
- Đurić, K., Cvijanović, D., Prodanović, R., Čavlin, M., Kuzman, B., & Lukač Bulatović, M.** (2019). Serbian agriculture policy: Economic analysis using the PSE approach. *Sustainability*, 11(2), 309. <https://doi.org/10.3390/su11020309>
- European Commission** (2025). CAP expenditure. Preuzeto sa: [https://agriculture.ec.europa.eu/data-and-analysis/financing/cap-expenditure\\_en](https://agriculture.ec.europa.eu/data-and-analysis/financing/cap-expenditure_en) (25.08.2025.)
- Garrone, M., Emmers, D., Lee, H., Olper, A., & Swinnen, J.** (2019). Subsidies and agricultural productivity in the EU. *Agricultural Economics*, 50(6), 803-817. <https://doi.org/10.1111/agec.12526>
- Grujić Vučkovski, B., Roljević Nikolić, S., & Simonović, Z.** (2019). The scope and structure of the incentives in agriculture and rural development in the Republic of Serbia. *Facta*

*Universitatis Series: Economics and Organization*, 16(3), 327-335.  
<https://doi.org/10.22190/FUEO1903327G>

ITC (2025). *Trade Map*. Preuzeto sa:  
[https://www.trademap.org/Product\\_SelProductCountry.aspx?nvpm=1%7c688%7c%7c%7c%7c%7c211794%7c%7c6%7c1%7c1%7c2%7c1%7c1%7c1%7c1%7c1%7c1](https://www.trademap.org/Product_SelProductCountry.aspx?nvpm=1%7c688%7c%7c%7c%7c%7c211794%7c%7c6%7c1%7c1%7c2%7c1%7c1%7c1%7c1%7c1%7c1) (10.07.2025.)

Kuzman, B., Djurić, K., Mitrović, L., & Prodanović, R. (2017). Agricultural budget and agriculture development in Republic of Serbia. *Ekonomika poljoprivrede*, 64(2), 515-531.  
<https://doi.org/10.5937/ekoPolj1702515K>

Mamun, A. (2024). Impact of farm subsidies on global agricultural productivity. *Agricultural Economics*, 55(2), 346-364. <https://doi.org/10.1111/agec.12823>

Milić, D., Galić, D., & Vukoje, V. (2011). Possibilities for improvement of fruit production in Serbia. *Journal on Processing and Energy in Agriculture*, 15(1), 27-30.

Milošević, G., Kulić, M., Đurić, Z., & Đurić, O. (2020). The taxation of agriculture in the Republic of Serbia as a factor of development of organic agriculture. *Sustainability*, 12(8), 3261. <https://doi.org/10.3390/su12083261>

Milošević, M., & Milić, M. (2024). Uloga poljoprivrede u privrednom razvoju Republike Srbije. *Journal of Social Sciences*, 16(XVI), 97-117.

Ministarstvo finansija (2016-2025). *Zakon o budžetu*. Preuzeto sa:  
<https://www.mfin.gov.rs/propisi/zakoni> (12.07.2025.)

Ministarstvo finansija (2025). *Pregled isplaćenih podsticaja po šiframa biljnih kultura*, Interni dokument.

Ministarstvo poljoprivrede, šumarstva i vodoprivrede - Uprava za agrarna plaćanja (2025). *Uredbe o raspodeli podsticaja u poljoprivredi i ruralnom razvoju*. Preuzeto sa:  
<https://uap.gov.rs/sve-uredbe/> (10.07.2025.)

Ministarstvo poljoprivrede, šumarstva i vodoprivrede (2025). *Organska proizvodnja*, Preuzeto sa:  
<https://www.minpolj.gov.rs/%d0%be%d1%80%d0%b3%d0%b0%d0%bd%d1%81%d0%ba%d0%b0-%d0%bf%d1%80%d0%be%d0%b8%d0%b7%d0%b2%d0%be%d0%b4%d1%9a%d0%b0/> (12.07.2025.)

Mitrović, S., Mitrović, A., & Cogoljević, M. (2017). Contribution of Agriculture to the Development of Serbia. *Ekonomika poljoprivrede*, 64(2), 805-819.  
<https://doi.org/10.5937/ekoPolj1702805M>

Munčan, P., & Božić, D. (2013). The effects of input subsidies on field crop production in Serbia. *Ekonomika poljoprivrede*, 60(3), 585-594.

Nikolić, S. R., Vuković, P., & Grujić, B. (2017). Measures to support the development of organic farming in the EU and Serbia. *Ekonomika poljoprivrede*, 64(1), 323-337.  
<https://doi.org/10.5937/ekoPolj1701323R>

Očić, V., Grgić, Z., Batelja Lodeta, K., & Šakić Bobić, B. (2018). The impact of subsidies on agricultural income in The Republic of Croatia. *Poljoprivreda*, 24(2), 57-62. <https://doi.org/10.18047/poljo.24.2.8>

RZS (2023). *Ekonomski računi poljoprivrede 2023*. Preuzeto sa:  
<https://www.stat.gov.rs/publikacije/publication/?p=15954&tip=10> (11.07.2025.)

RZS (2024). *Statistički godišnjak 2024*. Preuzeto sa:  
<https://www.stat.gov.rs/publikacije/publication/?p=15984&tip=2> (11.07.2025.)

Šeremešić, S., Dolijanović, Ž., Tomaš Simin, M., Milašinović Šeremešić, M., Vojnov, B., Brankov, T., & Rajković, M. (2024). Articulating organic agriculture and sustainable development goals: Serbia case study. *Sustainability*, 16(5), 1842.  
<https://doi.org/10.3390/su16051842>

- Simin, M. T., Rodić, V., & Glavaš-Trbić, D.** (2019). Organic agriculture as an indicator of sustainable agricultural development: Serbia in focus. *Економика пољопривреде*, 66(1), 265-280. <https://doi.org/10.5937/ekoPolj1901265T>
- Stojanović, Ž.** (2022). Agriculture in Serbia. *The Geography of Serbia: Nature, People, Economy*, 199-206.
- Tomaš Simin, M., Milić, D., Novaković, D., Zekić, V., & Novaković, T.** (2024). Organic agriculture in focus: exploring Serbian producers' views on the common agricultural policy and the national agrarian policy. *Sustainability*, 16(11), 4559. <https://doi.org/10.3390/su16114559>
- Tong, L. A., Pham, C. S., & Ulubaşoğlu, M. A.** (2019). The effects of farm subsidies on farm exports in the United States. *American Journal of Agricultural Economics*, 101(4), 1277-1304. <https://doi.org/10.1093/ajae/aay112>
- Trendov, N., Olagunju, K., & Pesevski, M.** (2017). Are agricultural subsidies efficient tool for agricultural sector of the Republic of Macedonia. *Bulgarian Journal of Agricultural Science*, 23(3), 363-369.
- Van Arendonk, A.** (2015). The development of the share of agriculture in GDP and employment. A case study of China, Indonesia, the Netherlands and the United States. Master's Thesis, Wageningen University, Wageningen, The Netherlands.
- Vozarova, I. K., & Kotulic, R.** (2016). Quantification of the Effect of Subsidies on the Production Performance of the Slovak Agriculture. *Procedia Economics and Finance*, 39, 298-304. [https://doi.org/10.1016/S2212-5671\(16\)30327-6](https://doi.org/10.1016/S2212-5671(16)30327-6)
- WDI** (2025). *World Development Indicators*. Preuzeto sa: <https://databank.worldbank.org/source/world-development-indicators> (10.07.2025.)
- Zubovic, J., & Jovanovic, O.** (2021). Incentives in Agricultural Production as a Way to Improve Food Security: Theoretical and Empirical Analysis for Serbia. In: Erokhin, V., Tianming, G., Andrei, J.V. (eds.) *Shifting Patterns of Agricultural Trade* (373-392). Springer, Singapore. [https://doi.org/10.1007/978-981-16-3260-0\\_15](https://doi.org/10.1007/978-981-16-3260-0_15)

## ZAHVALNICA

Zahvaljujem se Upravi za agrarna plaćanja Ministarstva poljoprivrede, šumarstva i vodoprivrede na dostavljenim podacima u vidu internih dokumenta Ministarstva finansija o Pregledu isplaćenih podsticaja po šiframa biljnih kultura, kao i Ministarstvu finansija Republike Srbije na obezbeđenim podacima.

## THE IMPORTANCE OF INCENTIVES FOR AGRICULTURAL DEVELOPMENT OF THE REPUBLIC OF SERBIA

---

*Miloš DIMITRIJEVIĆ*

### **Abstract**

Bearing in mind that agriculture is a very important sector of the economic development of the Republic of Serbia, agricultural incentives are extremely important. Direct payments have the biggest share in these incentives, and within them incentives for livestock. Although plant production dominates in relation to livestock, the incentives for livestock are significantly higher. The movement of incentives for plant production, livestock and organic production in relation to their production and export was observed using a comparative method. It was established that the trend of increasing incentives in agriculture is reflected in agricultural production and export. Changes in incentives are reflected in plant production and export, while this is not the case with more important plant products. Incentives for livestock are reflected in production, but not in exports. Incentives for organic production led to an increase in the area under organic production, but not in the production of essential organic products. Therefore, adequate mechanisms for dedicated monitoring of incentives, as well as their continuous increase, are recommended in order to achieve the desired results.

**Keywords:** *incentives in agriculture, agricultural production, export, Republic of Serbia*

## SINERGIJA BANAKA, OSIGURANJA I TRŽIŠTA KAPITALA U FUNKCIJI EKONOMSKOG PROSPERITETA

---

Mladenka BALABAN<sup>1</sup>  
Svetlana MARUŠIĆ<sup>2</sup>

\* *Odgovorni autor E-mail: mladenka.balaban@bba.edu.rs*

### Apstrakt

U savremenim ekonomijama finansijski sektor čini okosnicu procesa ekonomskog razvoja. U njegovom središtu nalaze se tri ključne komponente: banke, osiguravajuća društva i tržište kapitala. Iako njihove funkcije često deluju odvojeno, najveći doprinos ekonomskom rastu ostvaren je kroz njihovu međusobnu povezanost i komplementarnost. Ovaj rad analizira sinergijske mehanizme između navedenih segmenata finansijskog sistema, posebno se fokusirajući na njihov doprinos ekonomskom prosperitetu, stabilnosti i otpornosti. Pored teorijske analize, rad uključuje tabelarne prikaze institucionalnih veza, uporedne analize razvijenih i tranzicionih ekonomija, te identifikuje ključne izazove i perspektive daljeg razvoja. Posebna pažnja posvećena je investicionoj ulozi banaka i osiguravajućih društava, regulatornom okviru, kao i aktuelnim trendovima poput digitalizacije, rasta ESG ulaganja i globalne integracije tržišta kapitala. Cilj rada je da ponudi sveobuhvatan pregled i doprinese boljem razumijevanju uloge institucionalnih investitora i tržišta kapitala u razvoju nacionalne ekonomije.

**Ključne reči:** *banke, osiguranje, tržište kapitala, finansijski posrednici, regulativa, institucionalni investitori, obveznice, akcije*

**JEL:** *G10, G20*

---

<sup>1</sup> Mladenka Balaban, redovan profesor, Beogradska Bankarska Akademija, Zmaj Jovina 12, Beograd, 011 2621 730, mladenka.balaban@bba.edu.rs, konsultant na Projektu Svetske banke i Ministarstva finansija, ORCID ID (<https://orcid.org/0000-0003-0170-6622>)

<sup>2</sup> Svetlana Marušić, konsultant na Projektu Svetske banke i Ministarstva finansija, Kneza Miloša 20, Beograd, 011 7652 025, svetlana.marusic@mfin.gov.rs



## UVOD

Finansijski sektor predstavlja temelj moderne ekonomije i deluje kao posrednik između akumuliranih štednih sredstava i investicionih potreba realnog sektora. Banke, osiguravajuća društva i tržišta kapitala tradicionalno imaju različite uloge: banke obezbeđuju kreditiranje, osiguravači upravljaju rizikom, a tržišta kapitala kanališu dugoročne izvore kapitala. Tokom poslednjih decenija ove institucije su prošle kroz proces snažne transformacije, obeležen digitalizacijom, liberalizacijom finansijskih tokova i razvojem novih instrumenata.

Sinergija između ove tri komponente posebno dobija na značaju u kontekstu ekonomija u razvoju, gde ograničena dubina tržišta kapitala i nizak stepen finansijske pismenosti mogu predstavljati barijere održivom rastu. U takvom okruženju pitanje institucionalne koordinacije i finansijske integracije postaje ključno za ekonomski prosperitet.

Iako se tradicionalno tržište kapitala posmatra kao alternativa bankarskom finansiranju, u savremenoj ekonomiji sve više se naglašava komplementarnost ovih sektora. Banke učestvuju u emisijama hartija od vrednosti, upravljanju fondovima, sekjuritizaciji i investicionom bankarstvu, dok osiguravajuća društva, kao upravljači dugoročnih portfelja, stabilizuju tržišta i pružaju kapital za infrastrukturne i razvojne projekte. U okviru rada analizira se uticaj banaka, osiguravajućih društava i tržišta kapitala i njihova zajednička sinergija uticaja na privredni razvoj nacionalne ekonomije.

## TEORIJSKI OKVIR FINANSIJSKOG SISTEMA

Finansijski sistem predstavlja institucionalni i tržišni okvir koji omogućava efikasno prikupljanje, raspodelu i korišćenje finansijskih resursa u jednoj ekonomiji. Njegova primarna uloga je povezivanje subjekata sa viškom novčanih sredstava sa onima koji imaju potrebu za kapitalom, čime se stvaraju preduslovi za investicije, tehnološki progres i održivi ekonomski rast.<sup>3</sup>

Struktura finansijskog sistema obuhvata nekoliko ključnih komponenti: finansijske institucije, finansijska tržišta – tržište kapitala, tržište novca, devizno tržište i tržište finansijskih derivata, finansijski instrumenti, regulatorni okvir – zakoni, regulatorne agencije i nadzorni mehanizmi koji osiguravaju transparentnost i stabilnost. Finansijski sistem obavlja niz ekonomskih funkcija od kojih su najznačajnije: mobilizacija štednje i njeno pretvaranje u produktivne investicije, alokacija kapitala prema sektorima sa najvećim razvojnim potencijalom, diversifikacija rizika, što smanjuje neizvesnost poslovanja i podržava dugoročne investicije, podrška platnom prometu, omogućavajući brz i siguran prenos finansijskih sredstava. Informaciona funkcija je takođe značajna, jer tržišta formiraju cene koje odražavaju ekonomska očekivanja i rizike.<sup>4</sup>

---

<sup>3</sup> Mishkin, F. S. (2019). *The Economics of Money, Banking, and Financial Markets*, Pearson, str. 52

<sup>4</sup> Erić D, Đukić M. i Bodroža D. (2021): *Finansijska tržišta: X.0. Data Status*, Beograd.

**Tabela 1. Razvijeni finansijski sistemi i njihove strukture**

Država	Tip finansijskog sistema	Ključne institucije	Dominantna tržišta	Regulatorni okvir
SAD	Tržišno orijentisan finansijski sistem	Komercijalne i investicione banke, investicioni fondovi, osiguravajuća društva, venture capital fondovi	Tržište kapitala (NYSE, NASDAQ), derivati, tržište obveznica	Federal Reserve, SEC (Komisija za hartije od vrijednosti), FDIC
Ujedinjeno Kraljevstvo (UK)	Tržišno orijentisan finansijski system	Banke, osiguravači, veliki broj međunarodnih finansijskih institucija	Tržišno orijentisan i globalno integrisan sistem Londonska berza kapitala i derivata, tržište deviza	Bank of England, FCA (Financial Conduct Authority), PRA
Nemačka	Bankocentrični sistem (bank-based)	Univerzalne banke, razvojne banke (npr. KfW), osiguranje, penzioni fondovi	Tržište obveznica, umjereno razvijeno tržište kapitala	Bundesbank, BaFin
Japan	Bankocentrični i visokointegrisan system	Megabanke, osiguranje života, poštanske finansije, investicioni fondovi	Tržište državnih obveznica, tokijska berza kapitala	Bank of Japan, FSA (Financial Services Agency)
Singapur	Moderni, digitalno orijentisan finansijski sistem	Komercijalne banke, fintech institucije, fondovi	Tržište deviza, kapitala i derivata (regionalni centar)	Monetary Authority of Singapore (MAS)

*Izvor: autori na osnovu prikupljenih podataka*

U razvijenim finansijskim sistemima moguća je efikasnija raspodela resursa, što usmerava kapital prema projektima sa najvišim prinosom, čime se povećava ukupna produktivnost privrede. Tržišno orijentisani sistemi (SAD, Velika Britanija) oslanjaju se na berze i razvijena tržišta kapitala; investicije se uglavnom finansiraju izdavanjem akcija i obveznica. Bankocentrični sistemi (kontinentalna Evropa, npr. Nemačka, Francuska, daleki istok - Japan) oslanjaju se na univerzalne banke koje igraju ključnu ulogu u finansiranju privrede. Hibridni i visokotehnološki sistemi (Singapur) kombinuju bankarstvo, tržišta kapitala i napredne finansijske usluge, uključujući fintech i upravljanje imovinom. opularizaciji berzanskog ulaganja u velikoj meri su doprineli i novi oblicifinansijskih instrumenata koji su prevashodno

„približili“ tržišta kapitala i individualnim investitorima, pored postojeće dominacije institucionalnih ulagača<sup>5</sup>

## ZNAČAJ BANAKA I OSIGURANJA U NACIONALNOJ EKONOMIJI

### Banke kao pokretači razvoja

Banke predstavljaju centralne finansijske institucije u savremenim ekonomijama i imaju ključnu ulogu u funkcionisanju i razvoju privrede. Njihove aktivnosti direktno utiču na investicione tokove, nivo potrošnje, finansijsku stabilnost i ukupni ekonomski rast. Kao posrednici između deponenata i investitora, banke obavljaju niz funkcija koje su neophodne za efikasno funkcionisanje tržišta i razvoj poslovnog sektora.

Finansijsko posredovanje i mobilizacija štednje - Jedna od osnovnih uloga banaka je prikupljanje štednje stanovništva i preduzeća i njeno plasiranje u vidu kredita. Time banke omogućavaju transformaciju malih, disperzovanih iznosa štednje, čime se povećava dostupnost kapitala za razvoj preduzeća, modernizaciju opreme i pokretanje novih projekata.

Finansiranje investicija i preduzetništva - Banke obezbeđuju sredstva neophodna za investicione aktivnosti privrede. Kreditna podrška preduzećima omogućava: proširenje proizvodnih kapaciteta, povećanje zaposlenosti, unapređenje tehnoloških procesa, razvoj inovacija i preduzetničkih inicijativa. U privredama sa manje razvijenim tržištima kapitala, banke predstavljaju primarni izvor finansiranja poslovnog sektora, posebno malih i srednjih preduzeća.

Obavljanje platnog prometa i podrška ekonomskim transakcijama - Banke omogućavaju brzo, sigurno i efikasno izvršavanje platnog prometa u zemlji i inostranstvu. Stabilan i funkcionalan platni sistem smanjuje transakcione troškove, povećava sigurnost poslovanja i omogućava nesmetano odvijanje trgovinskih i investicionih aktivnosti.

Upravljanje rizicima i finansijska stabilnost - Kroz procenu kreditnog rizika, diversifikaciju portfolija i praćenje solventnosti klijenata, banke doprinose stabilnosti finansijskog sistema. Njihova sposobnost upravljanja rizicima važna je za sprečavanje insolventnosti i finansijskih kriza, koje mogu imati ozbiljne negativne posledice po privredu.

Pružanje finansijskih usluga stanovništvu - Banke omogućavaju pristup širokom spektru finansijskih proizvoda i usluga, kao što su: štedni i transakcioni računi, krediti za potrošače i stambeni krediti, platne kartice, digitalne bankarske usluge.

Podrška međunarodnoj trgovini - Banke igraju ključnu ulogu u finansiranju i osiguranju međunarodne trgovine. Instrumenti kao što su akreditivi, garancije i faktoring smanjuju rizike u prekograničnim transakcijama i doprinose jačanju

---

<sup>5</sup> Korenak B i ostali (2024): evaluacija investicionih performansi berzanskih fondova članica G10, Časopis Finansijske br.1-3, Beograd

izvoznog sektora, što pozitivno utiče na bilans plaćanja i ukupnu konkurentnost zemlje.

Multiplikativni efekat na privredni rast - Kreditna ekspanzija i povećanje bankarskih plasmana imaju multiplikativne efekte na ekonomski rast. Kada banke povećaju kreditnu aktivnost, raste agregatna tražnja, povećava se proizvodnja, otvaraju se nova radna mesta i stvara se podsticaj za dalja ulaganja u ekonomiju.

