

*Doc. dr. sc. Boris Sisek*

## STRANE IZRAVNE INVESTICIJE U HRVATSKOJ – UZROCI NEUSPJEHA

## FOREIGN DIRECT INVESTMENT IN CROATIA – CAUSES OF FAILURE

---

**SAŽETAK:** Izravna strana ulaganja u posljednjih desetak godina znatno su utjecala na gospodarstva tranzicijskih zemalja, predstavljala su znatan izvor kapitala te u mnogim slučajevima utjecala na ekonomski rast. Učinci su se razlikovali ovisno o obilježjima zemlje primatelja i o vrsti stranih ulaganja. Usporedba Hrvatske s ostalim tranzicijskim zemljama produbljuje spoznaje o mjestu i ulozi stranih ulaganja u hrvatskom tranzicijskom procesu. Hrvatska je privukla zadovoljavajuću veličinu stranih izravnih investicija, ali je većina kapitala investirana u preuzimanja vlasničkih udjela putem privatizacije, čiji prihodi su se trošili za popunjavanje proračunskih manjkova. Nedostaju potpuno nova ulaganja (greenfield investicije) pogotovo u prerađivačke i izvozno orijentirane sektore. U radu se polazi od hipoteze da je uzrok neuspjeha sa stranim ulaganjima u cjelokupnom ekonomskom sustavu: nema strategije razvoja ni ciljeva niti adekvatne makroekonomske politike koja bi implementirala te ciljeve. Zbog toga ni visina niti učinci stranih ulaganja nisu dostigli željenu razinu.

**KLJUČNE RIJEČI:** strane izravne investicije, efekti prelijevanja, greenfield investicije, tranzicija, investicijsko okruženje.

**SUMMARY:** Foreign direct investment has greatly influenced the economies of transitional countries, presenting an important source of capital, and in many cases affecting the economic growth. The effects differed according to the characteristics of a receiving country and the nature of foreign investment. Comparing Croatia with other transitional countries gives additional insights into the position and role of foreign investment in Croatian transitional process. Croatia has attracted a satisfactory degree of foreign investment, but most of the capital has been invested in the acquisition of ownership stakes, thereby providing the funds for filling budget shortfalls. What lacks are completely new investments (greenfield investments), especially in manufacturing and export-oriented industries. The paper is based on the assumption that the cause of failure with foreign investment lies in the overall economic system: the absence of a strategy of development, goals and an adequate macroeconomic policy which would implement the goals. Therefore, neither the rate nor the effects of foreign investment have reached a desirable level.

**KEY WORDS:** foreign direct investment, spillover effects, greenfield investment, transition, investment environmentl.

---

## 1. OBILJEŽJA STRANIH IZRAVNIH INVESTICIJA I MOTIVI ZA NJIHOVU IZVEDBU

U suvremenim međunarodnim odnosima između različitih zemalja sve je značajnije međunarodno kretanje kapitala u odnosu na kretanje robe tako da se sve češće govori o narastajućem procesu financijske globalizacije. Kada se nastoji raščlaniti ukupni priljev kapitala u neku zemlju, tada se razlikuju tri oblika: portfolio investicije, ostala inozemna ulaganja i izravne strane investicije.

Portfolio investicije su ulaganja fizičkih i pravnih osoba u strane vrijednosne papire (obveznice, dionice ili druge vrijednosnice koje su izdale monetarne vlasti, sektor opće države, poduzeća, banke ili drugi sektori ekonomije) tako da im je udio manji od 10% ukupne vrijednosti tvrtke u koju ulažu. Investitori su prvenstveno zainteresirani za zaradu (kapitalni dobitak) pri čemu ne žele imati kontrolu nad poslovanjem tvrtke niti je imaju. Za njih je karakteristična česta promjena mjesta ulaganja (različite države, poduzeća itd.), dakle mobilnost ovisna o očekivanju zarade. Ostala inozemna ulaganja obuhvaćaju inozemne (financijske i trgovačke) kredite između rezidenata dviju ili više zemalja. Izravne strane investicije (engl. Foreign Direct Investment – FDI) obuhvaćaju investicijske aktivnosti poduzeća izvan granica zemlje u kojoj se nalazi sjedište tvrtke i u kojoj se donose ključne odluke, a u većini se slučajeva radi o investicijama u proizvodne pogone ili podružnice koje kontroliraju poduzeća sa sjedištem u nekoj drugoj zemlji. Izlazak neke tvrtke na strana tržišta putem zajedničkih ulaganja ili osnivanje vlastite tvrtke u inozemstvu, tretira se kao strana direktna investicija. Pri tome se izravnu investiciju u inozemstvu može provesti na dva načina (Hill, 2003:204): a) investiranjem u potpuno novi pogon ili djelatnost (engl. greenfield investment); b) preuzimanjem ili spajanjem domaćeg poduzeća s postojećom tvrtkom u inozemstvu. Direktna ulaganja putem procesa privatizacije u tranzicijskim zemljama također se ubrajaju u ovu skupinu. Najčešći oblik FDI je preuzimanje tvrtki i/ili sjedinjenje s velikom multinacionalnom kompanijom, dok su potpuno nove investicije za sada manje zastupljene. Prema međunarodno priznatoj metodologiji, izravna ulaganja definiraju se kao ulaganje rezidenata jednog gospodarstva u poduzeće rezidenta drugog gospodarstva u kojem ulagač stječe minimalno 10% dionica ili vlasničkih udjela s pravom glasa. U definiciji se posebno naglašava da strani investitor treba steći trajni interes u poduzeću primatelju strane investicije. Postojanje trajnog interesa implicira dugoročni poslovni odnos između izravnog investitora i primatelja investicije kao i značajan stupanj utjecaja na menadžment i poslovanje poduzeća primatelja izravne investicije. FDI se dakle formalno definiraju s 10% ili više vlasničkog udjela zbog toga što pojam trajnog interesa nije jednoznačan. Osim toga, neki inozemni ulagač može zadovoljiti uvjet 10% udjela, ali ne mora imati trajni interes ili utjecaj na upravljanje poduzećem u inozemstvu, stoga bi prije mogao potpasti pod kategoriju portfolio ulaganja. Ovisno o postotku udjela inozemnog vlasnika, poduzeća primatelji ulaganja se različito nazivaju: a) ogranak (engl. branch), ako je u potpunom vlasništvu, b) podružnica (engl. subsidiary) s više od 50% vlasništva i c) povezano poduzeće (engl. associate) s udjelom 10-50% direktnog ili indirektnog vlasništva u inozemstvu. Treba napomenuti da je u današnje vrijeme teško precizno odrediti razliku između pojedinih oblika izravnih investicija, pogotovo zbog isprepletenosti novih organizacijskih i poslovnih oblika. Na primjer, kako precizno definirati ulaganja u strateškom savezu ili pri uvođenju franchisinga? Osim toga, kad govorimo o komponentama izravnih

ulaganja, nije ih moguće svesti samo na vlasnička ulaganja. Naime, FDI čini i reinvestirana dobit na osnovi vlasničkog udjela kao i dužnički odnosi (pozajmice u raznim oblicima) između matičnog poduzeća i ogranaka, podružnica ili povezanih poduzeća.

Možemo također razlikovati horizontalne i vertikalne izravne investicije, ovisno o motivima za investiranje. Horizontalne izravne investicije tvrtka poduzima radi širenja svoje osnovne djelatnosti, tj. osvajanja inozemnog tržišta. Vertikalna su izravna ulaganja motivirana nižim troškovima proizvodnje u zemlji ulaganja, dakle tu je riječ o ulaganjima u nove djelatnosti koje dopunjuju i zaokružuju osnovnu djelatnost izravnog investitora (Hill, 2003: 212-220).

Želimo li razlikovati izravne investicije ovisno o motivima investitora, možemo utvrditi nekoliko skupina ulaganja. (Matić, 2004 : 223-224). 1) *Ulaganja zbog iskorištavanja prirodnih bogatstava* drugih zemalja najstariji je motiv ulaganja iako sada gubi na značenju.

2) *Ulaganja zbog osvajanja novih tržišta* nastala su zbog potrage za novim tržištima te su bila rezultat određene zatvorenosti nekih tržišta za uvoz gotovih proizvoda, velikih transportnih troškova ili potreba prilagodbe proizvoda lokalnim uvjetima. Ovdje je riječ o korištenju određenih prednosti na strani potražnje zemlje primatelja tako da se u ovom slučaju FDI javljaju kao drugačija strategija u odnosu na izvoz proizvoda ili licenciranje. Aktualnost ove vrste ulaganja je i u tome što je mnoge usluge (bankarstvo, telekomunikacije) na inozemna tržišta moguće jedino isporučiti putem izravnog ulaganja.

3) *Ulaganja zbog poboljšanja učinkovitosti* motivirana su smanjenjem troškova proizvodnje. Taj se oblik ulaganja najviše afirmirao praksom multinacionalnih kompanija da se organizira proizvodnja pojedinih dijelova proizvoda na različitim lokacijama u svijetu čime se postiže optimalna struktura troškova i najveća efikasnost proizvodnje.

4) *Strateški motivirana ulaganja* su investicije kojima je svrha ostvarenje strateških ciljeva i prednosti. Ona su također dio prakse multinacionalnih kompanija, a osnovni su im ciljevi stjecanje novih znanja i osposobljavanje u novim tehnologijama.

