

# EKONOMSKE POSLJEDICE PRILJEVA INOZEMNOG KAPITALA NA HRVATSKO GOSPODARSTVO \*

Nora MUSTAĆ\*\*

*Hrvatska se, kao i većina tranzicijskih zemalja, pri prijelazu s planske na tržišnu ekonomiju suočila s padom zaposlenosti i opadanjem proizvodnje. U tom se procesu Hrvatska nastojala ekonomski oporaviti privlačeći inozemni kapital jer zbog niske razine štednje nije mogla samostalno financirati investicije. Međutim, ekonomska tranzicija bila je praćena ratnim zbivanjima i lošom institucionalnom prilagodbom, koji su utjecali na to da su, u tom početnom razdoblju hrvatske samostalnosti, inozemne investicije bile na relativno niskoj razini. Unatoč niskoj razini inozemnih investicija devedesetih godina, Hrvatska neprekidno, od svoje samostalnosti, bilježi suficit na financijskom računu kao posljedicu većeg ulaganja iz inozemstva u odnosu na to koliko hrvatski ulagači ulažu u inozemstvo. Posebno su značajne 2000-ih godine u kojima je zabilježen najveći priljev stranog kapitala. Stoga će se u radu analizirati imaju li inozemna izravna ulaganja utjecaj na bruto domaći proizvod, bruto domaći proizvod po stanovniku i zaposlenost, te postoji li povratna veza. Osim navedenih činjenica koje uključuju povijesni pregled priljeva inozemnog kapitala u Hrvatsku, te njegov utjecaj na hrvatsko gospodarstvo, ovaj rad će se baviti i analizom strukture priljeva. Analizirajući strukturu priljeva kapitala, uočava se da najveći dio inozemnog kapitala koji se ulaže u Hrvatsku čine dužnički tokovi kapitala. Nadalje, u radu će se naglasiti i položaj Hrvatske kao male otvorene ekonomije, ovisne o razmjeni s inozemstvom i podložne ekonomskim gibanjima zemalja u okruženju.*

---

\* Ovaj rad sufinancirala je Hrvatska zaklada za znanost projektom 7031

\*\* Nora Mustać, mag. oec., Sveučilište u Zagrebu, Ekonomski fakultet  
(E-mail: nmustac@efzg.hr)

## 1. UVOD

Cilj ovoga rada jest procijeniti učinke financijske i trgovinske liberalizacije Hrvatske u procesu tranzicije, te posebice post-tranzicije, kada hrvatsko gospodarstvo ostvaruje veću povezanost s europskim gospodarstvom, posebice nakon ulaska u Europsku uniju. Pri prijelazu iz planske u tržišnu privredu (uvjetno rečeno), devedesetih godina dolazi do liberalizacije tržišta, što za sobom povlači i pozitivne i negativne posljedice. Liberalizacija je omogućila jače trgovinske veze s inozemstvom, priljev stranog kapitala, ali i jači utjecaj inozemnih kretanja na hrvatsko gospodarstvo, te jačanje uvoza roba na štetu domaće proizvodnje.

Tijekom devedesetih i dvije tisućitih godina izravna inozemna ulaganja bilježe kontinuirani rast, te tako postaju jednim od najvažnijih pojedinačnih izvora financiranja zemalja u procesu tranzicije. Osim toga, izravna inozemna ulaganja u tranzicijskim zemljama, pa tako i Hrvatskoj, najvećim su dijelom posljedica privatizacije državnog portfelja, a manjim dijelom *greenfield* ulaganja. Važna je i činjenica da je međunarodno kretanje kapitala u odnosu na kretanje roba u suvremenim ekonomijama sve značajnije. Ukupni priljevi kapitala u neku zemlju dijele se na tri oblika – *portfolio* investicije, ostala inozemna ulaganja i izravne strane investicije. U ovom radu bavit ćemo se izravnim stranim investicijama kao najvažnijim oblikom ukupnog priljeva kapitala.

Snažan rast financijskih tokova posljedica je razvoja institucionalnih investitora, umreženosti svjetskih financijskih tržišta i globalizacije. Globalizacija je omogućila optimiziranje portfelja na globalnome financijskom tržištu, dok je prijelaz iz socijalističko - planske privrede na tržišnu potaknuo potražnju za inozemnim izravnim ulaganjima, koja su bila važan instrument za ubrzanje povećanja učinkovitosti poduzeća putem unaprjeđivanja tehnologije i prijenosa novih znanja. Kapital koji otežava razvoj dolazi u obliku dužničkih instrumenata i odnosi se na transakcije vezane uz financiranje izdavanjem obveznica, službeno pozajmljivanje i financiranje zaduživanjem kod banaka, a drugi oblik kapitala koji potiče rast jest vlasnički i odnosi se na izravna strana ulaganja i *portfeljna* ulaganja u vlasništvo poduzeća. Stoga će se u ovom radu istraživati upravo priroda nastajanja izravnih stranih ulaganja jer se kroz povezanost takvih ulaganja s privatizacijskom strategijom zemlje očituje uspjeh liberalizacije tržišta kapitala karakterističan za tranzicijske zemlje poput Hrvatske. Razlog zbog kojeg Hrvatska, kao i većina tranzicijskih zemalja, nije mogla računati na izravnu ekonomsku pomoć institucija jest činjenica da je bila prezadužena. Stoga se uloga stranih izravnih investicija postavila kao ključan kanal priljeva sredstava u Hrvatsku, ali i ostale tranzicijske zemlje.

Međutim, model privatizacije doveo je do rezultata suprotnih od očekivanih. Ovakav model davao je prednost trgovini, uvozu i potrošnji, a zapostavljao proizvodnju, zaposlenost i izvoz.

## 2. MALA OTVORENA EKONOMIJA

Hrvatska je malo otvoreno gospodarstvo koje karakterizira otvorenost tržišta, a takva su gospodarstva osjetljiva na zbivanja u inozemstvu, odnosno inozemne šokove. Otvorenost predstavlja intenzivno trgovanje s ostatkom svijeta i aktivnost na međunarodnim financijskim tržištima, a stupanj otvorenosti pratimo analizirajući tekući i financijski račun platne bilance putem kojih šokovi iz inozemstva djeluju na domaće gospodarstvo. S obzirom da se radi o malom gospodarstvu jer hrvatsko gospodarstvo jest malo, ono nema utjecaj na svjetska ekonomska zbivanja odnosno svjetske cijene, inozemne kamatne stope ni međunarodne tokove kapitala (Andabaka et al., 2016.). Osim što je mala otvorena ekonomija, Hrvatska je (bila) i tranzicijska zemlja, a kod tranzicijskih zemalja međugranični tokovi kapitala igraju važnu ulogu. Glavni načini priljeva privatnog kapitala jesu izravna inozemna ulaganja (*Foreign direct investment* – FDI), ali važnu ulogu imaju i *portfolio* investicije, posebice kod dolaska banaka u tranzicijskim zemljama (Mora et al., 2002.). Izravna inozemna ulaganja obuhvaćaju aktivnosti investiranja nekog poduzeća izvan granica zemlje u kojoj se nalazi sjedište tvrtke i u kojoj se donose ključne odluke, točnije, direktnom stranom investicijom smatra se izlazak neke tvrtke na strana tržišta putem zajedničkih ulaganja ili osnivanjem vlastite tvrtke u inozemstvu (Sisek, 2005.). Inozemna izravna ulaganja razlikuju se od drugih oblika priljeva privatnog kapitala iz inozemstva po trajnom interesu i aktivnom sudjelovanju investitora u procesu upravljanja poduzećem. Inozemna izravna ulaganja mogu se podijeliti na ona koja stvaraju novu proizvodnu imovinu ili *greenfield* investicije i na ona koja se odnose na kupnju postojećih postrojenja ili preuzimanja kontrole u već postojećim poduzećima ili *brownfield* investicije (Babić, Pufnik i Stručka, 2001.). S obzirom da je Hrvatska mala otvorena ekonomija koja ne može utjecati na globalne tržišne promjene, potrebno je da u jeku globalizacije pronađe svoj put i pretvori globalna kretanja u svoju korist. U tom smislu potrebno je da otvorenost gospodarstva bude politika putem koje će se poticati domaći rast i razvoj, a ključni kanal kroz koji će kapital pritjecati u našu zemlju jesu inozemna izravna ulaganja (Bilas i Franc, 2006.).

