

**Dr. sc. Tanja Broz**

Viša znanstvena suradnica  
Ekonomski institut, Zagreb  
E-mail: [tbroz@eizg.hr](mailto:tbroz@eizg.hr)  
Orcid: <https://orcid.org/0000-0001-5329-002X>

## **INOZEMNA IZRAVNA ULAGANJA U ZEMLJE JUGOISTOČNE EUROPE: ULAŽU LI MEĐUSOBNO I DO KOJE MJERE ZEMLJE REGIJE?**

UDK / UDC: 339.727.22(4-12)

JEL klasifikacija / JEL classification: F15, F21, O57

DOI: 10.17818/EMIP/2021/1.7

Pregledni rad / Review

Primljeno / Received: 3. prosinca 2020. / December 3, 2020

Prihvaćeno za tisak / Accepted for publishing: 25. svibnja 2021. / May 25, 2021

### ***Sažetak***

*Cilj ovog istraživanja je utvrditi koliko međusobno ulažu zemlje jugoistočne Europe. Naime, postojeća istraživanja nisu usmjerena na analizu otkuda potječu inozemna izravna ulaganja u zemljama jugoistočne Europe - iz drugih zemalja jugoistočne Europe ili iz ostalih zemalja? Zbog toga je u ovom radu fokus stavljen na zemlje jugoistočne Europe kako bi se istražila struktura inozemnih izravnih ulaganja, kao i njihova međusobna povezanost u pogledu inozemnih izravnih ulaganja. Osim toga, cilj rada je konstruirati indeks inozemnih izravnih ulaganja kako bi ustanovili kako se njihova suradnja u ovom području kretala kroz vrijeme. Rezultati pokazuju da inozemna izravna ulaganja u zemlje regije većinom dolaze iz članica EU, dok su međuregionalna izravna ulaganja još uvijek relativno slabo zastupljena. Ipak, indeks inozemnih izravnih ulaganja temeljen na stanju inozemnih izravnih ulaganja ukazuje na kontinuirano povećanje regionalne suradnje. Suradnja između zemalja jugoistočne Europe, iako nominalno niska, ostvaruje značajno više stope rasta od suradnje ove regije s ostatkom svijeta, što ukazuje na interes regije za produbljivanjem zajedničke suradnje.*

***Ključne riječi:*** inozemna izravna ulaganja, jugoistočna Europa, indeks inozemnih izravnih ulaganja.

### **1. UVOD**

Ekonomski razvoj jedan je od važnih elemenata ukupnog razvoja svake zemlje. Ekonomski razvijenije zemlje imaju više mogućnosti za financiranje svih potreba društva, dok se ekonomski slabije razvijene zemlje često moraju oslanjati na inozemnu štednju kako bi financirale svoje potrebe. U takvim slučajevima kada je

domaća štednja nedostatna, inozemna izravna ulaganja važan su izvor sredstava za financiranje potrebnih projekata. Inozemna izravna ulaganja mogu povećati zaposlenost, industrijsku proizvodnju, dodanu vrijednost, kroz porast konkurentnosti i izvoz, a svime time i BDP (Hille, Shahbaz & Moosa, 2019; Pegkas, 2015; Wijeweera, Villano & Dollery, 2010; Asteriou, Dassiou & Glycopantis, 2005; Alfaro et al., 2004; Borensztein, De Gregorio & Lee, 1998). Zbog svega toga inozemna izravna ulaganja se često smatraju pozitivnim impulsom ekonomskog razvoja.

Interes za ulaganja u zemlje jugoistočne Europe<sup>1</sup> proizlazi iz njihove još uvijek nedostatne razine kapitalne opremljenosti, što omogućuje visoke povrate na kapital zbog visoke granične profitabilnosti kapitala. Osim toga, interesu za ulaganja u ovu regiju pridonose i niži troškovi rada, povoljne perspektive rasta, dostupnost prirodnih resursa te geografski položaj. Ipak, interes za ulaganja u jugoistočnu Europu u početnim godinama tranzicije bio je relativno skroman, pogotovo u usporedbi sa zemljama iz središnje i istočne Europe. Razloge za to valja tražiti u vrlo nestabilnim političkim uvjetima koji su tada prevladavali u regiji. Kašnjenje u priključivanje u tokove inozemnih izravnih ulaganja dovelo je do zaostajanja zemalja jugoistočne Europe u pogledu prikupljenih inozemnih izravnih ulaganja. Osim toga, usporedivo niska razina dohotka u zemljama regije otežavala je iskorištavanje pozitivnih učinaka inozemnih izravnih ulaganja. Naime, prelijevanje učinaka inozemnih izravnih ulaganja na tehnološka znanja i zapošljavanje je otežano u slučaju zemalja s nižom razinom dohotka, odnosno nižom razinom obrazovanja (Estrin & Uvalić, 2016). Zbog svega toga ne iznenađuje što većina zemalja jugoistočne Europe i danas zaostaje za naprednijim post-tranzicijskim zemljama u privlačenju inozemnih izravnih ulaganja.

Istraživanja pokazuju da je suradnja unutar grupe zemalja važan čimbenik gospodarskog razvoja (Ng & Yeats, 2003). Međutim, unatoč tome što se pokazuje da regionalne suradnje potencijalno omogućuju veću razinu inozemnih izravnih ulaganja, istraživanja u slučaju zemalja jugoistočne Europe nisu usmjerena na analizu otkuda potječu inozemna izravna ulaganja - iz drugih zemalja jugoistočne Europe ili iz ostalih zemalja<sup>2</sup>? Zbog toga je u ovom radu fokus stavljen na zemlje jugoistočne Europe kako bi se istražili trendovi povezani s inozemnim izravnim ulaganjima u te zemlje, kao i njihova međusobna povezanost u pogledu inozemnih izravnih ulaganja. Naime, zbog njihove povijesne, nacionalne i kulturološke povezanosti moglo bi se očekivati da su zemlje regije povezane i u području međusobnih izravnih ulaganja. Osim toga, cilj rada je konstruirati indeks inozemnih izravnih ulaganja, kako bi ustanovili kako se njihova suradnja u području inozemnih izravnih ulaganja kretala kroz vrijeme.

Ostatak rada je organiziran kako slijedi. Iduće poglavlje sadrži sažeti pregled literature o regionalnoj suradnji u području inozemnih izravnih ulaganja. U trećem

---

<sup>1</sup> Zemlje jugoistočne Europe u ovom istraživanju obuhvaćaju Albaniju, Bosnu i Hercegovinu, Crnu Goru, Hrvatsku, Kosovo, Makedoniju i Srbiju. Iako je Hrvatska postala članicom Europske unije sredinom 2013. godine, ona je i dalje gospodarski, te kroz zajedničku povijest i geografsku blizinu, povezana s drugim zemljama u regiji, zbog čega je uključena u skupinu zemalja jugoistočne Europe. Izrazi jugoistočna Europa i regija u ovom se istraživanju koriste kao sinonimi.

<sup>2</sup> Ostale zemlje uključuju preostale zemlje iz svijeta koje su sudjelovale u inozemnim izravnim ulaganjima u jugoistočnoj Europi.

poglavlju se analiziraju inozemna izravna ulaganja u zemlje jugoistočne Europe, dok se u četvrtom poglavlju analiziraju inozemna izravna ulaganja unutar zemalja jugoistočne Europe. U petom poglavlju se prikazuje metodologija izračuna indeksa inozemnih izravnih ulaganja te analiza kretanja indeksa, dok zadnje poglavlje donosi zaključke istraživanja.

## **2. PREGLED LITERATURE O REGIONALNOJ SURADNJI U PODRUČJU INOZEMNIH IZRAVNIH ULAGANJA**

Regionalna gospodarska suradnja najčešće označava odnose u sklopu kojih se smanjuju barijere u međusobnoj trgovinskoj razmjeni i kapitalnim ulaganjima te se smatra da je suradnja unutar grupe zemalja važan čimbenik gospodarskog razvoja. U tom kontekstu Motta & Norman (1996.) razvijaju model o utjecaju gospodarske suradnje na trgovinsku razmjenu i inozemna izravna ulaganja i pokazuju da gospodarska suradnja povećava priljeve izravnih ulaganja u regionalnom bloku i to kroz poboljšanje pristupa tržištu. Ng & Yeats (2003.) pokazuju da intenziviranje gospodarske suradnje unutar određene regije dovodi do povećanja međuovisnosti između zemalja, što povećava intra-industrijsku razmjenu, ali i povećava udio složenijih proizvoda u međusobnoj razmjeni te utječe na gospodarski razvoj. Također, regionalna suradnja dovodi do poboljšanja u konkurentnosti zemalja, ne samo unutar regije, već i na svjetskom tržištu. S druge strane, regionalna suradnja dovodi do povećanja inozemnih izravnih ulaganja kroz otvaranje različitih sektora i kroz usklađivanje politika za postupanje s ulagateljima (*United Nations Conference on Trade and Development* [UNCTAD], 2012b).

Smanjenje barijera u kapitalnim ulaganjima do kojih dolazi u sklopu regionalne gospodarske suradnje važan je poticaj za povećanje inozemnih izravnih ulaganja. Međutim, sama regionalna suradnja neće biti dovoljna za povećanje kapitalnih ulaganja. Smatra se da je glavni motiv za inozemna izravna ulaganja iskorištavanje nematerijalne imovine poduzeća u koje se ulaže, poput, tehnološke ili marketinške stručnosti (Blomström & Kokko, 1997), ali i mogućnost širenja na nova propulzivna tržišta i stjecanje određenih materijalnih resursa koji poduzeću nisu trenutno dostupni ili su dostupni uz višu cijenu (Dunning & Lundan, 2008). Stoga regionalna gospodarska suradnja može olakšati ili omogućiti ulaganja za koja bi mogao postojati interes.

Iako se regionalna suradnja najčešće analizira u kontekstu trgovinske razmjene, regionalna suradnja je važan poticaj i za inozemna izravna ulaganja. Tako je zajedničko EU tržište potaknulo međusobna izravna ulaganja unutar starih članica EU (Brenton 1996), te kasnije i ulaganja u zemlje središnje i istočne Europe zbog njihova očekivanog ulaska u EU (Egger & Pfaffermayr, 2004; Bevan & Estrin, 2004; Bevan, Estrin & Grabbe, 2001; Kaminski, 2001).

Brenton, Di Mauro & Lücke (1999.) istražuju inozemna izravna ulaganja u zemljama srednje i istočne Europe i zaključuju da postoji komplementarna veza između inozemnih izravnih ulaganja i vanjskotrgovinske razmjene. To znači da povećani tokovi

inozemnih izravnih ulaganja nisu supstitut za vanjskotrgovinsku razmjenu. Također, zaključuju da regionalna gospodarska suradnja povećava inozemna izravna ulaganja u nove članice ekonomske integracije, ali da pritom ne smanjuje tokove inozemnih izravnih ulaganja u preostale dijelove regije. Međutim, ipak postoji razlika u tome kakva je veličina i pozicija zemlje u sklopu regionalne gospodarske suradnje. Zemlje koje su gospodarski snažnije i veće ili su bliže većim regionalnim zemljama mogu očekivati snažnije tokove inozemnih izravnih ulaganja (te Velde & Bezemer, 2006; Cardamone & Scoppola, 2012).