U ovom kontekstu možemo nabrojiti i pojedinačne faktore koji utječu na izbor lokacije ulaganja: udaljenost lokacije ulaganja, troškovi i kvaliteta čimbenika proizvodnje i infrastrukture, trgovinske barijere i administrativne prepreke, veličina tržišta, investicijski poticaji, porezna politika, investicijska klima, gubitak konkurentnosti u vlastitoj zemlji itd. Međutim iako uloga pojedinog faktora u konkretnom slučaju može biti odlučujuća, puno je češći slučaj da je ocjena povoljne klime za investiranje rezultat mnogobrojnih faktora. Kao presudan se teško može izdvojiti bilo koji pojedini faktor jer ulagači sve više ocjenjuju značenje mnogobrojnih faktora i tek na temelju toga donose ključnu odluku.

Drugo područje analize vezano uz motive direktnih investicija je identificiranje mogućih koristi za zemlju primatelja izravnih stranih investicija. Što one dakle mogu očekivati od dolaska stranih ulagača, o čemu ovise konačni efekti od takve vrste investicija i zašto ih zemlje nastoje privući? Pri tome država očekuje i izravne i neizravne učinke FDI.

Što se tiče *izravnih učinaka*, oni bi se trebali manifestirati i na makroplanu (utjecaj na makroekonomske varijable), dok bi se indirektni učinci trebali ostvariti utjecajem na strukturu ekonomije zemlje primatelja kao i na ponašanje i rezultate domaćih poduzeća. Prije svega kod izravnih učinaka uočavamo utjecaj FDI na bruto investicije. Ukoliko uloženi iznos stranih investicija poveća ukupne investicije više od tog ulaganja, znači da je utjecaj FDI pozitivan. Ukoliko se zbog tog ulaganja ukupne investicije ne mijenjaju, utjecaj je neutralan, a u slučaju smanjenja ukupnih investicija unatoč priljevu FDI, dolazi do istiskivanja domaćih investicija (kao i kod neutralnog ishoda) i negativnih rezultata.

Ukupni neto učinak na bruto investicije ovisi o karakteristikama zemlje primatelja i o vrsti FDI (greenfield ulaganje ili preuzimanje). Drugi makroučinkom očekuje se u povećanju zaposlenosti. U nekim je istraživanjima potvrđeno da FDI poduzeća imaju veće plaće od lokalnih tvrtki, što se ogleda u većim poreznim prihodima države na različitim razinama. Uočava se i pozitivan utjecaj na bilancu plaćanja zemlje primatelja, što je značajno za ekonomije s deficitom tekućeg računa te bilance. Kod učinaka FDI vezanih uz tehnologiju bitno je naglasiti, kod analize izravnih učinaka, da dolazi do transfera tehnologije na međunarodnom planu i da se najveći dio tog transfera odvija ili da je povezan s izravnim stranim investicijama.

Mnogobrojna istraživanja su pokazala i značajnu vezu između primljenih FDI i izvoza zemlje primatelja. To se potvrđuje na primjerima vertikalnih ulaganja koja su uglavnom izvozo orijentirana, jer velike međunarodne tvrtke koriste svoje komparativne prednosti te izvoze veći dio proizvodnje svojih ogranaka ili podružnica. Neto izvoz ovisi o tome u kojoj mjeri FDI poduzeće uvozi sirovine i poluproizvode za svoju proizvodnju.

Znatna očekivanja zemlje primatelja vezana su uz *indirektne učinke* ili tzv. učinke prelijevanja (engl. spillover effects) koji obuhvaćaju različite neizravne efekte što pridonose boljim performansama domaćih poduzeća. Efekti prelijevanja događaju se kad neko povezano poduzeće multinacionalne kompanije svojim djelovanjem dovodi do povećane proizvodnosti domaćih poduzeća, ali nije u stanju da prisvoji punu vrijednost tih koristi, bilo putem direktne naplate ili putem nižih cijena koje plaća za poluproizvode što ih nabavlja od lokalnih poduzeća. Pri indirektnim efektima FDI riječ je o prelijevanjima glede proizvodnosti i tehnologije. Naime, FDI su glavni kanal širenja napredne tehnologije (Blomström, M. i Kokko, A. 2004: 439-443). Ti se učinci javljaju pri povezivanju FDI poduzeća s domaćim poduzećima prema unazad i prema unaprijed pri čemu se tehnologija i menadžment prenose na domaća poduzeća. Povezivanja unazad odnose se na kontakte stranih poduzeća s domaćim dobavljačima tako da se indirektni učinci mogu ostvariti na nekoliko načina: a) direktnim transferom znanja od inozemnog klijenta na lokalnog dobavljača, b) višim zahtjevima u pogledu kvalitete, pravodobne isporuke koja FDI poduzeće stavlja pred dobavljača što može potaknuti domaće poduzeće da unaprijedi svoj menadžment proizvodnje i tehnologiju i c) FDI poduzeće povećava potražnju za poluproizvodima i time omogućuje lokalnom poduzeću da ima koristi od ekonomija razmjera (Javorcik, 2004; 607-608). Moguća su i povezivanja unaprijed ako FDI poduzeće plasira svoje proizvode na lokalnom tržištu kao poluproizvode domaćim poduzećima.

Osim toga, moguće je izazvati efekt prelijevanja i jednostavnim kopiranjem tehnologije stranog investitora ili ako strano poduzeće podiže razinu obrazovanosti i izvježbanosti lokalne radne snage koja može svoja nova znanja i vještine prenijeti, nakon prijelaza, u proces proizvodnje domaćih poduzeća. Ulaskom stranog poduzeća u neki sektor narušava se postojeća tržišna ravnoteža i povećava se konkurentska borba. Domaće tvrtke u tom sektoru nastoje zadržati svoj tržišni udio što ih prisiljava na dodatno ulaganje u tehnologiju i ljudski kapital. Takva situacija potiče FDI poduzeće da također osigurava transfer tehnologije iz matičnog poduzeća. Ovakvim postupanjem postižu se učinci u porastu proizvodnosti, kvaliteti proizvoda i inovativnosti.

Treba naglasiti da postojanje povezanosti između stranih investitora i domaćih poduzeća još ne znači da će se pozitivan utjecaj efekata prelijevanja uopće dogoditi, a niti znači da će FDI poduzeće moći spriječiti učinak prelijevanja na nekom području. Sve ovisi o obilježjima zemlje primatelja (tehnološke razine, konkurentske strukture i kvaliteta ljudskog kapitala) i o karakteristikama samih ulaganja (koje su vrste, u koje djelatnosti su

usmjerene, ciljevi ulagača itd.). Primjerice, učinak će biti različit ukoliko je riječ samo o preuzimanju neke tvrtke isključivo radi osvajanja tržišta bez restrukturiranja djelatnosti tvrtke ili je riječ o potpuno novoj investiciji koja je izvozno orijentirana. Isto je tako moguće da različite vrste FDI mogu imati različiti utjecaj na vertikalne povezanosti i učinak prelijevanja. Naime, u nekim je istraživanjima utvrđeno da preuzimanja, spajanja i zajednička ulaganja teže da više angažiraju domaća poduzeća nego greenfield ulaganja. Može se dakle očekivati da će se FDI poduzeća koja su potpuno u stranom vlasništvu, više osloniti na uvozne inpute, dok će investicijski projekti koji predstavljaju kombinaciju domaćeg i stranog vlasništva biti više lokalno orijentirani. To pokazuju primjeri iz Latvije i Mađarske (Javorcik, 2004 : 609). Želja da se postignu indirektni učinci FDI stavlja pred ekonomsku politiku zemalja primatelja prvenstveno dvije vrste zadaća: 1) One moraju voditi politiku kojom se podupiru lokalne tehnološke sposobnosti i vještine zaposlenika kako bi se olakšali tehnološki učinci prelijevanja zbog strane izravne investicije. 2) Moraju voditi politiku kojom se osigurava djelovanje konkurentskog okruženja jer u suprotnom strana tvrtka nositelj FDI može, uslijed raznih vrsta zaštita i prepreka ulasku drugih poduzeća, koristiti zastarjelu tehnologiju i pri tome ostvarivati visoke profite (Blomström, M. i Kokko, A. 2004 : 435).

Ovdje se govori o mogućim pozitivnim učincima FDI, ali jasno je da u konkretnom slučaju mogu nastati i štete od takvih investicija. Mogući su loši učinci na domaća poduzeća ukoliko ih superiorni strani ulagač jednostavno istisne s tržišta i postane monopolist. Mogu nastati i štete zbog gubljenja nacionalnog suvereniteta, ukoliko se aktivnost strane tvrtke ne kontrolira. Isto tako loši se učinci mogu ostvariti i u bilanci plaćanja (preveliki odljev profita u matičnu zemlju ili prevelik uvoz inputa itd.). To, međutim, nije predmet ovog rada.

Kretanja izravnih stranih investicija, kao i drugih financijskih investicija, posljedica su liberalizacije kapitalnog računa bilance plaćanja. Riječ je o procesu dugoročne liberalizacije koji je započeo još pri osnivanju GATT-a, gdje se uklanjanje carinskih i necarinskih prepreka uzelo kao smisao organizacije, Urugvajске runde sve do današnje Svjetske trgovinske organizacije (WTO).

Analiza kretanja stranih izravnih investicija u svijetu pokazuje njihov stalni rast sve do 2000. godine kada je (prema podacima UNCTAD-a) njihov iznos bio 1.500 milijardi dolara. Od 2000. godine pa do 2003. dolazi do pada tako da je u toj godini iznos FDI bio tek 550,6 milijardi dolara. Uzroci pada su u usporedbi gospodarskih aktivnosti u razvijenim zemljama, pada spajanja i preuzimanja između poduzeća u razvijenim zemljama i određeno usporavanje s privatizacijama u tranzicijskim zemljama. U 2004. godini je uslijedio blagi oporavak u kretanju FDI.