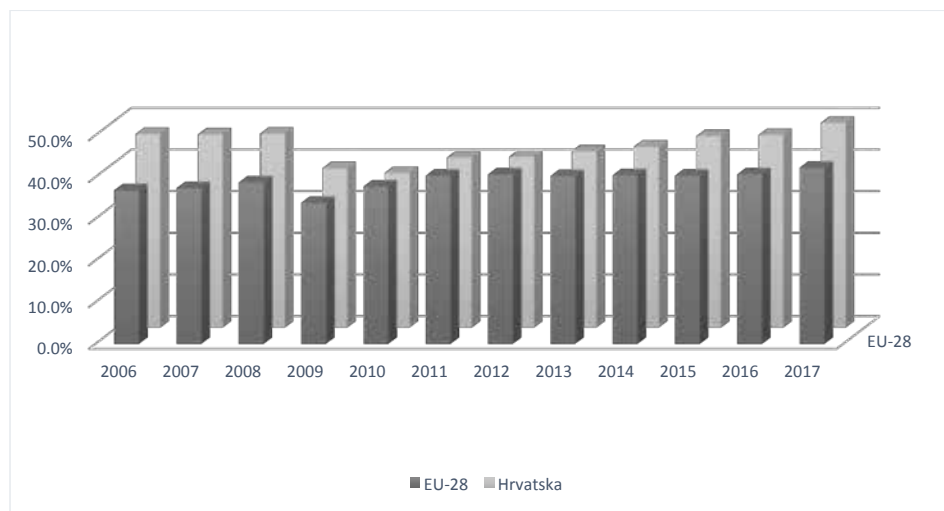
Priljev kapitala iz inozemstva vrši pritisak na aprecijaciju tečaja kune i na taj način smanjuje konkurentnost hrvatskog izvoza, dok uvoz čini jeftinijim.

Rezultat je rast uvoza i smanjenje izvoza, te deficit na tekućem računu platne bilance. Na taj način stvara se *začarani krug* jer deficit tekućeg računa platne bilance djeluje na devizni tečaj, novčanu masu, bruto domaći proizvod, relativne cijene, kamatnu stopu, nezaposlenost i ostale makroekonomske varijable. Osim toga, priljev inozemnog kapitala nije se koristio za investicijske projekte poput ulaganja u sektor međunarodno razmjenjivih dobara već uglavnom za financiranje potrošnje i ulaganja u sektore koji nisu izloženi međunarodnoj konkurenciji. Stoga inozemna ulaganja nisu dovela do porasta izvoza i prihoda kojima bi se servisirali dugovi, već je došlo do rasta kupovne moći i porasta potrošnje (Andabaka et al., 2016.). Također, posljedica izravnih inozemnih ulaganja može biti i pogoršanje na tekućem računu platne bilance, ako poduzeća nastala izravnim inozemnim ulaganjem neto uvoze iz svojih centara iz inozemstva ili zbog računa dohotka, ako poduzeća zadržavaju dobit. Međutim, smatra se kako inozemna izravna ulaganja imaju pozitivan učinak na zaposlenost, vanjsku trgovinu i investicije (Babić, Pufnik i Stručka, 2001.). Krupni gospodarski problemi koji su se pojavili osamostaljivanjem Hrvatske i uslijed ratnih zbivanja mogli su se razriješiti jedino jasnom strategijom ekonomskog razvoja. Međutim, strategije nije bilo, a model koji su preporučili Međunarodni monetarni fond i Svjetska banka, a koji su za cilj imali uredno vraćanje dugova, stabilne cijene i tečaj, odnosili su se na tvrda budžetska ograničenja i liberalizaciju ekonomskih odnosa. Međutim, zanemario se razvoj i većina se ekonomskih tokova prebacila iz materijalne sfere u financijsku te je došlo do visoke uvozne ovisnosti Hrvatske (Sisek, 2005.).

Hrvatska je program stabilizacije izvršila 1993. godine i od tada se cijene i tečaj države stabilnima, te 1995. godine dolazi do snažnijeg rasta plaća i državnih troškova koji su djelovali negativno na cijene izvoznih dobara, snižavajući konkurentnost hrvatskih proizvoda na stranim tržištima. Međutim, postojali su i drugi problemi koji su onemogućavali i usporavali restrukturiranja poduzeća, a to se ponajprije odnosi na loše zakonodavstvo i regulativu, te nedostatak transparentnosti u privatizacijskom procesu. U tom je razdoblju domaća proizvodnja djelomično supstituirana uvoznim dobrima, a taj se trend nastavio i u sljedećim razdobljima (Vukšić, 2006.). Liberalizacija tržišta omogućila je jače trgovinske veze s inozemstvom, priljev stranog kapitala, ali je omogućila i jači utjecaj inozemnih kretanja na hrvatsko gospodarstvo, te jačanje uvoza roba na štetu domaće proizvodnje. Stoga će se na *Grafikonu 1* posebno analizirati udio uvoza u bruto domaćem proizvodu u Hrvatskoj u razdoblju od 2006. do 2017. godine, te će se usporediti s prosjekom EU-28 za isto promatrano razdoblje. Na taj način može se zaključiti kako je Hrvatska visoko uvozno orijentirana zemlja.

Kao što je vidljivo na *Grafikonu 1*, u Hrvatskoj uvoz dobara i usluga u 2017. godini čini 49,1% (Eurostat, 2018.). S obzirom na značajan udio uvoza u bruto domaćem proizvodu, ostvaruje se kanal putem kojeg šok iz inozemstva može utjecati na domaće gospodarstvo. Stoga promjena uvjeta uvoza ili rast uvoznih cijena mogu značajno utjecati na domaće gospodarstvo. Ukoliko usporedimo prosječni razinu uvoza dobara i usluga u 2017. godini u 28 zemalja Europske unije i Hrvatske, lako se uočava da je Hrvatska značajno iznad prosjeka EU 28 (*Grafikon 1*). Ako analiziramo hrvatsko gospodarstvo u posljednjih 12 godina, vidimo da postoji trend sve veće uvozne ovisnosti.