Istraživanja o regionalnim inozemnim izravnim ulaganjima nisu usredotočena samo na Europske zemlje, međutim, zaključci su slični. Das (2011.) istražuje vezu između siromaštva i regionalne trgovinske razmjene i inozemnih izravnih ulaganja u južnoj Aziji te zaključuje da regionalna integracija u pogledu trgovinske razmjene i izravnih ulaganja može imati pozitivan učinak na ublažavanje siromaštva. To je pogotovo važno za slabije razvijene zemlje južne Azije, budući da one nemaju dovoljnih kapaciteta za borbu protiv siromaštva. Goldstein (2004.) analizira inozemna izravna ulaganja u južnoj Africi i zaključuje da je, unatoč niskim izravnim ulaganjima u odnosu na druge blokove regionalnih integracija, Južnoafrička razvojna zajednica (SADC) važna za ostvarivanje i povećanje izravnih ulaganja. Kreinin & Plummer (2008) istražuju utjecaj regionalnih integracija na tokove inozemnih izravnih ulaganja u EU, NAFTA-i, MERCUSUR-u i ASEAN-u te zaključuju da regionalne integracije imaju statistički pozitivan utjecaj na inozemna izravna ulaganja.

Budući da su zemlje jugoistočne Europe dugo ostale izvan rasprave o ulasku u EU, istraživanja o inozemnim izravnim ulaganjima u zemlje jugoistočne Europe uglavnom se odnose na analizu trendova (Kikerkova, 2017; Vlahinić-Dizdarević & Blažić, 2005; Hunya, 2003; Zakharov & Kušić, 2003) ili analizu odrednica inozemnih izravnih ulaganja (Kersan-Škabić, 2015; Derado, 2013; Botrić 2010; Botrić & Škuflić, 2006; Demekas et al., 2005), dok su se inozemna izravna ulaganja u kontekstu regionalne suradnje u zemljama jugoistočne Europe počela obrađivati tek nakon ulaska svih zemalja regije u CEFTA-u (*Organisation for Economic Co-operation and Development* [OECD], 2010). Broz, Buturac i Tkalec (2015.) su konstruirali indeks regionalne suradnje koji, osim inozemnih izravnih ulaganja uključuje vanjskotrgovinsku razmjenu i turizam. Međutim, njihov indeks uključuje samo suradnju Hrvatske sa zemljama jugoistočne Europe, dok u ovom radu indeks inozemnih izravnih ulaganja uključuje suradnju u području inozemnih izravnih ulaganja svih promatranih zemalja u jugoistočnoj Europi.

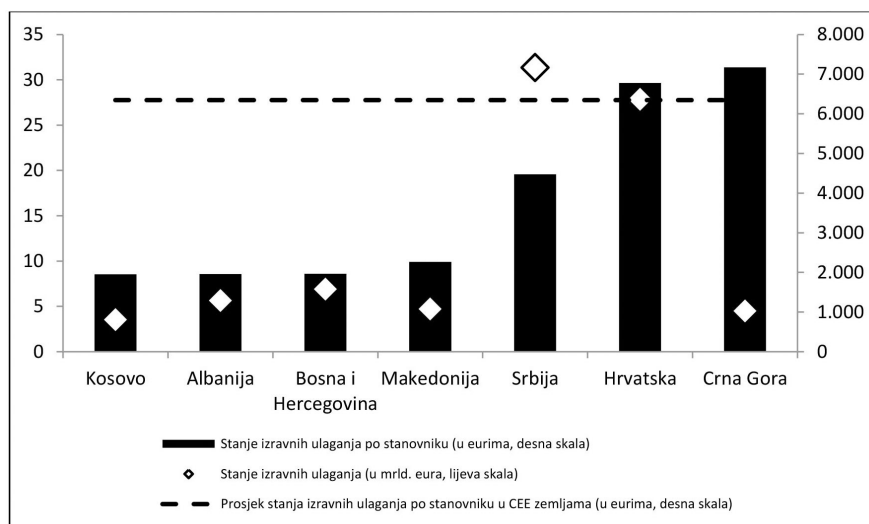
### **3. INOZEMNA IZRAVNA ULAGANJA U ZEMLJE JUGOISTOČNE EUROPE**

Zemlje jugoistočne Europe, u usporedbi sa zemljama središnje i istočne Europe (CEE)<sup>3</sup>, karakterizira kašnjenje u tranzicijskom procesu, ali i kašnjenje u

---

<sup>3</sup> Zemlje središnje i istočne Europe u ovom istraživanju obuhvaćaju Bugarsku, Češku, Estoniju, Mađarsku, Latviju, Litvu, Poljsku, Rumunjsku, Slovačku i Sloveniju, odnosno zemlje koje su ušle u EU u 2004. i 2007. godini.

procesu ulaska u EU. Raspad Jugoslavije, vojni sukobi, zatvorenost zemalja regije te njihov fokus na unutarnje probleme u 90-im godinama prošlog stoljeća doveli su do kašnjenja u tranzicijskom procesu te do odgađanja reformi koje bi gospodarstva regije učinile privlačnijim za investitore. Zbog svega toga su inozemna izravna ulaganja u značajnijoj mjeri u zemlje jugoistočne Europe počela dolaziti tek početkom novog tisućljeća. Zato ne iznenađuje što su, unatoč tome što danas postoji interes inozemnih ulagača za zemlje jugoistočne Europe, one u prosjeku privukle značajno manje inozemnih izravnih ulaganja od zemalja središnje i istočne Europe. Ukupno stanje inozemnih izravnih ulaganja<sup>4</sup> u zemljama jugoistočne Europe u 2017. godini iznosilo je 84,4 milijarde eura, a u CEE zemljama 628,8 milijardi eura, što je 7,5 puta više. Razlika je ipak manja kada se promatra stanje inozemnih izravnih ulaganja po stanovniku - u jugoistočnoj Europi iznosi 3.831 eura, a u CEE zemljama 6.347 eura. Jedino je u Crnoj Gori i Hrvatskoj stanje inozemnih izravnih ulaganja po stanovniku više od prosjeka CEE zemalja (Slika 1), s time da su te zemlje tek nedavno premašile njihov prosjek. U Crnoj Gori su se inozemna izravna ulaganja po stanovniku u 2016. po prvi put našla (blago) iznad prosjeka CEE zemalja, a u Hrvatskoj tek u 2017. S druge strane, ukupno stanje inozemnih izravnih ulaganja po stanovniku najniže je u Kosovu, Bosni i Hercegovini i Albaniji, zbog još kasnijeg početka priljeva inozemnih izravnih ulaganja, nego u ostale zemlje jugoistočne Europe.

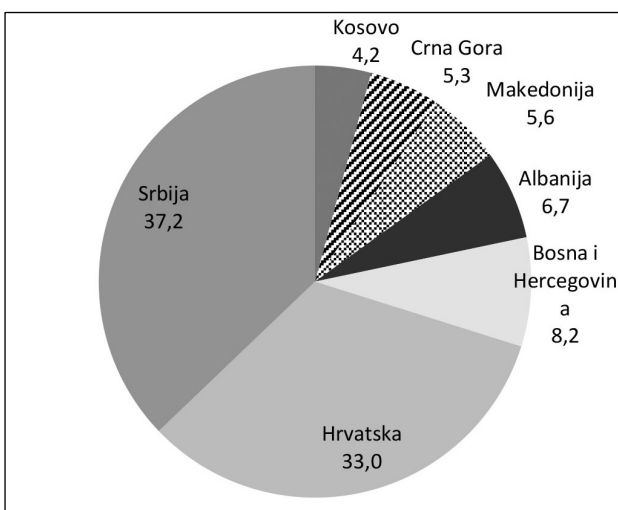


Slika 1. Ukupno stanje inozemnih izravnih ulaganja u jugoistočnoj Europi te stanje inozemnih izravnih ulaganja po stanovniku u 2017. godini

Izvor: *wiiw Database on Foreign Direct Investment (2019)*.

<sup>4</sup> Stanje inozemnih izravnih ulaganja (*FDI stock*) označava akumulirane priljeve (investicije inozemnih kompanija) iz prethodnih godina, odnosno ukupni iznos inozemnih izravnih ulaganja u određenom trenutku, dok priljevi inozemnih izravnih ulaganja (*FDI flow*) uključuju samo godišnje priljeve, odnosno godišnje investicije inozemnih kompanija. Podaci o stanju inozemnih izravnih ulaganja kompiliraju se, tamo gdje je to moguće, na temelju tržišnih cijena, što znači da kretanja na burzama utječu na visinu stanja inozemnih izravnih ulaganja.

Ipak, budući da je Crna Gora relativno mala ekonomija, ukupno stanje inozemnih izravnih ulaganja je među najnižima u regiji, dok su Srbija i Hrvatska najznačajniji primatelji inozemnih izravnih ulaganja. U Srbiju je do 2017. godine stiglo 37,2 % svih inozemnih izravnih ulaganja u regiju, a u Hrvatsku 33 % (Slika 2). Preostalih 29,8 % u sličnim omjerima dijele Bosna i Hercegovina, Albanija, Makedonija, Crna Gora i Kosovo.



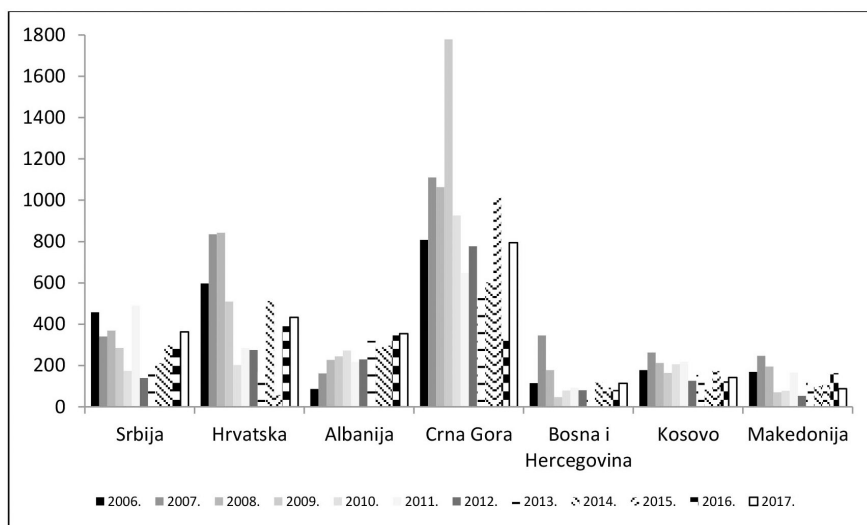
Slika 2. Struktura inozemnih izravnih ulaganja u jugoistočnoj Europi, po zemljama, u 2017. godini

Izvor: *wiiw Database on Foreign Direct Investment (2019)*.