Razvijene zemlje su najveći davatelji (80%) i primatelji (60%) FDI, 19% otpada na zemlje u razvoju kao primatelje i oko 2% na zemlje srednje i jugoistočne Europe, a ostatak na ostale zemlje kao primatelje. U novije vrijeme sve više raste udio tranzicijskih zemalja kao primatelja i Kine.<sup>1</sup> Izravne strane investicije u Kini porasle su u siječnju 2005. godine 10,7% u odnosu na isto razdoblje prošle godine, što je posljedica povećanja proizvodnje tvrtki poput Wal-Marta i Coca-Cole koje nastoje zadovoljiti potrošnju u najbrže rastućoj svjetskoj ekonomiji (9% godišnje). Vlada u Pekingu odobrila je stranim investitorima gradnju 3.563 trgovina i proizvodna pogona, pa je Coca-Cola uložila 12 milijuna dolara u prvu punionicu u Kini. Ugovorene investicije porasle su 277%, na 12,8 milijardi dolara. U 2004. godini FDI u Kini iznosile su 60,6 milijardi dolara.

---

<sup>1</sup> "Dnevnik", poslovne novine, 21. 02. 2005.

## 2. STRANE IZRAVNE INVESTICIJE U TRANZICIJSKIM ZEMLJAMA

Od samih početaka tranzicijskog procesa zemlje središnje i istočne Europe našle su se pred zadaćom prijelaza s komandne na tržišnu ekonomiju. To je značilo barem oživljavanje nekih ključnih sektora i poduzeća koji bi povukli ostalu ekonomiju na put razvoja. Financijski potencijali za razvoj tih zemalja bili su jako ograničeni tako da je trebalo doći do većeg i kontinuiranog priljeva stranih sredstava. Dva su osnovna izvora priljeva stranih sredstava: 1. međunarodne financijske institucije i 2. pojedinačni strani investitori (izravne strane investicije, portfolio ulaganja i ostale investicije, tj. inozemni krediti). Različite vrste priljeva imaju različit utjecaj na ekonomski rast i pojedine komponente ekonomskog sustava. Ukupan priljev kapitala može povećati domaće investicije, ali isto tako i utjecati na rast ekonomije pomoću povećanja efikasnosti investicija. Početne godine tranzicije pokazuju uzročnu vezu između procesa privatizacije i liberalizacije te priljeva kapitala. U kasnijem razdoblju priljev kapitala je bio više određen stupnjem provođenja neophodnih reformi i približavanja Europskoj uniji. Inače, u razdoblju između 1993. i 2002. godine bruto priljev kapitala (dakle bez odljeva) u 11 tranzicijskih zemalja pokazuje ovakvu strukturu: strane izravne investicije 55%, portfolio investicije 26% i inozemni krediti 19% (Lovrinčević i drugi, 2005 : 168).

Na veliku izravnu ekonomsku pomoć te zemlje nisu mogle računati jer su već bile prezadužene, stoga se aktualizirala uloga izravnih stranih investicija. Ako se promatra kumulativni priljev FDI per capita od 1993. do 2003. godine, uočava se razlika između jedanaest odabranih tranzicijskih zemalja. One zemlje koje su imale uspješan model privatizacije i koje su provele neophodne institucionalne reforme, u navedenom razdoblju su imale veći priljev stranih investicija. Sredinom devedesetih godina dolazi do naglog povećanja dotoka kapitala. U onoj mjeri u kojoj je raslo povjerenje investitora u mogućnosti poslovnog okruženja za izravne investicije, u toj je mjeri njihov priljev bio sve veći. Prema podacima Hrvatske narodne banke (<http://www.hnb.hr>) izravna ulaganja kumulativno per capita u razdoblju 1993.-2003., u 000 \$ su bila sljedeća: Češka 3.810 \$, Mađarska 3.171, Estonija 2.814, Hrvatska 2.117, Slovenija 2.024, Slovačka 1.942, Poljska 1.416, Latvija 1.316, Litva 1.143, Bugarska 727 i Rumunjska 458 \$.

U razdoblju između 1993. i 2001. čak 2/3 svih ulaganja odnosilo se na Poljsku, Češku i Mađarsku, što predstavlja i redosljed prema apsolutnim ulaganjima. Mađarska, koja je među prvima započela s procesima privatizacije i privlačenja stranih investitora, imala je do 1993. godine skoro 50% svih primljenih ulaganja u tranzicijske zemlje.

Najveći ulagač u tranzicijske zemlje su članice Europske unije (80%) zatim SAD (13%), ostale razvijene zemlje (2%), a na ulaganja između samih tranzicijskih zemalja otpada 2% iako je taj smjer ulaganja u sve većem porastu (primjerice MOL, OTP banka iz Mađarske u Hrvatsku, Podravka u Poljsku itd.). Od sredine devedesetih godina pa sve do 2000. godine iznos ulaganja u te zemlje se povećavao po godišnjoj stopi 10%. Već je spomenuto da je 2001. godine došlo do pada izravnih ulaganja na svjetskoj razini, što se odrazilo i na ulaganja u ove zemlje. Osim toga, došlo je i do smanjenih ulaganja u okviru privatizacijskih procesa.

Od takvih ulaganja zemlje primatelji očekuju više pozitivnih rezultata: otvaranje novih radnih mjesta, uvođenje novih proizvoda, transfer tehnologije, rast gospodarstva i naročito izvoza te niz drugih neizravnih učinaka prelijevanja. Oni se odnose na rast proizvodnosti u domaćim poduzećima, poboljšanje menadžerskih aktivnosti i poboljšanje ljudskog kapitala.

Prema nekim analizama (WIIW, 2005.) strana ulaganja u tranzicijske zemlje u proteklom razdoblju imala su za cilj ponajprije osvajanje tržišta u državama u koje se investira, a tek sekundarnu važnost ima premještanje proizvodnje zbog jeftinije radne snage i nižih proizvodnih troškova. U početku su FDI imale oblik preuzimanja privatiziranih poduzeća ili zajedničkih ulaganja s lokalnim tvrtkama. Međutim Mađarska je od samih početaka tranzicije imala izrazito visok udio greenfield investicija, a u posljednjih nekoliko godina taj je udio skoro 100 posto. Za većinu je tranzicijskih zemalja tipično da je najviše ulaganja bilo u uslužni sektor, dok je oko 38% ulaganja u zemlje srednje Europe otišlo u prerađivačku industriju. S vremenom se sve više ulaže u izvozno orijentirane greenfield investicije, dakle u ono što smo nazvali vertikalnim izravnim investicijama koje su neophodne za restrukturiranje gospodarstva. Iako su dakle strane investicije ovisile prije svega o procesima privatizacije (vodoravna ulaganja), neke zemlje povećavaju svoju izvozno orijentiranu proizvodnju, pogotovo one koje su već članice Europske unije (Mađarska, Poljska, Češka i Slovačka gdje proizvodi automobilske industrije čine 25% slovačkog izvoza). Prema izvješću Svjetske banke, nove članice Europske unije (njih 10, među kojima je i osam tranzicijskih zemalja) godinu dana nakon pristupanja EU povećale su izvoz za 21%, smanjile stopu nezaposlenosti ispod 14%, a gospodarski rast je veći nego prethodne godine (neke zemlje, osim Latvije, imaju stopu rasta od 8.5%). Strane izravne investicije su i dalje u porastu jer su kompanije iz ostalih zemalja Europske unije nastavile ulagati, prije svega u zemlje gdje su troškovi rada niski. Cijena rada u 15 starih država članica EU u prosjeku je četiri puta veća od one u deset novih članica. Radnik u Latviji stoji poslodavca ukupno 4.752 eura, a u Belgiji 53.777, što je najviša cijena rada u EU. Premda se može reći da je za ovakve dobre rezultate zaslužan i učinak ujedinjenja u EU, proces napredovanja je većim dijelom rezultat dosljednog provođenja reformi započetih još u pretpristupnom razdoblju. Međutim još uvijek je oko 60% investicija realizirano u proizvodnju robe i usluga za domaće tržište. Velika većina stranih investicija otpada na bankarstvo i osiguranje, distribuciju naftnih derivata i drugih energenata te na ulaganja u trgovačke lance<sup>2</sup> i nekretnine. U spomenutoj analizi bečkog instituta predviđa se da će u dvadesetak tranzicijskih zemalja biti manje ulaganja u 2005. godini nego u prethodnoj zbog izostanka većih privatizacijskih projekata.

Iskustva tranzicijskih zemalja u prijelazu na tržišnu ekonomiju su raznolika, a isto tako su različita i u vezi s izravnim stranim investicijama. Čimbenici koji su povoljno utjecali na privlačenje FDI su mnogobrojni: blizina tržišta EU, obrazovana i relativno jeftina radna snaga, povoljna infrastruktura (posebno u obliku specijaliziranih zona), stabilna politička klima, te posebno važno: povoljno investicijsko okruženje. Te zemlje su se također koristile raznim poticajnim sredstvima da privuku strane investitore, od poreznih olakšica, izgradnje potrebne infrastrukture, državnih subvencija i jamstava za kredite do izgradnje specijaliziranih zona.

---

<sup>2</sup> U Sofiji je od 9 do 10. lipnja 2005. održana godišnja Ministarska konferencija jugoistočne Europe o ulaganjima i trgovini 2005. Dijeljene su i nagrade za najboljeg regionalnog i državnog ulagača. Najbolji greenfield ulagač je trgovinski lanac Metro Group Njemačka zbog investicija u Moldaviju i Srbiju gdje je uložio ukupno 32.5 milijuna eura i otvorio oko 400 novih radnih mjesta. Prošle je godine Metro u šest zemalja regije uložio sto milijuna eura i zaposlio oko 2000 ljudi. Na konferenciji je konstatirano da najveći dio FDI dolazi od ulagača koji su već aktivni u regiji. ("Poslovni dnevnik", 10/11. lipnja 2005.)