*Grafikon 1. Udio uvoza dobara i usluga u BDP-u u razdoblju od 2006. do 2017. godine za Hrvatsku i EU-28*



*Izvor:* obrada autora prema podacima Eurostata (2018.)

Visok udio uvoza u bruto domaćem proizvodu stvara deficit tekućeg računa koji se pokriva suficitom na financijskom računu, odnosno rast deficita na tekućem računu praćen je rastom suficita financijskog računa. Deficit tekućeg računa platne bilance posljedica je ne-konkurentnosti hrvatskog gospodarstva na međunarodnom tržištu. Deficit tekućeg računa nije bio značajan do 2004. godine, nakon čega snažno raste jer građani i poduzeća povećanu potrošnju financiraju kreditima i investicijama iz inozemstva. U 2009. godini situacija se mijenja – zbog pada bruto domaćeg proizvoda pada i uvoz (Andabaka et al., 2016.). Oporavkom bruto domaćeg proizvoda situacija se mijenja i uvoz

ponovno počinje jačati. Osim kroz uvoz, inozemni šokovi mogu na malu otvorenu ekonomiju utjecati i kroz izvoz. Međutim, cilj ovog rada jest analiza priljeva inozemnog kapitala, odnosno analiza financijskog kanala putem kojeg inozemni šokovi potencijalno utječu na domaće gospodarstvo. U kontekstu toga, analizirat će se utjecaj izravnih inozemnih ulaganja na zaposlenost, bruto domaći proizvod i bruto domaći proizvod po stanovniku.

Analiza Hrvatske kao male otvorene ekonomije uključuje i činjenicu da Hrvatsku ekonomiju karakterizira visoka *eurizacija* koja je posljedica visoke zaduženosti u stranoj valuti euru, a njene posljedice na hrvatsko gospodarstvo ponajviše se očituju u činjenici da bi deprecijacija valute, koja bi uvelike doprinijela izvozu, imala snažan redistribucijski učinak od dužnika prema kreditorima (Vukšić, 2006.).

Čimbenici atraktivnosti Hrvatske kao zemlje primatelja izravnih inozemnih ulaganja ponajviše se odnose na konkurentnost hrvatskog gospodarstva koje je u odnosu na ostale srednjoeuropske tranzicijske zemlje umjereno konkurentno. Hrvatska je brojem stanovnika mala zemlja, slabijeg prosječnog realnog rasta BDP-a, visoke nezaposlenosti, s umjerenim akumuliranim priljevom inozemnih ulaganja i niskom inflacijom (Babić, Pufnik i Stručka, 2001.). Izravna inozemna ulaganja smatraju se jednim od osnovnih kanala kojima zemlje u razvoju dobivaju pristup najmodernijim tehnologijama koje omogućuju gospodarski rast i razvoj zemlje u koji dolaze. No, uz sve pozitivne čimbenike koje izravna inozemna ulaganja mogu donijeti u zemlju primatelja, treba procijeniti i potencijalne društvene troškove koji se mogu pojaviti.

### **3. PRILJEV INOZEMNOG KAPITALA**

Financijski račun platne bilance bilježi financijske transakcije, odnosno ulaz i izlaz novca u različitim oblicima između rezidenata i ne-rezidenata unutar jedne zemlje. Štednja seli iz zemalja s viškom štednje u zemlje kojima treba kapital i stoga zemlje, koje nastoje privući inozemni kapital, nude visoke prinose na isti. Veći prinosi na štednju privlače strane investitore u tranzicijske zemlje poput Hrvatske kojima je on potreban za ekonomski rast i razvoj.

Počeci priljeva inozemnih izravnih ulaganja u Hrvatskoj zabilježeni su u pred-tranzicijskom razdoblju krajem osamdesetih godina, kada su međunarodni ekonomski odnosi bili pod državnom kontrolom i dominiralo je državno financiranje. Privatne inozemne investicije bile su rijetke, a situacija se mijenja početkom devedesetih godina. Međutim, ratna su zbivanja uzrokovala nesigurno ozračje za privlačenje investicija (Bilas i Franc, 2006.). Prije svega valja

istaknuti kako je Hrvatska bila jedna od razvijenijih zemalja na Balkanu prije tranzicije. Tako je Hrvatska, uz Sloveniju, zbog visoke razine ekonomskog razvoja i veza sa zemljama Zapada po pitanju međunarodne trgovine, pa čak i stranih investicija, u osamdesetim godinama ostvarila neku početnu prednost u odnosu na zemlje u regiji, odnosno zemlje bivše Jugoslavije, Rumunjsku i Bugarsku. Međutim, hrvatski proces tranzicije u Hrvatskoj pratila su ratna zbivanja, što je dodatno otežalo proces priljeva inozemnog kapitala jer Hrvatska u takvoj situaciji nije predstavljala sigurno ulaganje. Kao posljedicu takvog stanja, Hrvatska bilježi značajniji priljev inozemnih ulaganja tek nakon 1996. godine, kada se ekonomska i politička situacija stabilizirala (Brada, Kutan i Yigit, 2006.). Financijski potencijal Hrvatske početkom devedesetih godina bio je slab, te je trebalo doći do većeg i kontinuiranog priljeva stranih sredstava. U tom kontekstu dva su osnovna izvora priljeva stranih sredstava – prvi su međunarodne financijske institucije, a drugi su pojedinačni strani investitori. Pojedinačni strani investitori plasiraju svoja sredstva putem izravnih inozemnih ulaganja, *portfolio* ulaganja i ostalih investicija ili inozemnih kredita. Naravno, ovisno o vrsti priljeva, ovisi i utjecaj takve investicije na ekonomski rast i gospodarstvo u koje one pristižu. U tranzicijskim zemljama izravne strane investicije čine više od polovice bruto priljeva kapitala (Sisek, 2005.). Stoga će se u nastavku rada analizirati najvećim dijelom priljev izravnih inozemnih ulaganja kao najznačajnijeg segmenta priljeva kapitala, te će se pokazati njegov utjecaj na bruto domaći proizvod, bruto domaći proizvod po stanovniku i zaposlenost kao ključne pokazatelje gospodarskog rasta neke zemlje.

Inozemna izravna ulaganja (FDI) nastaju kada rezident jedne zemlje postane vlasnikom 10 ili više posto nekog poduzeća u drugoj zemlji. FDI se mogu podijeliti na izravna inozemna ulaganja koja stvaraju novu proizvodnu imovinu (*greenfield*) i na ona koja se ulažu u već postojeću proizvodnu imovinu ili nastaju privatizacijom (*brownfield*). Inozemna izravna ulaganja postaju predmetom analize ekonomskih analitičara u tranzicijskim zemljama sredinom devedesetih godina, kada počinje prodirati u zemlje Srednje i Istočne Europe. Stoga se počinje analizirati njihov učinak na rast gospodarstva primatelja, učinkovitost gospodarstva i životni standard građana. Inozemni kapital putem izravnih inozemnih ulaganja u Hrvatsku počinje znatnije ulaziti tek 1996. godine (Babić, Pufnik i Stručka, 2001.). Investicije, pa tako i izravna inozemna ulaganja, ovise o očekivanju investitora hoće li mu se investicija isplatiti, odnosno kolike su stope povrata na ulaganje. Stoga je politička stabilnost ključna da bi se stvorilo potencijalno privlačno ulaganje za strane investitore. Postoje dva temeljna rizika u kontekstu političke stabilnosti s kojima se investitor susreće, a to su domaća nestabilnost ili ratni sukob koji umanjuje profita-

bilnost poslovanja u ratom zahvaćenoj zemlji, i utjecaj političke nestabilnosti na domaću valutu što smanjuje vrijednost imovine i prinosa od investicije, kao i budućih profita od investicije (Brada, Kutan i Yigit, 2006.).