Godišnji priljevi inozemnih izravnih ulaganja po stanovniku u jugoistočnoj Europi pokazuju veliku volatilnost, što se može povezati s političkom nestabilnosti pojedinih zemalja u regiji. Osim toga, ekonomska neizvjesnost povezana s recesijama povećava nestabilnost tokova inozemnih izravnih ulaganja, što se očitovalo u globalnoj gospodarskoj krizi iz 2008. koja je dovela do snažnog pada priljeva ulaganja u zemlje jugoistočne Europe te se u većini zemalja priljevi još uvijek nisu vratili na razine prije krize (Slika 3). Snažan pad priljeva ulaganja po stanovniku u razdoblju od 2009. do 2012. godine u odnosu na predkrizno razdoblje 2006. – 2008. zabilježile su Bosna i Hercegovina (-64,8 %), Hrvatska (-58 %), Makedonija (-54,6 %), Srbija (-29,9 %) i Kosovo (-17,9 %), dok su Crna Gora (3,9 %) i pogotovo Albanija (52 %) ostvarile rast ulaganja. Iako se priljevi inozemnih izravnih ulaganja u regiju nisu vratili na predkrizne razine, barem je zaustavljen njihov pad te su se ulaganja u regiju u razdoblju 2014. – 2017. nalazila na razini ulaganja iz razdoblja 2009. – 2012.

Za razliku od zemalja jugoistočne Europe, priljevi inozemnih izravnih ulaganja u CEE zemlje, nakon što su se prepolovili tijekom recesije, oporavljaju

se te su u razdoblju 2014. – 2017. bili za 23,1 % viši od ulaganja u razdoblju 2009. – 2012. Slično kao i CEE zemlje, priljevi inozemnih izravnih ulaganja u svijetu su rasli te su u razdoblju 2014. – 2017. porasli za 15,2 % u odnosu na 2009. – 2012., ali se još uvijek nisu vratili na razinu vrhunca iz predkriznog razdoblja iz 2007. (UNCTAD, 2018). Međutim, na priljeve inozemnih izravnih ulaganja u svijetu, pa tako i u jugoistočnoj Europi, i dalje utječe gospodarska nestabilnost mnogih ekonomija u svijetu, pogotovo onih opterećenih dužničkom krizom i volatilnošću financijskih tržišta. Stoga će daljnji priljevi inozemnih izravnih ulaganja u svijetu i regiji prvenstveno ovisiti o globalnim makroekonomskim i financijskim okolnostima.

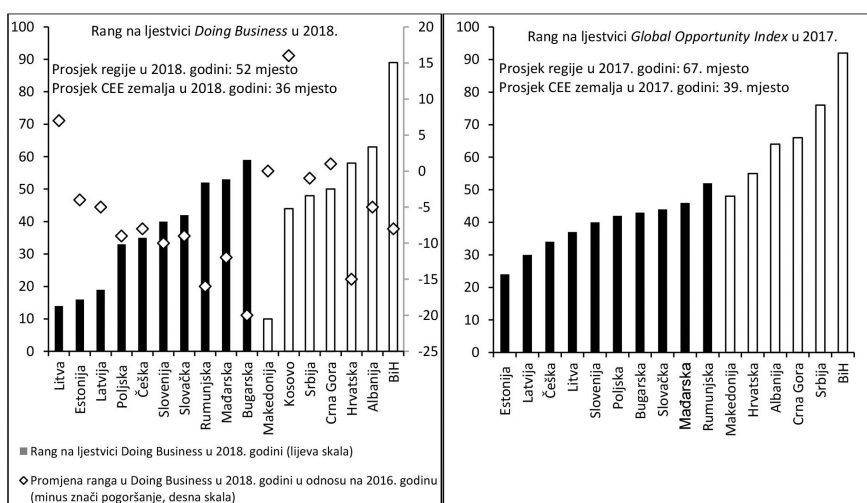


Slika 3. Godišnji priljevi inozemnih izravnih ulaganja po stanovniku u zemlje jugoistočne Europe, u mil. eura

Izvor: *wiiv Database on Foreign Direct Investment (2019)*.

Značajno niža razina ulaganja po stanovniku u zemljama jugoistočne Europe u usporedbi s CEE zemljama rezultat je tranzicijskog procesa, koji je u ovoj skupini zemalja bio sporiji i manje uspješan, odnosno niže razine gospodarske razvijenosti, ali i slabije kvalitete institucija i pravne nesigurnosti (Bogdan, 2009; Estrin & Uvalić, 2014; Estrin & Uvalić, 2016). Osim toga, neažurirane zemljišne i katastarske knjige, sporo rješavanje sporova, dugotrajan proces ishođenja potrebnih dozvola te nepostojanje subvencija za zapošljavanje u većini zemalja regije otežavaju dolazak inozemnih ulagača (Broz, Buturac & Tkalec, 2015). I ljestvica Svjetske Banke *Doing Business* pokazuje da zemlje jugoistočne Europe imaju slabiju poslovnu klimu od CEE zemalja (Slika 4). Zemlje jugoistočne Europe se u prosjeku nalaze na 52. mjestu, dok su CEE zemlje pozicionirane u prosjeku oko 36. mjesta. Najbolje rangirana zemlja

jugoistočne Europe i bolje rangirana od svih CEE zemalja je Makedonija, što ukazuje na intenzivne pokušaje poticanja investicijske klime. Ipak, visok rang na *Doing Business* ljestvici sam po sebi nije dovoljan za privlačenje inozemnih izravnih ulaganja. Naime, Makedonija, kao najbolje rangirana zemlja u jugoistočnoj Europi, nalazi se u pogledu inozemnih izravnih ulaganja po stanovniku tek marginalno iznad razine Bosne i Hercegovine, Albanije i Kosova te značajno zaostaje za Srbijom, Hrvatskom i Crnom Gorom. Sličnu razliku između zemalja jugoistočne Europe i CEE zemalja pokazuje i *Global Opportunity Index*<sup>5</sup>, koji mjeri privlačnost zemlje za inozemne investitore (Slika 4). Naime, *Global Opportunity Index* pokazuje da je sposobnost privlačenja investicija u zemlje jugoistočne Europe značajno niža nego u CEE zemljama te se tijekom godina povećava razlika između te dvije grupe zemalja.



Slika 4. Poređak zemalja jugoistočne Europe i CEE zemalja na ljestvicama *Doing business* i *Global Opportunity Indeks*

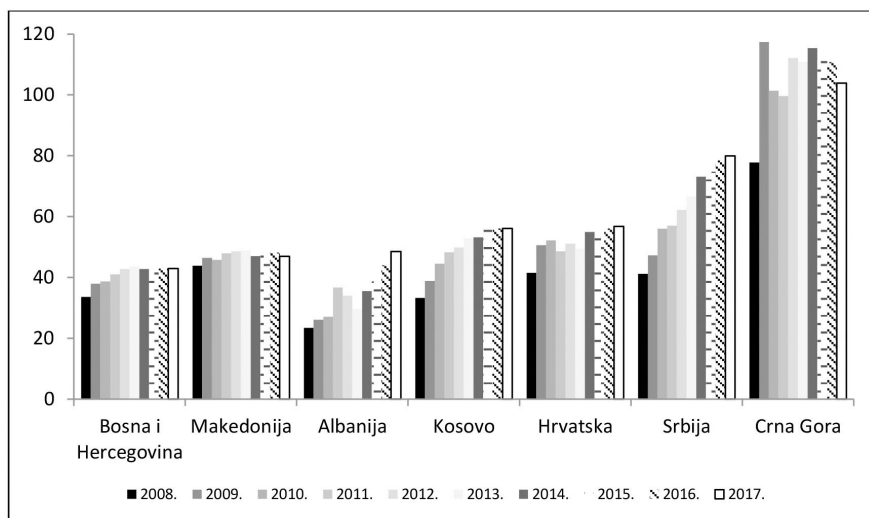
Izvor: Svjetska banka, *Doing Business 2018* i Institut Milken 2017.

Iako nema usuglašenog odgovora, istraživanja uglavnom pokazuju da postoji pozitivna veza između BDP-a i inozemnih izravnih ulaganja te da inozemna izravna ulaganja uzrokuju rast BDP-a kroz povećanje konkurentnosti, zaposlenosti i izvoza (Sakyi & Egyir, 2017; Iamsiraroj, 2016; Wijeweera, Villano & Dollery, 2010; Asteriou, Dassiou & Glycopantis, 2005; Vukšić, 2005). Zbog toga se inozemna izravna ulaganja smatraju poželjnim oblikom ulaganja u većini zemalja. Stoga i ne iznenađuje što udio inozemnih izravnih ulaganja u BDP-u u zemljama u regiji, osim tijekom globalne krize iz 2008. i 2009., kontinuirano raste. Udio

<sup>5</sup> *Global Opportunity Index* računa Institut Milken (<http://www.globalopportunityindex.org/opportunity.taf>).



stanja inozemnih izravnih ulaganja u BDP-u u jugoistočnoj Europi se sada u prosjeku kreće oko 62 %. Najmanji udio inozemnih izravnih ulaganja u BDP-u u 2017. godini ima Bosna i Hercegovina (42,9 %), a slijede ju Makedonija (46,9 %) i Albanija (48,5 %) koja je sve do 2016. godine imala najniži udio inozemnih izravnih ulaganja u BDP-u. Udio inozemnih izravnih ulaganja u BDP-u se u ostalim zemljama, osim u Crnoj Gori, kreće između 56,1 i 80 % (Slika 5). Iako se u apsolutnom iznosu nalazi tek ispred Kosova, Crna Gora prednjači po udjelu inozemnih izravnih ulaganja u BDP-u. S udjelom inozemnih izravnih ulaganja u BDP-u od 49,6 % u 2006., došla je, zbog nekretinskog turističkog procvata, na razinu od 115,4 % u 2014. godini, dok je ipak u idućim godinama, zbog usporavanja rasta inozemnih izravnih ulaganja, došlo do pada udjela te je u 2017. udio inozemnih izravnih ulaganja u BDP-u iznosio još uvijek relativno visokih 103,9 %.



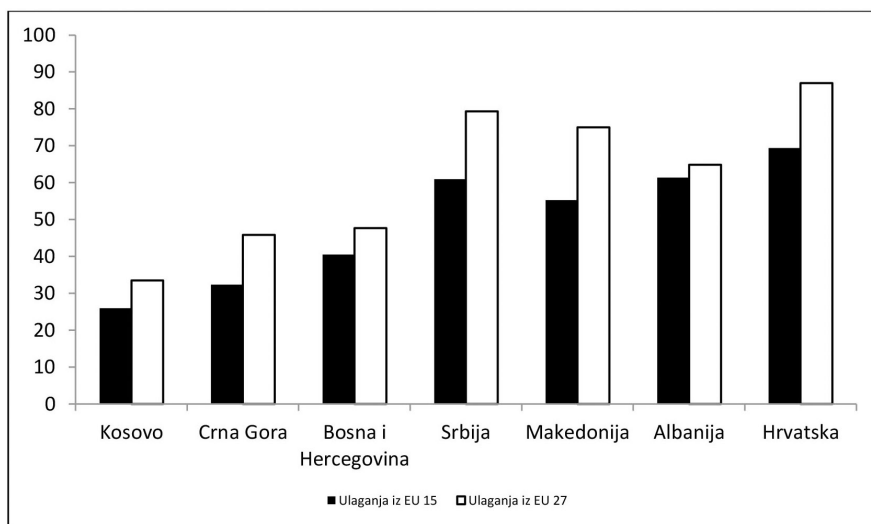
Slika 5. Udio stanja inozemnih izravnih ulaganja u BDP-u, u %

Izvor: *wiiv Database on Foreign Direct Investment (2019)*.