Uskladi razmake – verovatno je zbog mog ubacivanja

Banke imaju stratešku ulogu u privrednom razvoju, jer omogućavaju mobilizaciju finansijskih resursa, podstiču investicije, smanjuju rizike i povećavaju efikasnost ekonomskih transakcija. Njihova stabilnost i efikasnost direktno su povezane sa sposobnošću privrede da održi dugoročan i stabilan ekonomski rast.

**Tabela 2. Uticaj bankarskog sektora na privredni rast odabranih zemalja**

Država	Karakteristike bankarskog sektora	Stabilnost i regulativa	Dostupnost kredita	Uticaj na privredni rast
SAD	Visoko razvijen, snažna konkurencija, veliki univerzalni i investicioni bankarski sektor	Stroga regulativa (FED, FDIC), visoka kapitalizovanost	Visoka dostupnost, razvijeno tržište kapitala	Podstiče rast inovacija, ulaganja i produktivnost; snažna veza sa tehnološkim sektorom
Velika Britanija	Globalni finansijski centar (London), dominacija velikih banaka	Jaka supervizija, razvijeni finansijski instrumenti	Veoma povoljni krediti za biznise, posebno u finansijskim uslugama	Pozitivan uticaj kroz finansijsku ekspanziju i trgovinu; visoka integrisanost sa međunarodnim tržištima
Nemačka	Stabilan trostupanjski sistem: komercijalne banke, štedionice i cooperative	Visoka kontrola rizika, konzervativno upravljanje	Stabilna, ali nešto restriktivnija kreditna politika	Obezbeđuje dugoročno finansiranje industrije; doprinosi stabilnom, održivom rastu
Slovenija	Pretežno domaće banke, umeren nivo koncentracije	Regulativa usklađena sa EU standardima	Kreditna podrška malim i srednjim preduzećima (MSP)	Umeren, ali pozitivan uticaj; banke su ključne za MSP sektor
Srbija	Dominacija stranih banaka, sistem u rastu	Regulativa stabilna, likvidnost na visokom nivou	Kreditni dostupni, ali uz više kamatne stope	Pozitivan uticaj kroz podršku investicijama, ali ograničen zbog kamatnih stopa

Izvor: Autori na osnovu prikupljenih podataka iz 2024. godine

Analizirajući različite izveštaje o bankarskom sektoru pojedinih zemalja autori su došli do određenih zaključaka. SAD imaju jedan od najrazvijenijih finansijskih sistema na svetu. Kreditiranje privatnog sektora iznosi oko 120% BDP-a, što znači da banke i finansijske institucije finansiraju privredne aktivnosti u obimu većem od ukupne godišnje proizvodnje. Visok nivo kreditiranja omogućava brzo pokretanje biznisa, ulaganja u tehnologiju i širenje industrijskih kapaciteta. Rezultat je brži rast produktivnosti i BDP-a u poređenju sa drugim razvijenim zemljama.<sup>6</sup>

Velika Britanija je finansijski centar sa jakim uticajem na ekonomski rast koji imaju još jak finansijski sektor, a kreditiranje privatnog sektora dostiže 120–130% BDP-a. London je globalni centar finansijskih i investicionih usluga, na šta ukazuju i podaci da finansijski sektor čini oko 9% britanskog BDP-a. Visok nivo kreditiranja omogućava brz kapitalni protok i dinamičan rast. Velika izloženost globalnom finansijskom tržištu omogućava visoke prinose, ali i povećava rizike. UK ima najizraženiju vezu između finansijskog sektora i BDP-a u Evropi.<sup>7</sup>

Nemački bankarski sektor karakteriše stabilnost i trostupanjska struktura (komercijalne banke, štedionice i kooperative). Kreditiranje privatnog sektora je na nivou 80–90% BDP-a. Kreditni rast nije tako snažan kao u SAD/UK, ali je usmeren prema produktivnim sektorima – posebno industriji i izvozu. Nizak nivo NPL ukazuje na visok kvalitet kreditnog portfolija. Rezultat je stabilan, dugoročan rast BDP-a, sa manjim fluktuacijama.<sup>8</sup> Slovenija ima kreditiranje privatnog sektora na nivou 40–45% BDP-a. Kreditna aktivnost je posebno važna za MSP sektor, ali nije dovoljno široka da generiše snažan investicioni ciklus. Relativno nizak nivo kreditiranja znači da privreda sporije reaguje na povoljne finansijske uslove. Uticaj na BDP postoji, ali je umeren i zavisi od drugih faktora (izvoz, javne investicije, strani kapital).<sup>9</sup> Srbija ima nizak nivo kreditiranja privatnom sektoru — oko 33% BDP-a. To je najniže među posmatranim zemljama.

## **Osiguravajuća društva i njihova uloga u nacionalnoj ekonomiji**

Sektor osiguranja predstavlja jedan od fundamentalnih stubova savremenog finansijskog sistema. Njegov doprinos privrednom rastu ostvaruje se kroz smanjenje rizika, mobilizaciju kapitala, podršku investicionim projektima, unapređenje finansijske stabilnosti i zaštitu stanovništva. Zahvaljujući svojoj dvostrukoj funkciji – zaštitnoj i investicionoj – osiguranje podstiče i mikroekonomski i makroekonomski razvoj. Sektor osiguranja postaje sve značajniji akter u procesu finansijskog posredovanja. Osiguranje omogućava efikasniju alokaciju resursa, smanjuje neizvesnost, povećava investicionu aktivnost i stvara stabilnije makroekonomsko okruženje. Prema Skipperu i Kwonu (2007), nivo razvijenosti osiguravajućeg tržišta jedan je od najpouzdanijih indikatora ukupne institucionalne i ekonomske razvijenosti društva. Osiguranje omogućava efikasan prenos rizika sa pojedinaca i kompanija na osiguravajuća društva, čime se smanjuju troškovi i posledice rizika na

---

<sup>6</sup> <https://www.federalreserve.gov/>

<sup>7</sup> <https://www.bankofengland.co.uk/>

<sup>8</sup> <https://www.bundesbank.de/>

<sup>9</sup> <https://www.bsi.si/>

ekonomiju. Outreville smatra da je stabilizacija rizika jedan od ključnih načina na koje osiguranje doprinosi rastu BDP-a<sup>3</sup>. Uticaj osiguranja na privredni razvoj je mnogostruk i može se posmatrati u više pravaca:

Uticaj osiguranja na investicije i razvoj - Osiguravajuće kompanije prikupljaju premije, koje potom investiraju u dugoročne finansijske instrumente. Na taj način postaju značajni institucionalni investitori koji doprinose finansijskoj stabilnosti i rastu privrede<sup>4</sup>. Ward i Zurbruegg empirijski potvrđuju da razvoj sektora osiguranja pozitivno utiče na tok stranih i domaćih investicija<sup>5</sup>.

Podsticaj preduzetništvu - Preduzetnici se suočavaju sa brojnim rizicima koji mogu ugroziti njihov opstanak. Osiguranje im omogućava da smanje neizvesnost, dobiju kredite pod povoljnijim uslovima i investiraju u inovacije. Levine naglašava da finansijski sektor — uključujući osiguranje — podstiče ekonomski razvoj upravo kroz mehanizme smanjenja rizika i povećanja investicione aktivnosti<sup>6</sup>. Preduzetnici, posebno mala i srednja preduzeća (MSP), suočavaju se sa visokim stepenom rizika. Osiguranje im omogućava: zaštitu imovine i opreme, smanjenje ličnog finansijskog rizika, dobijanje kredita uz manje kolaterala, lakši pristup tržištima.

Socijalna stabilnost i potrošnja - Životno, penzijsko i zdravstveno osiguranje doprinose stvaranju sigurnosti domaćinstava, što smanjuje sklonost ka štednji iz predostrožnosti i povećava - agregatnu potrošnju, ključnu komponentu BDP-a<sup>7</sup>. Ovi oblici osiguranja: smanjuju pritisak na javne finansije, povećavaju dugoročnu finansijsku sigurnost građana, povećavaju potrošnju, jer se smanjuje obim štednje iz predostrožnosti.

Uloga osiguranja u katastrofalnim situacijama - Zemlje koje imaju razvijen osiguravajući sektor brže se oporavljaju od prirodnih katastrofa, jer teret obnove nije u potpunosti prebačen na državu. Cummins i Mahul potvrđuju da adekvatan sistem osiguranja smanjuje dugoročne ekonomske posledice katastrofa<sup>8</sup>.

Makroekonomski efekti - Arena (2008) sproveo je jednu od najobuhvatnijih studija o uticaju osiguranja na privredni rast i pokazao da i životno i neživotno osiguranje imaju pozitivan i statistički značajan efekat na rast BDP-a u širokom uzorku zemalja.<sup>10</sup>

Osiguravajuća društva su institucionalni investitori koji prikupljaju veliki obim novčanih sredstava i dugoročno ih plasiraju. Zbog toga imaju višestruku ulogu: povećavaju finansijsku dubinu ekonomije, diversifikuju tržište kapitala, smanjuju sistemске rizike, dopunjuju bankarski sektor. Osiguravajuće kompanije investiraju sredstva od premija u: infrastrukturne projekte, državne i korporativne obveznice, tržište kapitala, investicione fondove. Industrije poput energetike, avijacije, građevinarstva i IT-a oslanjaju se na specijalizovana osiguranja (npr. osiguranje od profesionalne odgovornosti, cyber osiguranje). To omogućava razvoj tehnoloških inovacija i smanjenje straha od rizika.

---

<sup>10</sup> Arena M (2008): Does insurance market activity promote economic growth? Country study for industrial and developing countries [https://www.researchgate.net/publication/23550099\\_Does\\_insurance\\_market\\_activity\\_promote\\_economic\\_growth\\_Country\\_study\\_for\\_industrial\\_and\\_developing\\_countries](https://www.researchgate.net/publication/23550099_Does_insurance_market_activity_promote_economic_growth_Country_study_for_industrial_and_developing_countries)

Zemlje koje razvijaju tržište osiguranja i poboljšavaju regulatorne okvire stvaraju otporniji, efikasniji i konkurentniji ekonomski sistem. Koliko su osiguravajuća društva značajan učesnik na finansijskom tržištu i finansijskom sistemu jedne zemlje ukazuju i podaci o sturui ulaganja ovih institucija nar razvijenim finansijskim tržištima.

**Tabela 3. Struktura ulaganja osiguravajućih društava u svetu i Srbiji**

u%

Vrsta active	EU		USA		Japan		Velika Britanija		Srbija životno osiguranje		Srbija neživotno osiguranje	
	2021	2022	2021	2022	2021	2022	2021	2022	2021	2022	2021	2022
Korporativne obveznice	24,7	23,5	40,9	47,5	6,9	6,5	33,4	32,9	0,0	0,0	0,0	0,0
Državne hartije	28,9	25,6	20,5	14,8	41,2	43,7	18,2	16,6	92,1	89,7	76	67,2
Akcije	14,9	18,6	15,0	13,6	6,1	5,9	6,7	5,9	0,0	0,0	0,0	0,0
Kreditiranje	4,9	5,1	10,0	10,5	7,1	7,4	10,0	10,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Gotovina i depoziti	1,9	1,9	4,6	4,6	2,9	3,0	9,3	10,2	3,1	5,0	8,1	15,0
Nekretnine	1,6	1,7	0,5	0,5	1,5	1,6	1,7	2,0	3,2	3,4	3,8	3,7
Investicioni fondovi	20,5	20,5	2,2	2,4	20,6	22,3	12,7	12,6	0,0	0,0	0,0	0,0
Ostale investicije	2,6	3,1	8,4	8,5	32,1	29,5	0,1	0,1	1,6	1,9	12,1	14,1

Izvor: Balaban M. i Korenak B. (2024), časopis, Tokovi osiguranja

### Tržište kapitala kao značajan deo finansijskog sistema

Finansijska tržišta su definisana kao skup transakcija, kreiranja i trgovina finansijskim sredstvima. Osnovna uloga finansijskih tržišta se sastoji u povezivanju ponude i tražnje za finansijskim sredstvima i finansijskim instrumentima, kako direktno tako i indirektno, putem formiranja ukupne ponude i tražnje novca i kapitala. Putem finansijskih tržišta monetarna vlast reguliše optimalnu količinu novca u opticaju, kreditni volumen poslovnih banaka, likvidnost svih poslovnih subjekata, omogućava uspešno sprovođenje politike javnog duga, upravljanje rizicima i niz drugih funkcija.

„Primarno tržište je segment finansijskih tržišta na kojme preduzeća ili državne jedinice emitujuju finansijske instrumente , poput obveznica i akcija. Primarno tržište je ono na koje se uvode nove akcije i obveznice. Kada kompanije prodaju pojedine svoje akcije po prvi put, takva emisija se naziva inicijalna javna ponuda (Initial Public Offeringing – IPO)“.<sup>11</sup>

Tržišta kapitala obično imaju dobro razvijena sekundarna tržišta. Na sekundarnim tržištima se odvija prodaja prethodno izdanih hartija od vrednosti. Bez njihovog

<sup>11</sup> F. S.Mishkin, S. G. Eakins, Finansijska tržišta i institucije, MATE d.o.o., Zagreb, 2005, str. 180

postojanja, finansijski sistem svake zemlje bi bio prilično hendikepiran. Ovaj segment finansijskih tržišta je posebno značajan pošto većina investitora planira da prodaje dugoročne obveznice pre roka njihovog dospeća. Slična situacija je i sa vlesnicima akcija.<sup>12</sup> Sekundarno tržište se posebno pravno i organizaciono uređuje radi zaštite učesnika na njemu. Posebno značenje sekundarnog tržišta je u tome da pruža mogućnost investitoru da preporoda hartije od vrednosti koje poseduje, čime mu omogućava veću likvidnost i mogućnost da oslovođi novčana sredstva za drugačija ulaganja.

S obzirom na centralizaciju ponude i tražnje dugoročnih hartija od vrednosti sekundarna tržišta su istorijski bila organizovana kao berzanska ili vanberzanska.<sup>13</sup> Ovo je već zastarela podela, pošto se saglasno novoj MiFID regulativi u okviru EU nazivaju regulisana, organizovana i alternativna tržišta.<sup>14</sup> Kod nas je još uvek prisutan termin berza dugoročnih hartija od vrijednosti, što označava prostor na kome se trguje tim hartijama, uz definisanje strogih pravila trgovanja i kriterijima koji moraju da ispune da bi pojedine hartije od vrednosti mogle da budu predmet kotacija za specifičnu vrstu trgovine.

Tržište kapitala obuhvata trgovinu akcijama, obveznicama, hartijama investicionih fondova i drugim finansijskim instrumentima. Kao segment finansijskog sistema, ono omogućava: mobilizaciju štednje iz domaćinstava i institucionalnih investitora, alokaciju kapitala ka preduzećima sa najvećim potencijalom rasta, diversifikaciju rizika za investitore, smanjenje troškova finansiranja za realni sektor, povećanje transparentnosti u poslovanju. Tržište kapitala utiče na privredni rast kroz četiri glavna kanala:

- a) Povećanje investicija - Likvidno i razvijeno tržište kapitala obezbeđuje preduzećima jednostavniji pristup dugoročnim izvorima finansiranja. To povećava investicije u opremu, infrastrukturu i istraživanje i razvoj.
- b) Podsticanje inovacija i tehnološkog napretka - Kompanije mogu da dođu do rizičnog kapitala (akcije, venture capital), što je ključno za razvoj start-up sektora i digitalne industrije.
- c) Poboljšanje korporativnog upravljanja - Učešće većeg broja investitora i regulisana razmena finansijskih izveštaja smanjuju prostor za zloupotrebe i povećavaju efikasnost poslovanja.
- d) Smanjenje zavisnosti privrede od banaka - Diverzifikacija izvora finansiranja čini privredu otpornijom na bankarske krize, što doprinosi dugoročnoj stabilnosti rasta.

SAD poseduju najrazvijenije tržište kapitala na svetu, sa berzama NYSE i NASDAQ kao globalnim centrima likvidnosti. Ogromna tržišna kapitalizacija omogućava finansiranje tehnološkog sektora, inovacija i start-up kompanija. Tržište kapitala je direktni generator visokog rasta BDP i ubrzane tehnološke transformacije. Tržište

---

<sup>12</sup> F. S. Mishkin, S. G. Eakins, *Finansijska tržišta i institucije*, MATE d.o.o., Zagreb, 2005, str. 185

<sup>13</sup> N. Vunjak, Lj. Kovačević, *Finansijsko tržište, berza i brokeri*, Subotica, 2003, str. 150

<sup>14</sup> Eric D, Đukić M. i Bodroža D. (2021): *Finansijska tržišta: X.0. Data Status*, Beograd.



kapitala u Velikoj Britaniji je visoko likvidno, liberalizovano i otvoreno za međunarodne investitore. Finansijski sektor i ulaganja putem tržišta kapitala imaju veliki doprinos BDP-u i izvozu usluga. London je jedan od najvećih svetskih finansijskih centara Nemačko tržište kapitala je razvijeno, ali privreda je tradicionalno oslonjena na bankarski sistem. Frankfurt je važno evropsko finansijsko središte, ali u strukturi finansiranja realnog sektora dominantnu ulogu i dalje imaju banke. Uticaj tržišta kapitala na rast je stabilan, ali ne presudan. Slovenačko tržište kapitala je relativno malo i plitko. Likvidnost Ljubljanske berze je ograničena, a privreda i dalje zavisi od banaka. Ipak, stabilna regulativa i rast investicionih fondova doprinose umerenoj vezi između tržišta kapitala i privrednog rasta. Tržište kapitala u Srbiji je nedovoljno razvijeno, sa malim brojem emisija hartija od vrednosti i skromnom kapitalizacijom Beogradske berze. Privreda se uglavnom finansira putem banaka i države. Uticaj tržišta kapitala na privredni rast je skroman, ali perspektive razvoja postoje kroz unapređenje regulative, listiranje državnih i korporativnih obveznica i digitalizaciju tržišta o čemu će biti više reči u nastavku teksta.

**Tabela 4. Komparativne funkcije finansijskih institucija**

Institucija	Primarne funkcije	Uloga u sinergiji
Banke	Kreditni, platni promet, depoziti	Likvidnost privrede i stabilnost sistema
Osiguranje	Preuzimanje rizika, investicije	Smanjenje kreditnog rizika i dugoročna ulaganja
Tržište kapitala	Emisija hartija, dugoročni kapital	Finansiranje inovacija i investicija

Izvor: autori

Sinergija između ove tri komponente posebno dobija na značaju u kontekstu privreda u razvoju, gde ograničena dubina tržišta kapitala i nizak stepen finansijske pismenosti mogu predstavljati barijere održivom rastu. U takvom okruženju pitanje institucionalne koordinacije i finansijske integracije postaje ključno za ekonomski prosperitet. Sinergija se ogleda u činjenici da banke finansiraju operativne potrebe, tržišta kapitala razvoj i investicije, dok osiguranje obezbeđuje stabilnost poslovanja. Sinergija omogućava raspodelu finansijskih rizika: kreditni rizik prelazi delimično na osiguravače (npr. osiguranje imovine pod hipotekom); tržišni rizik umanjuje se korištenjem derivata; operativni rizici se pokrivaju putem specijalizovanih polisa osiguranja.

**Tabela 5. Tipovi rizika i instrumenti sinergijskog upravljanja**

Rizik	Banka	Osiguranje	Tržište kapitala
Kreditni	Analiza boniteta	Polise osiguranja kredita	Securitizacija
Tržišni	Portfoli menadžment	Investicioni fondovi	Derivati
Operativni	Interni sistemi	Polise operativnog rizika	ETF i hedžing

Izvor: Autori na osnovu poznavanja teorije

Banke i osiguravajuća društva su najveći institucionalni investitori na tržištima kapitala. Njihove investicije povećavaju likvidnost i stabilnost tržišta. Ono što je velika prednost ove sinergije jeste efikasnost troškova finansiranja i to: smanjuje se

cena kapitala, povećava se dostupnost finansijskih instrumenata, smanjuju transakcioni troškovi, itd. Sinergijski finansijski sistem povećava otpornost ekonomije na šokove, jer rizici nisu koncentrisani u jednom sektoru. Ukupna raspoloživost kapitala veća je kada se kombiniraju: bankarski krediti, osiguravajuće investicije, tržišna emisija kapitala. Međutim postoje i određena ograničenja i rizici: različiti regulatorni okviri za banke (Basel III), osiguravače (Solvency II) i tržišta kapitala stvaraju prepreke integraciji; nedostatak znanja sprečava širu upotrebu kompleksnih finansijskih instrumenata; digitalizacija podrazumijeva cyber-rizike i potrebu za posebnom regulacijom. U narednoj tabeli se mogu videti strukturne razlike razvijenih I finansijski sistema zemalja u tranziciji.