U razdoblju nakon osamostaljenja, Hrvatska se našla u jako teškom ekonomskom položaju, točnije, Hrvatska je istovremenom prolazila i kroz ekonomsku i kroz političku tranziciju, a uz to je bila pogođena i ratom. Gospodarstvo je vapilo za restrukturiranjem, a ekonomska kriza samo se nastavila na onu iz osamdesetih godina. Trebalo je intenzivirati investicijske projekte i omogućiti rast potrošnje. Proces liberalizacije hrvatskoga gospodarstva obilježila je visoka nezaposlenost i inflacija, te pad industrijske proizvodnje. U takvoj ekonomskoj situaciji razina štednje je bila niska, stoga se investicije nisu mogle financirati iz domaćih izvora štednje, već su se (potencijalno) financirale stranim izvorima, a njih je trebalo privući. Investicijski su se projekti privlačili višim stopama povrata u odnosu na razvijene zemlje, a time i većom mogućnošću za špekulacijom. Može se zaključiti kako inicijalno otvaranje hrvatskoga tržišta stranim tokovima nije rezultiralo značajnijim interesom stranih ulagača u početnom tranzicijskom razdoblju devedesetih godina. U tom su razdoblju najveći dio stranih investicija ostvarile Mađarska, Poljska, Češka i Slovačka, koje su imale privilegirani pristup na međunarodnim financijskim tržištima. U te je zemlje priljev stranih investicija bio najveći i one su apsorbirale oko 90% inozemnih izravnih ulaganja, izvršenih u cijelu Srednju i Istočnu Europu. Od zemalja jugoistočne Europe, Hrvatska se ističe po relativno visokom iznosu inozemnih izravnih ulaganja. Međutim, unatoč toj visokoj razini, izostao je pozitivan učinak na domaće gospodarstvo (Bilas i Franc, 2006.).

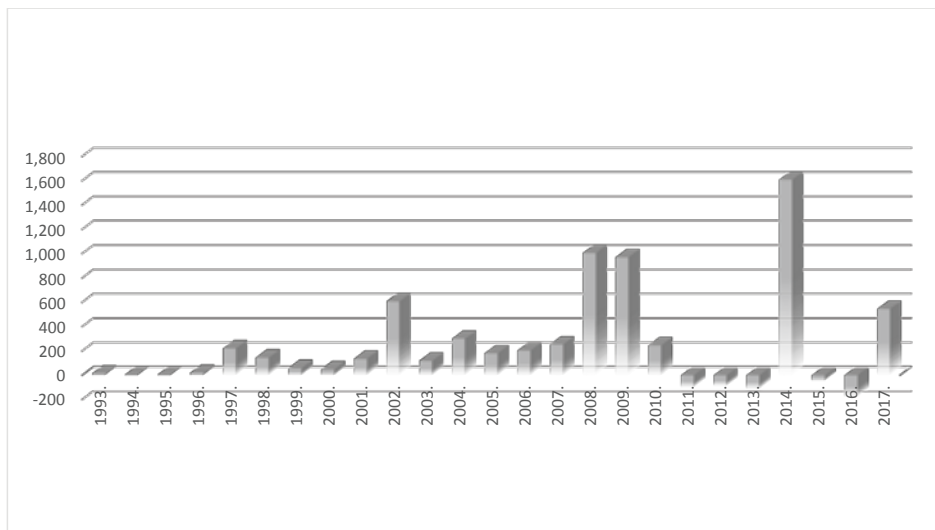
Hrvatska se početkom devedesetih godina počela otvarati, a priljev stranoga kapitala utjecao je na povećanu potražnju za kunama i aprecijacijskih pritisaka na tečaj. Osim toga, glavna karakteristika stranih ulaganja je da se radi o spajanju i preuzimanju, uglavnom u financijskom sektoru i sektoru turizma, a ne o izgradnji novih poduzeća. Takav način ulaganja nije doveo do porasta proizvodnje već samo do porasta kreditiranja i dohotka. Osim toga, ako se razmatra struktura priljeva, većina inozemnog kapitala dolazi u obliku inozemnih kredita. Takav oblik kapitala naziva se dužničkim i utječe na rast vanjskoga duga. Dužnički kapital rastao je do krize 2008. godine, a nakon toga, kao posljedica financijske krize, dolazi do pada priljeva inozemnog kapitala (Andabaka et al., 2016.).

Izravna inozemna ulaganja najbolji su pokazatelj priljeva kapitala u neku zemlju. Iz *Grafikona 2* vidljivo je da inozemni kapital putem inozemnih izravnih ulaganja (*Foreign Direct Investments – FDI*) počinje znatnije pritijecati tek od 1996. godine. Bilježi se rast s 20,6 milijuna eura u 1996. godini na 220,7



milijuna eura u 1997. godini. Priljev kapitala u devedesetim godinama općenito karakterizira nepostojanje konstantne dinamike, što se ponajviše odnosi na neznatne iznose inozemnih izravnih ulaganja početkom devedesetih, što je posljedično dovelo do neuspješnosti tranzicije i ekonomskog nazadovanja. S druge strane, zemlje poput Češke, Mađarske i Poljske bilježe snažan priljev inozemnih izravnih ulaganja devedesetih godina, za razliku od zemalja Balkana, pa tako i Hrvatske. Razlog tome je povezanost Češke, Poljske i Mađarske sa zemljama Zapadne Europe i prije tranzicije, a koje im je tijekom tranzicije omogućilo lakše priljeve kapitala. Međutim, i kod njih su vidljive oscilacije u priljevima izravnih stranih ulaganja. Razlog takvim oscilacijama priljeva posljedica je međunarodnih spajanja i akvizicije koje pak ovise o tržišnim fluktuacijama (Brada, Kutan i Yigit, 2006.). Stoga je važno naglasiti koliki utjecaj inozemna izravna ulaganja imaju na uspješnost tranzicije i ekonomski rast neke zemlje. Posebno je vidljiv snažniji priljev inozemnih izravnih ulaganja u Hrvatsku u razdoblju političke stabilnosti. Nakon rasta u 1996. i 1997. godini, dolazi do pada inozemnih izravnih ulaganja u razdoblju od 1998. do 2000. godine. Situacija se ponovo popravlja u 2000-im godinama, a vrhunac dostiže u 2008. godini (1 milijarda i 6 milijuna eura). Nakon toga, bilježi se slabiji pad u 2009. godini (970,6 milijuna eura) i osjetni pad 2010. godine (245,4 milijuna eura). Od 2011. do 2016. godine zabilježena su negativna inozemna izravna ulaganja u vrijeme financijske krize, s izuzetkom 2014. godine, kada su inozemna izravna ulaganja iznosila 1 milijardu i 600 miliona eura. Naznake oporavka vidljive su od 2017. godine, za koju preliminarni podatci ukazuju da su inozemna izravna ulaganja iznosila 545,5 milijuna eura.