Ipak, najvažniji partneri zemalja jugoistočne Europe u inozemnim izravnim ulaganjima nisu druge zemlje iz regije, nego članice Europske unije. Razloge za to valja tražiti u tome što se zemlje jugoistočne Europe nalaze relativno blizu članicama Europske unije, ali i u tome što su sve zemlje jugoistočne Europe izrazile želju za ulaskom u Uniju, što znači da bi u budućnosti cijelo to područje moglo postati jedinstveno tržište. Osim toga, niži troškovi rada, otvaranje novih tržišta te u skladu s time i očekivanja ostvarivanja relativno visokih profita motivirali su dolazak investitora iz Europske unije. U 2017. godini 58,7 % stanja inozemnih izravnih ulaganja odnosilo se na ulaganja iz starih članica EU (EU15) te se dodatnih 15,4 % odnosilo na ulaganja iz novih članica

(Slika 6)<sup>6</sup>. Najznačajniji regionalni ulagači su Nizozemska s udjelom od 15,9 %, Austrija s 14,2, Italija s 6,4, Njemačka s 5,6 i Luksemburg s udjelom od 4,6 % ukupnih ulaganja u regiju. Međutim, raspršenost ulagača raste te su prije recesije iz 2008. godine Austrija i Njemačka obuhvaćale 35,4 % ukupnih ulaganja, dok je u 2017. godini njihov udio pao na 19,8 %.

Orijentiranost prema EU te činjenica da je Hrvatska najrazvijenija regionalna ekonomija i najbliža zemlja tržištu Europske unije dovele su do toga da su za Hrvatsku inozemna izravna ulaganja iz EU15 najznačajnija, odnosno gotovo 70 % ukupnih inozemnih izravnih ulaganja dolazi iz te grupe zemalja. Ulaganja iz EU15 značajna su i za Srbiju (61 %) te za Albaniju (61,4 %), dok su najmanje zastupljena u Kosovu (26 %) i Crnoj Gori (32,4 %). Makedonija, Srbija i Hrvatska imaju relativno jake veze s novim zemljama članicama EU te je više od 15 % ulaganja stiglo iz tih zemalja. Za Kosovo, Crnu Goru, ali i Bosnu i Hercegovinu vrlo su važna i ulaganja izvan EU, tako da je 66,5 % svih inozemnih izravnih ulaganja u Kosovo stiglo iz zemalja izvan EU, 54,2 % u Crnu Goru i 52,3 % u Bosnu i Hercegovinu.



Napomena: podaci za Srbiju su procijenjeni na temelju podataka o inozemnim izravnim ulaganjima po zemljama za 2015. i ukupnog kretanja inozemnih izravnih ulaganja u Srbiju u 2017. EU 27 se odnosi na trenutne članice bez Hrvatske.

Slika 6. Udio stanja inozemnih izravnih ulaganja u zemlje jugoistočne Europe iz EU15 i EU27 u 2017. godini, u %

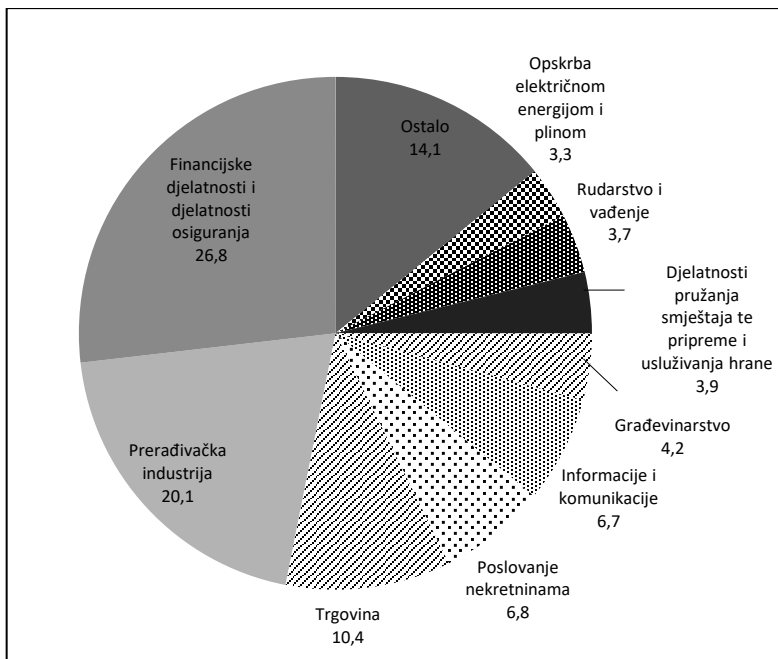
Izvor: *wiiw Database on Foreign Direct Investment (2019)*.

<sup>6</sup> U grupaciju novih članica EU nije svrstana Hrvatska, nego se ona analizira u sklopu zemalja jugoistočne Europe.

Privatizacija je dominantni izvor inozemnih izravnih ulaganja u jugoistočnoj Europi. Prelaskom na tržišnu ekonomiju, manjkom domaćih izvora financiranja, kao i potkapacitiranošću u upravljačkim vještinama prodaja velikih sustava inozemnim investitorima se smatrala dobrim načinom da se državna poduzeća često niske produktivnosti pretvore u konkurentna poduzeća koja se mogu uspješno snalaziti na tržištu. Međutim, najzastupljenija inozemna privatizacijska ulaganja u regiju su ulaganja u uslužne sektore<sup>7</sup>, dok su velika ulaganja u proizvodne djelatnosti manje zastupljena. Tako je privatizacija banaka najznačajniji oblik inozemnih izravnih ulaganja u regiji, dok se tek 20,1 % ukupnih inozemnih izravnih ulaganja (ne nužno isključivo od privatizacije) odnosi na prerađivačku industriju (Slika 7). Inozemna izravna ulaganja u sektor financijskog posredovanja, što se uglavnom odnosi na banke, najznačajnija su za Hrvatsku, gdje je većina bankovnog sektora putem privatizacije došla u vlasništvo stranaca. Iako je Hrvatskoj, a donekle i ostalim zemljama u regiji, turizam važan segment gospodarstva, udio inozemnih izravnih ulaganja u djelatnosti pružanja smještaja te pripreme i usluživanja hrane u Hrvatskoj je relativno nizak (6,1 posto) (wiiw, 2019), što se djelomično može objasniti knjiženjem inozemnih izravnih ulaganja vezanim uz hotele i restorane u djelatnost poslovanja nekretninama. Ulaganja u prerađivačku industriju su najznačajnija za Makedoniju i Bosnu i Hercegovinu, gdje više od trećine, odnosno četvrtine ukupnih ulaganja otpada upravo na taj sektor. Za razliku od ostalih zemalja regije, za Albaniju su važna ulaganja u energetiku (transport prirodnog plina), informacije i komunikaciju te rudarstvo i vađenje. Interes za ulaganja u postojeća poduzeća, pogotovo putem privatizacije, u početku inozemnog investicijskog vala nije neočekivan, budući da su mnoga poduzeća koja su se privatizirala bila zapravo svojevrсни monopoli, poput telekomunikacijskih poduzeća, te je očekivani profit u njima bio dovoljan da izazove interes inozemnih ulagača i to unatoč tranzicijskim poteškoćama poput neučinkovite javne uprave, neizgrađenih institucija i niske produktivnosti rada.

---

<sup>7</sup> Podataka o inozemnim izravnim ulaganjima po djelatnostima nema za Crnu Goru, dok za Srbiju postoje podaci samo do 2015. pa su podaci za 2017. procijenjeni na temelju podataka o inozemnim izravnim ulaganjima po djelatnostima za 2015. i ukupnog kretanja inozemnih izravnih ulaganja u Srbiju u 2017.



Napomena: podaci za Srbiju su procijenjeni na temelju podataka o inozemnim izravnim ulaganjima po djelatnostima za 2015. i ukupnog kretanja inozemnih izravnih ulaganja u Srbiju u 2017.

Slika 7. Sektorska klasifikacija ukupnog stanja inozemnih izravnih ulaganja u jugoistočnu Europu u 2017. godini, u %

Izvor: *wiiw Database on Foreign Direct Investment (2019)*.

Iako je za jugoistočnu Europu najvažniji izvor inozemnih izravnih ulaganja privatizacija, postoji interes i za *greenfield* ulaganja. Srbija je vodeća zemlja regije i po broju i vrijednosti najavljenih *greenfield* ulaganja. U 2017. godini za Srbiju je bilo najavljeno 115 *greenfield* ulaganja, odnosno 61,5 % svih *greenfield* ulaganja u regiju. S druge strane, broj najavljenih *greenfield* ulaganja u Hrvatsku je iznosio 30 (16 % od ukupnog broja ulaganja u regiju), dok su za Crnu Goru najavljena tek 2 ulaganja (1,1 %), a za Albaniju 3 (1,6 %). Srbija se u 2016. godini nalazila i pri vrhu ljestvice zemalja središnje, istočne i južne Europe po udjelu *greenfield* ulaganja u prerađivačku industriju (više od 50 % *greenfield* projekata se odnosilo na prerađivačku industriju), odmah iza Bugarske, Češke i Mađarske (Hunya, 2017.), što ju je svrstalo u važne prerađivačke lokacije u široj regiji. Glavni pokretači ulaganja u prerađivački sektor u Srbiju su ulaganja u automobilsku industriju te ulaganja u prateće automobilske djelatnosti. Za Hrvatsku su najznačajnija *greenfield* ulaganja u aktivnosti vezane uz usluge te prodaju i marketing, odnosno u aktivnosti vezane uz turizam.