**Tabela 6. Strukturne razlike finansijskih sistema**

Karakteristika	Razvijene ekonomije	Tranzicione ekonomije
Tržište kapitala	Duboko, likvidno	Plitko, ograničeno
Bankarski sektor	Visoko regulisan	Dominantan izvor finansiranja
Osiguranje	Snažan institucionalni investitor	Nedovoljno razvijen
Sinergija	Visoka integracija	Fragmentacija institucije

Izvor: autori

## SINERGIJA BANAKA, OSIGURANJA I TRŽIŠTA KAPITALA U FUNKCIJI PRIVREDNOG RAZVOJA U SRBIJI

### Struktura finansijskog sistema u Srbiji

Finansijski sektor svake zemlje funkcioniše kao kompleksan ekosistem, a u Srbiji, glavnu reč u tom ekosistemu nesumnjivo vode banke.

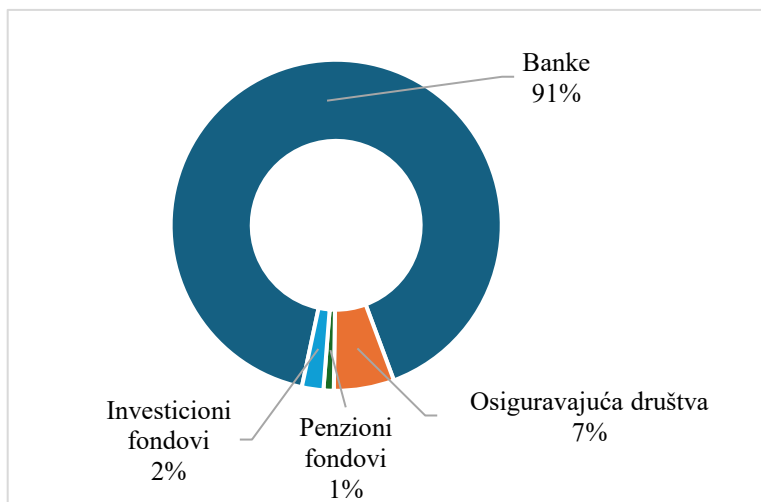
**Tabela 7. Bilansna struktura finansijskog sektora u 2024. godini**

Finansijska institucija	Broj	Bilansna suma 2024 u RSD	U %
Banke	20	6.635,3	90,68
Osiguranja	20	417,3	5,70
Dobrovoljni penzioni fondovi	7	61,7	0,84
Lizing kuće	15	203	2,77
<b>Ukupno</b>	<b>62</b>	<b>7.317,3</b>	<b>100</b>

Izvor: Autori na bazi podataka NBS

[https://www.nbs.rs/export/sites/NBS\\_site/documents/publikacije/fs/finansijska\\_stabilnost\\_24.pdf](https://www.nbs.rs/export/sites/NBS_site/documents/publikacije/fs/finansijska_stabilnost_24.pdf)

### Grafik 1. Struktura finansijskog sistema Srbije u 2024. godini



Izvor: Autor na bazi podataka NBS

Tradicionalno shvaćene kao depozitne institucije, banke u Srbiji su evoluirale i postale ključni akteri u investicionom bankarstvu, disciplini koja se bavi prikupljanjem kapitala za korporacije i državu, spajanjima i akvizicijama, i trgovinom hartijama od vrednosti. Učešće finansijskog sektora u BDP je oko 75% prema podacima NBS, njegova struktura prema bilansnoj sumi je data u sledećoj tabeli.

**Banke** - Srpsko finansijsko tržište je bankocentrično, na šta ukazuje i godišnji izveštaj<sup>15</sup> NBS o učešću banaka sa 91% u finansijskom sistemu zemlje. Ova činjenica ima direktne implikacije na investiciono bankarstvo. Banke nisu samo posrednici; one su često i glavni investitori i glavni savetnici. Njihova uloga je najvidljivija na tržištu instrumenata duga. Banke su najveći pojedinačni kupci državnih obveznica, čime obezbeđuju likvidnost budžeta, ali istovremeno kanališu značajne količine kapitala kroz sopstvene bilanse, umesto da taj kapital bude direktno investiraju na otvoreno tržište kapitala. Ovaj aranžman, iako stabilan, usporava razvoj nebankarskog sektora i smanjuje diverzifikaciju investitora.

Pravi test snage investicionog bankarstva leži u podršci privatnom sektoru. U Srbiji, taj segment je i dalje nedovoljno razvijen. Mala aktivnost na Beogradskoj berzi i ograničen broj izdatih korporativnih obveznica ukazuju na to da se preduzeća i dalje dominantno oslanjaju na bankarske kredite, a ne na emisiju kapitala ili duga na tržištu. Investicione divizije banaka ovde imaju dvostruku ulogu: one savetuju klijente o strukturiranju duga, ali se retko susreću sa zahtevima za kompleksnim inicijalnim javnim ponudama akcija (IPO), koje su u razvijenijim zemljama okosnica investicionog bankarstva. Budući razvoj investicionog bankarstva u Srbiji zavisi od regulatornih inicijativa i, pre svega, od proaktivnijeg angažmana samih banaka. Strategije Vlade Srbije za razvoj tržišta kapitala otvaraju vrata za nove instrumente,

<sup>15</sup> NBS, Godišnji izveštaj o stabilnosti finansijskog sistema za 2024. godinu, Beograd, str. 61, [https://www.nbs.rs/export/sites/NBS\\_site/documents/publikacije/fs/finansijska\\_stabilnost\\_2\\_4.pdf](https://www.nbs.rs/export/sites/NBS_site/documents/publikacije/fs/finansijska_stabilnost_2_4.pdf)

poput zelenih obveznica i tematskih izdavanja, što pruža bankama priliku da iskoriste svoju ekspertizu i leadersku poziciju.

Bankarski sektor u Srbiji pokazao je izuzetnu stabilnost i rast u poslednjih pet godina, obeležen rekordnom profitabilnošću u 2024. godini, značajnim povećanjem ukupne aktive i visokom koncentracijom tržišta. Analiza poslovanja banaka u Srbiji u proteklom petogodišnjem periodu otkriva sektor koji je, uprkos globalnim izazovima poput pandemije, nastavio da jača i ostvaruje sve bolje finansijske rezultate. Profitabilnost bankarskog sektora je konstantno rasla od 2021. godine, dostižući rekordne nivoe u 2024. godini, primarno podstaknuta rastom kamatnih stopa. Neto dobit pre oporezivanja u 2019. godini iznosila je oko 67,7 milijardi dinara<sup>16</sup> dok je u 2024. godini, ukupna dobit banaka, pre poreza, skočila je na oko 1,5 milijardi evra. Šest najvećih banaka ostvarilo je profit od 1,1 milijardu evra u 2024. godini. Neto prihodi od kamata su bili glavni generator profita, dostižući 257,43 milijarde dinara u 2024. godini.<sup>17</sup>

Ukupna aktiva bankarskog sektora je takođe u porastu. Na kraju juna 2025. godine (polugodišnji podaci), ukupna aktiva iznosila je 56,7 milijardi evra. Tržište je visoko koncentrisano. Deset najvećih banaka drži oko 76,3% ukupne aktive, dok šest najvećih kontroliše skoro tri četvrtine. Najveće banke po aktivi u 2024. Godini su:

- Banca Intesa (najveća banka sa tržišnim udelom od oko 15,6%)
- OTP banka (oko 13,9%)
- AIK banka (oko 13,1%).

**Sektor osiguranja** - Na tržištu osiguranja u Srbiji trenutno posluje 20 kompanija. Od tog broja, 16 preduzeća se bavi poslovima osiguranja, dok su preostale 4 kompanije specijalizovane za reosiguranje. U poslednjih deset godina, sektor osiguranja je pokazao izuzetan napredak i njihovo učešće u strukturi finansijskog sistema Srbije je 6% u 2024. godini.

Na osnovu Godišnjeg izveštaja NBS o sektoru osiguranja za 2024. godinu,<sup>18</sup> ukupna premija osiguranja u Republici Srbiji porasla je za 14,3%, dostigavši vrednost od 1,5 milijarde evra. Struktura premije je značajno neuravnotežena: neživotna osiguranja čine dominantan deo tržišta sa 81,5% učešća, dok se na životno osiguranje odnosi preostalih 18.5 %. Bilansna suma sektora osiguranja povećana je za 11,1% i iznosi 3,6 milijard8 evra.

Iako tržište osiguranja u Srbiji raste iz godine u godinu, ono se i dalje nalazi u fazi razvoja. Ključni indikator koji to potvrđuje jeste penetracija osiguranja (učešće ukupne premije u Bruto društvenom proizvodu). U 2024. godini, ovaj pokazatelj je

---

<sup>16</sup> NBS, Godišnji izveštaj o stabilnosti finansijskog sistema za 2019. godinu, Beograd, [https://www.nbs.rs/export/sites/NBS\\_site/documents/publikacije/fs/finansijska\\_stabilnost\\_1\\_9.pdf](https://www.nbs.rs/export/sites/NBS_site/documents/publikacije/fs/finansijska_stabilnost_1_9.pdf), str. 49 -66

<sup>17</sup> NBS, Godišnji izveštaj o stabilnosti finansijskog sistema za 2024. godinu, Beograd, [https://www.nbs.rs/export/sites/NBS\\_site/documents/publikacije/fs/finansijska\\_stabilnost\\_2\\_4.pdf](https://www.nbs.rs/export/sites/NBS_site/documents/publikacije/fs/finansijska_stabilnost_2_4.pdf) str.48 -72

<sup>18</sup>[https://www.nbs.rs/export/sites/NBS\\_site/documents/osiguranje/izvestaji/izv\\_IV\\_2024.pdf](https://www.nbs.rs/export/sites/NBS_site/documents/osiguranje/izvestaji/izv_IV_2024.pdf)

za Srbiju iznosio svega 1,9%, što je znatno niže u poređenju sa prosekom zemalja Evropske unije, gde penetracija iznosi 6,2%. Ova razlika ukazuje na značajan prostor za dalji rast i razvoj domaćeg tržišta osiguranja.

**Tržište kapitala** - U Srbiji tržište kapitala, još uvek nije u potpunosti razvijeno, ali banke svakako imaju značajnu ulogu u njegovom oblikovanju i jačanju. Na dan 20. novembar 2025. godine ukupan broj emitovanih korporativnih obveznica u Srbiji je bio 17 čija je ukupna vrednost emisija iznosila RSD 142 milijarde

Tržište korporativnih obveznica je u povoju. U periodu od 2020. do 2024. godine, samo jedanaest preduzeća je izdalo ukupno 32 korporativne obveznice.<sup>19</sup> Većina ovih obveznica plasirana je privatno, a samo jedan emitent ih je uvrstio na Beogradsku berzu za sekundarno trgovanje. Generalno, na tržištu kapitala u Srbiji prevladaju hartije od vrednosti sa fiksnim prihodom.

Ključni indikator razvijenosti tržišta kapitala je obim poslovanja berze. Tržište u Srbiji je u fazi razvoja, a nedovoljan obim trgovine je njegoova glavna karakteristika. Tržišna kapitalizacija Beogradske berze na kraju 2024. godine iznosila je 4.9% BDP-a. Uočeno je da se u poslednjih deset godina više trgovalo akcijama nego obveznicama. U poređenju sa razvijenim zemljama i članicama EU, Srbija se nalazi na dnu lestvice po udelu tržišne kapitalizacije u BDP-u. Na primer, u SAD taj udeo iznosi 213.1%, Nemačkoj 43.8%, dok je u Srbiji znatno niži (4.9%).

**Tabela 8. Tržišna kapitalizacija pojedinih zemalja u 2024 godini**

Zemlja	Tržišna kapitalizacija u odnosu na BDP
USA	213,1%
Nemačka	43,8%
Velika Britanija	82,7%
Mađarska	21,3%
Slovačka	1,8%
Slovenija	17,7%
Hrvatska	33,7%
Srbija	4,9%

Izvor : Autori na bazi podataka

<https://www.ceicdata.com/en/indicator/european-union/market-capitalization--nominal-gdp>

## Perspektiva razvoja i mogućnosti

Preduslovi za razvoj uključuju stabilno makroekonomsko okruženje, razvijen finansijski sistem i uređen zakonodavni okvir. Srbija je postigla napredak u ovim oblastima, usklađujući svoj regulatorni okvir sa propisima EU kroz novi Zakon o tržištu kapitala.

Vlada Srbije je usvojila Strategiju za razvoj tržišta kapitala (2021-2026), čiji su ciljevi: optimizacija regulative, povećanje broja investicionih proizvoda i izdavalaca, privlačenje investitora, jačanje institucija i finansijska edukacija stanovništva.

Kreditni rejting Srbije trenutno varira u zavisnosti od agencije, ali se kreće oko nivoa investicionog ranga ili neposredno ispod njega. Agencija S&P Global Ratings

<sup>19</sup> [www.belex.rs](http://www.belex.rs)

(Standard & Poor's) je potvrdila investicioni rejting Srbije na nivou BBB- sa stabilnim izgledima. Srbija je ovaj rejting prvi put dobila u oktobru 2024. godine, čime je postala jedina zemlja Zapadnog Balkana i jedina zemlja kandidat za EU sa investicionim rejtingom kod ove agencije. Agencija Fitch Ratings potvrdila je kreditni rejting Srbije na nivou BB+, ali je zadržala pozitivne izgleda za njegovo dalje povećanje, što znači da je Srbija "na pola koraka" od investicionog ranga i kod ove agencije. Ovaj investicioni rejting ukazuje na kredibilnu makroekonomsku politiku zemlje, adekvatne devizne rezerve i stabilan ekonomski rast, uprkos globalnoj neizvesnosti. Pored toga, međunarodne institucije pružaju podršku: agencija Moody's je potvrdila kreditni rejting zemlje, a Svetska banka (IBRD) je odobrila kredit od 30 miliona dolara za podršku reformi i revitalizaciji tržišta kapitala, sa fokusom na jačanje tržišta korporativnih obveznica. Projekat obuhvata institucionalne, pravne i regulatorne reforme, kao i jačanje kapaciteta ključnih institucija (KHOV, Centralni registar, Beogradska berza).

Da bi tržište kapitala adekvatno funkcionisalo, investitori na tržištu kapitala moraju imati puno poverenje u mehanizam tog tržišta, sigurnost, stabilnost, a sa druge strane i u državu kao regulatora i kontrolora tržišta kapitala. Sinergija banaka, osiguravajućih društava i tržišta kapitala je u usponu na šta ukazuju i podaci o investicionoj ulozi banaka na finansijskom tržištu.

U 2024. godine Raiffeisen banka je izdala dugoročnu dinarsku obveznicu ukupne nominalne vrednosti RSD 6 milijardi, sa rokom dospeća 6. jun 2028. godine i ista je bila usmerena ka profesionalnim investitorima. Prikupljena sredstva su primarno plasirana u projekte za zaštitu životne sredine, jačanje društvene odgovornosti i savesnog korporativnog upravljanja.

UniCredit Banka je prva banka koja je izdala mini obveznice u Srbiji juna 2025. godine, otvarajući novo poglavlje u finansiranju pre svega malih i srednjih preduzeća. U pitanju je kompanija Planet Bike, čija je vrednost emisija iznosila RSD 230 miliona i sa rokom dospeća od 5 godina. Ova inovativnost predstavlja značajan korak ka diverzifikaciji izvora finansiranja i jačanju domaćeg tržišta kapitala. Prednosti mini obveznica se ogleda u njenoj fleksibilnosti (strukturisanje instrumenta na osnovu namene emisije), brzom realizaciji, dodatni zalog (koji se definiše u zavisnosti od ročnosti i namene), instrument je diverzifikacije izvora kapitala (smanjuje rizik zavisnosti od samo jedne vrste finansiranja), transparentnost (jasno definisani uslovi i obaveze prema investitoru), povećava vidljivost kompanije na tržištu kako bi proširila bazu potencijalnih investitora. Tokom novembra 2025. godine Unicredit banka je omogućila izdavanje mini obveznica za kompaniju Adoc u indeksiranom iznosu od 490 miliona dinara u ulozi Agenta i Pokrovitelja emisije, čime je dodatno osnažila svoju ulogu kao lidera u pružanju inovativnih finansijskih rešenja na domaćem tržištu.

Banke mogu da budu ključni katalizatori promena. Kroz jačanje svojih odeljenja za korporativne finansije, mogu da edukuju klijente o prednostima izlaska na berzu, da strukturiraju složenije finansijske proizvode i da privuku strane investitore.

Uspešan razvoj tržišta kapitala u bilo kojoj nacionalnoj ekonomiji zavisi od tri osnovna preduslova: stabilnog makroekonomskog ambijenta, razvijenog i pouzdanog

finansijskog sistema, te uređenog zakonodavnog i institucionalnog okvira. Posmatrano kroz ove kriterijume, Srbija je u proteklom periodu ostvarila značajan napredak. Obezbeđeni su stabilan ekonomski rast i razvoj domaćeg finansijskog sektora, sa posebnim akcentom na nebankarske finansijske institucije. Uvođenjem novog Zakona o tržištu kapitala, Srbija je uspostavila regulatorni i institucionalni okvir u potpunosti usklađen sa propisima Evropske unije.

Vlada Srbije je, u cilju podsticanja rasta tržišta kapitala, usvojila sveobuhvatnu Strategiju za razvoj tržišta kapitala za period od 2021. do 2026. godine. Ova strategija, praćena pratećim akcionim planom, ima za cilj da stimuliše segment korporativnih obveznica i drugih ključnih instrumenata.

U okviru obog Projekta na Beogradskoj berzi je, početkom aprila 2025. godine, održana primarna prodaja prve serije obveznica Elixir Group-e, koja ujedno predstavlja i prvo primarno trgovanje finansijskim instrumentom na organizovanom tržištu nakon 13 godina. Korporativna obveznica je imala kreditni rejting BB-, apreuzće Elixir Kreditni rejting jednak kreditnom rejtingu zemlje. Interesovanje za primarnu trgovinu bilo je veliko, emitovao je 340.000 korporativnih obveznica, a tražnja je bila 342.000 korporativnih obveznica. S obzirom na to da je prodata celokupna emisija obveznica, te su tako sve ponuđene obveznice stekle svoje vlasnike, među kojima je bilo i četiri banke sa sedištem u Beogradu, jedno osiguranja, dva dobrovoljna penzionera fonda. Prednost ovako emitovane korporativne obveznice jeste u tome što je ceo process emisije definisan i postavljen po ugledu na emisije ove vrste hartija od vrednosti na svetskim finansijskim tržištima. Pored due diligence (finansijski i pravni) kroz koje prolaze preduzeća koja su obuhvaćena ovim projektom, preduzeća ne smeju biti zadužena i moraju imati adekvatan ESG program. Nakon toga, preduzeće dobija kreditni rejting od zvanične kreditne rejting agencije sa kojom je Ministarstvo finansija potpisalo ugovor o saradnji (4 kreditne rejting agencije sa ESMA liste). Glavna prednost korporativnih obveznica koje imaju kreditni rejting je veća sigurnost ulaganja i transparentnost za investitore. Kreditni rejting, koji dodeljuju nezavisne rejting agencije, pruža standardizovanu procenu kreditnog rizika izdavaoca.

Osiguravajuća društva u Srbiji, još uvek nisu značajan institucionalni investitor iako imaju značajne fondove, koje bi mogle ulagati. Premija životnog osiguranja u Srbiji raste iz godine u godinu, što znači da osiguranja imaju u obliku tehničkih rezervi značajan potencijal za ulaganja na finansijskom tržištu. U cilju zaštite osiguranika i ostalih korisnika polisa osiguranja, osiguravajuća društva su u obavezi da formiraju i održavaju dovoljan nivo tehničkih rezervi za pokriće šteta. Pored toga, obaveza osiguravajućih društava je da tehničke rezerve ulažu u skladu sa propisima, a u cilju uvećanja njihove vrednosti, kako bi odgovorili svojim obavezama. Prilikom plasmana raspoloživih sredstava osiguravajuća društva moraju nastojati da je profit najmanje jednak prosečnoj kamatnoj stopi zarađenoj na tržištu kapitala. Osiguravajuće kompanije mogu plasirati slobodna sredstva u sledeće oblike: nekretnine, hartije od vrednosti i depozite kod banaka.

“Osnovna karakteristika politike ulaganja osiguravajućih društava u Srbiji je da najviše ulazu u državne obveznice i depozite banaka, jer su nisko rizična aktiva, sa nižim prinosima, obzirom da im finansijsko tržište ne nudi profitabilnije alternative.