Grafikon 2. Izravna strana ulaganja u Hrvatsku u razdoblju od 1993. do 2017<sup>1</sup>. godine



Izvor: Obrada autora prema statističkim podacima Hrvatske narodne banke (objavljeno: 15.6.2015.; ažurirano: 10.4.2018. Web:<https://www.hnb.hr/statistika/statisticki-podaci/sek-tor-inozemstva/inozemna-izravna-ulaganja>)

Konačno, možemo zaključiti kako je razdoblje od 2000. do 2009. godine bilo razdoblje najvećeg ekonomskog rasta, a ostaje pitanje je li se takav ekonomski rast ostvario zahvaljujući inozemnom kapitalu ili se uzrok treba tražiti negdje drugdje.

Izravna strana ulaganja predstavljaju najvažniji oblik međunarodne poslovne aktivnosti na globalnoj razini, stoga je za tranzicijske zemlje posebno važna analiza inozemnih izravnih ulaganja i njihov utjecaj na gospodarstvo (Ivanović, 2015.). Međutim, svakako valja napomenuti da su one zemlje, koje su imale uspješan model privatizacije i koje su provele strukturne reforme, imale veći priljev stranih investicija. Točnije, postoji izravna veza između povjerenja investitora i poslovnog okruženja, odnosno, s rastom povjerenja investitora u mogućnosti poslovnog okruženja za izravne investicije, raste i njihov priljev (Sisek, 2005.).

<sup>1</sup> Podatci za 2017. godinu su preliminarni

#### 4. STRUKTURA PRILJEVA

U razdoblju od 1993. do 2015. godine glavnina izravnih inozemnih ulaganja ušla je u neproizvodne sektore, a najveći udio investicija odnosi se na financijsko posredovanje odnosno na dokapitalizaciju domaćih banka u stranom vlasništvu. U prerađivačku industriju uloženo je tek 19% ukupnih inozemnih izravnih ulaganja, stoga nema ni pozitivnih učinaka od inozemnih stranih ulaganja jer nema veće zaposlenosti, produktivnosti i ekonomskog rasta. Investicije su uglavnom bile iz *Eurozone*, što pokazuje dobru integriranost Hrvatske u europske financijske tokove, ali čini našu zemlju podložnu šokovima iz Europske unije. U razdoblju od 1993. godine do 2006. godine najviše inozemnih izravnih ulaganja bilo je iz Austrije, 26% i iz Njemačke, 17% (Bilas i Franc, 2006.).

Hrvatska je svoj deficit državnog proračuna financirala inozemnom štednjom, a to je pogoršavalo saldo tekućeg računa platne bilance. Priljev kapitala iz inozemstva uzrokovao je aprecijaciju domaće valute i smanjio konkurentnost zemlje, a to je posljedično dovelo do deficita tekućeg računa platne bilance. Kreatori vanjskog duga najvećim su dijelom država i sektor poduzeća. Država se od početka 2000. godine do izbijanja velike financijske krize 2008. godine najvećim dijelom zaduživala na domaćem tržištu. Po dolasku krize ona se ponovno okrenula inozemnom tržištu kao i devedesetih godina. Od tada raste udio države u ukupnom vanjskom dugu jer država redovito izdaje *eurske* i *dolarske* obveznice za financiranje deficita. Sektor poduzeća putem inozemnih kredita prednjačio je u priljevu stranoga kapitala. Takav oblik dužničkog kapitala stvorio je gotovo trećinu vanjskog duga Hrvatske. Razlog za tako veliko zaduživanje učinak je istiskivanja od strane sektora države koja je apsorbirala glavninu novca na domaćem tržištu za financiranje fiskalnih deficita. Drugo, paralelno s tim, HNB je ograničio rast kredita domaćim bankama i oslabio pritisak na tečaj, što je prisililo poduzeća da do kapitala dođu kod banaka u inozemstvu. Takvom politikom Hrvatska je postala jedna od najzaduženijih zemalja regije. U situaciji prevelikih akumuliranih dugova i slabe domaće potražnje, sektor poduzeća zaustavlja vanjsko zaduživanje te se od 2009. godine počinju razduživati (Andabaka et al., 2016.).

U Hrvatsku je od 1993. do 1999. godine uloženo oko 4,13 milijardi eura inozemnih izravnih ulaganja. U sklopu navedenog iznosa, 80% (*Tablica 1*) odnosi se na vlasnička ulaganja, odnosno na izravna ulaganja u poduzeće. Do 1997. godine nema zadržane dobiti i dužničkih instrumenata. Vlasnička ulaganja u ovom razdoblju odnose se na privatizacijske procese čiji se prihod koristio za popunjavanje proračunskih manjkova. Može se zaključiti kako inicijal-

no otvaranje stranim tokovima kapitala nije rezultiralo značajnijim interesom stranih ulagača.

Od 1999. godine uglavnom se izvršavaju krupne privatizacije i *greenfield* ulaganja u trgovinu, dok su prerađivačke djelatnosti slabije zastupljene (Sisek, 2005.). U 2000. godini dolazi do priljeva sredstava od privatizacije banaka (PBZ, Splitska banka, Riječka banka), dok u 2001. godini dolazi do drugog kruga privatizacije HT-a, Dubrovačke banke, Croatia banke i Croatia osiguranja (Babić, Pufnik i Stručka, 2001.). Najveći udio ulaganja bio je u novčarsko posredovanje, telekomunikaciju i proizvodnju farmaceutskih pripravaka, što nam govori da je većina ulaganja koncentrirana na uslužne djelatnosti koje su orijentirane većinom na domaćem tržištu (Bilas i Franc, 2006.).

*Tablica 1* pokazuje strukturu ulaganja pa nam je vidljivo da su do 1997. godine strana ulaganja najvećim dijelom vlasnička po obliku i da se radi o izravnim inozemnim ulaganjima u poduzeća. Nakon 1997. godine sve je veći udio dužničkog ulaganja i zadržane dobiti. Dužnička ulaganja uglavnom se odnose na preuzimanje vlasničkih udjela putem privatizacije. Međutim, analizirajući ovakav oblik investicija, uočava se da njihova struktura, vrsta i učinak imaju negativan rezultat za hrvatsko gospodarstvo. U najvećoj mjeri izostale su *greenfield* investicije koje bi imale pozitivan učinak na rast i razvoj domaćeg gospodarstva. Iz navedene tablice također nam je vidljivo da su zadržane dobiti naglo porasle od 2000. godine, a vrhunac postižu 2004. godine kada iznose 165,8 milijuna eura. Razlog zadržavanju dobiti može biti rezultat stope poreza na dobit, ali i povećanje broja poduzeća s izravnim stranim ulaganjima u kojima raste dobit (Sisek, 2005.). Rast izravnih stranih investicija Hrvatska bilježi do 2008. godine, kada iznosi gotovo milijardu eura. Međutim, uslijedila je globalna ekonomska kriza koja je zahvatila i Hrvatsku te dolazi do osjetnog pada inozemnih stranih investicija. Kriza je, za razliku od ostalih zemalja iz okruženja, trajala znatno duže, te su se ekonomske politike vodile s ciljem neutralizacije negativnih učinaka krize. Međutim, ukoliko analiziramo prosječni realni rast BDP-a od 1994. do 2002. godine, tada on iznosi 4,3%, dok u razdoblju od 2001. do 2014. godine iznosi 1,6% (Ivanović, 2015.). Stoga se može zaključiti kako je financijska kriza ostavila goleme posljedice na hrvatsko gospodarstvo. Ponovni oporavak nakon financijske krize vidljiv je 2014. godine (*Tablica 1*) kada direktne stane investicije iznose 1,6 milijardi eura.