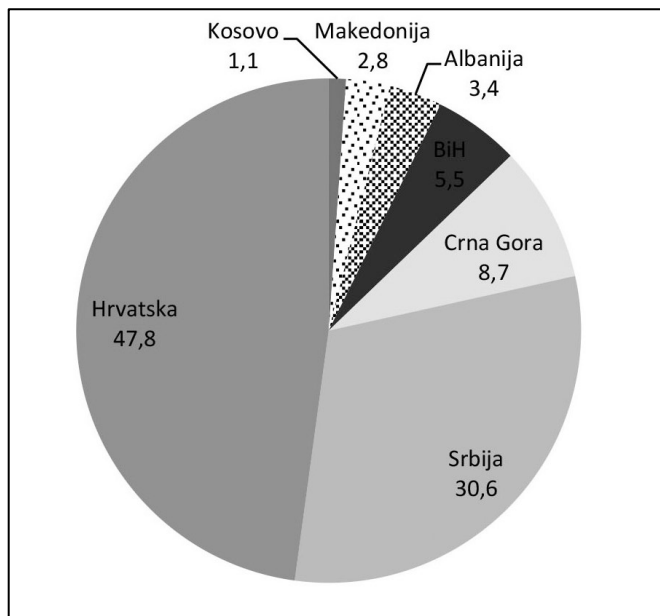
#### 4. INOZEMNA IZRAVNA ULAGANJA MEĐU ZEMLJAMA JUGOISTOČNE EUROPE

Prethodno poglavlje je pokazalo da zemlje jugoistočne Europe imaju uspjeha u privlačenju inozemnih izravnih ulaganja, doduše manjeg od CEE zemalja, ali da ta ulaganja većinom dolaze iz Europske unije. S druge strane, unatoč njihovoj povijesnoj, nacionalnoj i kulturološkoj povezanosti, tek se vrlo mali dio inozemnih izravnih ulaganja odnosi na regionalna ulaganja. Od ukupne razine stanja inozemnih izravnih ulaganja u zemlje jugoistočne Europe u 2017. godini na regionalna ulaganja se odnosilo tek 5,5 %. Najznačajniji regionalni ulagač je Hrvatska koja je do 2017. godine sudjelovala u 47,8 % regionalnih ulaganja, a slijedi ju Srbija s 30,6 % (Slika 8). Inozemna izravna ulaganja iz zemalja regije najznačajnija su za Bosnu i Hercegovinu, gdje je u 2017. godini udio regionalnih inozemnih izravnih ulaganja u ukupnim inozemnim izravnim ulaganjima iznosio 32,3 %. Najznačajniji ulagači u Bosnu i Hercegovinu su Hrvatska i Srbija s udjelima od 17,2, odnosno 15,1 % (Slika 9), što ne iznenađuje s obzirom na tradiciju gospodarskih odnosa i nacionalnu povezanost. S druge strane, inozemna izravna ulaganja iz zemalja regije u Hrvatsku su gotovo zanemariva. Samo je 0,7 % ukupnih inozemnih izravnih ulaganja u Hrvatsku do 2017. stiglo iz zemalja regije. Razloge za iznimno slab priljev inozemnih izravnih ulaganja iz zemalja regije u Hrvatsku valja tražiti u tome što su zemlje regije još slabije kapitalno opremljene od Hrvatske te stoga općenito manje ulažu izvan vlastite zemlje.

I druge zemlje regije, uz iznimku Bosne i Hercegovine, ostvaruju relativno mala ulaganja iz regije. Tek 2,2 % svih inozemnih izravnih ulaganja u Albaniju su regionalnog karaktera, a najznačajniji ulagači su Makedonija i Kosovo s više od dvije trećine svih regionalnih ulaganja u Albaniju. Od ukupnih inozemnih izravnih ulaganja u Srbiju 4 % otpada na ulaganja zemalja iz regije, a većinu je uložila Hrvatska. Slično Srbiji, 4 % ukupnih inozemnih izravnih ulaganja u Makedoniju se odnosi na ulaganja zemalja regije, a najznačajniji su joj partneri Srbija (1,7 % ukupnih ulaganja), Hrvatska (1,4 %) te Albanija (0,5 %). Ulaganja iz zemalja regije u Kosovo intenzivirala su se u posljednjim godinama te su porasla s 3,5 % ukupnih ulaganja u Kosovo u 2012. na 6,2 % u 2016. godini. Ipak, zbog smanjenih ulaganja Albanije u Kosovo tijekom 2017. godine, udio ulaganja zemalja regije u Kosovo u ukupnim ulaganjima u Kosovo se smanjio na 5 %. S druge strane, značaj regionalnih ulaganja je konstantan u Crnoj Gori, gdje je od 2010. godine u prosjeku 9 % svih ulaganja otpadalo na ulaganja zemalja regije.

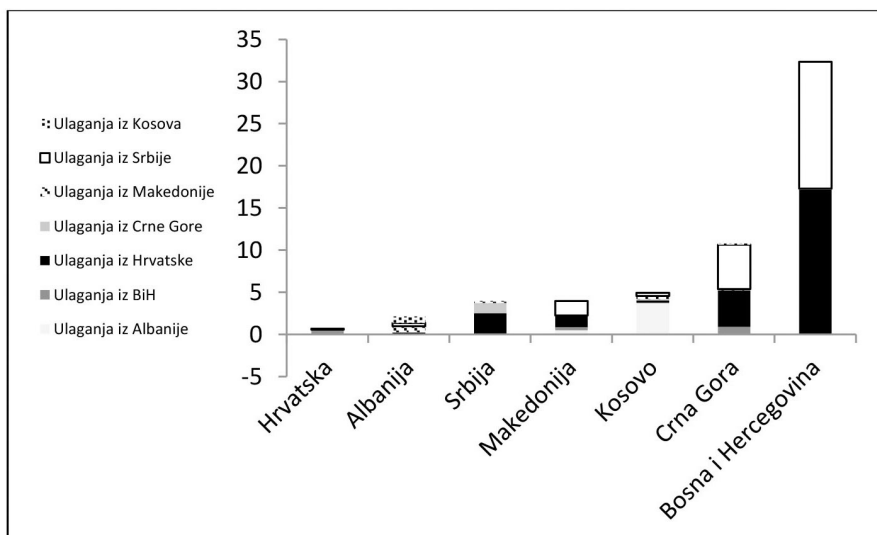
Ovakva slika s regionalnom suradnjom u području inozemnih izravnih ulaganja pokazuje da, iako suradnja postoji, ona nije značajna kao u području vanjske trgovine te se zapravo najviše suradnje u području inozemnih izravnih ulaganja odvija između susjednih zemalja. Razlog za slabu suradnju može se pronaći u tome što su sve zemlje obuhvaćene analizom neto uvoznici kapitala, a tek manji dio svoje domaće štednje ulažu u inozemstvo (Broz, Buturac & Tkalec,

2015). To su ipak većinom relativno slabije razvijene zemlje, kojima su ulaganja potrebna za daljnji ekonomski razvoj te je razumljivo da više ulaganja stiže iz razvijenih ekonomija, nego iz regije. Ipak, kako pokazuje Dunningova teorija investicijske razvojne putanje, s ostvarivanjem većeg stupnja gospodarskog razvoja, mogu se očekivati i snažniji priljevi inozemnih izravnih ulaganja između zemalja regije. Naime, uvjeti poslovanja za domaće i inozemne kompanije se mijenjaju sa stupnjem razvoja ekonomije te na taj način utječu na priljeve i odljeve izravnih ulaganja (Dunning & Narula, 1996). Teorija investicijske razvojne putanje razlikuje pet faza razvoja kroz koje prolaze zemlje, a te se faze razvoja mogu povezati sa sklonosti zemlje prema privlačenju inozemnih ulaganja ili pak prema investiranju u druge zemlje. S obzirom na stupanj razvoja zemalja u regiji te tokove kapitala koji pokazuju da su zemlje regije neto uvoznici kapitala, možemo ih svrstati u drugu fazu investicijske razvojne putanje koja pokazuje da priljevi inozemnih izravnih ulaganja počinju rasti, ali su odljevi još uvijek relativno niski (Andreff & Andreff, 2017; Dauti, 2015; Franc, 2013).



Napomena: podaci za Srbiju su procijenjeni na temelju podataka o inozemnim izravnim ulaganjima po zemljama za 2015. i ukupnog kretanja inozemnih izravnih ulaganja u Srbiju u 2017.

Slika 8. Stanje međuregionalnih inozemnih izravnih ulaganja po ulagačima u 2017. godini, u % od ukupnih međuregionalnih inozemnih izravnih ulaganja  
 Izvor: *wiiw Database on Foreign Direct Investment (2019)*.



Napomena: podaci za Srbiju su procijenjeni na temelju podataka o inozemnim izravnim ulaganjima po zemljama za 2015. i ukupnog kretanja inozemnih izravnih ulaganja u Srbiju u 2017.

Slika 9. Stanje regionalnih inozemnih izravnih ulaganja u 2017. godini, u % od ukupnih inozemnih izravnih ulaganja u zemlju

Izvor: *wiiv Database on Foreign Direct Investment (2019)*.

## 5. INDEKS INOZEMNIH IZRAVNIH ULAGANJA

### 5.1. Metodološka osnova i podaci

Iako je prethodno poglavlje pokazalo da je regionalna suradnja u području inozemnih izravnih ulaganja relativno skromna, postavlja se pitanje postoje li pozitivni pomaci u vremenu. Stoga, kako bi bolje kroz vrijeme popratili kretanje razvoja suradnje u zemljama jugoistočne Europe u području inozemnih izravnih ulaganja koristit će se indeks inozemnih izravnih ulaganja sličan onome kojeg su razvili Broz, Buturac i Tkalec (2015). Međutim, za razliku od njihovog indeksa koji se usredotočuje samo na suradnju Hrvatske sa zemljama jugoistočne Europe, u ovom radu će se prilagoditi taj indeks na način da uključuje suradnju u području inozemnih izravnih ulaganja svih promatranih zemalja u jugoistočnoj Europi. To znači da će se koristiti svi dostupni podaci o inozemnim izravnim ulaganjima jedne zemlje regije u drugu. Drugim riječima, koristit će se podatci o inozemnim izravnim ulaganjima jedne zemlje regije u drugu zemlju regije, primjerice izravna ulaganja Hrvatske u Bosnu i Hercegovinu i obrnuto, ulaganja Bosne i Hercegovine u Hrvatsku. Izravna ulaganja pojedine zemlje regije u druge zemlje regije (na primjer, izravna ulaganja Hrvatske u ostale zemlje regije ili izravna ulaganja Bosne i Hercegovine u druge zemlje regije, uključujući i Hrvatsku) se sumiraju prikazujući ukupnu suradnju regije u području izravnih ulaganja u pojedinoj godini. Kako bi pratili kretanje suradnje kroz

vrijeme, ukupna suradnja u području izravnih ulaganja se stavlja u odnos s početnom razinom ukupne suradnje (u ovom slučaju, početna, bazna godina je 2005.).

Indeks inozemnih izravnih ulaganja (Indeks IIU) izračunat je prema sljedećoj formuli:

$$\text{Indeks IIU}_t = \frac{\sum_{i=1}^n y_{it}}{\sum_{i=1}^n y_{ib}} * 100, \quad i = 1, \dots, 7; \quad t = 2005., \dots, 2017. \quad (1)$$

pri čemu  $y_{it}$  predstavlja novčanu vrijednost inozemnih izravnih ulaganja jedne od sedam analiziranih zemalja  $i$  u preostale zemlje regije u vremenu  $t$ , dok  $y_{ib}$  označava odgovarajuću vrijednost inozemnih izravnih ulaganja pojedine zemlje  $i$  u druge zemlje regije u baznoj 2005. godini. Iznosi inozemnih izravnih ulaganja su izraženi u eurima. Sumiranjem novčanih vrijednosti međusobnih inozemnih izravnih ulaganja u pojedinoj godini te stavljanjem dobivene vrijednosti u omjer s baznim iznosom iz 2005. godine te množenjem sa 100 dobiva se indeks inozemnih izravnih ulaganja za svaku pojedinu godinu. Drugim riječima, ovaj indeks pokazuje kretanje međusobnih izravnih ulaganja kroz vrijeme u odnosu na baznu 2005. godinu. Porast indeksa označava rast suradnje u području inozemnih izravnih ulaganja, dok pad indeksa ukazuje na slabljenje međusobne suradnje u području inozemnih izravnih ulaganja.