Vodi se politika konzervativnog ulaganja kroz ulaganje u državne obveznice, a veliki je udeo gotovine u portfeljima. Obzirom da poslednju deceniju, tržište osiguranja u Srbiji ima trend rasta, trebalo bi da sa ovim trendom rasta raste i uloga ovih institucionalnih investitora na razvoj tržišta kapitala. Potencijal tržišta osiguranja nije iskorišten u potpunosti, pa samim tim ni potencijal osiguravajućih društva, čija sredstva su značajna za razvoj nacionalne ekonomije.”<sup>20</sup>

Statistički pokazatelji ukazuju na nerazvijenost tržišta kapitala u Srbiji, koje karakterišu nizak obim prometa i ograničena ponuda hartija od vrednosti. Tržište državnih obveznica je najaktivniji segment, sa ostvarenim prometom od 187,3 milijarde dinara u 2023. godini. Sekundarno trgovanje hartijama od vrednosti u evrima je zabeležilo pad u odnosu na prethodnu godinu.

## ZAKLJUČAK

Sinergija bankarskog sektora, osiguravajućih kompanija i tržišta kapitala ključni je element savremenog finansijskog sistema i značajno doprinosi ekonomskom prosperitetu. Ovakva međuzavisnost omogućava optimalno korišćenje finansijskih resursa, efikasnije upravljanje rizicima i podsticanje investicione aktivnosti. Zemlje koje njeguju integrisan finansijski sistem ostvaruju stabilniji i održiviji ekonomski rast. Rad pokazuje da je jačanje ove sinergije naročito važno za tranzicione ekonomije gdje razvoj tržišta kapitala i institucionalnih investitora tek treba da dostigne nivo razvijenih finansijskih struktura.

Uloga banaka u investicionom bankarstvu u Srbiji je trenutno dominantna, ali u velikoj meri ograničena na uloge kupaca državnog duga i savetnika pri kreditiranju. Transformacija srpskog finansijskog tržišta zahteva da banke preuzmu aktivniju, inovativniju ulogu, pomerajući fokus sa zatvorenog, kreditno-orijentisanog sistema ka otvorenijem, tržišno-baziranom modelu finansiranja. Tržište kapitala u Srbiji se trenutno nalazi u ranoj fazi razvoja. To potvrđuju podaci iz 2024. godine, prema kojima je obim trgovanja hartijama od vrednosti skroman, a tržišna kapitalizacija iznosi samo 4,8% bruto domaćeg proizvoda (BDP). Od usvajanja Strategije razvoja tržišta kapitala 2021. godine, pokrenute su brojne inicijative usmerene na modernizaciju ovog segmenta finansijskog tržišta. Glavni naponi usmereni su na vraćanje poverenja investitora. To se postiže kroz uspostavljanje efikasnijeg sistema zaštite ulagača, povećanje transparentnosti, harmonizaciju zakonskih okvira, kao i kroz saradnju sa stranim i regionalnim berzama i edukaciju potencijalnih učesnika. Očekuje se da će dalji razvoj tržišta kapitala doprineti poboljšanju likvidnosti i transparentnosti celokupnog finansijskog sistema, omogućavajući efikasniju raspodelu (alokaciju) dostupnih novčanih sredstava.

Sinergija banaka, osiguravajućih društava i tržišta kapitala predstavlja jedan od ključnih preduslova za jačanje stabilnosti i efikasnosti finansijskog sistema Republike Srbije. Iako bankarski sektor i dalje ima dominantnu ulogu u finansiranju privrede, sve izraženija povezanost sa sektorom osiguranja i razvojem tržišta kapitala otvara prostor za diversifikaciju izvora finansiranja, smanjenje sistemskih rizika i

---

<sup>20</sup> Balaban M. i Korenak B. (2024), Značaj razvoja tržišta kapitala za osiguravajuća društva kao institucionalne investitore, časopis Tokovi osiguranja, br 4/2025 str. 990



unapređenje alokacije finansijskih resursa. Integracija ovih segmenata doprinosi mobilizaciji dugoročnih sredstava, posebno kroz institucionalne investitore, čime se podstiču investicije, inovacije i održivi ekonomski rast.

U uslovima ograničene dubine domaćeg tržišta kapitala, sinergijsko delovanje banaka i osiguranja može imati značajnu ulogu u njegovom daljem razvoju, kako kroz povećanje ponude finansijskih instrumenata, tako i kroz jačanje poverenja investitora. Istovremeno, regulatorna harmonizacija, unapređenje korporativnog upravljanja i razvoj finansijske pismenosti predstavljaju neophodne preduslove za potpuno iskorišćavanje potencijala ove sinergije. Stoga se može zaključiti da koordinisan i uravnotežen razvoj bankarskog sektora, sektora osiguranja i tržišta kapitala nije samo komplementaran proces, već strateški pravac koji može doprineti dugoročnoj finansijskoj stabilnosti i konkurentnosti privrede Srbije.

## LITERATURA

- Balaban M. i Korenak B.** (2024), Značaj razvoja tržišta kapitala za osiguravajuća društva kao institucionalne investitore, časopis Tokovi osiguranja, br 4/2025, Beograd
- Basel Committee on Banking Supervision.** (2019). Basel III: Finalising post-crisis reforms. Bank for International Settlements.
- Beck, T., Levine, R.** (2020). "Finance and Growth: Theory and Evidence." Journal of Economic Literature.
- Čihák, M. et al.** (2012). Financial Systems: Structure and Development. IMF.
- Erić D, Đukić M. i Bodroža D.** (2021): Finansijska tržišta: X.0. Data Status, Beograd.
- Fabozzi, F. J.** (2020). Capital markets: Institutions and instruments (5th ed.). MIT Press.
- Korenak B i ostali** (2024): evaluacija investicionih performansi berzanskih fondova članica G10, Časopis Finansijske br.1-3, Beograd
- Levine, R.** (2004). "Finance and Growth." Economics Series Working Papers.
- Mishkin, F.** (2019). The Economics of Money, Banking and Financial Markets. Pearson.
- OECD** (2023). Institutional Investors and Capital Markets.
- Outreville, J. F.** (1996). Life Insurance Markets in Developing Countries.
- Skipper, H. & Kwon, W.** (2007). Risk Management and Insurance. Blackwell Publishing. Hoboken, USA
- Skipper, H., & Kwon, W. J.** (2007). Risk Management and Insurance., Wiley-Blackwell
- Ward, D., & Zurbrugg, R.** (2000). Does Insurance Promote Economic Growth?
- N. Vunjak, Lj. Kovačević** (2003), Finansijsko tržište, berza i brokeri, Subotica

### Sajtovi:

- FED: <https://www.federalreserve.gov/>
- Bank of England <https://www.bankofengland.co.uk/>
- Bundesbank Nemačka: <https://www.bundesbank.de/>
- Centralna banka Slovenije <https://www.bsi.si/>
- NBS, Godišnji izveštaj o stabilnosti finansijskog sistema za 2019. godinu, Beograd, [https://www.nbs.rs/export/sites/NBS\\_site/documents/publikacije/fs/finansijska\\_stabilnost\\_19.pdf](https://www.nbs.rs/export/sites/NBS_site/documents/publikacije/fs/finansijska_stabilnost_19.pdf),
- NBS, Godišnji izveštaj o stabilnosti finansijskog sistema za 2024. godinu, Beograd, [https://www.nbs.rs/export/sites/NBS\\_site/documents/publikacije/fs/finansijska\\_stabilnost\\_24.pdf](https://www.nbs.rs/export/sites/NBS_site/documents/publikacije/fs/finansijska_stabilnost_24.pdf) [https://www.nbs.rs/export/sites/NBS\\_site/documents/osiguranje/izvestaji/izv\\_IV\\_2024.pdf](https://www.nbs.rs/export/sites/NBS_site/documents/osiguranje/izvestaji/izv_IV_2024.pdf)

## SYNERGY OF BANKS, INSURANCE AND THE CAPITAL MARKET AS A FUNCTION OF ECONOMIC PROSPERITY

---

*Mladenka BALABAN*  
*Svetlana MARUŠIĆ*

### **Abstract**

In modern economies, the financial sector forms the framework of the economic development process. The core of financial sector represents three key components: banks, insurance companies and the capital market. Although their functions often operate separately, the greatest contribution to economic growth is achieved through their mutual connection and complementarity. This work analyzes the synergistic mechanisms between the mentioned segments of the financial system, focusing especially on their contribution to economic prosperity, stability and resilience. In addition to theoretical analysis, the work includes tabular representations of institutional connections, comparative analyzes of developed and emerging economies, and identifies key challenges and perspectives for further development. Special attention is paid to the investment role of banks and insurance companies, the regulatory framework, as well as current trends such as digitization, ESG investment growth and the global integration of the capital market. The aim of the work is to offer a comprehensive overview and contribute to a better understanding of the role of institutional investors and the capital market in the development of the national economy.

**Keywords:** *banks, insurance, capital market, financial intermediaries, regulation, institutional investors, bonds, shares*

## TURISTIČKI SATELITSKI RAČUNI (TSA) KAO INSTRUMENT MERENJA EKONOMSKOG I FISKALNOG DOPRINOSA TURIZMA: EMPIRIJSKA ANALIZA EVROPSKIH ZEMALJA I SRBIJE

---

*Jasmina LEKOVIĆ<sup>1</sup>*

### Apstrakt

Cilj rada je da se analizira ekonomski doprinos turizma primenom metodologije turističkih satelitskih računa i da se procene mogućnosti primene ovog sistema u merenju značaja turizma za nacionalnu i regionalnu privredu. Primenjen je komparativno-analički pristup kojim su upoređene vrednosti turističke dodate vrednosti, udela turizma u bruto domaćem proizvodu i ukupne turističke potrošnje u zemljama Evropske unije. Za Srbiju su izvedene orijentacione procene na osnovu podataka RZS-a, UNWTO baze i platnog bilansa NBS-a, korišćenjem proporcionalnog modela ekstrapolacije prema referentnim zemljama regiona. Rezultati pokazuju da turizam prosečno učestvuje sa oko 4,5% u dodatnoj vrednosti evropske privrede, dok procenjeni doprinos u Srbiji iznosi oko 4% BDP-a. Nalazi ukazuju da turizam ima stabilan, ali nedovoljno iskorišćen razvojni potencijal, uključujući i značajne fiskalne efekte kroz poreske prihode i javne investicije. Zaključuje se da uvođenje TSA sistema predstavlja ključni korak ka preciznijem merenju ekonomskih i fiskalnih uticaja turizma i oblikovanju održivih razvojnih politika zasnovanih na pouzdanim podacima.

**Ključne reči:** turistički satelitski računi (TSA), sistem nacionalnih računa (SNA), ekonomski doprinos, javne finansije, fiskalni efekti, BDP

**JEL:** Z38, H70, M48

---

<sup>1</sup> Jasmina Leković, predavač, Akademija strukovnih studija Beograd, odsek Visoka turistička škola, Cara Dušana 254, Beograd, +381 63 8074 117, jasmina.lekovic@assb.edu.rs, ORCID ID (<https://orcid.org/0009-0004-2044-2882>)

## UVOD

Turizam danas predstavlja jednu od najznačajnijih i najdinamičnijih privrednih delatnosti u svetu, sa višestrukim efektima na ekonomski rast, zapošljavanje i regionalni razvoj. Međutim, uprkos njegovom rastućem značaju, precizno kvantifikovanje doprinosa turizma nacionalnoj ekonomiji dugo je predstavljalo izazov, jer tradicionalni statistički sistemi nisu bili sposobni da obuhvate složene veze između sektora koji direktno i indirektno učestvuju u stvaranju turističkog proizvoda (*Eurostat, 2023*).

Kao odgovor na taj izazov, razvijen je koncept Turističkih satelitskih računa (*Tourism Satellite Account – TSA*), koji omogućava integrisano merenje ekonomskih efekata turizma u okviru Sistema nacionalnih računa (*System of National Accounts - SNA*) (*United Nations, OECD, Eurostat & UNWTO, 2008*).

TSA predstavlja međunarodno priznat metodološki okvir koji povezuje turističku tražnju sa ponudom, čime se dobija precizna procena bruto dodate vrednosti turizma, njegovog doprinosa BDP-u, zaposlenosti i investicijama (*Frechtling, 2010*). Ovaj sistem omogućava da se turizam posmatra ne samo kao društvena i kulturna, već i kao ekonomska kategorija, merljiva u agregatima kompatibilnim sa ostalim sektorima privrede. Prema (*Smeral, 2006*), upravo TSA omogućava prelazak sa percepcije turizma kao sektora na razumevanje turizma kao integralnog dela nacionalne ekonomije.

Na nivou Evropske unije, (*Eurostat, 2023*) ističe se da je harmonizacija TSA podataka među državama članicama omogućila bolju uporedivost ekonomskih pokazatelja i identifikovanje ključnih pokretača turističkog rasta. U ovom izveštaju, turizam je identifikovan kao delatnost koja prosečno doprinosi sa 4,5% ukupnoj bruto dodatoj vrednosti EU ekonomije, dok u zemljama sa izraženom turističkom orijentacijom, poput Hrvatske, Španije i Portugala, taj udeo prelazi 8%. Takvi rezultati potvrđuju da je TSA neophodan alat ne samo za merenje doprinosa turizma, već i za evaluaciju politika konkurentnosti i održivosti u okviru evropskog statističkog sistema.

U kontekstu Srbije, postojeći podaci o turističkom prometu, deviznim prilivima i strukturi potrošnje omogućavaju formiranje orijentacionih pokazatelja, koji mogu poslužiti kao osnov za razvoj budućih TSA tabela. Kao što naglašavaju (*Dwyer i Forsyth, 2007*), upravo u takvim okolnostima parcijalne procene predstavljaju važan korak ka punoj implementaciji sistema i stvaranju baze za ekonomski zasnovano planiranje razvoja turizma.

Predmet ovog rada jeste analiza ekonomskog doprinosa turizma kroz primenu TSA metodologije na primeru evropskih zemalja i Srbije. Cilj je da se, na osnovu komparativne analize Eurostat podataka i orijentacionih procena za Srbiju, prikaže stvarni obim ekonomskih efekata turizma i ukaže na značaj institucionalne primene TSA za unapređenje merenja i upravljanja turističkom privredom. Takođe i da se analizira mogućnosti primene ove metodologije i proceni potencijal turizma kao faktora privrednog razvoja Srbije i njenog približavanja standardima Evropske unije.

Osim što omogućava kvantifikaciju ekonomskih efekata turizma, primena sistema TSA pruža i osnovu za analizu fiskalnih tokova koji proizlaze iz turističke aktivnosti.

Uključivanjem indikatora o poreskim prihodima, javnim ulaganjima i subvencijama u sektoru turizma, TSA doprinosi preciznijem sagledavanju uticaja turizma na javne finansije i održivost fiskalnog sistema.

## PREGLED LITERATURE

Početak razvoja koncepta turističkih satelitskih računa povezan je s transformacijom nacionalnih računa (*System of National Accounts – SNA*) i potrebom da se u okviru zvanične statistike prepozna turizam kao ekonomski sektor. Carson i Grimm (*Carson i Grimm, 1991*) bili su među prvima koji su u okviru proširenog sistema ekonomskih računa istakli mogućnost uvođenja satelitskih računa za specifične sektore poput turizma. Njihov rad postavio je konceptualne osnove za integraciju turizma u nacionalne ekonomske tokove. Svetska turistička organizacija (*WTO, 1998, 1999*) objavila je prve koncepte TSA čime je turizam formalno priznat kao oblast koja zaslužuje sopstveni analitički sistem unutar SNA. Kanadski istraživači (*Scott i Meis, 1999*) su prikazali kako se TSA može koristiti za merenje doprinosa turizma BDP-u, zaposlenosti i fiskalnim prihodima.

Period između 2000. i 2005. godine označio je ključnu prekretnicu u institucionalizaciji TSA kao međunarodno priznatog statističkog i analitičkog instrumenta. Ova faza obuhvata formalno usvajanje metodoloških standarda i prve primene u nacionalnim statistikama država članica OECD-a, EU i UN sistema. Centralni dokument koji je definisao ovu eru objavljen 2000. godine u saradnji između EUROSTAT-a, OECD-a, UN-a i Svetske turističke organizacije (*WTO, 2000*). Ovaj okvir uspostavio je standardizovanu metodologiju za merenje direktnih ekonomskih efekata turizma (potrošnja, BDP, zapošljavanje, investicije) i omogućio uporedivost podataka među zemljama. U istom periodu, Franz i Laimer (*Franz i Laimer, 2000*) razradili su indikatore za merenje ekonomskog značaja turizma, ističući važnost povezivanja TSA sa *input-output* I-O analizom i nacionalnim računima. Njihov doprinos bio je u razvoju analitičkih pokazatelja zasnovanih na TSA, što je otvorilo put za procene multiplikativnih efekata turizma. U istom periodu, Eurostat je objavio priručnik i tehničke smernice za implementaciju TSA, čime su državne statističke institucije dobile konkretne alate za primenu metodologije (*Eurostat, 2000*).

Libreros, Massieu i Meis dokumentovali su napredak u implementaciji TSA i ukazali na ključne izazove u prikupljanju i integraciji podataka između različitih statističkih izvora. Njihov rad označava prelaz od teorijskih preporuka ka empirijskim praksama u nacionalnim statistikama. TSA je postao globalni standard, ali su se paralelno razvile i rasprave o njegovoj ograničenosti i potrebi za širim, integrisanim pristupom ekonomskom merenju turizma (*Libreros i ostali, 2006*). Razvija se program za ocenu usklađenosti nacionalnih TSA sa UNWTO standardima, što je bio korak ka međunarodnom monitoringu kvaliteta TSA implementacija. Ovaj proces standardizacije ojačao je kredibilitet TSA kao pouzdanog instrumenta za međudržavne komparacije (*Frechtling, 2010*).

Vukasović u Srbiji i regionu ukazuje na značaj primene TSA u kreiranju ekonomske politike i proceni doprinosa turizma BDP-u. Njegovi radovi, zajedno sa

istraživanjima Jovanović i Vukasović (*Vukasović, 2010, 2017; Jovanović i Vukasović, 2014*), čine temelj za razumevanje regionalnih mogućnosti primene TSA u zemljama sa tranzicionom ekonomijom, gde je turizam postao ključna razvojna grana. Ovaj pravac je kasnije prepoznat i u praksama Zavoda za statistiku Crne Gore (*MONSTAT, 2011*) i Hrvatske (Ivandić i Marušić, 2009; Šutalo i dr., 2009), koji su sproveli prve pilot TSA projekte u jugoistočnoj Evropi. Tako i autori Nerad, O'Rourke i Koščak analiziraju efekte turizma na BDP Slovenije primenom TSA i input–output modela, naglašavajući važnost korelacije između turističke potrošnje i ukupne dodate vrednosti (*Nerad i ostali, 2021*).

Jedan od ključnih dokumenata je izveštaj Evropske Komisije (*European Commission, 2023*), koji pokazuje da TSA postaju standardni deo statističkih sistema većeg broja evropskih zemalja, uz naglasak na uporedivost serija, kvalitet podataka i mogućnosti za kontinuiranu analizu. Paralelno, rad autora Figini i Patuelli daje pregled i empirijsku obradu ekonomskog uticaja turizma u EU, koristeći TSA kao polaznu tačku za kvantifikaciju doprinosa turizma BDP-u i zaposlenosti. Autori ne ostaju na nivou deskriptivnih TSA rezultata, već ih povezuju sa modelima ekonomske analize, čime TSA postaje osnova za sofisticiranije ekonometrijske i I-O pristupe na nivou EU (*Figini i Patuelli, 2022*).

Za Hrvatsku, rad grupe autora dodatno učvršćuje ulogu TSA u komparativnoj analizi direktnih ekonomskih efekata turizma između Hrvatske i odabranih zemalja EU. Njihova statistička analiza pokazuje kako se TSA podaci mogu koristiti za procenu relativnog značaja turizma u ukupnoj privrednoj strukturi i strukture dodate vrednosti u odnosu na druge članice Unije, čime se turizam pozicionira kao sektor od strateškog značaja, ali i sektor izložen rizicima prevelike zavisnosti (*Čović i ostali, 2023*).

Za zemlje u razvoju i tranzicione ekonomije, savremena literatura šalje jasnu poruku da je TSA postao neophodan uslov da bi se turizam ozbiljno tretirao u makroekonomskoj i fiskalnoj politici. Na taj način, savremena literatura praktično nudi gotov repertoar modela koje Srbija može da prilagodi sopstvenom statističkom sistemu i ciljevima turističke politike.

U savremenoj literaturi navodi se da primena TSA metodologije, osim merenja ekonomskog doprinosa turizma, otvara mogućnosti i za analizu fiskalnih efekata sektora. Ističe se da TSA predstavljaju osnovu za identifikaciju poreskih prihoda generisanih kroz turističku potrošnju, uključujući prihode od PDV-a, poreza na dohodak i doprinosa (*OECD, 2010*). Naglašava se da TSA obezbeđuje ključne ulazne podatke za procenu fiskalnih multiplikatora i javno–finansijskih efekata turizma (*Frechtling, 2010*). Neki autori ističu da se na osnovu TSA mogu analizirati regionalni fiskalni tokovi (*Jones i Munday, 2008*), dok Eurostat (2000; 2023) prepoznaje ulogu TSA u povezivanju turističke potrošnje sa javnim prihodima i rashodima kroz sistem nacionalnih računa. Ovi nalazi potvrđuju da TSA, iako primarno ekonomsko–statistički instrument, ima važnu ulogu i u sagledavanju uticaja turizma na javne finansije i fiskalnu politiku.