Tablica 1. Struktura izravnih inozemnih ulaganja u razdoblju od 1993. do 2017. godine (u milijunima eura)

Godina	VLASNIČKA ULAGANJA			ZADR- ŽANA DOBIT	DUŽNIČKI INSTRUMENTI			UKUPNO
	U poduzeće izravnog ulaganja	U izravnog ulagača (obrnuto ulaganje)	Između horizontalno povezanih poduzeća		U poduzeće izravnog ulaganja	U izravnog ulagača (obrnuto ulaganje)	Između horizontalno povezanih poduzeća	
1993.	15,2	0,0	0,0	n/a	n/a	n/a	n/a	<b>15,2</b>
1994.	5,7	0,0	0,0	n/a	n/a	n/a	n/a	<b>5,7</b>
1995.	5,4	0,0	0,0	n/a	n/a	n/a	n/a	<b>5,4</b>
1996.	20,7	0,0	0,0	n/a	n/a	n/a	n/a	<b>20,7</b>
1997.	161,0	0,0	0,0	6,7	53,0	0,0	0,0	<b>220,7</b>
1998.	70,1	0,0	0,0	2,2	72,9	0,0	0,0	<b>145,2</b>
1999.	59,6	0,0	0,0	2,1	-1,5	0,0	0,0	<b>60,3</b>
2000.	37,4	0,0	0,0	8,5	5,5	-0,7	0,0	<b>50,6</b>
2001.	125,9	0,0	0,0	19,8	-9,9	-0,2	0,0	<b>135,6</b>
2002.	592,8	0,0	0,0	8,3	7,7	0,3	0,0	<b>609,1</b>
2003.	71,4	0,0	0,0	31,7	15,3	1,5	0,0	<b>119,9</b>
2004.	93,5	0,0	0,0	165,8	23,6	17,8	0,0	<b>300,7</b>
2005.	79,7	0,0	0,0	63,8	37,5	0,0	0,0	<b>181,1</b>
2006.	150,0	0,0	0,0	63,5	6,4	-16,4	0,0	<b>203,5</b>
2007.	98,8	0,0	0,0	123,3	27,3	4,2	0,0	<b>253,6</b>
2008.	817,2	0,0	0,0	118,6	45,8	24,5	0,0	<b>1.006,1</b>
2009.	1.069,3	0,0	0,0	-117,1	-2,9	21,3	0,0	<b>970,6</b>
2010.	-280,8	0,0	119,8	7,3	386,0	13,1	0,0	<b>245,4</b>
2011.	-129,2	0,0	74,3	-7,4	-15,1	-19,9	0,0	<b>-97,3</b>
2012.	105,6	0,0	0,5	-70,8	-115,5	-6,5	0,0	<b>-86,7</b>
2013.	56,0	0,0	6,4	-163,5	-40,3	30,5	0,0	<b>-110,8</b>
2014.	1.564,5	0,0	-0,4	-212,0	157,3	33,2	65,3	<b>1.608,0</b>
2015.	379,0	0,0	2,4	-263,3	76,4	-31,4	-207,0	<b>-43,8</b>
2016.	116,0	0,0	-192,7	-89,2	21,1	50,6	-82,4	<b>-176,7</b>
2017.	296,2	0,0	-0,7	128,3	59,4	-14,3	76,6	<b>545,5</b>
<b>UKUPNO</b>	<b>5.581,1</b>	<b>0,0</b>	<b>9,8</b>	<b>-173,3</b>	<b>809,7</b>	<b>107,8</b>	<b>-147,5</b>	<b>6.187,5</b>

Izvor: Statistički podatci, izravna ulaganja, izvješće Hrvatske narodne banke (Objavljeno: 15.6.2015.; Ažurirano: 10.4.2018.; <https://www.hnb.hr/statistika/statisticki-podaci/sektor-inozemstva/inozemna-izravna-ulaganja>)

## 5. PROCJENA MODELA: UTJECAJ INOZEMNIH IZRAVNIH ULAGANJA NA HRVATSKO GOSPODARSTVO

Učinak inozemnih izravnih ulaganja na gospodarstvo može se pratiti pomoću nekoliko pokazatelja, poput utjecaja na vanjsku trgovinu, gospodarski rast, zaposlenost ili nezaposlenost, te na investicije, ali i na ostatak gospodarstva. U ovom radu procijenit će se utjecaj inozemnih izravnih ulaganja na bruto domaći proizvod, bruto domaći proizvod po stanovniku i zaposlenost.

Društvene koristi od inozemnih izravnih ulaganja dobivaju su koje zemlja primatelj ima od oporezovane dobiti koju to poduzeće stvara, otvaranje novih ranih mjesta, ali i poboljšanje kvalitete radne snage i ljudskog kapitala. Međutim, posljedica izravnih inozemnih ulaganja može biti i smanjenje zaposlenosti zbog racionalizacije radne snage. Konačno, nakon svega iznesenog u ovom radu, može se zaključiti kako je otvaranje stranim investitorima olakšalo pristup kapitalu domaćem realnom sektoru i omogućilo rast tijekom tranzicije. Ubrzan je razvoj domaćeg financijskog sustava, ali je zbog dužničkog kapitala riječ o kapitalu niske produktivnosti i stvorene su osjetne makroekonomske neravnoteže i rizici s trajnim posljedicama. Potrebno je preusmjeriti strane investicije u prerađivački sektor, te povećati ulaganja u mala i srednja poduzeća. Nedostaje nam *greenfield* ulaganja i jači rast proizvodnje, zaposlenosti i proizvodnosti rada (Bilas i Franc, 2006.). Priljev inozemnog kapitala može se, ali i ne mora odražavati na zaposlenosti nekog gospodarstva. To ponajviše ovisi o tome prevladava li se komplementarnost ili supstitutivnost između stranog ulaganja i izvoza, ali i o učinku prelijevanja. Ukoliko prevladava komplementarnost, tada će povećanje stranih ulaganja povećati i izvoz, a time i zaposlenost. Ako navedeno analiziramo kroz inozemna izravna ulaganja, tada će, ukoliko prevladava komplementarnost inozemnih izravnih ulaganja i izvoza, zaposlenost rasti kao posljedica porasta izravnih inozemnih ulaganja. Obratna je situacija kod supstitutivnosti izravnih inozemnih ulaganja i izvoza kada zaposlenost u izvoznom sektoru ustupa mjesto zaposlenosti u poduzećima nastalima inozemnim izravnim ulaganjima. Međutim, može prevladavati i supstitutivnost izravnih inozemnih ulaganja i uvoza. Tada potencijalno dolazi do rasta zaposlenosti jer poduzeće nastalo inozemnom investicijom opskrbljuje domaće tržište proizvodima koji su se prije uvozili. Komplementarnost izravnih inozemnih ulaganja i uvoza obrnuta je situacija u kojoj dolazi do pada zaposlenosti jer se upotrebljavaju sirovine i intermedijarni proizvodi iz uvoza. Inozemna izravna ulaganja djeluju na zaposlenost i putem učinka prelijevanja, utjecaja na rast i utjecaja na produktivnost (Babić, Pufnik i Stručka, 2001.). Stoga je potrebno provesti VAR analizu da utvrdimo postoji li povezanost između navedenih varijabli.