Indeksi inozemnih izravnih ulaganja su izračunati na dva načina: za priljeve i stanje inozemnih izravnih ulaganja. Kako bi se razvoj suradnje među zemljama regije mogao usporediti s ulaganjima ostalih zemalja u zemlje regije, na sličan način izračunat je i indeks inozemnih izravnih ulaganja iz ostatka svijeta. Taj indeks uključuje inozemna izravna ulaganja koja u zemlje regije dolaze iz svih drugih zemalja svijeta. Osim toga, kako bi se ustanovilo koliko se snažno mijenja suradnja između zemalja jugoistočne Europe, konstruirali smo i indeks inozemnih izravnih ulaganja za CEE zemlje. Na taj se način može utvrditi surađuju li međusobno intenzivnije zemlje jugoistočne Europe ili CEE zemlje.

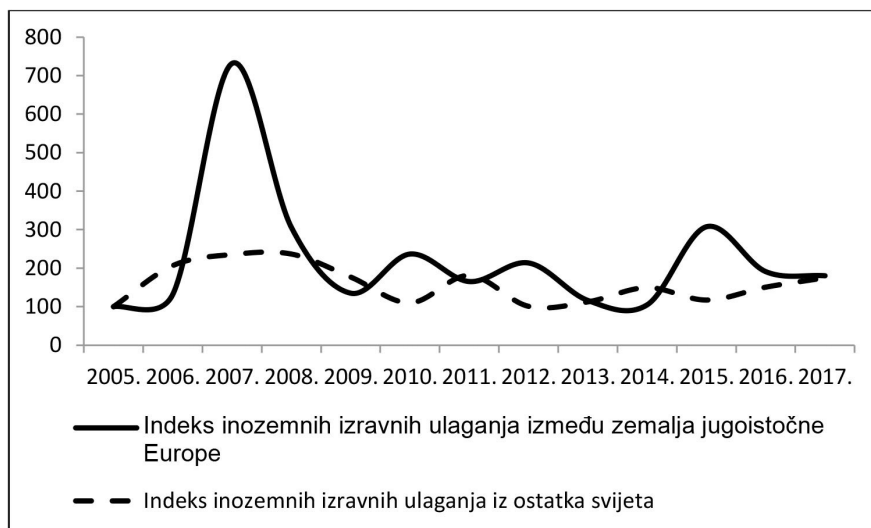
Podaci za inozemna izravna ulaganja odnose se na razdoblje 2005. – 2017., a prikupljeni su iz *wiiw Database on Foreign Direct Investment* iz dijela koji se odnosi na inozemna izravna ulaganja između partnera zemalja (*FDI by partner*). Podaci za stanje inozemnih izravnih ulaganja za Crnu Goru počinju u 2010., a za Kosovo u 2012. godini. Za neke parove zemalja podaci su dostupni od kasnijeg razdoblja, ali radi se uglavnom o parovima zemalja koje imaju zanemariva međusobna ulaganja. Podaci za 2016. i 2017. godinu za stanje regionalnih inozemnih izravnih ulaganja u Srbiju nisu dostupni te su stoga procijenjeni na temelju podataka o inozemnim izravnim ulaganjima po zemljama za 2015. i ukupnog stanja inozemnih izravnih ulaganja u Srbiju u 2016. i 2017. godini. Budući da ne postoje podaci za sve zemlje od početka razdoblja promatranja, uzorak nije balansiran. To znači da u 2005. godini postoji 18 parova zemalja za koje postoje podaci o međusobnim izravnim ulaganjima, dok u 2017. godini postoji 34 para<sup>8</sup>.

<sup>8</sup> Maksimalni broj parova zemalja iznosi 42 (svaka od sedam zemalja regije može ulagati u preostalih šest zemalja, što ukupno iznosi 42 para). Maksimalni broj parova nije dosegnut budući da niti u 2017. godini ne ulazu sve zemlje regije jedna u drugu.



## 5.2. Rezultati

Indeks inozemnih izravnih ulaganja na temelju priljeva inozemnih izravnih ulaganja pokazuje da je regionalna suradnja snažno rasla do 2007. godine te da je u 2007. godini bila sedam puta veća nego dvije godine ranije (Slika 10). Ipak, potrebno je napomenuti da je regionalna suradnja mjerena priljevima inozemnih izravnih ulaganja u 2005. godini bila vrlo niska te je suma priljeva regionalnih inozemnih izravnih ulaganja iznosila tek 113,9 milijuna eura, dok je sveukupno (bez regije) iznosila 3,7 milijardi eura. Recesija se snažno osjetila na regionalnoj suradnji te su već u 2008. godini regionalni priljevi inozemnih izravnih ulaganja pali na 42 % priljeva iz 2007. godine, dok su u 2009. godini iznosili tek 18 % priljeva iz 2007. Od 2009. do 2017. godine regionalna suradnja oscilira, ali se ipak nalazi iznad razine suradnje iz 2005. godine. Relativno snažan porast regionalne suradnje u 2015. godini najviše je povezan s ulaganjima Hrvatske u Srbiju te međusobnim ulaganjima Srbije i Crne Gore. Iako u apsolutnim iznosima značajno viša, suradnja s ostatkom svijeta nije niti prije recesije zabilježila tako visoke stope rasta kao regionalna suradnja. U rekordnoj 2008. godini indeks inozemnih izravnih ulaganja iz ostatka svijeta bio je za 136,7 % viši u odnosu na 2005. godinu, dok je u 2017. godini u odnosu na baznu godinu bio viši za 74,8 %. Ipak, ovakvi rezultati kretanja obiju indeksa pokazuju da regija varira s privlačenjem inozemnih izravnih ulaganja i iz regije i iz ostatka svijeta, odnosno da ne postoji rastući trend priljeva inozemnih izravnih ulaganja.



Slika 10. Indeks inozemnih izravnih ulaganja za zemlje jugoistočne Europe na temelju priljeva inozemnih izravnih ulaganja u razdoblju od 2005. do 2017. godine (2005. = 100)

Izvor: *wiiw Database on Foreign Direct Investment (2019).*

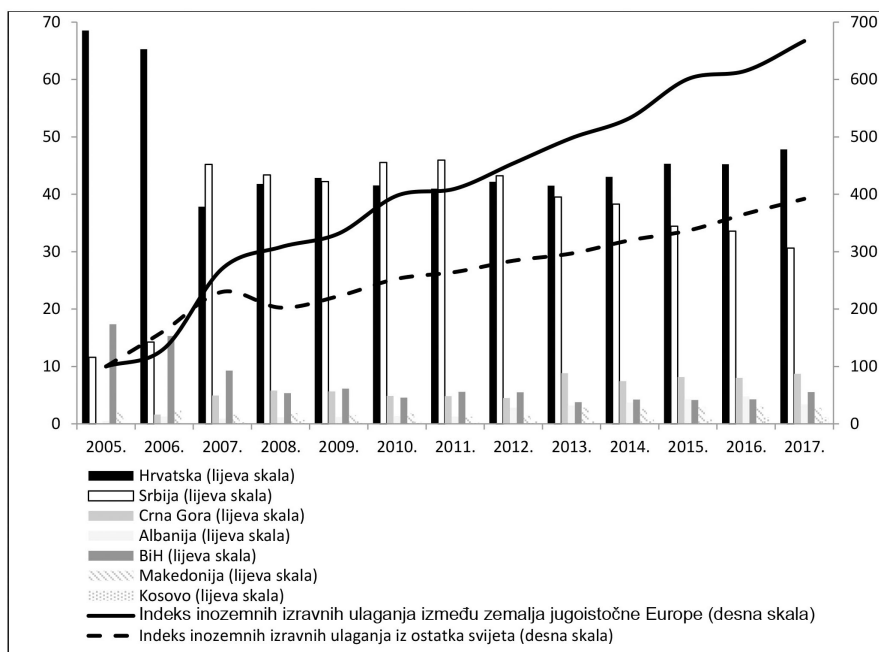
Budući da su priljevi inozemnih izravnih ulaganja vrlo volatilni te često ovise o pojedinim investicijama, odnosno o izostanku istih, izračunat je i indeks inozemnih izravnih ulaganja na temelju stanja inozemnih izravnih ulaganja. Budući da stanje inozemnih izravnih ulaganja uključuje kumulativne priljeve iz prethodnih godina, ovaj indeks ukazuje na kontinuirano povećanje regionalne suradnje u promatranom razdoblju (Slika 11). U 2017. godini je regionalna suradnja mjerena stanjem inozemnih izravnih ulaganja bila gotovo 7 puta veća nego u 2005. godini. Na kretanje indeksa inozemnih izravnih ulaganja najviše utječu ulaganja iz Hrvatske i Srbije u druge zemlje regije. Za razliku od indeksa inozemnih izravnih ulaganja između zemalja jugoistočne Europe, indeks inozemnih izravnih ulaganja iz ostatka svijeta pokazuje pad suradnje u 2008. godini. Razlozi takvog kretanja nalaze se u cijenama dionica tvrtki koje kotiraju na burzama, budući da se za izračun stanja inozemnih izravnih ulaganja koriste tržišni podaci s dioničkih tržišta. Naime, cijene većine dionica potrebnih za izračun stanja inozemnih izravnih ulaganja, koje kotiraju na burzi, ostvarile su u 2008. godini strmoglavi pad<sup>9</sup>. Za razliku od toga, većina regionalnih inozemnih izravnih ulaganja ne kotira na burzi te stoga situacija na burzama značajno manje utječe na stanje ulaganja (Broz, Buturac & Tkalec, 2015). Iako se kretanje indeksa inozemnih izravnih ulaganja iz ostatka svijeta oporavilo u idućim godinama, više se ne nalazi na istoj putanji kao i indeks inozemnih izravnih ulaganja iz regije te se do 2017. godine između ta dva indeksa stvorio veliki jaz. Ipak, valja ponoviti da je suradnja s ostatkom svijeta značajnija od regionalne suradnje, ali ovakvo povećanje razlike između ova dva indeksa pokazuje interes regije za produbljivanjem zajedničke suradnje. Naime, stope porasta regionalne suradnje u području izravnih ulaganja tijekom promatranog razdoblja više su od stopa porasta suradnje regije s ostatkom svijeta.