Isto tako su i problemi u privlačenju FDI bili različiti: nesigurno političko i poslovno okruženje, problemi s deviznim tečajem ili neadekvatnim zakonskim okvirom, kao i raznim administrativnim preprekama.

Sve nam to govori da ne postoji gotovi recept za provedbu tranzicijskih ciljeva, a niti recept u vezi s privlačenjem FDI. Taj se problem javio već od samih početaka tranzicije i traje sve do danas. Naime, u literaturi se javilo pitanje (i rasprave) o tome postoji li optimalan model tranzicije. Sve se svelo na usporedbu dvaju modela: model šok terapije i neoklasični gradualistički (postupni) model (Marangos, 2004: 73-136; 237-246).

Za model šok terapije je važno da se javio u samim počecima tranzicije 1990. godine kad je i u razvijenim tržišnim ekonomijama dominantno ekonomsko stanovište bilo ono koje naglašava slobodno tržište i procese koji do njega vode: deregulaciju, privatizaciju i slobodnu trgovinu. Takvu su ekonomsku filozofiju tranzicijskim zemljama preporučili Međunarodni monetarni fond i Svjetska banka (Washingtonski konsenzus). Kao posljedica prihvaćanja tih preporuka oformio se ortodokсни program makroekonomske stabilizacije koji je zahtijevao liberalizaciju cijena i striktnu (strogu) budžetsku politiku. Prvi cilj je dakle bio razvoj tržišnih odnosa, a uspostava privatnog vlasništva je trebala uslijediti tek nakon uspostave tih odnosa. Međutim model šok terapije je bio kratkotrajan i većina tranzicijskih zemalja ga je napustila nakon jedne do tri godine i to zbog toga što je izazvao velika društvena raslojavanja, političke napetosti i visoke socijalne troškove, da ne govorimo o naraslom kriminalu i korupciji. Vodeće garniture na vlasti izgubile su povjerenje birača i na njihovo mjesto došli su novi ljudi s novim programima, tj. počeli su s postupnim pristupom tranziciji.

Osnovu neoklasičnog gradualističkog modela čini povezivanje demokratskih političkih struktura s tržišnom ekonomijom, dakle uvažavanje demokratskog političkog procesa s ciljem da se olakša tranzicija. To je u konkretizaciji modela značilo da treba uspostaviti potrebne ekonomske, institucionalne i političke strukture prije no što se poduzme bilo kakav pokušaj liberalizacije. Ovdje se proces tranzicije shvaća kao promjena društva u svim njegovim dimenzijama, stoga se naglašava da se uspostava privatnog vlasništva treba dogoditi istodobno s razvojem tržišnih odnosa.

Danas sve tranzicijske zemlje (formalno je proces tranzicije završio za osam novih članica EU) uvode odnosno realiziraju postupnu varijantu neoklasičnog modela.<sup>3</sup> Međutim svaka zemlja ima svoje specifičnosti i unutar istog modela u ovih deset i više godina rezultati i iskustva su raznoliki. Postignuti su različiti rezultati u stopama rasta gospodarstva, izvozu, smanjivanju nezaposlenosti te opsegu i učincima stranih izravnih investicija. To ćemo ilustrirati na primjerima Slovenije i Slovačke.

---

<sup>3</sup> Poteškoće se javljaju pri striktnom razgraničenju neoklasičnih modela šok terapije i gradualističkog modela. Tako poznati slovenski ekonomist J. Mencinger upozorava na poteškoće skopčane s ovim razlikovanjem: "Dihotomizacija tranzicijskih uzoraka na šok terapije i gradualističke modele je neadekvatna za klasifikaciju tranzicijskih ekonomija iz dva razloga. Prvo, promatrani tranzicijski uzorci bili su dosta kaotične mješavine sistemskih promjena i promjena ekonomskih politika, gdje bi se ponešto moglo razumjeti kao elemenat gradualističkog pristupa, a ponešto kao elemenat šok terapije. Drugo, što je bio šok za jednu zemlju, kao na primjer liberalizacija trgovine i cijena, mogao je biti element gradualističkog pristupa ili čak početna situacija za drugu". (Prema Kračunu, 2005:148).



*Slovenija* je od samih početaka tranzicije (prema Kračunu, 2005:145-161) bila dobar primjer postupnog modela iako se neki šokovi tranzicije nisu mogli izbjeći (monetarna reforma, liberalizacija uvoza, brza stabilizacija deviznog tečaja u uvjetima inflacijskog ponašanja kao normalne pojave). Osim toga, inflacija se tolerirala u znatno većoj mjeri nego u drugim tranzicijskim zemljama. Od samih početaka postavljeni su glavni ciljevi: 1) gospodarski rast, 2) smanjivanje nezaposlenosti i 3) održavanje izvozne konkurentnosti. Što se tiče inflacije, njezino sniženje je postavljeno na prvo mjesto tek neposredno pred ulazak u Europsku uniju. U razdoblju 1991.-1994. izvršene su ključne reforme i došlo je do preokreta iz recesije u rast. Iako su u to vrijeme za Sloveniju postojale nepovoljne političke okolnosti i razni rizici (rat, raspad jugoslavenskog tržišta itd.), ipak je ona imala neke ekonomske prednosti (stupanj tržišnosti bio je veći nego kod drugih, a bila je svojim proizvodima već prisutna na zapadnoeuropskim tržištima), što je omogućilo da se slovenska poduzeća orijentiraju na što veći izvoz na tržišta Zapadne Europe.

Sljedeći odlučujući čimbenik bio je Zakon o transformaciji vlasništva (potkraj 1992.). Iako su donošenje zakona i njegova implementacija bili spori procesi zbog traženja političkog konsenzusa, privatizacija je bila transparentna, tretirajući različite oblike privatizacije ravnopravno (kuponska privatizacija, dioničarstvo radnika i menadžera, javne dražbe itd.), što je sve imalo pozitivne posljedice na djelovanje poduzeća. Naime, od početka 1993. godine poduzeća su mogla poslovati u znatno stabilnijem i predvidivijem makroekonomskom okruženju nego prije. To je dovelo do visokih i stabilnih stopa gospodarskog rasta tako da se u 2005. godini predviđa BDP per capita od 13.690 \$ (skoro dvostruko više od Hrvatske).

U odnosu na sve bitne ekonomske indikatore (osim inflacije) strane direktne investicije pokazuju znatno zaostajanje. Slovenija je u razdoblju 1993.-2003. imala kumulativno FDI per capita u iznosu od 2.024 \$. U 2003. godini strane su investicije iznosile samo 181 milijun \$, što je pad za gotovo 90% u odnosu na 2002. godinu. Usporedba udjela FDI u bruto investicijama pokazuje manji udio nego kod drugih odabranih (11) zemalja. U razdoblju od 1990.-95. taj je udio bio 4,2%, 1998. – 5,1%, a 2000. – 3,6%. Taj je udio manji od drugih zemalja pogotovo nakon 1998. godine na dalje. U 2000. godini za ostale zemlje iznosio je u prosjeku daleko iznad 20% (primjerice, Češka 34,7%, Estonija 32,9%, a Bugarska čak 51,7%). (Jovančević, 2003 : 469). Ako se gleda prosječan priljev inozemnoga kapitala kao % BDP-a, onda je Slovenija ispod prosjeka, a pogotovo u vezi s FDI: Slovenija ima 2%, a prosjek odabranih zemalja je 3,5%. (Lovrinčević i drugi, 2004 b: 73-74).

Prema mišljenju većine slovenskih ekonomista (npr. Mencinger), odnos između FDI i ekonomskog rasta, nakon empirijske analize, pokazuje statistički negativnu uzročnu vezu, što znači da FDI nisu koristile Sloveniji u njezinom približavanju EU. Objašnjenje je u tome što su u strukturi FDI prevladavala preuzimanja poduzeća, a ne greenfield ulaganja te što su novčani primici od prodaje poduzeća u privatizaciji korišteni za potrošnju i uvoz, a ne za povećanje proizvodnog kapitala.

Primjer Slovenije pokazuje da je za neku zemlju bitno postaviti razvojnu strategiju, njezine ciljeve i način ostvarenja tih ciljeva. U ovom primjeru FDI nisu bile presudne za ostvarenje tih ciljeva i zato su bile male i neučinkovite u odnosu na ostale ekonomske pokazatelje.

*Slovačka* se nakon razdvajanja od Češke (1993. godine) u vrlo kratkom roku razvila u najprivlačniju zemlju za FDI, ne samo unutar tranzicijskih zemalja. Ona u posljednje vrijeme bilježi konstantno stabilne stope rasta iznad 4%, smanjila je znatno stopu nezaposlenosti i ima izrazito brz rast izvoza. Proizvodi automobilske industrije već čine 25%

slovačkog izvoza tako da će Slovačka 2007. godine s proizvodnjom od 850.000 vozila godišnje biti zemlja s najvećom proizvodnjom automobila po stanovniku u Europi. Prognoza BDP – a po stanovniku za 2005. godinu iznosi 7.130 \$. Slovačka je zbog postignutih rezultata u tranziciji (stabilan rast, pad nezaposlenosti i inflacije, budžetski prihodi veći od planiranih, uspjesi u privlačenju FDI) dobila ocjenu kreditnog rejtinga zemlje od agencije Standard & Poors A. Time je svrstana u istu kategoriju kao Češka i Mađarska, što će opet djelovati stimulatивно na privlačenje novih stranih investitora. Inače, u razdoblju od 1993. do 2003. kumulativni priljev FDI po stanovniku iznosio je 1.942 \$. Privlačenje stranih investitora može se dobro ilustrirati na primjeru automobilske industrije.