U domaćoj literaturi ističe se da kvalitetno upravljanje javnim finansijama, posebno na nivou jedinica lokalne samouprave, zavisi od pouzdanih podataka o prihodima, rashodima i zaduživanju. Brnjas i ostali (2013) analiziraju stanje i dinamiku

zaduživanja lokalnih samouprava u Srbiji u periodu 2006–2012, ukazujući na značaj fiskalne održivosti i transparentnosti javnog duga. U tom kontekstu, uvođenje TSA sistema može doprineti preciznijem sagledavanju fiskalnih efekata turizma i planiranju javnih politika zasnovanih na podacima.

Iako turistički satelitski računi predstavljaju međunarodno standardizovan okvir za merenje ekonomskog doprinosa turizma, njihova primena u literaturi i praksi suočava se sa određenim ograničenjima. Nedovoljna harmonizacija nacionalnih metodologija i ograničena dostupnost podataka otežavaju potpunu uporedivost rezultata među zemljama. Brojni autori (*Jones i Munday, 2008; Jovanović i Vukasović, 2014*) ukazuju da TSA obuhvata pre svega direktne efekte turizma, dok su indirektni i indukovani efekti često izostavljeni, što može dovesti do potcenjivanja ukupnog uticaja sektora. Dodatni izazovi odnose se na ograničenu primenu na regionalnom nivou i slabiju koordinaciju između relevantnih institucija. Sve to potvrđuje potrebu za unapređenjem empirijskih modela i institucionalnih kapaciteta kako bi TSA postao efikasniji instrument održive turističke politike.

## ZNAČAJ PRIMENE TURISTIČKIH SATELITSKIH RAČUNA (TSA)

### **Ekonomski doprinos turizma kroz TSA**

Koncept TSA zasnovan je na potrebi da se doprinos turizma, kao heterogenog sektora koji obuhvata više grana privrede, adekvatno kvantifikuje i integriše u nacionalne račune. Međunarodne organizacije (UN, OECD, WTO, EUROSTAT) razvile su TSA, čime je omogućen standardizovan način merenja ekonomskih učinaka turizma (*UNWTO, 2010*). TSA omogućava da se kvantifikuju direktni efekti turizma, doprinos BDP-u, zaposlenosti, investicijama i poreskim prihodima, ali i da se u kombinaciji sa *input–output* modelima procene indirektni i indukovani efekti na druge sektore (*Dwyer i ostali, 2007; Frechling, 2011*). Na taj način, turizam se tretira kao integralni deo ekonomskog sistema, a ne samo kao potrošačka aktivnost.

Prema (*Frechling, 2009, 2010, 2011*), TSA je značajan jer obezbeđuje empirijsku osnovu za kreiranje makroekonomskih politika. On argumentuje da TSA transformiše turizam u ekonomski dokaziv i merljiv segment nacionalne ekonomije. Time se povećava njegova politička i fiskalna vidljivost, što utiče na budžetske alokacije i strategije razvoja. Ističe se da se podaci TSA mogu koristiti i za merenje produktivnosti sektora, procenu sezonalnosti, zaposlenosti i analizu turizma kao generatora multiplikativnih efekata u ekonomiji. TSA metod omogućava objektivno merenje stvarnog doprinosa turizma nacionalnoj ekonomiji, čime se eliminišu subjektivne procene i zastarele statističke prakse (*OECD, 2010*).

### **Makroekonomski uticaj i poslovna efikasnost**

Na mikroekonomskom nivou, primena TSA omogućava dublje razumevanje unutrašnjih mehanizama funkcionisanja turističkih tržišta, strukture turističke potrošnje i finansijskih tokova između preduzeća u različitim granama privrede. TSA omogućava analitičarima i kreatorima politika da identifikuju izvore dodate vrednosti

i razlike u produktivnosti unutar sektora, što je ključno za oblikovanje mikroekonomskih politika konkurentnosti i inovacija (*Hara, 2008*).

U evropskom kontekstu, mikrostruktura dodate vrednosti merenjem putem TSA otkriva značajne razlike između sektora ugostiteljstva, saobraćaja i kulturnih delatnosti. Time se stvara osnov za mikroekonomske reforme i podršku sektorima sa najvišom multiplikativnom vrednošću. Na taj način, TSA omogućava prepoznavanje tačaka ekonomskog pritiska u lancu vrednosti turizma, tj. sektora u kojima su troškovi visoki, a povraćaj relativno nizak, što je dragoceno za optimizaciju poslovnih modela i upravljanje efikasnošću preduzeća (*Čović i ostali, 2023*).

Teorijski posmatrano, primena TSA na mikro nivou doprinosi operacionalizaciji koncepta turističke produktivnosti. Ona omogućava da se izgradi model u kojem su potrošnja, ponuda i radna snaga deo jedinstvenog ekonomskog sistema, gde svaki element doprinosi stvaranju dodate vrednosti. Na taj način, TSA prevazilazi čisto statističku funkciju i postaje instrument mikroekonomske dijagnostike, čime doprinosi boljem razumevanju mehanizama turističkog tržišta i uspostavljanju konkurentnih poslovnih praksi.

### **Turistički satelitski računi i javne finansije: fiskalni prihodi i budžetski efekti**

Primena TSA ne ograničava se samo na merenje ekonomskog doprinosa turizma već ima i značajne implikacije za javne finansije i fiskalnu politiku. TSA omogućava identifikovanje strukture turističke potrošnje po proizvodima i sektorima, čime se definiše poreska osnova za procenu javnih prihoda koji proističu iz turizma. OECD (2010) ističe da se na osnovu TSA mogu proceniti fiskalni efekti kroz prihode od PDV-a, poreza na dohodak zaposlenih u turističkim delatnostima, doprinose, kao i indirektno poreske oblike vezane za transport, ugostiteljstvo i rekreaciju. TSA obezbeđuje ključne ulazne podatke za modeliranje fiskalnih multiplikatora, što omogućava javnim institucijama da procene dugoročne budžetske efekte investicija u turizam (*Frechtling, 2010*). Eurostat (2023) naglašava da TSA jača transparentnost povezivanjem turističke potrošnje sa prihodima i rashodima u sistemu nacionalnih računa, čime se unapređuje kvalitet fiskalnog planiranja.

Uključivanjem fiskalnih indikatora u analizu TSA, moguće je preciznije sagledati doprinos turizma javnim prihodima, identifikovati fiskalne rizike i projektovati efekte javnih ulaganja u turističku infrastrukturu. Time TSA postaje ne samo statistički instrument već i važan alat za kreiranje fiskalne politike i planiranje održivog razvoja.

### **Regionalni značaj i prostorna dimenzija TSA**

Savremena literatura o turizmu sve više naglašava regionalni i prostorni značaj turističkih satelitskih računa. Turizam ne deluje homogeno na teritoriji jedne države; ekonomski efekti su neravnomerno raspoređeni između razvijenih i perifernih regiona. Upravo zbog toga, regionalni TSA predstavljaju ključni instrument za sagledavanje prostorne dimenzije turističkog razvoja (*Pham i ostali, 2009*). Regionalni TSA omogućavaju da se precizno izmeri doprinos turizma regionalnom



BDP-u, zapošljavanju i javnim prihodima, što stvara osnovu za decentralizovano planiranje i regionalne razvojne politike.

Nerad, O'Rourke i Koščak analizirali su primenu TSA u Sloveniji i zaključili da se turizam može posmatrati kao pokretač regionalnog razvoja, jer kroz TSA postaje moguće identifikovati razlike u dodatoj vrednosti po regijama i ključnim emitivnim tržištima (*Nerad i ostali, 2021*). Njihova studija pokazuje da TSA podaci nisu samo statistički, već i menadžmentski alat, pomoću njih se definišu prioriteti infrastrukturnih ulaganja i razvoj klastera turizma na osnovu stvarnog ekonomskog doprinosa regiona.

U teorijsko-metodološkom smislu, TSA doprinosi razvoju prostornog menadžmenta turizma i omogućava empirijsko testiranje modela konkurentnosti i održivosti na regionalnom nivou. Za zemlje poput Srbije, razvoj regionalnih TSA predstavlja neophodan korak ka evidenciji stvarnog ekonomskog doprinosa turizma po regijama (npr. Beograd, Vojvodina, Zapadna i Istočna Srbija), čime se stvara osnova za kreiranje politike i funkcionalno delovanje destinacijskih menadžment organizacija (DMO) u okviru svake regije.

## **METODOLOŠKI PRINCIPI I STATISTIČKI MODELI U IZRADI TURISTIČKIH SATELITSKIH RAČUNA (TSA)**

### **Teorijsko-metodološki okvir TSA**

Metodologija izrade TSA zasniva se na principima Sistema nacionalnih računa (SNA) i međunarodnim standardima koje su zajednički usvojile UN, OECD, Eurostat i UNWTO kroz dokument *Tourism Satellite Account: Recommended Methodological Framework (TSA: RMF 2008)*. Ovaj okvir uspostavlja jedinstvenu strukturu koja omogućava povezivanje turističke ponude i tražnje u okviru ukupne ekonomije, definišući turizam kao funkcionalnu ekonomsku kategoriju koja se ne može svrstati u jednu proizvodnu granu, već se prostire kroz više sektora (*UNWTO, 2010*).

TSA sistem metodološki obuhvata sedam međusobno povezanih tabela koje zajednički omogućavaju sveobuhvatno merenje ekonomskog doprinosa turizma (*TSA: RMF 2008*):

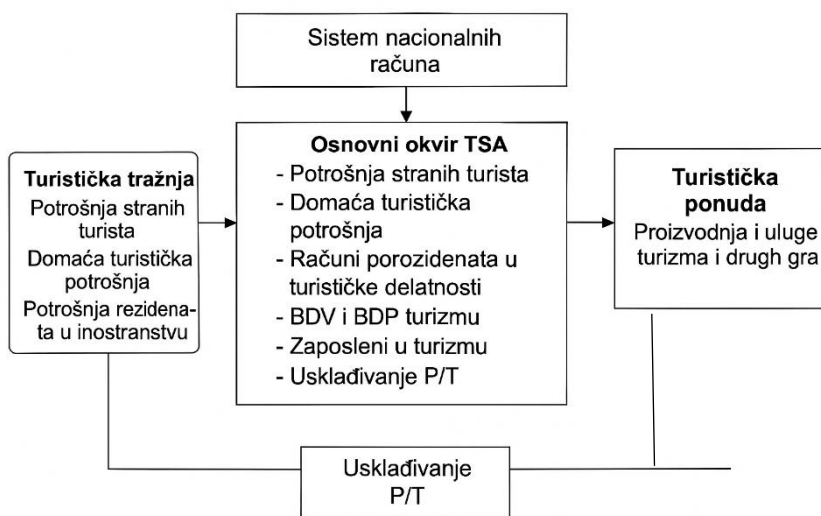
1. Turistička tražnja – domaća, inostrana i poslovna potrošnja;
2. Ponuda proizvoda i usluga relevantnih za turizam;
3. Usklađivanje tražnje i ponude prema proizvodima i aktivnostima;
4. Bruto dodata vrednost i BDP turizma;
5. Zaposlenost u turizmu;
6. Investicije povezane s turizmom;
7. Državni prihodi i transferi povezani s turizmom.

Kroz međusobno povezane prikaze turističke tražnje, ponude i makroekonomskih agregata, TSA obezbeđuje sveobuhvatnu statističku osnovu za merenje direktne bruto dodate vrednosti turizma, zaposlenosti, investicija i fiskalnih efekata. Ovakva

struktura omogućava ne samo procenu ekonomskih efekata turizma već i integraciju turističkih pokazatelja u šire makroekonomske analize, čime se povećava transparentnost i uporedivost podataka između zemalja (*UNWTO, OECD, Eurostat & United Nations, 2008*).

Prikazana šema br 1. ilustruje funkcionalnu strukturu turističkih satelitskih računa u okviru sistema nacionalnih računa. Ona ukazuje na međusobnu povezanost između turističke tražnje, turističke ponude i osnovnog TSA okvira, u kojem se usklađuju podaci o potrošnji turista, proizvodnji turističkih delatnosti i njihovom doprinosu bruto domaćem proizvodu (BDP). Kroz proces usklađivanja ponude i tražnje (P/T), TSA omogućava integraciju sektorskih i makroekonomskih pokazatelja, čime se dobija celovita slika o ekonomskom značaju turizma u nacionalnoj privredi. Proces usklađivanja ponude i tražnje omogućava integraciju sektorskih i makroekonomskih podataka, čime se obezbeđuje standardizovano merenje i međunarodna uporedivost ekonomskog doprinosa turizma.

**Šema 1. Osnovni konceptualni okvir turističkih satelitskih računa (TSA)**



*Izvor: Autor prema TSA: RMF (2008), UN, OECD, Eurostat & UNWTO.*

Ova struktura obezbeđuje metodološku vezu između turizma i nacionalne ekonomije, čime TSA omogućava analitičko praćenje stvarnog ekonomskog doprinosa turizma i postaje osnovni instrument za makroekonomsku analizu, planiranje i evaluaciju politika razvoja turizma.

### Statistički principi i izvori podataka

Osnovni statistički princip TSA je usklađivanje više izvora podataka kako bi se obezbedila konzistentnost između tražnje i ponude. Ističe se da su za izradu TSA neophodni različiti izvori: istraživanja turističke potrošnje (ankete posetilaca), administrativni podaci (granične evidencije, poreske prijave), kao i sektorske baze (ugostiteljstvo, transport, trgovina). Zbog toga se TSA metodološki oslanja na integraciju heterogenih izvora i njihovo poravnanje sa input-output tabelama

nacionalne ekonomije (Kalin, 2007). Na taj način se obezbeđuje metodološki princip dvosmernog bilansa, svaki element potrošnje mora imati odgovarajuću proizvodnu stranu u strukturi nacionalnih računa.

UNWTO (2000, 2010) izdvaja tri osnovna statistička principa:

- Koherencija – svi podaci o turizmu moraju biti kompatibilni sa SNA agregatima;
- Konzistentnost – ponuda i tražnja moraju biti usklađene po vrednosti i klasifikaciji;
- Kompletiranost – obuhvat mora uključiti sve oblike turističkih aktivnosti (rekreacija, poslovna putovanja, posete rodbini, itd.).

### **Analitički modeli i kvantitativne tehnike u TSA**

TSA nije samo statistička evidencija već i analitički model ekonomskih odnosa. U praksi se za izradu i interpretaciju TSA koriste tri glavna kvantitativna modela:

#### **1. INPUT–OUTPUT MODEL (I-O)**

Najčešće korišćeni model u analizi TSA jeste *input–output* (I–O) model, čija je primena potvrđena u brojnim studijama (Zhang, 2005; Šutalo, Ivandić i Marušić, 2009; Pham, Dwyer i Spurr, 2009). Ovaj model omogućava merenje direktnih, indirektnih i indukovanih efekata turizma na ekonomiju, analizirajući međusektorske odnose između turizma i drugih grana (industrije, trgovine, transporta).

Zhang (Zhang, 2005) je u danskom modelu pokazao da se regionalni TSA mogu direktno povezati sa I–O tabelama radi analize regionalnih multiplikatora. U Hrvatskoj je primenjen hibridni I–O TSA model kojim su obuhvaćeni ukupni doprinosi turizma nacionalnoj ekonomiji, ističući da ovaj pristup omogućava detaljnije praćenje lanca dodate vrednosti u turizmu (Šutalo i ostali, 2009).

#### **2. MATRICA DRUŠTVENOG RAČUNOVODSTVA (SOCIAL ACCOUNTING MATRIX- SAM)**

Matrica društvenog računovodstva (SAM) predstavlja prošireni oblik *input–output* modela koji uključuje i distribucione efekte tj. tokove dohotka između domaćinstava, preduzeća i države. Hara (Hara, 2008) razvija integrisani model TSA–SAM kojim se obuhvataju i društveni efekti turizma, poput raspodele dohotka, potrošnje po socijalnim grupama i efekata zapošljavanja. Ovaj model je naročito koristan u procenama održivog razvoja jer pokazuje socijalnu dimenziju turizma, kako turizam utiče na životni standard, nejednakosti i zapošljavanje po regionima.

#### **3. MODELI OPŠTE RAVNOTEŽE (COMPUTABLE GENERAL EQUILIBRIUM - CGE) MODELI**

Modeli opšte ravnoteže (CGE) predstavljaju najsloženiji metodološki okvir koji omogućava simulaciju promena u turističkoj tražnji i uticaja na makroekonomske varijable (BDP, cene, izvoz, zaposlenost). Autori (Dwyer, Forsyth i Spurr, 2007) su integrisali TSA u CGE model australijske ekonomije, čime su omogućili praćenje

efekata poreskih i investicionih promena u turizmu na druge sektore. Kasnije studije (*Penna i ostali., 2025*) potvrdile su da se TSA može implementirati i u I–O matricu kao strukturalni podsistem CGE modela, čime postaje deo makroekonomske politike i prognoziranja ekonomskih scenarija.

### *Metodološki izazovi i ograničenja*

Iako metodologija TSA obezbeđuje visok nivo standardizacije, autori ukazuju na određena ograničenja (*Smeral, 2005, 2006*):

- Nedovoljna integracija neformalnog i sezonskog sektora u statističkim evidencijama;
- Poteškoće u prikupljanju podataka o potrošnji domaćih turista;
- Rizik od dvostrukog evidentiranja kod kombinovanih turističkih usluga.

Uprkos ovim izazovima, međunarodne institucije (UNWTO, OECD, Eurostat) ističu da se metodologija TSA pokazala kao najpouzdaniji standard za merenje ekonomskog doprinosa turizma, jer omogućava kontinuitet i doslednost i uporedivost rezultata među zemljama. Metodološki principi TSA kombinuju statističku standardizaciju i ekonomsko modeliranje, čime turizam dobija svoj makroekonomski identitet. TSA tako predstavlja most između ekonomske teorije i empirijske prakse, omogućava istovremeno merenje doprinosa turizma i analizu međusektorskih veza.

## **ANALIZA EKONOMSKOG DOPRINOSA TURIZMA PRIMENOM METODOLOGIJE TURISTIČKIH SATELITSKIH RAČUNA (TSA): SLUČAJ EVROPSKIH ZEMALJA I SRBIJE**

Na nivou Evropske unije, primena TSA omogućava praćenje uticaja turizma na bruto domaći proizvod (BDP), zapošljavanje i investicije, te usklađivanje podataka o turističkoj tražnji i ponudi. Eurostat je 2023. godine objavio peti ciklus izveštaja o implementaciji TSA u Evropi, zasnovan na podacima prikupljenim od 27 zemalja (23 članice EU, 3 zemlje EFTA i 1 kandidat za članstvo).

### **Metodologija**

U svrhu istraživanja korišćeni su podaci izveštaja Eurostata, *Tourism Satellite Accounts in Europe (Eurostat, 2023)*, dopunjeni sekundarnim izvorima (UNWTO i nacionalne statistike). Istraživanje obuhvata 53 indikatora definisanih prema metodološkom okviru (*TSA:RMF 2008*), koji su zajednički razvili UNWTO, OECD, Eurostat i UN Statistics Division.

Podaci su se odnosili pre svega na tražnju (ukupna turistička potrošnja, obuhvata domaću i inostranu potrošnju) i ponudu (dodatu vrednost i BDP turizma), dok su tabele o zaposlenosti, kapitalnim ulaganjima i kolektivnoj potrošnji bile delimično popunjene. Uprkos metodološkim razlikama među zemljama, rezultati omogućavaju reprezentativnu analizu na nivou EU. Za analizu je primenjena kombinacija deskriptivne i komparativne statistike. Izračunate su prosečne, maksimalne i

minimalne vrednosti indikatora, kao i odnosi između ukupne potrošnje i dodate vrednosti (efikasnost stvaranja vrednosti), što omogućava sagledavanje strukturalnih razlika među državama.

S obzirom na to da Srbija još uvek nema formalno uspostavljen TSA sistem, primenjen je proporcionalni model ekstrapolacije zasnovan na poređenju sa referentnim zemljama regiona (Hrvatska, Slovenija, Mađarska, Češka i Bugarska). Procena udela turizma u BDP-u Srbije ( $Y_s$ ) izvedena je prema sledećem proporcionalnom izrazu:

$$Y_s = \frac{\sum(T_i / GDP_i) \times \omega_i}{\sum \omega_i}$$

gde su:

- $Y_s$  – procenjeni udeo turizma u BDP-u Srbije,
- $T_i$  – ukupna turistička potrošnja u referentnoj zemlji  $i$ ,
- $GDP_i$  – bruto domaći proizvod te zemlje,
- $\omega_i$  – ponder koji odražava sličnost turističkog profila zemlje (broj noćenja, struktura turista, sezonalnost).