Kako bi se dobio kompletniji uvid u značajnost suradnje među zemljama jugoistočne Europe u području inozemnih izravnih ulaganja, konstruiran je indeks inozemnih izravnih ulaganja između CEE zemalja i uspoređen s indeksom inozemnih izravnih ulaganja za zemlje jugoistočne Europe (Slika 12). CEE zemlje su zemlje koje imaju veće priljeve inozemnih izravnih ulaganja od zemalja jugoistočne Europe, međutim, međusobna suradnja im je također relativno slaba. U 2017. godini od ukupnog stanja inozemnih izravnih ulaganja u CEE zemlje tek se 5 % odnosilo na regionalna ulaganja. Iako su u 2017. godini sličan udio ostvarile i zemlje jugoistočne Europe (5,5 posto), one ipak već duži niz godina ostvaruju više od 5 % regionalnih izravnih ulaganja. Kretanje indeksa inozemnih izravnih ulaganja također pokazuje značajno dinamičniju suradnju između zemalja jugoistočne Europe, nego između CEE zemalja. Iako još uvijek na relativno niskim

---

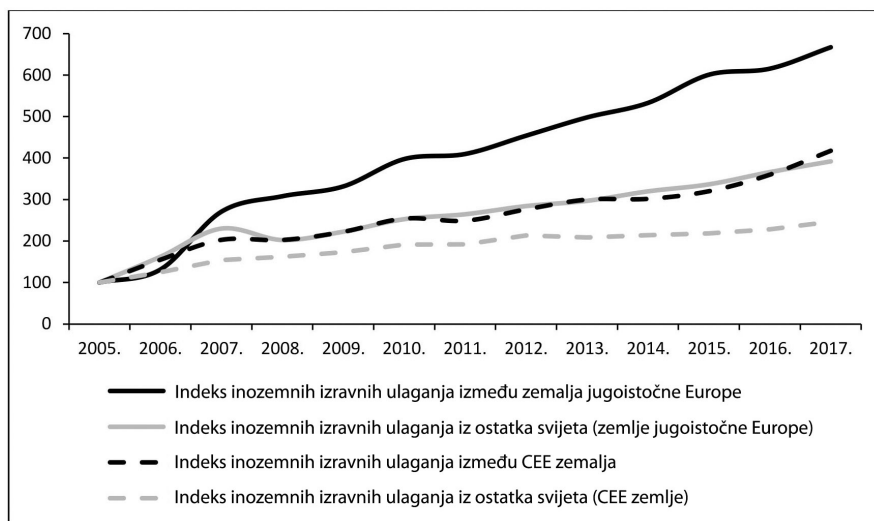
<sup>9</sup> Burzovni indeks Zagrebačke burze CROBEX je u toj godini izgubio dvije trećine svoje vrijednosti, a mnoge dionice povezane s inozemnim izravnim ulaganjima su u njegovu sastavu. Slično tome, burzovni indeks Beogradske burze je u 2008. godini izgubio tri četvrtine vrijednosti.

razinama, suradnja između zemalja jugoistočne Europe ima izraženiji trend rasta od suradnje među CEE zemljama. Tako je suradnja u području inozemnih izravnih ulaganja između CEE zemalja u promatranom razdoblju porasla za 4 puta, a u zemljama jugoistočne Europe za gotovo sedam puta. Važno je za napomenuti da iako CEE zemlje nominalno ostvaruju značajno veća inozemna izravna ulaganja iz ostalih zemalja, zemlje jugoistočne Europe ipak uspijevaju održavati veće stope rasta inozemnih izravnih ulaganja iz ostalih zemalja, što znači da se, iako polako, jaz između te dvije skupine zemalja smanjuje.



Slika 11. Indeks inozemnih izravnih ulaganja za zemlje jugoistočne Europe na temelju stanja inozemnih izravnih ulaganja (2005. = 100) te udjeli pojedinih zemalja u indeksu inozemnih izravnih ulaganja između zemalja jugoistočne Europe (u %) u razdoblju od 2005. do 2017. godine

Izvor: *wiww Database on Foreign Direct Investment (2019).*



Napomena: indeks je računat na temelju stanja inozemnih izravnih ulaganja.

Slika 12. Indeks inozemnih izravnih ulaganja za jugoistočnu Europu i CEE zemlje u razdoblju od 2005. do 2017. godine (2005. = 100)

Izvor: *wiiw Database on Foreign Direct Investment (2019)*.

## 6. ZAKLJUČAK

Ovo istraživanje bavilo se analizom inozemnih izravnih ulaganja u zemljama jugoistočne Europe. Rezultati istraživanja su pokazali da inozemna izravna ulaganja u zemlje jugoistočne Europe većinom dolaze iz članica EU, dok je regionalna suradnja još uvijek relativno slabo zastupljena. Ipak, indeks inozemnih izravnih ulaganja temeljen na stanju inozemnih izravnih ulaganja ukazuje na kontinuirano povećanje regionalne suradnje. Osim toga, suradnja između zemalja jugoistočne Europe, iako nominalno niska, ostvaruje značajno više stope rasta od suradnje ove regije s ostatkom svijeta, što ukazuje na interes regije za produbljivanjem zajedničke suradnje. Suradnja između zemalja jugoistočne Europe je također intenzivnija nego suradnja među CEE zemljama te također jugoistočna Europa ostvaruje više stope rasta inozemnih izravnih ulaganja iz ostalih zemalja od CEE zemalja, što znači da se razlike između te dvije skupine zemalja polagano smanjuju.

Budući da povećanje gospodarske suradnje u području inozemnih izravnih ulaganja može imati pozitivan utjecaj na gospodarski rast (Liu, Burridge & Sinclair, 2002; Hsiao & Hsiao, 2006; Gries & Redlin, 2012), važno je poticati međusobnu suradnju između zemalja jugoistočne Europe. Ipak, unatoč mogućem pozitivnom utjecaju na gospodarski rast, mora se imati na umu da su inozemna izravna ulaganja između zemalja jugoistočne Europe još uvijek relativno slabo

zastupljena, što znači da u ovom trenutku ne predstavljaju značajan potencijal kao kanal za povećanje ukupne međusobne gospodarske suradnje. To ne znači da ne treba poticati međusobna izravna ulaganja, nego samo treba biti svjestan trenutnih mogućnosti inozemnih izravnih ulaganja za razvoj ukupne gospodarske suradnje između zemalja jugoistočne Europe.

Nositelji ekonomskih politika često se natječu za inozemna izravna ulaganja na način da omogućuju povlastice kompanijama koje odluče doći baš u njihovu zemlju, ali i oblikuju politike koje će privući ulagatelje. Iz te se perspektive smatra da je bliska gospodarska suradnja u regiji dobar preduvjet za privlačenje izravnih ulaganja (Kubny, Mölders & Nunnenkamp, 2011). Razlozi za to uključuju veće regionalno tržište, manje transportne troškove, ali i veći očekivani gospodarski rast zemalja regije (ovisno, između ostalog, o kvaliteti institucija zemlje primatelja izravnog ulaganja i razini obrazovanja radne snage) (Narula & Pineli, 2019; UNCTAD, 2012a; Fortanier, 2007). Stoga, kako bi se ostvarila veća izravna ulaganja između zemalja regije, potrebno je osigurati stabilno gospodarsko i političko okruženje, podići kvalitetu institucija, uložiti napore u obrazovanje radne snage, ali i stvarati pozitivan imidž zemlje. Sve to će imati utjecaj na privlačenje izravnih ulaganja iz regije, ali će imati općenito pozitivan utjecaj na gospodarski razvoj zemlje.

Na kraju valja napomenuti da inozemna izravna ulaganja nisu lijek za sve gospodarske probleme. Unatoč tome što inozemna izravna ulaganja omogućavaju financiranje projekata u slučaju kada je domaća štednja nedostatna, odnosno omogućuju financiranje projekata koje nije temeljeno na zaduživanju, motivi za ulaganja inozemnih ulagača zasigurno nisu isti kao i kod primatelja inozemnih izravnih ulaganja. Interes inozemnih ulagača je prvenstveno profit, ali i to da investicija ima potencijal rasta i razvoja. S druge strane, motivi primatelja inozemnih izravnih ulaganja su povećanje dohotka i blagostanja zemlje do kojeg se nadaju da će doći uz pomoć inozemnih izravnih ulaganja. Pritom valja imati na umu da dolazak inozemne investicije znači povećanje konkurencije na domaćem tržištu, što znači da se domaće kompanije moraju prilagoditi ili će nestati s tržišta. Poseban problem kod slabije razvijenih zemalja je taj što se zbog slabije razvijenih institucija povećava vjerojatnost netržišnog ponašanja inozemnih investitora (Estrin & Uvalić, 2016). Uz to, istraživači nisu u potpunosti usuglašeni oko utjecaja inozemnih izravnih ulaganja na porast BDP-a. Stoga ne treba očekivati da inozemna izravna ulaganja mogu riješiti sve probleme domaće ekonomije.

## LITERATURA

Alfaro, L., Chandab, A., Kalemli-Ozcan, S. & Sayek, S. (2004). FDI and economic growth: the role of local financial markets. *Journal of International Economics*, 64, 89-112. [https://doi.org/10.1016/S0022-1996\(03\)00081-3](https://doi.org/10.1016/S0022-1996(03)00081-3)

Andreff W. & Andreff, M. (2017). Multinational companies from transition economies and their outward foreign direct investment. *Russian Journal of Economics*, 3, 445-474. <https://doi.org/10.1016/j.ruje.2017.12.008>

Asteriou, D., Dassiou, X. & Glycopantis, D. (2005). FDI and Growth: Evidence from a Panel of European Transition Countries. *Spoudai*, 55(1), 9-30.

Bevan, A. & Estrin, S. (2004). The determinants of foreign direct investment into European transition economies, *Journal of Comparative Economics*, 32, 775-787. <https://doi.org/10.1016/j.jce.2004.08.006>

Bevan, A., Estrin, S. & Grabbe, H. (2001). The Impact of EU Accession Prospects on FDI Inflows to Central and Eastern Europe, ESRC "One Europe or Several?" Programme, No. 06/01, University of Sussex, Brighton.

Blomström, M. & Kokko, A. (1997). Regional Integration and Foreign Direct Investment. World Bank Policy Research Working Paper, No. 1750. <https://doi.org/10.3386/w6019>

Bogdan, Ž. (2009). Utjecaj FDI-ja na gospodarski rast europskih tranzicijskih zemalja. EFZG – Serija članaka u nastajanju, No. 09-06. Dostupno na <http://web.efzg.hr/repec/pdf/Clanak%2009-06.pdf>

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. [https://doi.org/10.1016/S0022-1996\(97\)00033-0](https://doi.org/10.1016/S0022-1996(97)00033-0)

Botrić, V. & Škuflić, L. (2006). Main Determinants of Foreign Direct Investment in the Southeast European Countries. *Transition Studies Review*, 13(2), 359-377. <https://doi.org/10.1007/s11300-006-0110-3>

Botrić, V. (2010). Foreign direct investment in the Western Balkans: privatization, institutional change, and banking sector dominance. *Economic Annals*, LV(187), 7-30. <https://doi.org/10.2298/EKA1087007B>

Brenton P. (1996). The Impact of the Single Market on Foreign Direct Investment in the EU. Report for DGII.

Brenton, P., Di Mauro, F. & Lücke, M. (1999). Economic integration and FDI: An empirical analysis of foreign investment in the EU and in Central and Eastern Europe. *Empirica*, 26(2), 95-121. <https://doi.org/10.1023/A:1007006429600>

Broz, T. Buturac, G. & Tkalec, M. (2015). To what extent does Croatia really cooperate with SEE countries in the fields of foreign trade, direct investment and tourism?. *Economic Research-Ekonomska Istraživanja*, 28(1), 879-906. <https://doi.org/10.1080/1331677X.2015.1092703>

Cardamone, P. & Scoppola, M. (2012). The Impact of EU Preferential Trade Agreements on Foreign Direct Investment. *World Economy*, 35(11), 1473-1501. <https://doi.org/10.1111/j.1467-9701.2012.01434.x>

Das, R. U. (2011). Regional Trade-FDI-Poverty alleviation linkages: some analytical and empirical explorations. In Volz, U. (Ed.), *Regional Integration, Economic Development and Global Governance* (pp. 149-171), Northampton: Edward Elgar Publishing.