- PSA Peugeot i Citroen otvorili su u početku 7.000 novih radnih mjesta. Od 450 milijuna eura ukupne vrijednosti investicije Slovačka je država gradu Trnavi odmah odobrila 15% (oko 60 milijuna). Samo u 2003. godini poznati francuski proizvođači već su investirali oko 700 milijuna eura za sklapanje 300.000 vozila. U novoj tvornici svi će zaposleni biti upućeni na programe obrazovanja i osposobljavanja prema francuskim programima.
- Ford i Getrag ulažu 400 milijuna eura u proizvodnju i montažu automobilskih dijelova.
- Hyundai ulaže milijardu eura i zapošljava 3.200 ljudi koji će proizvoditi 200.000 vozila
- Volkswagen je uložio 550 milijuna eura za proizvodnju 365.000 vozila.

Ta su strana ulaganja rezultat stimulativnog i preglednog poreznog sustava i jeftine radne snage. Osim toga, država ima aktivnu ulogu u privlačenju FDI. To se ogleda u tome što je u relativno kratkom roku ostvarila potrebne institucionalne reforme, političku stabilnost (dok je na vlasti bio V.Mečiar, poznat po autokratskom vladanju, odaziv stranih investitora je bio jako slab) i pomoć u svakom konkretnom slučaju. Tako je, primjerice, pri investiciji Hyndaia država kupila zemlju za izgradnju tvornice, izgradila 43 kilometara autoceste prema Bratislavi, obnovila željeznicu i izgradila naselja za Korejce. Slovačka ima i svoje probleme, a oni se ogledaju u nejednakom regionalnom razvoju. Strane su investicije realizirane u zapadnom dijelu zemlje tako da je istok zemlje zapušten i tu je stopa nezaposlenosti 20%. Zbog smanjenja poreza i prihodi države su smanjeni, što je utjecalo i na smanjenje nekih socijalnih prava. Plaće su niske (oko 300 eura) i slovački radnik u Volkswagenu je plaćen 8 puta manje od svog kolege u Njemačkoj.

### **3. STRANE INVESTICIJE U HRVATSKOJ**

U analizama i raspravama o stranim direktnim investicijama u Hrvatskoj često se ističe da FDI ni po veličini niti po učincima ne odgovara potrebama i očekivanjima u vezi s njihovom ulogom u tranzicijskom razvoju Hrvatske stoga je cilj ovog poglavlja da prezentira osnovne pokazatelje vezane uz FDI, njihov odnos u vezi sa željenim priljevom i učinkovitošću, makroekonomsko okruženje unutar kojeg se realiziraju FDI te da ukaže na čimbenike koji utječu na veću ili manju atraktivnost Hrvatske kao odredišta za strane direktne investicije.

### 3.1. Osnovni pokazatelji o FDI u Hrvatskoj

Kao što je navedeno u prethodnim poglavljima, liberalizacija tekućeg računa, a zatim i kapitalnog računa, pokrenula je značajne financijske tokove u međunarodnim razmjerima. U te su se procese uključile i tranzicijske zemlje, napose uslijed napredovanja privatizacijskih procesa. Zbog toga je priljev inozemnog kapitala u te zemlje naglo porastao. I u Hrvatskoj je iznos tog priljeva značajan, ali je bitno pitanje u kojoj mjeri je taj priljev utjecao na porast investicija, konkurentnosti, izvoza i restrukturiranje ekonomije. Budući da su izravne investicije sastavni dio ukupnog priljeva inozemnog kapitala, zanimljivo je usporediti strukturu tog priljeva sa strukturom u 11 odabranih tranzicijskih zemalja.

**Tablica 1. Priljev inozemnog kapitala u Hrvatsku 1999. i 2004. godini** (struktura u %)

VRSTA PRILJEVA	G O D I N A	
	1999.	2004.
1. Izravna ulaganja	49,67	25,10
2. Portfolio ulaganja	19,38	25,52
3. Ostala ulaganja (strani kredit)	30,95	49,38
U K U P N O	100,00	100,00

*Izvor: Gospodarska kretanja, HGK, travanj 2005., izračun autora*

Godine 1999. ukupni priljev iznosio je 2,94 milijardi \$, a 2004. godine 4,68 milijardi dolara (ovdje dajemo bruto priljev, bez odljeva). Usporedbom s podacima o strukturi priljeva u odabranim tranzicijskim zemljama vidimo znatna odstupanja. Naime, ta je struktura u tim zemljama sljedeća: 55% FDI, 26% portfolio investicije i 19% ostala ulaganja. U Hrvatskoj je znatan udio ostalih ulaganja (49,38% u 2004.), što samo ukazuje na sve veću kreditnu ovisnost zemlje jer ta ulaganja obuhvaćaju financijske i trgovačke kredite između rezidenata dviju ili više zemalja.

U razdoblju od 1993. do 2004. (od 1993. se tek prikupljaju podaci o FDI) uočava se neravnomjeran priljev stranih direktnih investicija, pri čemu je u tom razdoblju ukupno uloženo 10,7 milijardi \$. Najmanje je uloženo 1995. godine – 114,2 milijuna \$, a najviše 2003. godine – 2,04 milijarde dolara. Zbog nedostatka većih privatizacijskih projekata u 2004. godini strana ulaganja su se gotovo prepolovila u odnosu na 2003., a vidi se da su manja i u odnosu na nekoliko prethodnih godina.

**Tablica 2. Inozemna izravna ulaganja u Republiku Hrvatsku (u milijunima USD)**

	Vlasnička ulaganja		Zadržane zarade	Dužnički vrijednosni papiri		Ostala ulaganja		UKUPNO
	Sredstva	Obveze		Sredstva	Obveze	Sredstva	Obveze	
1993.	0,0	120,3	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	120,3
1994.	0,0	117,0	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	117,0
1995.	0,0	114,2	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	114,2
1996.	0,0	510,8	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	510,8
1997.	0,0	363,7	41,3	0,0	0,0	-8,0	141,0	538,0
1998.	0,0	636,4	69,8	0,0	0,0	-14,6	243,2	934,8
1999.	0,0	1.289,6	46,0	0,0	0,0	-0,6	137,1	1.472,0
2000.	0,0	721,8	80,6	0,0	0,0	0,0	284,1	1.086,5
2001.	0,0	810,6	162,5	0,0	0,0	0,1	590,6	1.563,8
2002.	0,0	671,6	146,8	0,0	0,0	-0,3	307,9	1.126,1
2003.	0,0	887,6	675,0	0,0	0,0	-1,8	480,9	2.041,6
2004.	0,0	319,0	332,0	0,0	0,0	-14,3	439,7	1.076,3
<b>Ukupno</b>	<b>0,0</b>	<b>6.562,5</b>	<b>1.553,9</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>-39,5</b>	<b>2.624,5</b>	<b>10.701,4</b>

Izvor: Hrvatska narodna banka (<http://WWW.hrb.hr>)

U tom vremenu mogu se razlikovati dva razdoblja. Od 1993. do 1998. godine prevladavaju privatizacijska ulaganja uglavnom u prerađivački sektor (70% ukupnih ulaganja). Od 1999. godine počinje razdoblje u kojem je godišnje ulaganje veće od milijardu \$, a glavna su obilježja krupne privatizacije i greenfield ulaganja u trgovinu općenito, a zbog toga ulaganja u prerađivačke djelatnosti sudjeluju s otprilike 20%. U tim je ulaganjima prevelik udio ulaganja u djelatnosti relativno niske tehnologije (primjerice industrija hrane i pića te ostalih nemetalnih mineralnih proizvoda), što ih se prodaje uglavnom na domaćem tržištu (Škudar, 2005: 50-53). U prvom tromjesečju 2005. godine, prema podacima HNB, uloženo je u Hrvatsku 221,3 milijuna dolara što je 20% povećanje u usporedbi s istim prošlogodišnjim razdobljem. To, međutim, ne mora značiti da će se takva pozitivna kretanja nastaviti, pogotovo zbog aktualnih privatizacijskih skandala. U prethodnom smo poglavlju vidjeli da je Hrvatska prema izravnim ulaganjima po stanovniku (kumulativ 1993.-2003.) bila na četvrtom mjestu s 2.117 \$ iza Češke, Mađarske i Estonije, ali ispred baltičkih tranzicijskih zemalja, Poljske, Slovačke, Slovenije i pogotovo Rumunjske i Bugarske. To je dobar pokazatelj, ali je pitanje u kojoj mjeri je taj priljev zadovoljavajući u odnosu na potrebe Hrvatske.