Model procene za Srbiju zasniva se na relaciji udela turističke potrošnje u ukupnom BDP-u i dodatnoj vrednosti, korigovanoj prema strukturi sektora smeštaja i ugostiteljstva. Na taj način dobijena je procenjena vrednost udela turizma u BDP-u Srbije i izvedene su orijentacione procene osnovnih TSA indikatora koji omogućavaju komparaciju sa državama EU.

U pojednostavljenom numeričkom primeru, ako se kao referentne zemlje uzmu Slovenija (5,8%) i Češka (3,4%), uz veći ponder Češkoj (0,65) zbog sličnosti turističkog profila, procena se dobija prema sledećem izrazu:

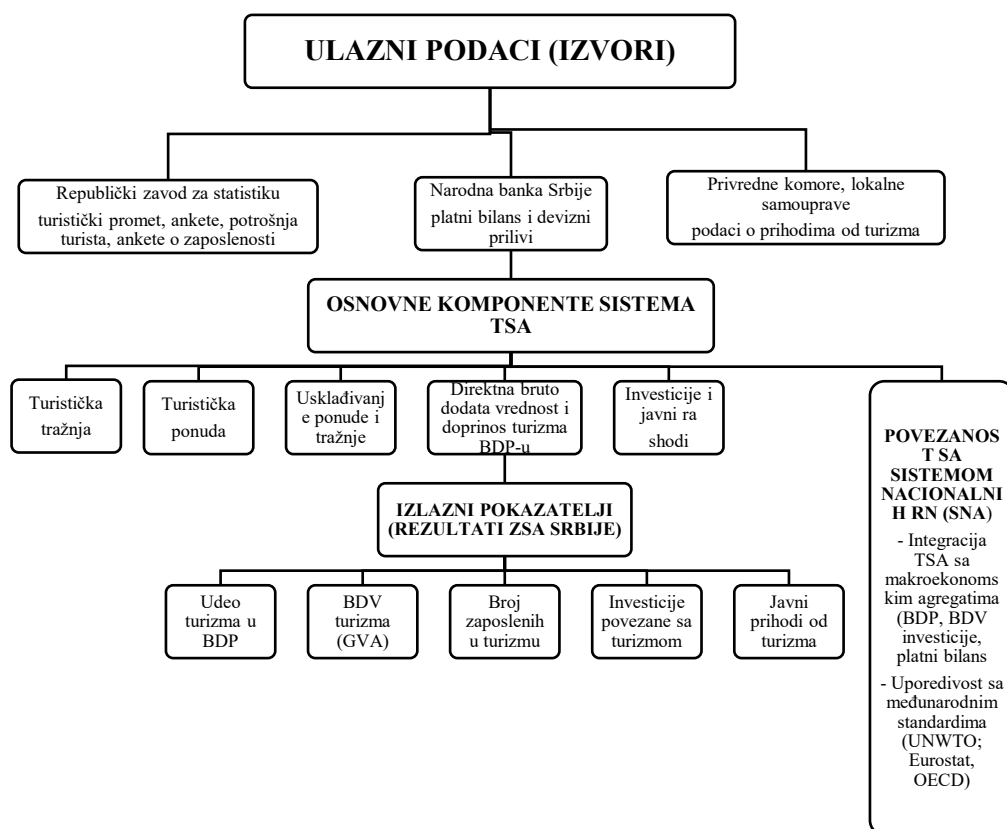
$$Y_s = \frac{3,4\% \times 0,65 + 5,8\% \times 0,35}{0,65 + 0,35} = 4,24\%$$

Dobijeni rezultat od približno 4,2% predstavlja orijentacionu vrednost udela turizma u bruto domaćem proizvodu Srbije za 2023. godinu, što je uporedivo sa prosekom zemalja centralne i jugoistočne Evrope. Procena udela turizma u BDP-u Srbije zasniva se na proporcionalnom modelu ekstrapolacije prilagođenom prema referentnim zemljama regiona, uz korišćenje metodološkog okvira TSA: RMF (2008), podataka Eurostata (2023) i nacionalnih statističkih izvora (RZS, NBS, UNWTO).

Iako ova metoda ima indikativni karakter, ona omogućava procenu relativnog ekonomskog značaja turizma u uslovima ograničene dostupnosti primarnih TSA podataka i može poslužiti kao polazna tačka za razvoj nacionalnog sistema turističkih satelitskih računa.

Za procenu turističke dodate vrednosti (TDGVA) korišćena je sekundarna imputacija na osnovu odnosa između interne potrošnje i dodate vrednosti u sektorima smeštaj i ugostiteljstvo. Polazna tačka bio je podatak da sektor I–55 i I–56 u 2023. godini učestvuju sa oko 3,6% u ukupnoj bruto dodatoj vrednosti Srbije (RZS, 2024). Uzimajući u obzir da TSA obično obuhvata i delatnosti sa posrednim doprinosom turizmu (trgovina, transport, rekreacija, kulturne usluge), izvršena je korekcija u visini +0,3 procentna poena, što daje ukupni procenjeni udeo turizma u bruto dodatoj vrednosti od 3,9%. Ova vrednost metodološki je usklađena sa praksom koju preporučuju OECD i Eurostat (OECD, 2021; Eurostat, 2023) za zemlje u prelaznoj fazi implementacije satelitskih računa.

Šema 2. Struktura turističkih satelitskih računa Srbije (TSA)



Izvor: Autor prema TSA: RMF (2008), UN, OECD, Eurostat & UNWTO.

Šema 2. prikazuje osnovnu strukturu sistema turističkih satelitskih računa Srbije (TSA), zasnovanu na preporukama međunarodnog metodološkog okvira.

## Rezultati i diskusija

Na nivou EU, domaći turizam u proseku je činio 62% ukupne interne turističke potrošnje, dok je inostrani turizam učestvovao sa 38%. Međutim, među državama postoje značajne razlike. U 14 od 26 zemalja, inostrani turizam bio je značajniji od domaćeg. Najviši udeli domaće potrošnje zabeleženi su u Nemačkoj i Rumuniji (preko 80%), dok su zemlje poput Luksemburga, Estonije i Hrvatske imale dominantan udeo inostrane potrošnje (manje od 15% domaće potrošnje).

Prema apsolutnim vrednostima, Španija je prednjačila sa 82,7 milijardi evra inostrane turističke potrošnje (19% ukupne EU vrednosti), sledi Francuska (65,4 milijarde), Italija (55,4 milijarde), Nemačka (46,9 milijardi) i Holandija (34,7 milijardi). Zajedno, ove zemlje čine dve trećine ukupne inostrane turističke potrošnje u Evropskoj uniji.

Ukupna unutrašnja turistička potrošnja (suma domaće i inostrane) u EU iznosila je 1.247 milijardi evra, pri čemu su Nemačka (330 milijardi), Francuska (180 milijardi), Italija (164 milijarde) i Španija (159 milijardi) ostvarile dve trećine ukupnog iznosa. U proseku, domaća turistička potrošnja bila je 1,6 puta viša od inostrane, što ukazuje na stabilnost unutrašnjeg tržišta turizma.

Sa aspekta ponude, ključni indikatori TSA su turistička bruto dodata vrednost (TDGVA) i turistički BDP (TDGDP). Ukupna TDGVA u Evropskoj uniji procenjena je na 572 milijarde evra, što čini prosečno 4,5% ukupne bruto dodate vrednosti evropske privrede. Najveći apsolutni doprinos zabeležen je u Nemačkoj (124 milijarde evra), Italiji (100 milijardi), Francuskoj (87 milijardi) i Španiji (78 milijardi).

Najveći relativni značaj turizma za privredu imala je **Hrvatska**, sa udelom od 11,3% u ukupnoj BDP strukturi, zatim Portugal (8,1%), **Španija** (6,9%) i **Italija** (6,2%). Prosečan turistički odnos (odnos unutrašnje turističke potrošnje prema ukupnoj domaćoj ponudi) za EU iznosio je 3,7%, sa najvišim vrednostima u Hrvatskoj (9,5%) i Islandu (8,3%).

Zbog fragmentiranih podataka, Eurostat nije mogao izračunati agregate zaposlenosti na nivou EU, ali izdvojeni nacionalni rezultati ukazuju na veliki značaj sektora. Italija je imala 4,5 miliona zaposlenih u turističkim industrijama, dok su Nemačka, Španija i Francuska među vodećima prema apsolutnom broju radnih mesta.

Kada je reč o kapitalnim ulaganjima u turizmu (*Tourism Gross Fixed Capital Formation*), podatke je dostavilo samo osam zemalja, što ukazuje na složenost prikupljanja ovih informacija. Najveće investicije zabeležene su u Nemačkoj (17,3 milijarde evra), Norveškoj (3,7 milijardi) i Češkoj (1,8 milijardi).

**Tabela 1. Ključni pokazatelji turističkih satelitskih računa (TSA) za odabrane evropske zemlje, 2023. godina**

Zemlja	Ukupna turistička potrošnja (mil. €)	Udeo turizma u BDP-u (%)	Turistička dodata vrednost (mil. €)	Udeo u ukupnoj dodatoj vrednosti (%)
Hrvatska	19.760	11,3	8.400	10,8
Portugal	23.520	8,1	9.800	7,6
Španija	159.000	6,9	78.400	6,4
Italija	164.000	6,2	100.100	6,0
Francuska	180.000	5,1	87.000	4,7
Nemačka	330.000	3,9	124.000	3,4
Austrija	31.400	6,5	14.800	6,1
Slovenija	3.750	5,8	1.540	5,0
Grčka	21.600	7,4	9.300	6,7
Norveška	12.500	3,1	5.800	2,9
Češka	10.200	3,4	4.600	3,1
Srbija*	3.200 (procena)	4,2 (procena)	1.400 (procena)	3,9 (procena)

Izvor: Eurostat (2023).

\*Procene za Srbiju zasnovane na podacima UNWTO i nacionalnih statistika (RZS, 2023)

Komparativna analiza TSA podataka za 2023. godinu ukazuje na značajne regionalne razlike u ekonomskom doprinosu turizma među evropskim zemljama. Zemlje juga Evrope (Hrvatska, Portugal, Grčka, Španija) karakteriše visok udeo turizma u BDP-u (6–11%) i snažna zavisnost od međunarodne tražnje, dok zapadnoevropske zemlje (Francuska, Italija, Nemačka) imaju veći apsolutni doprinos, ali niži relativni udeo zbog diverzifikovane ekonomije. Zemlje centralne Evrope (Slovenija, Češka) pokazuju trend rasta tražnje nakon pandemije, ali i izraženu sezonalnost. Norveška se izdvaja po integraciji TSA sa ekološkim satelitskim računima, što otvara mogućnosti za povezivanje ekonomskih i održivih pokazatelja (Eurostat, 2023).

U okviru metodologije TSA moguće je identifikovati i merenje fiskalnih efekata turizma, odnosno uticaja na javne finansije. Na osnovu podataka Eurostata (2023) i OECD (2010), udeo turizma u javnim prihodima zemalja Evropske unije procenjuje se između 6% i 10%, kroz prihode od PDV-a, poreza na dohodak zaposlenih u turističkim delatnostima i doprinosa u sektorima I–55 i I–56.

#### *Procene TSA indikatora za Srbiju*

Pokazatelji u tabeli 1. Izvedeni su kombinovanjem dostupnih izvora i komparativnom ekstrapolacijom podataka prema zemljama sa sličnim ekonomskim i turističkim profilom, što je navedeno u prethodno odeljku.

Na osnovu procenjenih podataka za 2023. godinu prikazanih u tabeli 2, ukupna unutrašnja turistička potrošnja u Srbiji iznosi približno 3,2 milijarde evra, što predstavlja polazni indikator za procenu direktnog ekonomskog doprinosa turizma. Ova vrednost obuhvata zbir potrošnje stranih turista, domaćih turista i ostalih komponenti unutrašnje potrošnje (npr. institucionalni rashodi i investicije u turističku infrastrukturu). Kada se posmatra u odnosu na ukupni BDP Srbije (oko 76 milijardi eur u 2023, izvor: RZS), turizam direktno doprinosi sa oko 4,2%, što odgovara vrednosti od približno 3,2 milijarde eura.



**Tabela 2. Procene osnovnih pokazatelja Satelitskog računa turizma (TSA) za Srbiju, 2023. godina**

<b>Pokazatelj</b>	<b>Vrednost</b>	<b>Udeo / Odnos</b>
Ukupna turistička potrošnja	3,2 mlrd eura	4,2% BDP
Bruto dodata vrednost (TDGVA)	1,4 mlrd eura	43,7% turističke potrošnje
TDGVA / GVA	-	3,9%
Zaposlenost	92.000	3,5% ukupne zaposlenosti
Investicije u turizam	180 mil. eura	0,24% ukupnih investicija

*Izvor: Obrada autora na osnovu podataka RZS (2023), UNWTO (2023), Eurostat (2023) i sekundarne ekstrapolacije prema TSA: RMF (2008).*

Procenjena bruto dodata vrednost turizma iznosi oko 1,4 milijarde evra, što znači da se od svake evro jedinice turističke potrošnje stvara oko 0,44 eura dodate vrednosti. Ovaj odnos (TDGVA/Total consumption  $\approx$  43,7%) pokazuje da je efikasnost stvaranja nove vrednosti u turizmu Srbije u skladu sa prosekom zemalja centralne i jugoistočne Evrope (raspon 40–47%).

U strukturalnom smislu, najveći doprinos dodatoj vrednosti potiče iz delatnosti smeštaja i ugostiteljstva, dok manji, ali značajan udeo potiče iz sektora transporta i rekreativnih usluga. Kada se TDGVA posmatra u odnosu na ukupnu dodatnu vrednost nacionalne ekonomije (oko 36 milijardi eura), udeo turizma iznosi oko 3,9%, čime je Srbija blizu proseka zemalja regiona (Hrvatska 11,3%, Slovenija 4,5%, Mađarska 3,8%, Bugarska 3,6%).

Broj zaposlenih u turističkim delatnostima (smeštaj, ishrana i prateće usluge) procenjuje se na oko 92.000 osoba, što čini približno 3,5% ukupne zaposlenosti u Srbiji. U poređenju sa referentnim zemljama regiona, ovaj udeo je niži od Hrvatske (7,9%) i Crne Gore (8,5%), ali viši od Mađarske (3,2%).

Kapitalna ulaganja u turizam procenjena su na oko 180 miliona evra, što čini svega 0,24% ukupnih bruto investicija u osnovna sredstva u Srbiji (oko 75 milijardi dinara). Većina ulaganja odnosi se na rekonstrukciju i izgradnju hotela i pratećih objekata, dok su investicije u javnu turističku infrastrukturu (npr. saobraćaj, signalizacija) ograničene. To ukazuje na potrebu za jačanjem javno-privatnih partnerstava i strateških investicija koje bi povećale dugoročni multiplikativni efekat turizma.

Fiskalni efekti i javne finansije u okviru TSA, u slučaju Srbije gde ne postoji kompletan TSA sistem, mogu se izdvojiti orijentacione vrednosti, turizam generiše oko 1,2% ukupnih budžetskih prihoda od PDV-a i dodatnih 0,6% kroz poreze i doprinose na zarade zaposlenih u turističkim delatnostima, odnosno oko 95 miliona evra, što ukupno čini približno 1,8% ukupnih javnih prihoda.

**Tabela 3. Procene fiskalnih efekata i javnih finansija (TSA) za Srbiju, (2023)**

Pokazatelj	Vrednost (2023)	Udeo u javnim prihodima
Prihodi od PDV-a u turizmu	≈ 210 mil. €	1,2%
Doprinosi i porezi na zarade	≈ 95 mil. €	0,6%
Ukupni fiskalni efekat	≈ 305 mil. €	1,8%

Izvor: Autor prema RZS, NBS i OECD (2023).

Podaci prikazani u tabeli 3. ukazuju na to da turizam ostvaruje merljive, ali u ukupnoj strukturi javnih finansija još uvek umerene fiskalne efekte. Procena prihoda od PDV-a u iznosu od približno 210 miliona evra, što čini oko 1,2% ukupnih javnih prihoda, proizlazi iz visoke udele potrošnje na usluge sa standardnom stopom oporezivanja, pre svega u ugostiteljstvu, hotelijerstvu i transportu. Ukupan procenjeni fiskalni efekat od oko 305 miliona evra, odnosno 1,8% javnih prihoda, ukazuje da turizam u Srbiji generiše značajniji fiskalni doprinos od svog relativnog ekonomskog obima, ali i da postoji prostor za unapređenje fiskalnih efekata kroz povećanje obima turističke potrošnje, formalizaciju rada i uvođenje TSA sistema koji bi omogućio precizniju identifikaciju poreske osnove i fiskalnih multiplikatora.

#### Zaključna razmatranja

**Tabela 4. Uporedni kvantitativni pokazatelji ekonomskog doprinosa turizma u odabranim evropskim zemljama i Srbiji (2023)**

Pokazatelj	Raspon (min–max)	Prosek (EU zemlje)	Pozicija Srbije
Ukupna turistička potrošnja (mil. €)	3.200 – 330.000	≈ 79.800	3.200
Udeo turizma u BDP-u (%)	3,1 – 11,3	≈ 6,2	4,2
Turistička dodata vrednost (mil. €)	1.400 – 124.000	≈ 36.900	1.400
Udeo u ukupnoj dodatoj vrednosti (%)	2,9 – 10,8	≈ 5,8	3,9
Efikasnost stvaranja dodate vrednosti (TDGVA / potrošnja)	0,38 – 0,61	≈ 0,46	0,44

Izvor: Autor prema Eurostat (2023) i UNWTO (2023).

Tabela br. 4 prikazuje uporedne pokazatelje ekonomskog doprinosa turizma u odabranim evropskim zemljama i Srbiji za 2023. godinu, zasnovane na podacima iz TSA. Evropske zemlje ostvaruju prosečan doprinos turizma BDP-u od 6,2% i prosečan odnos TDGVA/potrošnja od 0,46, što ukazuje na visoku makroekonomsku relevantnost sektora. Zemlje sa izraženim sezonskim turizmom (Hrvatska, Grčka, Portugal) zavise od inostrane tražnje, dok ekonomije sa diverzifikovanom ponudom (Nemačka, Francuska, Italija) ostvaruju veću otpornost i dugoročno održiv rast.

### *Ograničenja procene i interpretativni okvir*

Iako ovako izvedeni pokazatelji nisu deo zvaničnog TSA, oni pružaju orijentacioni okvir za razumevanje ekonomske uloge turizma u Srbiji. Glavna ograničenja odnose se na:

- nepostojanje potpune harmonizacije klasifikacija između nacionalnih sektorskih podataka i TSA tablica;
- nedostatak podataka o kapitalnim ulaganjima i zaposlenosti u turizmu
- moguća potcenjenost realne dodate vrednosti usled neobuhvatanja malih i neregistrovanih subjekata.

Uprkos tome, komparativna analiza pokazuje da procenjeni pokazatelji Srbije (4,2% BDP-a; 3,9% TDGVA) korespondiraju sa prosekom zemalja centralne i jugoistočne Evrope koje su u ranijoj fazi institucionalizacije TSA, poput Bugarske (4,3%) i Mađarske (4,0%) (*Eurostat, 2023*). Time se potvrđuje da je metodološki okvir procene validan i kompatibilan sa praksama evropske statistike. Procene predstavljaju naučno utemeljen prelazni korak ka punom uspostavljanju TSA u Srbiji. One omogućavaju da se sagleda stvarni značaj turizma u nacionalnoj ekonomiji, identifikuju prioritetne oblasti za unapređenje statističke infrastrukture i formiraju početni indikatori za buduće serije TSA.

### *Preporuke za dalja istraživanja i mogućnosti primene i izrade TSA u Srbiji*

Postepeno uspostavljanje TSA trebalo bi da bude zasnovano na institucionalnoj saradnji između Republičkog zavoda za statistiku (RZS), Narodne banke Srbije (NBS), Ministarstva turizma i relevantnih istraživačkih institucija, uz metodološko usklađivanje sa međunarodnim preporukama i smernicama. Za početak, preporučuje se izrada pilot TSA tabela koje bi obuhvatile osnovne dimenzije, unutrašnju turističku potrošnju, turističku dodatnu vrednost i zaposlenost u turizmu.

Dalja istraživanja trebalo bi da se fokusiraju na:

1. razvijanje metodologije za regionalne TSA, posebno za turistički intenzivne regione poput Beograda, Zlatibora i Vojvodine;
2. povezivanje TSA sa ekološkim i održivim satelitskim računima, kako bi se merili i ekološki efekti turizma;
3. unapređenje baze podataka o potrošnji turista kroz redovno sprovođenje anketa i integraciju digitalnih izvora (npr. mobilni podaci i elektronske transakcije);
4. formiranje nacionalnog TSA centra u okviru RZS-a koji bi koordinisao istraživanja i međunarodnu saradnju u oblasti turističke statistike.