- Dauti, B. (2015), Determinants and trade effects of foreign direct investment in south east European countries with special focus to Macedonia. Doctoral disertation. Dostupno na <http://www.cek.ef.uni-lj.si/doktor/dauti.pdf>
- Demekas, D., Horvath, B., Ribakova, E. & Wu, Y. (2005). Foreign Direct Investment in Southeastern Europe: how (and how much) can policies help?. IMF Working Paper, No. 05/110. <https://doi.org/10.5089/9781451861297.001>
- Derado, D. (2013). Determinants of FDI in transition countries and estimation of the potential level of Croatian FDI". *Financial Theory and Practice*, 37(3), 227-258. <https://doi.org/10.3326/fintp.37.3.1>
- Dunning, J. H. & Lundan, S. M. (2008). *Multinational Enterprises and the Global Economy*. Northampton: Edward Elgar Publishing.
- Dunning, J. H. & Narula, R. (1996). The investment development path revisited: Some emerging issues. In: Dunning, J. H. & Narula, R. (Eds.), *Foreign Direct Investment and Governments: Catalysts for Economic Restructuring* (pp. 1-40). London: Routledge.
- Egger, P. & Pfaffermayr, M. (2004). Foreign Direct Investment and European Integration in the 1990s. *World Economy*, 27(1), 99-110. <https://doi.org/10.1111/j.1467-9701.2004.00590.x>
- Estrin, S. & Uvalić, M. (2014). FDI into transition economies: Are the Balkans different?. *Economics of Transition*, 22(2), 281-312. <https://doi.org/10.1111/ecot.12040>
- Estrin, S. & Uvalić, M. (2016). Foreign direct investment in the Western Balkans: what role has it played during transition?. *Comparative Economic Studies*, 58(3), 455-483. <https://doi.org/10.1057/ces.2016.10>
- Fortanier, F. (2007). Foreign direct investment and host country economic growth: Does the investor's country of origin play a role? *Transnational Corporations*, 16 (2), 41-76.
- Franc, S. (2013), Razvojni ciklus inozemnih izravnih neto ulaganja zemalja članica Europske unije. *Ekonomski vjesnik*, XXVI (1), 23-38. Dostupno na <https://hrcak.srce.hr/file/159017>
- Goldstein, A. (2004). *Regional Integration, FDI and Competitiveness in Southern Africa*. Paris: OECD. <https://doi.org/10.1787/9789264006546-en>
- Gries, T. & Redlin, M. (2012). *Trade Openness and Economic Growth: A Panel Causality Analysis*. Paderborn University, CIE Center for International Economics Working Paper, No. 2011-06. Dostupno na <http://groups.uni-paderborn.de/wp-wiwi/RePEc/pdf/ciepap/WP52.pdf>
- Hille, E., Shahbaz, M. & Moosa, I. (2019). The impact of FDI on regional air pollution in the Republic of Korea: A way ahead to achieve the green growth strategy? *Energy Economics*, 81, 308-326. <https://doi.org/10.1016/j.eneco.2019.04.004>
- Hsiao, F. S. T. & Hsiao, M-C. W. (2006). FDI, exports, and GDP in East and Southeast Asia - Panel data versus time-series causality analyses. *Journal of Asian Economics*, 17(6), 1082-1106. <https://doi.org/10.1016/j.asieco.2006.09.011>
- Hunya G. (2003). FDI in South-Eastern Europe in the early 2000s. U Franičević, V. & Kimura, H. (ur), *Globalization, Democratization and Development: European and Japanese Views of Change in South East Europe* (str. 349-261). Zagreb: Masmedia.
- Hunya, G. (2017). FDI in Central, East and Southeast Europe: Recovery amid Stabilising Economic Growth. WIIW FDI Report 2017. Dostupno na <https://wiiw.ac.at/recovery-amid-stabilising-economic-growth-dlp-4223.pdf>

- Iamsiraroj, S. (2016). The foreign direct investment–economic growth nexus. *International Review of Economics and Finance*, 42, 116-133. <https://doi.org/10.1016/j.iref.2015.10.044>
- Institut Milken (2017). Global Opportunity Index. <http://www.globalopportunityindex.org/opportunity.taf>
- Kaminski, B. (2001). How Accession to the European Union Has Affected External Trade and Foreign Direct Investment in Central European Economies. World Bank Working Paper, No. 2578. <https://doi.org/10.1596/1813-9450-2578>
- Kersan-Škabić, I. (2015). The Importance of Corporate Taxation for FDI Attractiveness of Southeast European Countries. *Panoeconomicus*, 62(1), 105-122. <https://doi.org/10.2298/PAN1501105K>
- Kikerkova, I. (2017). Success or failure of the implemented strategy on attracting foreign capital in the form of FDI in the Republic of Macedonia. *Ekonomika misao i praksa*, XXV (2), 939-954. Dostupno na <https://hrcak.srce.hr/191316>
- Kreinin, M. E. & Plummer, M. G. (2008). Effects of regional integration on FDI: An empirical approach. *Journal of Asian Economics*, 19, 447-454. <https://doi.org/10.1016/j.asieco.2008.09.005>
- Kubny, J., Mölders, F. & Nunnenkamp, P. (2011). Regional integration and FDI in emerging markets. U Volz, U. (ur.), *Regional Integration, Economic Development and Global Governance* (str. 172-204). Cheltenham: Edward Elgar Publishing Limited.
- Liu, X., Burridge, P. & Sinclair, P. J. N. (2002). Relationships between economic growth, foreign direct investment and trade: evidence from China. *Applied Economics*, 34(11), 1433-1440. <https://doi.org/10.1080/00036840110100835>
- Motta, M. & Norman, G. (1996). Does Economic Integration Cause Foreign Direct Investment? *International Economic Review*, 37 (4), 757-783. <https://doi.org/10.2307/2527310>
- Narula, R. & Pineli, A. (2019). Improving the developmental impact of multinational enterprises: policy and research challenges. *Economia e Politica Industriale*, 46, 1-24. <https://doi.org/10.1007/s40812-018-0104-2>
- Ng, F. & Yeats, A. (2003). Major Trade Trends in East Asia: What are their Implications for Regional Cooperation and Growth?. World Bank Policy Research Working Paper, No. 3084. <https://doi.org/10.1596/1813-9450-3084>
- Organisation for Economic Co-operation and Development [OECD] (2010). Trade Integration, Industry Concentration and FDI Inflows: The Experience in Central and South Eastern Europe. CEFTA Issues Paper 3. Dostupno na [https://www.oecd.org/global-relations/CEFTA%20WP3\\_TradeFDI\\_NEW\\_Nov%202010.pdf](https://www.oecd.org/global-relations/CEFTA%20WP3_TradeFDI_NEW_Nov%202010.pdf)
- Pegkas, P. (2015). The impact of FDI on economic growth in Eurozone countries. *Journal of Economic Asymmetries*, 12, 124-132. <https://doi.org/10.1016/j.jeca.2015.05.001>
- Sakyi, D. & Egyir, J. (2017). Effects of trade and FDI on economic growth in Africa: an empirical investigation. *Transnational Corporations Review*, 9 (2), 66-87. <https://doi.org/10.1080/19186444.2017.1326717>
- Velde, D. W. & Bezemer, D. (2006). Regional integration and foreign direct investment in developing countries. *Transnational Corporations*, 15(2), 41-70. Dostupno na: [https://unctad.org/en/docs/iteit20062a3\\_en.pdf](https://unctad.org/en/docs/iteit20062a3_en.pdf)



United Nations Conference on Trade and Development [UNCTAD] (2012a). Regional integration and foreign direct investment in developing and transition economies. Ženeva: UNCTAD. Dostupno na [https://unctad.org/system/files/official-document/ciimem4d2\\_en.pdf](https://unctad.org/system/files/official-document/ciimem4d2_en.pdf)

United Nations Conference on Trade and Development [UNCTAD] (2012b). *World Investment Report 2012: Towards a New Generation of Investment Policies*. Ženeva: U NCTAD. Dostupno na [https://unctad.org/en/PublicationsLibrary/wir2012\\_embargoed\\_en.pdf](https://unctad.org/en/PublicationsLibrary/wir2012_embargoed_en.pdf)

United Nations Conference on Trade and Development [UNCTAD] (2018.). [www.unctad.org/fdistatistics](http://www.unctad.org/fdistatistics)

Vlahinić-Dizdarević, N. & Blažić, H. (2005). The Investment Effects of PTAs in Southeast Europe. U Kumar, A. & Kandžija, V. (ur.), *Economic integrations, competition and cooperation*, Rijeka: Ekonomski fakultet Sveučilišta u Rijeci.

Vukšić, G. (2005). Impact of Foreign Direct Investment on Croatian Manufacturing Exports. *Financial Theory and Practice*, 29(2), 131-158. Dostupno na <http://www.fintp.hr/upload/files/ftp/2005/2/vuksic.pdf>

WIIW (2019). *WIIW Database on Foreign Direct Investment in Central, East and Southeast Europe*, Beč: Vienna Institute for International Economic Studies. Dostupno na <https://data.wiiw.ac.at/fdi-database.html>

Wijeweera, A., Villano, R. & Dollery, B. (2010). Economic Growth and FDI Inflows: A Stochastic Frontier Analysis. *Journal of Developing Areas*, 43 (2), 143-158. Dostupno na <https://www.jstor.org/stable/40376254>. <https://doi.org/10.1353/jda.0.0059>

Wijeweera, A., Villano, R. & Dollery, B. (2010). Economic Growth and FDI Inflows: A Stochastic Frontier Analysis. *Journal of Developing Areas*, 43(2), 143-158. <https://doi.org/10.1353/jda.0.0059>

Zakharov, V. & Kušić, S. (2003). The Role of FDI in the EU Accession Process: The Case of the Western Balkans. E4TSGs fifth Annual Conference in Madrid. Dostupno na <https://www.etsg.org/ETSG2003/papers/zacharov.pdf>

**Tanja Broz, PhD**

Senior scientific associate  
Institute of Economics, Zagreb  
E-mail: [tbroz@eizg.hr](mailto:tbroz@eizg.hr)  
Orcid: <https://orcid.org/0000-0001-5329-002X>

**FOREIGN DIRECT INVESTMENTS INTO THE COUNTRIES IN SOUTHEAST EUROPE: DO THE COUNTRIES IN THE REGION INVEST IN EACH OTHER AND TO WHICH EXTENT?*****Abstract***

*The aim of this research is to determine how much the countries in Southeast Europe invest in each other. Namely, the existing research is not focused on the analysis of where foreign direct investments (FDI) in the countries of Southeast Europe come from – from other countries of Southeast Europe or from other countries? Consequently, this paper focuses on the countries in Southeast Europe in order to explore the structure of FDI, as well as their interrelationship. In addition, the aim of the paper is to construct a FDI index to establish how their cooperation in this area has changed over time. The results indicate that FDI in the countries of the region mostly come from EU member states, while interregional direct investment is still relatively underrepresented. Nevertheless, the FDI index based on the foreign direct investments stock indicates a continuous increase in regional cooperation. Cooperation between the countries in Southeast Europe, although nominally low, achieves significantly higher growth rates than the cooperation of this region with the rest of the world, which indicates the region's interest in deepening mutual cooperation.*

***Keywords: foreign direct investments, Southeast Europe, FDI index***

***JEL classification: F15, F21, O57***