U tablici broj 2 prikazane su i komponente stranih izravnih investicija. Dominiraju vlasnička ulaganja (61% u razdoblju 1993.-2004.), zatim slijede ostala ulaganja s 24,43% u promatranom razdoblju i zadržane zarade sa 14,47% udjela. Najveći dio vlasničkih ulaganja odnosi se na ulaganja posredstvom privatizacije domaćih poduzeća ili naknadno preuzimanje već privatiziranih poduzeća. Detaljnija analiza FDI u razdoblju od 1993. do 2004. godine pokazuje da se u Hrvatskoj najviše ulaže posredstvom privatizacije. Ako se uzmu u obzir i preuzimanja prije privatiziranih poduzeća, tada računica pokazuje da se na njih

odnosi više od 70% primljenih ulaganja, da otprilike 20% odlazi na greenfield ulaganja, a ostatak na joint venture poduzeća, tj. naknadna preuzimanja novoosnovanih poduzeća i dokapitalizaciju preuzetih poduzeća (Škudar, 2005:54). Do sada je karakteristično da Hrvatska iskazuje spremnost za privlačenje FDI bez obzira na vrstu te da prevladavaju ulaganja na osnovi privatizacije. Preuzimanja su do sada bila motivirana osvajanjem udjela na domaćem tržištu i nisu uslijedila veća dodatna ulaganja koja bi pomogla u restrukturiranju ekonomije. Hrvatska još nije uspjela, poput zemalja srednje Europe, postići onaj stupanj razvoja FDI pri kojem bi dominirala izvozno usmjerena greenfield ulaganja.

Iz tablice je također vidljivo da su se zadržane zarade naglo povećavale od 2000. godine. Nije sasvim jasno je li to povećanje rezultat stope poreza na dobit od 20% (jedna od najnižih u Europi) ili je to posljedica što se u navedenom razdoblju jednostavno povećao broj poduzeća s izravnim stranim ulaganjima te da je u njima dobit znatno porasla.

Što se tiče strukture stranih direktnih investicija po djelatnostima, podaci pokazuju (tablica 3) da u razdoblju od 1993. do 2004. dominiraju tri sektora: ostalo novčarsko poslovanje (21,42%), telekomunikacije (15,88%) i proizvodnja farmaceutskih pripravaka (10,52%), dakle skoro 50% ukupnih izravnih ulaganja otpada na ta tri sektora. Međutim u novije vrijeme se stanje mijenja u korist trgovine tako da u strukturi ulaganja u 2004. godini ulaganja u trgovinu svih oblika dostižu 30% ukupnih ulaganja.

**Tablica 3. Inozemna izravna vlasnička ulaganja u Republiku Hrvatsku**  
Udio u postotcima

Djelatnost	1993-2004.
Ostalo novčarsko posredovanje	21,42
Telekomunikacije	15,88
Proizvodnja farmaceutskih pripravaka	10,52
Proizvodnja naftnih derivata	7,79
Vađenje sirove nafte i zemnoga plina	3,78
Hoteli i moteli s restoranom	3,29
Proizvodnja cementa	3,27
Ost. trg. na malo u nespecijaliziranim prod.	3,12
Proizvodnja piva	2,08
Savjetovanje u vezi s poslovanjem i upravljanjem	1,02
Ostalo	27,83
<b>UKUPNO</b>	<b>100,00</b>

*Izvor: Hrvatska narodna banka*

**Tablica 4. Inozemna izravna ulaganja u Republiku Hrvatsku Udio u postotcima**

Zemlja	1993-2004.
AUSTRIJA	26,23
NJEMAČKA	20,06
SAD	13,98
MAĐARSKA	6,20
ITALIJA	5,94
NIZOZEMSKA	5,85
LUKSEMBURG	5,57
SLOVENIJA	3,48
VELIKA BRITANIJA	2,02
FRANCUSKA	1,75
Ostale zemlje	8,91
<b>Ukupno</b>	<b>100,00</b>

*Izvor: Hrvatska narodna banka*

Prevlast tercijarnog sektora bitna je zbog veze između efikasnosti i strukture FDI po sektorima, što će biti objašnjeno kasnije.

Tablica 4. prikazuje strukturu FDI prema zemljama ulagačima. U promatranom razdoblju zemlje Europske unije daju 75% svih ulagača. Austrija<sup>4</sup> je pojedinačno najveći ulagač, a iza nje slijede Njemačka, SAD, Mađarska i Italija<sup>5</sup>, kao najveće zemlje ulagači. Ako promatramo strukturu ulaganja sam u 2004. godini, onda je udio zemalja članica EU preko 90%, a najveća pojedinačna zemlja ulagač je Austrija (30,21%).

Struktura ulaganja prema veličini poduzeća je nepovoljna. Podaci Hrvatske narodne banke i Hrvatske gospodarske komore pokazuju da je 92,5% FDI usmjereno prema velikim kompanijama, a samo 4% u mala i srednja poduzeća. Činjenica da je više od 40% malih i

<sup>4</sup> U prvom tromjesečju 2005. godine izravno je uloženo 221,3 milijuna \$. Od tog iznosa najviše su investirali Austrijanci, čiji je udjel ulaganja iznosio 38,18%. Ako se gleda razdoblje od 1993. do isteka prvog tromjesečja ove godine, austrijski investitori uložili su u Hrvatsku 3,1 milijardi dolara pa su s udjelom od 28,1% i dalje vodeći ulagači u Hrvatskoj. Najviše su uložile austrijske tvrtke SPAR, Porr, Wienerberger, Semmelbrock i First Facility.

<sup>5</sup> Zanimljiv je slučaj Italije. Naime, iz tablice 4 vidimo da je u promatranom razdoblju Italija uložila 5,94% od ukupnih ulaganja (prema podacima Hrvatske narodne banke). Međutim Ured za ekonomiju i trgovinu Veleposlanstva Italije u travnju 2005. godine objavio je podatak da su ukupna ulaganja Italije u tom razdoblju iznosila milijardu \$, tj. 8-10 posto ukupnih ulaganja, a ne 590 milijuna dolara kako je evidentirala HNB. Razlika se javlja zbog toga što su se neke talijanske tvrtke koje su ulagale u Hrvatsku poslužile trostranim financijskim transakcijama. Ulaganja su prolazila kroz treće zemlje (većinom Luksemburg, Austriju i Nizozemsku), u kojima vrijede osobito povoljni uvjeti za financijske holdinge. Zbog toga podaci o zemljama porijekla FDI koje daje HNB ne odražavaju vjerno nacionalno podrijetlo uloženog kapitala.

srednjih poduzeća registrirano u trgovini, a oko 20% u prerađivačkoj djelatnosti, otežava promjenu strukture ekonomije i realizaciju izvozno orijentiranih izravnih stranih investicija.

Na temelju navedenih podataka nameću se sljedeći zaključci: Potrebno je preusmjeriti strane investicije u prerađivački sektor i poljoprivredu te povećati ulaganja u srednja i mala poduzeća koja su neophodna za ubrzanje restrukturiranja ekonomije i čitavog tranzicijskog procesa. Pri tome je bitno da nositelji ulaganja budu privatna poduzeća, jer je udio ulaganja koja dolaze od države (pretežito u infrastrukturu) prevelik, tj. oko 50% u ukupnim investicijama, iako se u zadnje vrijeme investiralo po visokoj stopi od 28%. Iz navedenih pokazatelja je očigledno da strana izravna ulaganja nisu dala željene učinke iako su od 1999. godine relativno visoka. Izostala su greenfield ulaganja u prerađivačku industriju i rast proizvodnje, zaposlenosti i proizvodnosti rada. Izostao je efekt prelijevanja na ostatak gospodarstva. Drugim riječima nedostatak je što nema poticaja za izvozno usmjerene FDI, a to bi dalo bitan doprinos restrukturiranju gospodarstva.

### 3.2. Rezultati nekih istraživanja o FDI u Hrvatskoj

Empirijska istraživanja o stranim ulaganjima u našim su uvjetima rijetka. Ovdje damo rezultate petero istraživanja o različitim aspektima FDI u Hrvatskoj.

- Lovrinčević i drugi, 2004. b) : 96.97. Analiziran je najprije utjecaj priljeva inozemnog kapitala (FDI, portfolio ulaganja i ostala ulaganja) na razinu domaćih investicija. Pri tome je utvrđeno da priljev stranog kapitala potiče domaću investicijsku aktivnost (najviše ostala ulaganja, manje FDI, a portfolio ulaganja nemaju utjecaja). Što se tiče utjecaja FDI na promjenu strukture robne razmjene, rezultati pokazuju zaostajanje u poboljšanju te strukture u odnosu na odabrane tranzicijske zemlje. Naime, rezultati pokazuju:

- da u strukturi robne razmjene prevladavaju proizvodi intenzivni sirovinama i radno intenzivni proizvodi u odnosu na kapitalno intenzivne proizvode i proizvode intenzivne znanjem
- relativni RCA pokazatelj (pokazatelj komparativne prednosti u robnoj razmjeni za pojedine skupine proizvoda) pokazuje prednost u proizvodnji proizvoda niske dodane vrijednosti i sve veću sličnost strukturi međunarodne razmjene s tranzicijskim zemljama s nižom razinom BDP per capita (Rumunjska, Poljska)
- niska je razina integriranosti na međunarodno tržište roba, te unutarsektorska razmjena i specijalizacija.

- Lovrinčević i drugi, 2004 a) : 35- 37. Autori su analizirali kretanje gospodarskog rasta, udjela investicija u BDP-u i efikasnost investicija mjerenu konceptom ICOR (odnos između stope investiranja i stope rasta realnog BDP) za 11 tranzicijskih zemalja, među kojima je i Hrvatska. Zaključci analize su sljedeći:

- više stope gospodarskog rasta koje imaju pojedine zemlje u tranziciji nisu zbog većeg udjela investicija u BDP-u već zbog efikasnijih investicija (manji ICOR)
- zemlje koje imaju najefikasnije investicije, najviše stope rasta i natprosječni udio FDI u tercijskom sektoru imaju i najveći porast inozemnog duga u BDP
- u strukturi investicija u Hrvatskoj očigledan je visok udio investicija opće države i javnih poduzeća u ukupnim investicijama

- investicije u sektoru usluga osigurale su Hrvatskoj relativno dobru učinkovitost ukupnih investicija međutim problem je što se tu radi o investicijama u nontradable sektoru (ne može se izvoziti) i rastući inozemni dug ograničava rast toga sektora, a investicije u sektoru industrije (tradable sektor) su nedovoljne.