Primena TSA u Srbiji omogućila bi stvaranje pouzdanog ekonomskog pokazatelja doprinosa turizma BDP-u i zapošljavanju, čime bi se unapredila efikasnost planiranja javnih politika, fiskalnih instrumenata i investicionih prioriteta. Pored toga, izrada TSA tabela doprinela bi međunarodnoj uporedivosti podataka i jačanju

institucionalnog kredibiliteta Srbije u evropskom statističkom sistemu. Kako navodi Frechtling (*Frechtling, 2010*), integrisani statistički sistem u kojem se turizam meri na jednak način kao i ostale privredne delatnosti, predstavlja osnovu za vidljivost turizma u ekonomskim analizama i strateškom planiranju.

## ZAKLJUČAK

Turizam predstavlja važan pokretač ekonomskog rasta i zapošljavanja, čiji se stvarni doprinos nacionalnoj privredi može precizno sagledati samo primenom turističkih satelitskih računa (TSA). Ova metodologija omogućava standardizovano merenje ekonomskih efekata turizma u skladu sa sistemom nacionalnih računa. Analiza podataka Eurostata (2023) pokazuje da turizam u proseku učestvuje sa oko 4,5% u bruto dodatoj vrednosti evropskih ekonomija, uz najviše vrednosti u Hrvatskoj, Portugalu, Španiji i Italiji. U Srbiji, gde TSA još nije institucionalno uspostavljen, orijentacione procene ukazuju na doprinos turizma od oko 4,2% BDP-u, što je uporedivo sa prosekom zemalja centralne i jugoistočne Evrope.

Uspostavljanje punog TSA sistema omogućilo bi preciznije praćenje ekonomskih efekata turizma, povećanje njegove vidljivosti u makroekonomskim analizama i razvoj politika zasnovanih na dokazima. Stoga razvoj TSA u Srbiji treba posmatrati kao strateški prioritet za jačanje konkurentnosti, održivosti i regionalnog razvoja turizma. Pored ekonomskog doprinosa, turizam generiše i značajne fiskalne efekte kroz poreske prihode i javne investicije, što dodatno opravdava institucionalno uspostavljanje TSA u Srbiji. Na taj način, sistem TSA bi mogao postati integralni deo fiskalne statistike i alat za planiranje javnih politika u oblasti održivog razvoja i konkurentnosti turizma.

## LITERATURA

- Brnjas, Z., Drašković, B., & Stošić, I.** (2013). Stanje i dinamika zaduživanja jedinica lokalne samouprave u Srbiji (2006–2012). *Finansije*, 68(1–6), 9–22.
- Carson, C. S., & Grimm, B. T.** (1991). Satellite accounts in a modernized and extended system of economic accounts. *Business Economics*, 26(1), 59–66.
- Čović, K., Zorić, B. A., & Buljat, M.** (2023). Mjerenje izravnih ekonomskih učinaka turizma TSA metodom: Statistička analiza rezultata za Hrvatsku i odabrane zemlje EU. *Ekonomija, turizam, telekomunikacije i računarstvo*, 5(1), 1–18.
- Department of Statistics & Tourism Satellite Account.** (2008). *Measuring tourism: The UN TSA approach vs. the WTTC approach*. Madrid: World Tourism Organization (UNWTO).
- Dwyer, L., Forsyth, P., Spurr, R., & Van Ho, T.** (2007). Tourism's economic contribution vs. economic impact assessment: Differing roles for satellite accounts and economic modeling. In A. Woodside & D. Martin (Eds.), *Tourism management: Analysis, behaviour and strategy* (pp. 93–113). Oxfordshire: CABI.
- Dwyer, L., Deery, M., Jago, L., Spurr, R., & Fredline, L.** (2007). Adapting the tourism satellite account conceptual framework to measure the economic importance of the meetings industry. *Tourism Analysis*, 12(3), 247–255. <https://doi.org/10.3727/108354207781626540>
- European Commission.** (1999). Commission Decision 1999/34/EC of 9 December 1998 on the procedures for implementing Council Directive 95/57/EC on the collection of

- statistical information in the field of tourism. *Official Journal of the European Communities*, L9, 15 January 1999.
- European Commission.** (2023). *Statistical report: Tourism Satellite Accounts in Europe – 2023 edition* (ISBN 978-92-76-60228-6). Luxembourg: Publications Office of the European Union. <https://doi.org/10.2785/7794>
- Eurostat, OECD, United Nations, & World Tourism Organization.** (2000). *Tourism satellite account: Recommended methodological framework*. Brussels/Luxembourg & Madrid: UNWTO.
- Eurostat.** (2000). *European implementation manual on tourism satellite accounts*. Luxembourg: Eurostat.
- Eurostat** (2023). *Tourism Satellite Accounts (TSA) in Europe*, Luxembourg: Publications Office of the European Union, 2023, ISBN 978-92-76-60228-6 ISSN 2529-3222 doi: 10.2785/7794 KS-FT-22-011-EN-N
- Figini, P., & Patuelli, R.** (2022). Estimating the economic impact of tourism in the European Union: Review and computation. *Journal of Travel Research*, 61(6), 1409–1423. <https://doi.org/10.1177/00472875211023649>
- Frechtling, D. C.** (2009). Clarifying and extending the TSA brand. In *Proceedings of the Fifth UNWTO International Conference on Tourism Statistics – Tourism: An Engine for Employment Creation* (Session V). Madrid: World Tourism Organization.
- Frechtling, D. C.** (2010). The tourism satellite account: A primer. *Annals of Tourism Research*, 37(1), 136–153. <https://doi.org/10.1016/j.annals.2009.08.003>
- Frechtling, D. C.** (2011). *Exploring the full economic impact of tourism policy making: Extending the use of the Tourism Satellite Account through macroeconomic analysis tools*. Washington, DC: George Washington University.
- Franz, A., & Laimer, P.** (2000). Indicators to measure the tourism impact on the economy: A family affair. Paper presented at the International Conference on Tourism Statistics, Glasgow, UK.
- Hara, T.** (2008). *Quantitative tourism industry analysis: Introduction to input–output, social accounting matrix modeling and tourism satellite accounts*. London: Elsevier.
- Ivandić, N., & Marušić, Z.** (2017). Implementation of tourism satellite account: Assessing the contribution of tourism to the Croatian economy. In E. Laws, H. Richins, & A. Agrusa (Eds.), *Evolution of destination planning and strategy* (pp. 149–171). Cham: Palgrave Macmillan.
- Jones, C., & Munday, M.** (2008). Tourism satellite accounts and impact assessments: Some considerations. *Tourism Analysis*, 13(1), 53–69. <https://doi.org/10.3727/108354208784548721>
- Jovanović, V., & Vukasović, S.** (2014). Adapting the TSA to measure economic contribution of tourism in Serbia. *Singidunum Journal of Applied Sciences*, 11(2), 35–44.
- Kalin, J.** (2007). Experiences in the compilation of supply and use and input–output tables in Slovenia: Applications for tourism satellite accounts. Paper presented at the *16th International Input–Output Conference*, Istanbul, Turkey.
- Liberos, M., Massieu, A., & Meis, S.** (2006). Progress in tourism satellite account implementation and development. *Journal of Travel Research*, 45(1), 83–91. <https://doi.org/10.1177/0047287506288873>
- Narodna banka Srbije.** (2023). *Devizni prilivi po osnovu putovanja: Statistički podaci*. Narodna banka Srbije. <https://nbs.rs>
- Narodna banka Srbije.** (2023). *Platni bilans Republike Srbije: Statistički podaci*. Narodna banka Srbije. <https://nbs.rs>
- Nerad, A., O'Rourke, A. R., & Koščak, M.** (2021). Mjerenje direktnih i indirektnih učinaka turizma na BDP metodom TSA (Satelitski račun turizma): Analiza rezultata za Sloveniju i njena najveća turistička tržišta. *Acta Economica Et Turistica*, 6(1–2), 1–156.

- Organisation for Economic Co-operation and Development (OECD).** (2000). *Measuring the role of tourism in OECD economies: The OECD manual on tourism satellite accounts and employment*. Paris: OECD Publishing.
- Organisation for Economic Co-operation and Development (OECD).** (2010). Tourism satellite accounts: Data for business and policy development. In *OECD tourism trends and policies 2010* (pp. 49–67). Paris: OECD Publishing.
- Penna, C. M., Saraiva, F. A. M., Baca, M. C., & Araújo, L. L. B.** (2025). Including tourism in the input–output matrix of Ceará using the tourism satellite account. *Pesquisa e Planejamento Econômico*, 55(1), 1–23.
- Pham, D. T., Dwyer, L., & Spurr, R.** (2009). Constructing a regional TSA: The case of Queensland. *Tourism Analysis*, 13(4), 445–460.
- RZS** (2024), Statistički godišnjak Republike Srbije, Republički zavod za statistiku, Beograd, ISSN/ISBN ISSN 0354-4206
- Scott, M., & Meis, M.** (1999). The Canadian experience in developing and using the tourism satellite account. Paper presented at the *World Conference on the Measurement of the Economic Impact of Tourism*, Nice, France, June 15–18, 1999. Ottawa: Canadian Tourism Commission.
- Smeral, E.** (2005). The economic impact of tourism: Beyond satellite accounts. *Tourism Analysis*, 10(1), 55–64.
- Smeral, E.** (2006). Tourism satellite accounts: A critical assessment. *Journal of Travel Research*, 45(1), 92–98. <https://doi.org/10.1177/0047287506288874>
- Šutalo, I., Ivandić, N., & Marušić, Z.** (2009). Ukupan doprinos turizma gospodarstvu Hrvatske: Input–output model i satelitski račun turizma. *Ekonomski pregled*, 62(5–6), 267–285.
- TSA: RMF.**, (2008), United Nations, OECD, Eurostat & World Tourism Organization. (2008). *Tourism Satellite Account: Recommended Methodological Framework 2008*. New York: United Nations.
- United Nations, World Tourism Organization, OECD, & Eurostat.** (2010). *Tourism satellite account: Recommended methodological framework 2008* (Series F, No. 80/Rev.1). Luxembourg, Madrid, New York, & Paris.
- United Nations World Tourism Organization (UNWTO)**, (2023). World Tourism Barometer, Volume 21, Issue 4, Madrid, Spain
- Vukasović, S.** (2010). *Satelitski obračun turizma* [Master's thesis, Univerzitet Singidunum]. Beograd, Srbija.
- Vukasović, S.** (2017). The significance of TSA application in the economic policy of Serbia. *Tourism Economics*, 23(1), 206–213. <https://doi.org/10.5367/te.2016.0563>
- World Tourism Organization (WTO).** (1998). *A satellite account for tourism* (4th draft). Madrid: World Tourism Organization.
- World Tourism Organization (WTO).** (1999). *Tourism satellite account (TSA): The conceptual framework*. Paper presented at the Enzo Paci World Conference on the Measurement of the Economic Impact of Tourism, Nice, France, June 15–18, 1999.
- World Tourism Organization (WTO).** (2000). *General guidelines for developing the tourism satellite account (Vol. 1: Measuring total tourism demand; Vol. 2: Measuring tourism supply)*. Madrid: World Tourism Organization.
- World Tourism Organization (WTO).** (2002). *TSA in depth: Analyzing tourism as an economic activity*. Madrid: World Tourism Organization. Retrieved from [http://www.world-tourism.org/statistics/tsa\\_project/TSA\\_in\\_depth/index.htm](http://www.world-tourism.org/statistics/tsa_project/TSA_in_depth/index.htm)
- World Tourism Organization (WTO).** (2006). *Measuring the economic importance of the meetings industry: Developing a tourism satellite account extension*. Madrid: World Tourism Organization.

- World Tourism Organization, Eurostat, and OECD.** (2010). *Tourism satellite account: Recommended methodological framework 2008*. New York, NY: United Nations Statistics Division.
- Zavod za statistiku Crne Gore (MONSTAT).** (2011). *Satelitski računi u turizmu (TSA) za 2009. godinu: Pilot istraživanje*. Podgorica: Zavod za statistiku Crne Gore.
- Zhang, J.** (2005). Regional tourism satellite accounts for Denmark: Accounting and modeling. Paper presented at the *15th International Input–Output Conference*, Beijing, China.

## **TOURISM SATELLITE ACCOUNTS (TSA) AS AN INSTRUMENT FOR MEASURING THE ECONOMIC AND FISCAL CONTRIBUTION OF TOURISM: AN EMPIRICAL ANALYSIS OF EUROPEAN COUNTRIES AND SERBIA**

---

*Jasmina LEKOVIĆ*

### **Abstract**

The aim of this paper is to analyze the economic contribution of tourism through the application of the Tourism Satellite Account (TSA) methodology and to assess the possibilities of applying this system to measure the importance of tourism for national and regional economies. A comparative-analytical approach was employed to compare tourism value added, the share of tourism in gross domestic product and total tourism consumption across European Union countries. For Serbia, indicative estimates were derived based on data from the Statistical Office of the Republic of Serbia, the UNWTO database, and the balance of payments of the National Bank of Serbia, using a proportional extrapolation model calibrated to reference countries in the region. The results show that tourism accounts on average for around 4.5% of the value added in the European economy, while the estimated contribution of tourism in Serbia amounts to approximately 4% of GDP. The findings indicate that tourism has a stable but underutilized development potential, including significant fiscal effects through tax revenues and public investment. It is concluded that the establishment of the TSA system represents a key step toward more accurate measurement of the economic and fiscal impacts of tourism and the formulation of sustainable development policies based on reliable data.

**Keywords:** *Tourism Satellite Accounts (TSA), System of National Accounts (SNA), economic contribution, public finance, fiscal effects, GDP*



## Uputstvo za autore

### NASLOV RADA – KORISTITE VELIKA SLOVOVA, CENTAR, BOLD, TIMES NEW ROMAN, 12 pt

---

*Prvi autor Ime i PREZIME (10 pt italic, centralno poravnanje),<sup>1</sup>*

*Drugi autor Ime i PREZIME (10 pt italic centralno poravnanje),<sup>2</sup>*

*Treći autor Ime i PREZIME (10 pt italic, centralno poravnanje),<sup>3</sup>*

*\*Odgovorni autor E-mail: (10 pt italic, centralno poravnanje)*

#### **Apstrakt (bold)**

Apstrakt treba da sadrži od 100 do 150 reči. U apstraktu treba izbegavati citiranja drugih autora, skraćenice i matematičke formule.

Apstrakt je rezime celog izveštaja, napisan u jednom pasusu. Poželjno je da obuhvati ciljeve, metodologiju, ključne rezultate, zaključke i preporuke za dalja istraživanja.

Za pisanje koristiti Times New Roman, 10 pt

#### **Ključne reči:** (4-6)

*Ključne reči treba da odražavaju osnovne teme rada, i da se često koriste u indeksnim bazama prilikom pretraživanja radova, Times New Roman, Italic, 10 pt*

**JEL:**([www.acaweb.org/jel/jel\\_c\\_lass\\_system.php](http://www.acaweb.org/jel/jel_c_lass_system.php)) /Times New Roman, Italic, 10 pt

Radovi na srpskom jeziku treba da sadrže apstrakt i ključne reči i na srpskom i na engleskom jeziku. Apstrakt istog obima i sa istim brojem ključnih reči na engleskom jeziku treba da se nalazi iza spiska literature i prilaže se na kraju rada.

Za postizanje optimalnog formatiranja, preporučuje se sledeća struktura rada:

---

<sup>1</sup> Ime i prezime, zvanje, institucija, adresa, telefon, e-mail, ORCID ID (<https://orcid.org/>)

<sup>2</sup> Ime i prezime, zvanje, institucija, adresa, telefon, e-mail, ORCID ID (<https://orcid.org/>)

<sup>3</sup> Ime i prezime, zvanje, institucija, adresa, telefon, e-mail, ORCID ID (<https://orcid.org/>)

## UVOD

Podేశavanje stranice: Format B5: širina 182 mm, visina 257 mm; Margine: gornja/donja 22,9 mm, leva/desna 25,4 mm; Izgled: zaglavlje 12,7 mm, podnožje 17,8 mm; Orijentacija: portret.

Rad treba pisati na srpskom jeziku. Preporučujemo da se piše u trećem licu jednine ili množine uz upotrebu aktivnog oblika. Pre slanja rada, potrebno je izvršiti proveru gramatičke i pravopisne ispravnosti teksta.

Obim rada treba da bude do 36.000 tekstovnih znakova (sa razmakom) ili do 20 stranica uključujući tekst, slike, tabele, listu referenci i priloge. Rad ne bi trebalo da budu kraći od 10 stranica. U zavisnosti od kvaliteta rada, Uredništvo može prihvatiti i duže radove (preko 20 stranica, odnosno više od 36.000 tekstovnih znakova). Rad mora biti pripremljen elektronski, u programu MS Word 2003 ili nekoj novijoj verziji ovog programa.

Uvod je prvi deo rada. Njegova svrha je da se jasno navede istraživački problem i da čitaocu pruži osnovne informacije o istraživanju. U Uvodu treba postaviti ciljeve rada, pružiti pozadinu u naučnoj literaturi kako bi se bolje razumeo kontekst istraživanja. Izbegavati detaljan pregled literature kao i rezime vaših rezultata. Veći deo Uvoda treba pisati u sadašnjem vremenu.

Koristiti Times New Roman, 11pt, razmaci između pasusa pre 6 pt, posle 6pt.

Potrebno je definisati skraćenice i akronime prilikom njihovog prvog pojavljivanja u tekstu, čak i u slučaju da su prethodno definisane u apstraktu. Ne koristiti skraćenice u naslovu rada, osim ako se ne mogu izbeći.

Poglavlja/podnaslovi treba da budu napisani fontom Times New Roman, veličina slova 11, podebljano, levo poravnanje, razmak između podnaslova i pasusa pre 12 pt, posle 12 pt, bez numerisanja. Koristite stil pisanja predstavljen u ovom šablonu:

- prvi **PODNASLOV** - Poravnanje levo, velika slova, boldirano, veličina fonta 11pt, prored između pasusa pre 12 pt, posle 12 pt.
- drugi **Podnaslov** - Poravnanje levo, samo prvo slovo veliko, veličina fonta 11pt, boldirano, prored između pasusa pre 12 pt, posle 12 pt.
- treći *Podnaslov* - Poravnanje levo, samo prvo slovo veliko, veličina fonta 11pt, kurzivom (*italic*), prored između pasusa (pre 12 pt, posle 12 pt).

## PREGLED LITERATURE

Pregled literature treba da identifikuje i objasni osnovne koncepte i teorije relevantne za sprovedeno istraživanje. Potrebno je pomenuti ključne autore i radove koji su uticali na istraživanje ili radove koji su korišćeni kao osnova za istraživanje. Pregled literature treba da sadrži rezultate i nalaze relevantnih istraživanja u vezi sa analiziranom temom, opis metodologije koja je korišćena u proučavanim radovima i ograničenja u postojećoj literaturi

## METODOLIJIJA

U ovom delu rada je potrebno detaljno opisati metodologiju koja je korišćena u istraživanju na jasan i precizan način, sa dovoljno detalja, kako bi se obezbedila podloga za replikovanje istraživanja na drugom uzorku, drugom vremenskom periodu ili pomoću sličnih metoda estimacije. Metode koje su već korišćene u prethodnim istraživanjima treba da budu naznačene referencom.

Za jednačine i formule koristiti uređivač jednačina (Insert/Equation) u programu Microsoft Word ili dodatak za pisanje jednačina MathType ([www.mathtype.com](http://www.mathtype.com)). Proveriti da li su svi simboli unutar jednačina/formula definisani i vidljivi. Jednačine treba da budu napisane kurzivom (*italic*), numerisane u zagradama na desnoj margini, sa jednim redom razmaka iznad i ispod, kao što je naznačeno ispod:

$$B_t = \sum_{i=1}^{+\infty} \rho^i E_t(R_{t+i} - G_{t+i}) \quad (1)$$

## REZULTATI

Predstavljanje rezultata treba da posluži kao osnova da se potvrde ili odbace ciljevi/hipoteze od kojih se pošlo u istraživanju. Rezultati treba da bude jasno i sažeto prezentovani. Rezultati moraju biti napisani u prošlom vremenu.