U analizi će se koristiti kvartarni podatci u razdoblju od 2000. do 2017. godine. U tom razdoblju ostvaren je najveći priljev inozemnih direktnih investicija, stoga će se analizirati njihov utjecaj na gospodarstvo upravo u navedenom razdoblju. Podatci o inozemnim direktnim ulaganjima preuzeti su sa *Eurostata*, kao i podatci za BDP, BDP/pc i zaposlenost (Eurostat, Employment, domestic concept - quarterly data, thousands persons, not seasonally adjusted 2018.).

Napravljen je VAR model koji se sastoji od četiriju varijabli – FDI, BDP, BDP/pc i zaposlenost. U modelu su sve četiri varijable endogene i označavaju pripadne stope rasta. Kako se radi o prirodnim stopama rasta, varijable označavaju promjene navedenih varijabli i označene su:  $\Delta$ FDI,  $\Delta$ BDP,  $\Delta$ BDPpc i  $\Delta$ N. Varijable su stacionarne u razinama.

Prema *Schwarzovom* informacijskom kriteriju (*Schwarz information criterion*) optimalan broj pomaka (*lagova*) je 2, stoga je VAR analiza napravljena u *Eviews* programu s dva pomaka. Vrijednost pomaka određena je minimiziranjem informacijskih kriterija na temelju različitih testova o primjerenosti modela, a vrijednost od dva pomaka, koja je dobivena *Schwarzovim* kriterijem, pokazala se optimalnom.

Tablica 2. Rezultati procjene VAR modela (ispis EViews)

	<b>FDI</b>	<b>BDP</b>	<b>BDPPC</b>	<b>N</b>
FDI(-1)	0.176612	-0.000228	-0.000115	0.000757
	(0.12739)	(0.00033)	(0.00104)	(0.00044)
	[ 1.38642]	[-0.69833]	[-0.10991]	[ 1.73315]
FDI(-2)	-0.104360	-4.62E-05	-0.000461	0.000302
	(0.12818)	(0.00033)	(0.00105)	(0.00044)
	[-0.81418]	[-0.14027]	[-0.43956]	[ 0.68822]
BDP(-1)	-1.787201	0.281284	0.138238	0.138278
	(50.7221)	(0.13022)	(0.41493)	(0.17381)
	[-0.03524]	[ 2.16004]	[ 0.33316]	[ 0.79559]
BDP(-2)	-45.88684	0.241567	1.718136	0.527085
	(50.7890)	(0.13039)	(0.41548)	(0.17404)
	[-0.90348]	[ 1.85260]	[ 4.13534]	[ 3.02861]
BDPPC(-1)	-13.32737	-0.031630	-0.285593	0.041901
	(11.3884)	(0.02924)	(0.09316)	(0.03902)
	[-1.17026]	[-1.08181]	[-3.06555]	[ 1.07373]
BDPPC(-2)	-3.655960	-0.025113	-0.768452	-0.107911
	(11.6892)	(0.03001)	(0.09562)	(0.04005)
	[-0.31276]	[-0.83682]	[-8.03630]	[-2.69409]

	<b>FDI</b>	<b>BDP</b>	<b>BDPPC</b>	<b>N</b>
N(-1)	24.74499	0.032292	0.642899	-0.148309
	(31.0216)	(0.07964)	(0.25377)	(0.10630)
	[ 0.79767]	[ 0.40546]	[ 2.53339]	[-1.39520]
N(-2)	5.211345	0.028789	-0.665727	-0.637907
	(30.1743)	(0.07747)	(0.24684)	(0.10340)
	[ 0.17271]	[ 0.37162]	[-2.69701]	[-6.16954]
C	0.951497	0.002942	0.025072	-0.000237
	(0.65446)	(0.00168)	(0.00535)	(0.00224)
	[ 1.45387]	[ 1.75097]	[ 4.68305]	[-0.10555]
R-squared	0.088916	0.192167	0.867137	0.820739
Adj. R-squared	-0.030570	0.086221	0.849712	0.797230
Sum sq. Resids	1273.855	0.008396	0.085246	0.014957
S.E. equation	4.569777	0.011732	0.037383	0.015659
F-statistic	0.744151	1.813827	49.76478	34.91082
Log likelihood	-200.8715	216.6701	135.5493	196.4610
Akaike AIC	5.996327	-5.933432	-3.615693	-5.356028
Schwarz SC	6.285420	-5.644340	-3.326601	-5.066936
Mean dependent	0.512176	0.004421	0.013981	0.000612
S.D. dependent	4.501489	0.012273	0.096429	0.034774
Determinant resid covariance (dof adj.)		6.75E-10		
Determinant resid covariance		3.89E-10		
Log likelihood		361.0251		
Akaike information criterion		-9.286431		
Schwarz criterion		-8.130062		

Iz ispisa (*Tablica 2.*) procijenjenog VAR modela proizlazi da se procijenjena jednadžba (*Jednadžba 1*) promijene inozemnih izravnih ulaganja ( $\Delta$  FDI) može zapisati:

*Jednadžba 1:*

$$\begin{aligned} \Delta FDI_t = & 0.951497 + 0.176612\Delta FDI_{t-1} - 0.10436\Delta FDI_{t-2} - 1.787201\Delta BDP_{t-1} \\ & - 45.88684\Delta BDP_{t-2} - 13.32737\Delta BDP_{pc,t-1} - 3.655960\Delta BDP_{pc,t-2} \\ & + 24.74499\Delta N_{t-1} + 5.211345\Delta N_{t-2} \end{aligned}$$



Tablica 3. Grangerov test uzročnosti (ispis EViews)

Dependent variable: FDI			
Excluded	Chi-sq	df	Prob.
BDP	1.563701	5	0.9056
BDPPC	6.237787	5	0.2838
N	10.34614	5	0.0660
All	22.76772	15	0.0892
Dependent variable: BDP			
Excluded	Chi-sq	df	Prob.
FDI	2.046478	5	0.8427
BDPPC	4.372948	5	0.4971
N	2.440556	5	0.7854
All	11.61969	15	0.7076
Dependent variable: BDPPC			
Excluded	Chi-sq	df	Prob.
FDI	2.249730	5	0.8136
BDP	13.73011	5	0.0174
N	1.958656	5	0.8548
All	23.22597	15	0.0795
Dependent variable: N			
Excluded	Chi-sq	df	Prob.
FDI	12.11353	5	0.0333
BDP	8.938764	5	0.1115
BDPPC	10.24891	5	0.0685
All	37.50416	15	0.0011

Rezultati Grangerovog testa uzročnosti (Tablica 3) ukazuju da promjena izravnih inozemnih ulaganja ne utječe na promjenu BDP-a i BDP/pc, a ne postoji ni povratna veza. S druge strane, rezultati ukazuju da promjena izravnih inozemnih ulaganja uzrokuje promjenu zaposlenosti (razina signifikantnosti 5%), a postoji i povratna veza (razina signifikantnosti 10%).