- Škudar, 2002 : 91-92. Analizirano je poslovanje 125 nefinancijskih FDI poduzeća u usporedbi s 376 dioničkih društava s minimalno 90% domaćeg vlasništva. Podaci su prikupljeni na temelju ankete iz baze podataka izravnih ulaganja HNB i baze podataka Komisije za vrijednosne papire. Poduzeća s primljenim izravnim ulaganjima pokazala su u promatranom razdoblju od 3 godine znatno bolje poslovne rezultate od onih u domaćem vlasništvu. Rast vrijednosti kapitala i ukupne aktive FDI poduzeća je puno brži od domaćih. Kod njih je i puno veća sklonost zadržavanja dobiti, a i poslovni prihodi rastu brže. Produktivnost grupe FDI poduzeća bila je od 2 do 3 puta veća od domaćih poduzeća, pogotovo u prerađivačkom sektoru. Ostvarivanje prihoda na inozemnom tržištu isto je u korist FDI poduzeća, dakle više su izvozno orijentirana.

- Anić I.D. i Jovančević, R., 2004 : 67. Analiziran je utjecaj FDI na sektor trgovine u Hrvatskoj. Rezultati pokazuju da priljevi FDI imaju pozitivan utjecaj na sektor trgovine u Hrvatskoj. Jaka strana konkurencija stimulirala je domaće investicije i utjecala na ponašanje domaćih kompanija. Veliki domaći trgovački lanci povećali su ulaganja tako da su se povećale bruto investicije i dodana vrijednost u tom sektoru. Glavni razlog FDI u trgovini je geografska i kulturna bliskost Hrvatske sa zemljama Europske unije, niska inflacija i stabilan devizni tečaj.

- Jovančević, R., 2003 : 476-479. Pomoću ankete analizirani su stavovi inozemnih menadžera malih poduzeća (u Hrvatskoj) o Hrvatskoj kao odredištu FDI. Menadžeri očekuju promjene, ali nisu sigurni kad će se one ostvariti. Spremni su pomoći<sup>6</sup> naporima Hrvatske u privlačenju FDI, ali bi željeli vidjeti proaktivnije ponašanje vlade. Zadovoljni su poslovnim okruženjem i predlažu daljnje smanjenje poreza na dobit što bi privuklo dodatne FDI. Nisu zadovoljni sa zakonskim okvirom i sporošću javne administracije. Također su nezadovoljni i s općim političkim stanjem (anketa je provedena 2001.-2002.), posebno s razinom političkog rizika.

### 3.3. Važnost makroekonomskog okruženja za FDI

Za objašnjenje aktualnog stanja u vezi sa stranim izravnim investicijama i njihovim oscilacijama u razdoblju 1993. do 2004. godine, potrebno je ukazati na obilježja makroekonomskog okruženja i makroekonomske politike koji su stvarali povoljan ili manje povoljan ambijent za pritjecanje stranih investicija. To se prije svega odnosi na pitanja strategije gospodarskog razvoja, privatizaciju i oblikovanje određenog modela privređivanja te njegove rezultate u navedenom razdoblju. Ovdje se želi ukazati na činjenicu da se izvedba

---

<sup>6</sup> U svibnju 2005. godine osnovana je nova udruga poslodavaca Vijeće stranih investitora (FIC). Osnovale su ga neke od najvećih inozemnih kompanija ulagača u Hrvatskoj. Cilj je da skupa s vladajućim strukturama društva doprinese ostvarenju poboljšanog ulagačkog okruženja. Jedna od prvih zadaća Vijeća je afirmiranje politike privatnih investicija i razvoja malih i srednjih poduzeća. "Poslovni dnevnik", 04. 05. 2005.



FDI odvijala u lošoj ekonomskoj situaciji, bremenitoj mnogim makroekonomskim neravnotežama i neadekvatnom ekonomskom politikom.

Od samih početaka tranzicije i privatizacije u Hrvatskoj javljali su se mnogi problemi. Naime, oba ta procesa, kao političke i vlasničke transformacije, shvaćala su se kao prilika za krupne promjene, restrukturiranje ekonomije i povećanje konkurentne sposobnosti nacionalne ekonomije. Došlo je, međutim, do nekritičkog prihvaćanja doktrine ekonomskog neoliberalizma, čiji model može efikasno funkcionirati u sasvim određenom makroekonomskom i političkom okruženju. Takvi neophodni preduvjeti u Hrvatskoj nisu postojali, što je dovelo do negativnih rezultata i produbljanja postojećih makroekonomskih neravnoteža i mikroekonomskih poremećaja, napose karakterističnih za zemlje jugoistočne Europe. Važnije su ove makroekonomske neravnoteže: 1. Vanjska neravnoteža (deficit bilance plaćanja). Unutrašnja neravnoteža (visoka nezaposlenost) i 3. Fiskalna neravnoteža (visoki deficit proračuna). Na to se nadovezuju određena mikroekonomska obilježja: 1. Deindustrijalizacija (drastičan pad udjela industrije u BDP-u) 2. Financijsko stanje (nefunkcioniranje bankarskog sustava, barem u početku) 3. Neadekvatno funkcioniranje ekonomskih institucija (pravna država, vlasnički problemi) i 4. Pogrešan model privatizacije.

Nadvladavanje ovakvih krupnih problema bilo je moguće jedino pod uvjetom da postoji jasna strategija ekonomskog razvoja. Međutim analiza promatranog razdoblja pokazuje da konzistentne strategije razvoja nije bilo, da nikad nisu jasno definirani ciljevi koji se žele postići niti mehanizmi za njihovu realizaciju, odnosno primjenu modela. Model koji su preporučili Međunarodni monetarni fond i Svjetska banka, kojima je bilo u cilju uredno vraćanje dugova, inzistirao je na stabilnim cijenama, stabilnom tečaju, tvrdim budžetskim ograničenjima, a liberalizacija ekonomskih odnosa (slobodno tržište) realizirala se u onoj mjeri u kojoj je to služilo glavnom cilju. Zanemario se razvoj i hrvatska su poduzeća s vremenom došla u sve teži položaj. Većina ekonomskih tokova se prebacila iz materijalne sfere u financijsku sferu te je došlo do višestruke uvozne ovisnosti čitavog gospodarstva (G. Družić, 2005 : 77-78). Naime, riječ je o sve većoj uvoznoj ovisnosti robe; visokoj uvoznoj ovisnosti monetarnog sektora (visoka zaduženost, banke se unatoč visokoj štednji moraju zaduživati u inozemstvu) i uvoznoj ovisnosti javnih prihoda, tj. fiskalnoj ovisnosti (npr. od ukupno naplaćenog PDV-a 71% je naplaćeno na uvoznu robu u 2002. godini). Temeljno obilježje makroekonomske politike u čitavom razdoblju je neosjetljivost na ekonomske probleme poduzeća i odsustvo bilo kakve strategije razvoja (Družić, 2005 : 115).

Rezultati i prihvaćeni model privatizacije doveli su do suprotnih rezultata od očekivanih. Naime, prihvaćen je model pretvaranja društvenog vlasništva u državno, a tek nakon toga se državno vlasništvo, favorizirajući određene političko-interesne skupine, od slučaja do slučaja pretvaralo u privatno. Sredstva koja su se dobivala od prodaje poduzeća, uglavnom su se koristila za pokrivanje proračunskih manjkova, a ne u proizvodna ulaganja. S druge strane, čitava se privatizacija odvijala stihijski jer se određene privatizacijske odluke nisu uklapale u strategiju razvoja zbog toga što nije bilo nikakve strategije ekonomskog razvoja. Ovakva je privatizacija najviše koristila "tajkunima", tj. ljudima koje je favorizirala vladajuća struktura. Posljedice takve privatizacije nisu bile samo ekonomske i socijalne štete nego se formirao takav model privređivanja koji se oslanjao na razvoju trgovine, širenju uvoza i potrošnje, a istodobno zanemarivao proizvodnju, zaposlenost i izvoz. Za predmet rasprave u ovom radu značajno je da su netransparentna i arbitrarna privatizacija i takav model razvoja negativno utjecali na spremnost stranih investitora da ulažu u Hrvatsku. Najnovija afera s pogodbom između Vlade (Hrvatskog fonda za privatizaciju) i Dom i SN holdinga o zamjeni državnog duga tim holdinzima za dionice Liburnije (82%)

samo potvrđuje ono što je već rečeno o obilježjima privatizacije. Ti su holdinzi bili nekad privatno – investicijski fondovi koji su od 1998. godine prikupljali od sudionika te privatizacije (stradalnika Domovinskog rata) kupone i mijenjali ih na dražbama Fonda za privatizaciju za privatizacijske dionice. Između Fonda i PIF-ova često su se događale sumnjive razmjene dionica čiji se epilog dogodio na sudovima i arbitražama koji su presudili u korist fondova. Vlada je još prošle godine sklopila pogodbu s holdinzima da im ustupi dionice Liburnije pri čemu su potpuno arbitrarno smanjene vrijednosti pojedine dionice s 3.200 kn (nominalna vrijednost) na 986 kn. Ove godine je 4. kolovoza Vlada dala suglasnost na postignuti dogovor da bi je, pod pritiskom javnosti, povukla već 17. kolovoza 2005. Ovakvo postupanje Vlade je izazvalo negativne komentare prvenstveno u Austriji, koja je najveći strani ulagač u Hrvatskoj. Austrijski mediji smatraju da hrvatska Vlada nije spremna privatizirati problematične tvrtke koje su u njezinom vlasništvu. U austrijskom veleposlanstvu smatraju kako davanje pa oduzimanje suglasnosti, stranim ulagačima djeluje prilično riskantno.<sup>7</sup>