## DISKUSIJA

Diskusija počinje tumačenjem glavnih rezultata istraživanja. Uz detaljnu analizu najvažnijih rezultata, potrebno je izvršiti poređenje dobijenih rezultata sa nalazima drugih relevantnih istraživanja. Identifikacija sličnosti, razlika i konzistentnosti u dobijenim rezultatima u odnosu na rezultate drugih autora omogućava jasno utvrđivanje naučnog doprinosa rada. U okviru diskusije moguće je uključiti kratku sintezu relevantne literature. U slučaju identifikovanja neočekivanih ili kontraintuitivnih rezultata, potrebno je dati objašnjenje u pogledu faktora koji su mogli uticati na rezultate. Diskusija treba da sadrži šire implikacije dobijenih rezultata u kontekstu oblasti istraživanja, kao i ograničenja ili eventualne slabosti istraživanja koja bi mogla uticati na pouzdanost ili primenljivost rezultata.

## ZAKLJUČAK

U zaključku treba dati rezime najvažnijih nalaza i njihovih implikacija koji su predstavljeni u radu. Zaključci treba da budu jasno formulisani i da odražavaju ključne tačke rada. U okviru zaključka poželjno je predložiti smernice za buduća istraživanja koja bi se nadovezala na prezentovani rad.

## LITERATURA

Na kraju rada treba navesti spisak korišćene literature, abecednim redom, sa poravnanjem, veličine 10 pt, hanging 0,6 cm prema stilu reference APA (American Psychological Association).

Autori treba da navedu relevantnu literaturu, idealno radove iz prestižnih indeksiranih časopisa kao što je JCR lista. Reference bi trebalo da obuhvataju najnovije nalaze objavljene u prethodnjih 5 godina. Rad treba da sadrži od 20 do 40 referenci. Spisak referenci treba da sadrži samo reference koje su navedene u tekstu.

Za citiranje u tekstu koristiti sledeći format:

- 1) Za rad: Prezime autora, godina izdanja (npr. *Jung i Myers, 2022*). Ukoliko ima više od dva autora (*Pennings i ostali, 2021*).
- 2) Za zakon: *Zakon o porezu na dobit pravnih lica (godina)*;
- 3) Za uredbu: *Uredba (EU) br. 2019/2033 o bonitetnim zahtevima za investiciona društva (može se koristiti i skraćunica Uredba br. 2019/2033)*.

### Primeri referenci po vrstama

#### Članak iz časopisa

**Talani, L. S.** (2015). The challenges and countermeasures of blockchain in finance and economics. *Journal of Balkan and Near Eastern Studies*, 17:4, 353-372.

**Gärtner, M., Griesbach, B., & Jung, F.** (2011). PIGS or Lambs? The European Sovereign Debt Crisis and the Role of Rating Agencies. *Int Adv Econ Res* 17, 288–299.

#### Knjiga

**Damodaran, A.** (1987). *Corporate Finance: Theory and Practice*. Wiley.

#### Poglavlje knjige

**Shaffer, C.** (2009). Competition in the US banking industry? In Resource and market-based determinants of performance in the U.S. banking industry, ed. Ihsan Isik and Kabir Hassan, 123–152. Washington Press.

#### Saopštenje na konferenciji

**Pennings, S.** (2019). Blockchain application and outlook in the banking industry. In O. Havrylchuk & A. Beatty (Eds.), *Financial accounting in the banking industry*, 152-160. Spain: EAS.

#### Web stranice

**National Bank of Serbia.** (2023). *Statistics*. [https://www.nbs.rs/sr\\_RS/drugi-nivo-navigacije/statistika/](https://www.nbs.rs/sr_RS/drugi-nivo-navigacije/statistika/)

#### Teza

**Bill, J.** (2021). Competition, concentration and their relationship: An empirical analysis of the banking industry. PhD diss. University of Oxford.

#### Regulativa

**Zakon o porezu na dobit pravnih lica (godina);**

**Uredba (EU) br. 2019/2033 o bonitetnim zahtevima za investiciona društva (može se koristiti i skraćunica Uredba br. 2019/2033).**

#### Citiranje liste referenci:

**Srbija.** (godina). Naziv poreskog zakona Srbije (Broj službenog glasila/identifikator);

**Evropska unija.** (godina). Uredba (EU) br. [Broj Uredbe] od [Datum objavljivanja] o [Naslovu Uredbe]. Službeni list Evropske unije, [Broj sveske], [Raspon stranica].

**Uredba** (EU) br. 2019/2033 o bonitetnim zahtevima za investiciona društva, OJ L 314, 5.12.2019., str 1-63.

## ZAHVALNICA

Zahvalnicu sastaviti u poseban deo na kraju rada, posle liste referencu. Navode se pojedinci/institucije koji su pružili pomoć tokom istraživanja. Evo primera kako strukturirati i pisati priznanja i zahvalnice u radu:

„Ovaj rad je rezultat naučno-istraživačkog projekta, pod šifrom 241923 (Uvođenje izveštavanja o održivosti i upravljanja na Zapadnom Balkanu: Nova regulativa i usklađivanje sa standardima EFRAG-a) finansiranog od strane Evropske komisije i EFRAG-a.

## SUKOB INTERESA

Autori izjavljuju da ne postoje finansijske, profesionalne ili lične veze koji bi mogle dovesti do pristrasnosti u rezultatima ili interpretaciji ovog istraživanja.

## TABELE I GRAFIKONI

Sve tabele treba numerisati arapskim brojevima.

Tabele moraju biti kreirane unutar teksta rada, a ne preuzete u obliku slika iz drugih dokumenata. Tabele treba numerisati prema redosledu njihovog pojavljivanja. Naslovi tabele moraju se dati neposredno iznad svake tabele na koju se odnose. Koristite sledeći stil tokom njihovog formatiranja. Naslov tabele treba postaviti sa međuprostorom 6 pt - ispred i 3pt - posle, u fontu Times New Roman, veličina fonta 11, poravnanje Centrirano. Tekst u tabeli treba pisati fontom Times New Roman, veličine fonta 10. Podebljati tekst u naslovu. Izvor tabele treba da stoji ispod tela tabele (Times New Roman, 10 pt, Italic, levo poravnanje). Novi pasus započeti sa međuprostorom od 6 pt od izvora tabele ili beleške (posle). Kompletan tekst unutar ćelija tabele treba uneti u sledeći obrazac (paragraf - prored: pre/posle 0 pt, prored: jednostruki). U slučaju da se tabela prelama na sledećoj stranici, prelomljeni deo tabele na sledećoj stranici mora da bude praćen istim zaglavljem tabele.

Fusnote uz tabele treba da budu označene malim slovima (ili zvezdicama za vrednosti statističke značajnosti i druge statističke podatke) i uključene ispod tela tabele. Preporuka je da se sve slike, grafikone, itd. pošalju u elektronskom formatu.

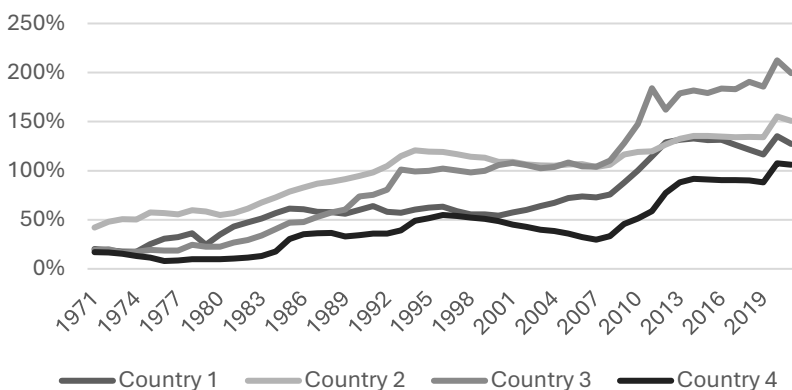
**Tabela 1. Naslov tabele**

	I	II	III	IV	V
2021	text	text	text	text	text
2022	text	text	text	text	text
2023	text	text	text	text	text

*Izvor: Navesti korišćeni izvor*

Slike, grafikoni, ilustracije, dijagrami, itd. moraju biti kreirani u specijalizovanom softveru ili skenirani i ubačeni u tekst. Rezolucija 300 dpi ili više, crno-bela tehnika za kvalitetan sadržaj štampe. Fotografije - skenirane sa visokim kontrastom. Naslov slike treba postaviti sa međuprostorom 6 pt ispred i 3pt posle, u fontu Times New Roman, veličina fonta 11, poravnanje Centrirano. Izvor treba navesti ispod slika, grafikona i šema (Times New Roman, 10pt, italic, levo poravnanje). Započeti nov pasus sa međuprostorom od 6 pt od izvora slike ili grafikona (posle).

**Grafikon 1. Normal distribution of frequencies**



*Izvor: Navesti korišćeni izvor*

## Author guidelines

### PAPER TITLE - USE CAPITAL LETTERS, CENTER, BOLD, TIMES NEW ROMAN, 12 pt

---

*First author Name and SURNAME (10 pt italic, center alignment),<sup>1</sup>*

*Second author Name and Surname (10 pt italic center alignment),<sup>2</sup>*

*Third author Name and Surname (10 pt italic, center alignment),<sup>3</sup>*

*\*Responsible author E-mail: (10 pt italic, center alignment)*

#### Abstract (bold)

Abstract should contain from 100 to 150 words. In the abstract, citations of other authors, abbreviations and mathematical formulas should be avoided.

Abstract is a summary of the entire article, written in one paragraph. It is desirable to include the objectives, methodology, key results, conclusions and recommendations for further research.

For writing, use Times New Roman, 10 pt

#### **Keywords:** (4-6)

*Keywords should reflect the main topics of the paper, and be frequently used in index databases when searching for works, Times New Roman, Italic, 10 pt*

**JEL:**([www.acaweb.org/jel/jel\\_c\\_lass\\_system.php](http://www.acaweb.org/jel/jel_c_lass_system.php)) /Times New Roman, Italic, 10 pt

Papers in Serbian should contain abstract and key words in both Serbian and English. An abstract of the same volume and with the same number of keywords in English should be placed after the list of references and attached at the end of the paper.

To achieve optimal formatting, the following paper structure is recommended:

---

<sup>1</sup> Name and surname, title, institution, address, telephone, e-mail, ORCID ID (<https://orcid.org/>)

<sup>2</sup> Name and surname, title, institution, address, telephone, e-mail, ORCID ID (<https://orcid.org/>)

<sup>3</sup> Name and surname, title, institution, address, telephone, e-mail, ORCID ID (<https://orcid.org/>)

## INTRODUCTION

Page setup: Format B5: width 182 mm, height 257 mm; Margins: top/bottom 22.9 mm, left/right 25.4 mm; Appearance: header 12.7 mm, footer 17.8 mm; Orientation: portrait.

The paper should be written in Serbian. We recommend writing in the third person singular or plural using the active form. Before submitting the paper, it is necessary to check the grammatical and spelling correctness of the text.

The length of the paper should be up to 36,000 text characters (with spaces) or up to 20 pages including text, figures, tables, list of references and appendices. Papers should not be shorter than 10 pages. Depending on the quality of the article, the Editorial Board can also accept longer works (over 20 pages, i.e. more than 36,000 characters). The paper must be written electronically, in MS Word 2003 or a newer version of this program.

The introduction is the first part of the article. Its purpose is to clearly state the research problem and to provide the reader with background information about the research. The Introduction should set the objectives of the paper, provide background in the scientific literature in order to better understand the context of the research. Avoid a detailed review of the literature as well as a summary of your results. Most of the Introduction should be written in the present tense.

Use Times New Roman, 11pt, spaces between paragraphs before 6pt, after 6pt.

Abbreviations and acronyms should be defined at their first appearance in the text, even if they were previously defined in the abstract. Do not use abbreviations in the title of the paper, unless they cannot be avoided.

Chapters/subheadings should be written in Times New Roman font, font size 11, bold, left alignment, space between subtitles and paragraphs before 12 pt, after 12 pt, without numbering. Use the writing style presented in this template:

- first **SUBTITLE** - left alignment, capital letters, bold, font size 11pt, space between paragraphs before 12 pt, after 12 pt.
- second **Subtitle** - Left alignment, only the first letter capital, font size 11pt, bold, space between paragraphs before 12 pt, after 12 pt.
- third *Subtitle* - Alignment to the left, only the first letter is capitalized, font size 11pt, italics (*italic*), space between paragraphs (before 12 pt, after 12 pt).

## LITERATURE REVIEW

The literature review should identify and explain basic concepts and theories relevant to the research being conducted. It is necessary to mention key authors and papers that influenced the research or those that were used as a basis for the research. The literature review should contain the results and findings of relevant research related to the analyzed topic, a description of the methodology used in the studied articles and limitations in the existing literature.



## METHODOLOGY

In this part of the paper, it is necessary to describe in detail the methodology used in the research in a clear and precise way, with enough detail, in order to provide a basis for replicating the research on another sample, another time period or using similar estimation methods. Methods that have already been used in previous research should be indicated by reference.

For equations and formulas, use the equation editor (Insert/Equation) in the Microsoft Word program or the MathType equation ([www.mathtype.com](http://www.mathtype.com)). Check that all symbols within equations/formulas are defined and visible. Equations should be written in italics, numbered in brackets in the right margin, with one line of space above and below, as indicated below:

$$B_t = \sum_{i=1}^{+\infty} \rho^i E_t(R_{t+i} - G_{t+i}) \quad (1)$$

## RESULTS

The presentation of the results should serve as a basis to confirm or reject the goals/hypotheses from which the research started. The results should be clearly and concisely presented. Results must be written in the past tense.

## DISCUSSION

The discussion begins with an interpretation of the main results of the research. Along with a detailed analysis of the most important results, it is necessary to compare the obtained results with the findings of other relevant research. The identification of similarities, differences and consistency in the obtained results in relation to the results of other authors enables a clear determination of the scientific contribution of the work. Within the discussion, it is possible to include a short synthesis of the relevant literature. In the event that unexpected or counterintuitive results are identified, an explanation should be provided regarding the factors that may have influenced the results. The discussion should include the broader implications of the obtained results in the context of the research area, as well as the limitations or potential weaknesses of the research that could affect the reliability or applicability of the results.

## CONCLUSION

In conclusion, a summary of the most important findings and their implications presented in the paper should be given. Conclusions should be clearly formulated and reflect the key points of the work. Within the conclusion, it is desirable to propose guidelines for future research that would build on the presented article.

## LITERATURE

At the end of the paper, a list of used literature should be provided, in alphabetical order, with alignment, size 10 pt, according to the APA (American Psychological Association) reference style.

Authors should cite relevant literature, ideally papers from prestigious indexed journals such as the JCR list. References should include the most recent findings published within the previous 5 years. The paper should contain from 20 to 40 references. The list of references should only contain references that are cited in the text.

For in-text citation, use the following format:

- 1) For the paper: Last name of the author, year of publication (e.g. *Jung and Myers, 2022*). If there are more than two authors (*Pennings et al., 2021*).
- 2) For the law: *Law on corporate income tax (year)*;
- 3) For the regulation: *Regulation (EU) no. 2019/2033 on creditworthiness requirements for investment companies (the abbreviation Regulation No. 2019/2033 can also be used)*.

### *Examples of references by sort*

#### *Journal article*

**Talani, L. S.** (2015). The challenges and countermeasures of blockchain in finance and economics. *Journal of Balkan and Near Eastern Studies*, 17:4, 353-372.

**Gärtner, M., Griesbach, B., & Jung, F.** (2011). PIGS or Lambs? The European Sovereign Debt Crisis and the Role of Rating Agencies. *Int Adv Econ Res* 17, 288–299.

#### *Book*

**Damodaran, A.** (1987). *Corporate Finance: Theory and Practice*. Wiley.

#### *Book chapter*

**Shaffer, C.** (2009). Competition in the US banking industry? In Resource and market-based determinants of performance in the U.S. banking industry, ed. Ihsan Isik and Kabir Hassan, 123–152. Washington Press.

#### *Conference report*

**Pennings, S.** (2019). Blockchain application and outlook in the banking industry. In O. Havrylychuk & A. Beatty (Eds.), *Financial accounting in the banking industry*, 152-160. Spain: EAS.

#### *Web page*

**National Bank of Serbia.** (2023). *Statistics*. [https://www.nbs.rs/sr\\_RS/drugi-nivo-navigacije/statistika/](https://www.nbs.rs/sr_RS/drugi-nivo-navigacije/statistika/)

### *PhD thesis*

**Bill, J.** (2021). Competition, concentration and their relationship: An empirical analysis of the banking industry. PhD diss. University of Oxford.

### *Regulations*

**Law on Profit Tax of Legal Entities (year);**

**Regulation (EU) no. 2019/2033** on creditworthiness requirements for investment companies (the abbreviation Regulation No. 2019/2033 can also be used).

### *Citiranje liste referenci:*

**Serbia.** (year). Name of the tax law of Serbia (Number of official gazette/identifier);

**European Union.** (year). Regulation (EU) no. [Regulation Number] of [Date of Publication] on [Title of Regulation]. Official Journal of the European Union, [Volume number], [Page range].

**Regulation (EU) no. 2019/2033** on creditworthiness requirements for investment companies, OJ L 314, 5 December 2019, pp. 1-63.

## **ACKNOWLEDGMENTS**

Write the acknowledgment in a separate section at the end of the work, after the list of references. Individuals/institutions that provided assistance during the research are listed. Here are examples of how to structure and write acknowledgments in the paper:

"This work is the result of a scientific research project, code 241923 (Introduction of sustainability reporting and management in the Western Balkans: New regulation and alignment with EFRAG standards) funded by the European Commission and EFRAG."

## **CONFLICT OF INTEREST**

The authors declare that there are no financial, professional or personal relationships that could lead to bias in the results or interpretation of this research.

## **TABLES AND GRAPHS**

All tables should be numbered with Arabic numerals.

Tables must be created within the text of the paper, and not taken as images from other documents. Tables should be numbered according to the order of their appearance. Table titles must be given immediately above each table to which they refer. Use the following style when formatting them. The title of the table should be placed with an intermediate space of 6 pt - before and 3 pt - after, in Times New Roman font, font size 11, alignment Centered. The text in the table should be written in Times New Roman font, font size 10. Bold the text in the title. The source of the table should be below the body of the table (Times New Roman, 10 pt, Italic, left alignment). Start a new paragraph with 6 pt spacing from the source of the table or note (after). The complete text inside the table cells should be entered in the following

form (paragraph - spacing: before/after 0 pt, spacing: single). In case the table breaks on the next page, the broken part of the table on the next page must be followed by the same table header.

Footnotes in tables should be indicated in lowercase letters (or asterisks for statistical significance values and other statistical data) and included below the body of the table. It is recommended that all images, graphs, etc. sent in electronic format.

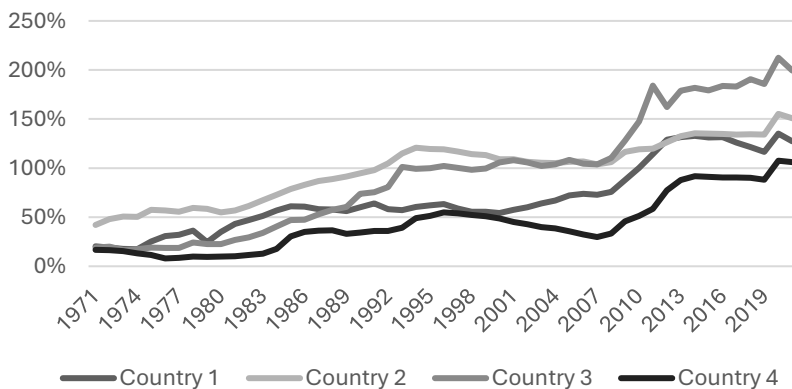
**Table 1. Table title**

	I	II	III	IV	V
2021	text	text	text	text	text
2022	text	text	text	text	text
2023	text	text	text	text	text

*Source: Specify the source*

Images, graphs, illustrations, diagrams, etc. must be created in specialized software or scanned and inserted into the text. Resolution 300 dpi or more, black and white technique for quality print content. Photos - scanned with high contrast. The title of the image should be placed with a space of 6 pt before and 3 pt after, in Times New Roman font, font size 11, alignment Centered. The source should be cited below the figures, graphs and diagrams (Times New Roman, 10pt, italic, left alignment). Start a new paragraph with 6 pt spacing from the image or chart source (after).

**Graph 1. Normal distribution of frequencies**



*Source: Specify the source*

CIP - Каталогизacija у публикацији Народна библиотека Србије, Београд

336(497.1)

**FINANSIJE:** časopis za teoriju i praksu  
finansija = Finance : journal for the theory and  
practice of finance / glavni urednik Dejan Erić  
. - God. 1, br. 1 (1946)- . - Beograd : Ministarstvo  
finansija Republike Srbije : Beogradska bankarska  
akademija, Fakultet za bankarstvo, osiguranje  
i finansije, 1946- (Beograd : Štamparija  
Ministarstva finansija Republike Srbije). - 24cm

Godišnje. - Drugo izdanje na drugom medijumu:  
Finansije (Online) = ISSN 3009-4305  
ISSN 0015-2145 = Финансије  
COBISS.SR-ID 36631



# FINANSIJE

4-6