## 6. ZAKLJUČAK

Liberalizacijom tekućeg i kapitalnog računa pokrenuli su se značajniji financijski tokovi u međunarodnim odnosima Hrvatske s inozemstvom. Hrvatska se, kao i ostale tranzicijske zemlje, u te procese uključila početkom devedesetih godina, a tome je pridonio proces privatizacije. U Hrvatskoj je

iznos inozemnog kapitala, koji je u tim godinama pristigao, značajan, ali je potrebno istražiti i objasniti u kojoj je mjeri taj priljev utjecao na rast i razvoj gospodarstva. U Hrvatskoj prevladavaju vlasnička ulaganja, posebice u početnom razdoblju, a najveći udio unutar vlasničkih ulaganja čine ulaganja posredstvom privatizacije domaćih poduzeća ili naknadno preuzimanje već privatiziranih poduzeća. Analizirajući fluktuacije izravnih inozemnih ulaganja od 1993. do 2017. godine, može se uočiti niska razina izravnih stranih investicija do 1997. godine, a razlog tome su ratna zbivanja uslijed proglašenja hrvatske neovisnosti 1991. godine, koja su završena 1995. godine pa je logično da u tom razdoblju Hrvatska nije bila zanimljiva stranim ulagačima zbog prevelikog rizika. Nadalje, vidljiv je i rast inozemnih izravnih ulaganja do 2008. godine uz značajne fluktuacije.

Inozemna izravna ulaganja posljedica su globalizacije svjetske ekonomije, a Hrvatska kao mala otvorena ekonomija traži svoje mjesto na globalnoj financijskoj sceni. Tranzicijske zemlje, pa tako i Hrvatska, postaju sve otvorenije međunarodnim operacijama i liberaliziranjem svojih ekonomija, te na taj način privlače strane investitore. Ovaj rad navodi kako strane direktne investicije mogu imati brojne pozitivne efekte na rast i razvoj zemlje domaćina. Međutim, nisu ni rizici zanemarivi. Naime, inozemna direktna ulaganja nisu jamstvo za rješavanje problema zemlje u koju kapital dolazi, već pozitivan učinak ovisi o okruženju zemlje, ali i o načinu na koji kapital dolazi.

Inozemna izravna ulaganja (FDI) nastaju kada rezident jedne zemlje postane vlasnikom 10 ili više posto nekog poduzeća u drugoj zemlji. FDI se mogu podijeliti na inozemna izravna ulaganja koja stvaraju novu proizvodnu imovinu (*greenfield*) i na ona koja se ulažu u već postojeću proizvodnu imovinu ili nastaju privatizacijom (*brownfield*). Hrvatska je privukla zadovoljavajuću svotu stranih izravnih investicija u usporedbi s ostalim tranzicijskim zemljama, ali je većina kapitala investirana u preuzimanje vlasničkih udjela putem privatizacije. Nedostaje nam *greenfield* investicija u prerađivačku i općenito izvozno orijentirane industrije. Hrvatska svakako privlači inozemna izravna ulaganja, bez obzira na vrstu, ali Hrvatska još uvijek nije uspjela postići stupanj razvoja inozemnih izravnih ulaganja pri kojem bi dominirala *greenfield* ulaganja kao u zemljama srednje Europe.

Hrvatsku tranziciju obilježava nedostatak političke stabilnosti uzrokovan ratnim razaranjima, dok su početni uvjeti također bili loši zbog nepostojanja institucija i zakonodavnog okvira koji bi jamčio sigurnost. Stoga se uz hrvatsku tranziciju vezuju negativne konotacije – nedostatak izravnih inozemnih ulaganja, sumnjiva pretvorba i privatizacija i negativne posljedice na zaposlenost i životni standard građana. Ovakvi problemi mogli su se prevladati da

je postojala jasna strategija ekonomskog razvoja. VAR analizom pokazana je uzročna veza između inozemnih izravnih ulaganja, BDP-a, BDP/pc i zaposlenosti u razdoblju od 2000. do 2017. godine. Dobiveni rezultati pokazuju da promjena izravnih inozemnih ulaganja ne utječe na promjenu BDP-a i BDP/pc, a ne postoji ni povratna veza. S druge strane, rezultati ukazuju da promjena izravnih inozemnih ulaganja uzrokuje promjenu zaposlenosti, a postoji i povratna veza.

## LITERATURA

1. Andabaka, A. et al., *Gospodarstvo Hrvatske*, Sveučilište u Zagrebu, Zagreb, 2016.
2. Babić, A., Pufnik, A. & Stručka, T., *Teorija i stvarnost inozemnih izravnih ulaganja u svijetu i u tranzicijskim zemljama s posebnim osvrtom na Hrvatsku*, Zagreb, 2001.
3. Balassa, B. & Bertrand, T., Growth Performance of Eastern European Economies and Comparable Western European Countries. *American Economic Review: Papers and Proceedings*, 60(2), 1970., pp. 314.-320.
4. Bilas, V. & Franc, S., Uloga inozemnih izravnih ulaganja i načini poticanja. *Serijski članak u nastajanju, Članak broj 06-13*, 2006.
5. Brada, J. C., Kutun, A. M. & Yigit, T. M., The effects of transition and political instability on foreign direct investment inflows. *Economics of Transition*, 14(4), 2006., pp. 649.-680.
6. Eurostat, 2018., *Baza podataka*. [Mrežno] Available at: <http://ec.europa.eu/eurostat> [Pokušaj pristupa 29. svibnja 2018.].
7. Eurostat, 2018. *Employment, domestic concept - quarterly data, thousands persons, not seasonally adjusted*, s.l.: an.
8. HNB, 2018., *Statistički podatci*. [Mrežno] Available at: <https://www.hnb.hr/statistika/statisticki-podaci/sektor-inozemstva/inozemna-izravna-ulaganja>
9. Ivanović, I., Impact of foreign direct investment (FDI) on domestic investment in Republic of Croatia. *Review of Innovation and Competitiveness*, 1(1), 2015.
10. Mora, N., Sahay, R., Zettelmeyer, J. & Garibaldi, P., What Moves Capital to Transition Economies?. *IMF Working Paper*, 2002.
11. Sapir, A., Economic Growth and Factor Substitution: What Happened to the Yugoslav Miracle?. *Economic Journal*, 90(385), 1980., pp. 294.-313.
12. Sisek, B., Strane izravne investicije u Hrvatskoj - uzroci neuspjeha, *Zbornik ekonomskog fakulteta u Zagrebu*, 2005.
13. Vukšić, G., *Impact of Foreign Direct Investment on Croatian Manufacturing Exports*, Zagreb, Institut za javne financije, 2006.