Hrvatska je, kao i druge tranzicijske zemlje, u početku davala prioritet brzom makroekonomskoj stabilizaciji i liberalizaciji. No, ubrzo su se pojavili problemi kvalitete vladanja i kvalitete institucija. Naime, liberalizacija i privatizacija ne može dovesti do uspješnog funkcioniranja tržišta bez podupirajućih institucija države koje su nužne za efikasno gospodarstvo. Tu se ubraja politika koja potpomaže konkurenciju, zakonsko reguliranje stečajeva, upravljanje korporacijama te reguliranje infrastrukture.<sup>8</sup> U mjeri u kojoj se u nekoj zemlji brže uspostavilo tržište, napredovala privatizacija malih i srednjih poduzeća i trgovina s ostalim zemljama, zahtjevi za institucionalnim reformama su bili veći. U provođenju strategije za oblikovanje potrebnih institucija tranzicijskih zemalja D. Rodrik preporučuje "lokalno znanje" (dakle, ne puko imitiranje tuđih iskustava) i participativnu demokraciju koja na najbolji način agregira lokalno znanje i omogućuje kvalitetniji rast: ona omogućuje veću predvidivost i stabilnost, elastičnija je na šokove i isporučuje superiornije ishode raspodjele.

Na temelju iskustava iz dosadašnjeg razvoja jasno je da u Hrvatskoj institucije nisu odigrale adekvatnu ulogu. Dominantan model dao je i nezadovoljavajuće rezultate, što je upravo karakteristično za sadašnji trenutak. Smanjuje se stopa rasta BDP-a jer dok je u 2004. godini bila 3,8%, u prvom tromjesečju ove godine iznosila je 1,8%, a i inače je problem Hrvatskoj održati visoke stope rasta. Smanjen je rast industrijske proizvodnje – u 2004. godini iznosio je 3,7% , godinu dana ranije 4,1%, a dostigla je 78% proizvodnje u 1990. Deficit proračuna je 5,8% BDP-a, a vanjski dug 82% BDP-a. Pokrivenost uvoza izvozom iznosi 48%.<sup>9</sup> Također se događa i pad konkurentnosti nacionalne ekonomije. Prema izvješću Nacionalnog vijeća za konkurentnost od 5. srpnja 2005. godine, Hrvatska je na globalnoj ljestvici konkurentnosti na 79. mjestu od 104 zemlje. U posljednje dvije godine zabilježen je veliki pad te su Hrvatsku pretekle sve zemlje Europske unije, a u nekim područjima Bugarska i Rumunjska. U tom razdoblju Hrvatska je pala s 53. mjesta u

<sup>7</sup> I grof Eltz, većinski dioničar SN holdinga, dao je intervju austrijskoj televiziji ORF u kojem naglašava da je to negativna poruka budućim investitorima: "Ovakvo ponašanje hrvatske Vlade guši svaku investiciju, a Hrvatska je zemlja kojoj su investicije potrebne te će zbog poništenja odluke o privatizaciji Liburnije patiti hrvatski turizam". Jutarnji list od 23. 08. 2005.

<sup>8</sup> D. Rodrik (1999 : 3-7) dijeli institucije u nekoliko skupina: 1) Vlasnička prava, 2) Regulatorne institucije, 3) Institucije za makroekonomsku stabilizaciju, 4) Institucije socijalnog osiguranja i 5) Institucije za upravljanje konfliktima.

<sup>9</sup> Gospodarska kretanja, HGK, travanj i svibanj 2005.

2003. godini na 61. mjesto 2004. godine u indeksu konkurentnosti rasta, dok je u indeksu poslovne konkurentnosti pala sa 62. na 72. mjesto. Posebno je zabrinjavajuće da je pala kvaliteta poslovnog okruženja, što je presudno za strane investitore. Ovako loši privredni rezultati traže potpuno novu strategiju razvoja i makroekonomsku politiku, jer se unutar postojećeg modela ne mogu poboljšati. Osim toga, ovakvo okruženje ne djeluje poticajno na strane ulagače. Naime, većina istraživanja o FDI zaključuje da pojedinačni poticaji ne mogu samostalno povećati FDI bez povoljnog institucijskog okruženja, povoljne ekonomske i političke situacije. S druge strane, ako privlačenje FDI nije dio razvojne strategije određene zemlje, ne može ni dati očekivane rezultate. Republika Hrvatska bi puno toga morala promijeniti da privuče strane investitore kako bi povećali svoja ulaganja te da se promijeni struktura FDI. Hrvatska nema strategiju privlačenja stranih ulagača iz koje bi proizlazila adekvatna ekonomska politika. Postoji čitav niz institucionalnih i političkih zapreka: nedjelotvornost sudstva, relativiziranje obligacijskih odnosa i nedjelotvornost službi za utvrđivanje vlasničkih odnosa. Stalne promjene zakona, uredaba i propisa na lokalnoj razini ne djeluje poticajno na strane ulagače, a oni traže poticajno i stabilno okruženje čije je najbitnije obilježje – predvidivost. Ovdje treba dodati i druge nepovoljne okolnosti: visok trošak radne snage po jedinici proizvoda, komplicirana procedura za pokretanje biznisa, visok stupanj korupcije i usporavanje približavanja Europskoj uniji, što negativno utječe na rejting zemlje i priljev FDI. Strani investitori ponderiraju utjecaj brojnih čimbenika i tek na temelju toga donose ključnu odluku.

#### 4. ZAKLJUČAK

Malo je stranih izravnih ulaganja u Hrvatsku koja predstavljaju greenfield ulaganja, koja otvaraju nova radna mjesta, izvozno su orijentirana i predstavljaju glavni impuls za restrukturiranje gospodarstva. Bez konzistentne strategije ekonomskog razvoja i uz neuspješnu ekonomsku politiku (koja inzistira na stabilnim cijenama i tečaju) u Hrvatskoj nije stvoreno adekvatno makroekonomsko i poslovno okruženje te poticajna investicijska klima za strane direktne investicije. Problem privlačenja stranih investitora je u čitavom sustavu: od administracije, sudstva, poreznog sustava i političke volje da se privuku investicije. Mora postojati politička stabilnost, transparentnost u privatizaciji i striktno provođenje ugovora. To znači da se treba zaštititi privatno vlasništvo, poboljšati zakonska regulativa i sudska zaštita, a potrebno je i dokazati se u borbi protiv korupcije. Samo ona zemlja koja stvara predvidivo i stabilno poslovno okruženje i sustavnu deregulaciju, može računati na priljev stranih investicija.

#### LITERATURA

1. Anić, I.D., Jovančević, R., (2004) Foreign Direct Investment in the Trade Sector in Croatia, Naše gospodarstvo, No 1-2.
2. Blomström, M., Kokko, A. (2001) Foreign Direct Investment and Spillovers of Technology, Int. J. Tehnology Management No 5-6.
3. Družić, G., (2005) Ekonomska politika i poduzetništvo, HAZU i HIT A d.d., Zagreb
4. Gospodarska kretanja, (2005) HGK, travanj i svibanj

5. Hill, C.W., (2003) *International Business: Competing in the Global Marketplace*, Irwin Mc Grow-Hill.
6. Hrvatska narodna banka (2005), <http://www.hnb.hr>
7. Javorcik, B.S., (2004) Does Foreign Direct Investment Increase the Productivity of Domestic Firms?, *The American Economic Review*, No 3.
8. Jovančević, R., (2003) Implication of the Liberalised Policy from a Manager's Perspective, *Naše gospodarstvo* No 5-6.
9. Kračun, D., (2005) Tranzicija, stabilizacija i ekonomski rast: iskustvo Slovenije, *Ekonomski pregled*, No 3-4.
10. Lovrinčević, Ž., Mikulić, D.; Marić, Z., (2004) a) Efikasnost investicija i FDI – stara priča, nove okolnosti, *Ekonomski pregled*, No 1-2.
11. Lovrinčević, Ž., Buturac, G., Marić, Z., (2004) b) Priljev inozemnog kapitala – utjecaj na domaće investicije i strukturu robne razmjene, *Zbornik radova: "Ekonomska politika Hrvatske u 2005. (Opatija)"*
12. Lovrinčević, Ž., Marić, Z., Mikulić, D. (2005) Priljev inozemnog kapitala – utjecaj na nacionalnu štednju, domaće investicije i bilancu plaćanja tranzicijskih zemalja Srednje i Istočne Europe, *Ekonomski pregled*, No 3-4.
13. Marangos, J., (2004) *Alternative Economic Models of Transition*, Ashgate, Burlington.
14. Matić, B., (2004) *Međunarodno poslovanje, Sinergija*, Zagreb
15. Rodrik, D., (1999) *Institutions For High Quality Growth: What They Are and How to Acquire Them*, IMF Conference on Second Generation Reforms.
16. Škudar, A., (2002) Inozemna izravna ulaganja i njihov utjecaj na gospodarstvo zemlje primatelja – osvrt na Republiku Hrvatsku. Magistarski rad, Ekonomski fakultet – Zagreb
17. Škudar, A., (2005) Učinci od izravnih ulaganja u Hrvatsku, *Carinski vjesnik* No 5.
18. WIIW (Vienna Institute for International Economic Studies (2005) [www.wiwi.ac.at](http://www.wiwi.ac.at).