

TRI PRIČE – JEDNA REFORMA*

mr. sc. Ante SAMODOL
Nava banka, d.d., Zagreb

UDK 386.914

Sažetak

Gospodarski rast, a time i veće zapošljavanje, jedan je od osnovnih, ali i teško dostižnih ciljeva ekonomske politike u RH. Aktualna mirovinska reforma i njezino provođenje vrlo se često ističe kao osnovni pokretač drugačijeg financiranja koje će potaknuti gospodarski rast. U tom smislu u radu je obrađen primjer Čilea i utjecaj mirovinskih fondova na gospodarski rast u toj zemlji. U drugom dijelu teksta obrađen je primjer autoceste Zagreb – Split kao potencijalno najveći investicijski projekt koji će određivati i preusmjeravati novčane tokove općenito, pa tako i ulaganja mirovinskih fondova. Na kraju su iznesene poruke i prijedlozi o shvaćanju uloge financijskog tržišta i financijskih institucija u RH kao preduvjeta gospodarskog rasta.

Ključne riječi: mirovinski fondovi, gospodarski rast, autocesta, hrvatska vizija

Uvod

Tranzicija i održivi gospodarski rast u praksi se često čine nespojivim jedno s drugim. Za tranziciju se najčešće veže ekonomska politika koja podupire brzi proces privatizacije, dok se gospodarski rast kao cilj stavlja ispred rasta produktivnosti. Štoviše, naš je “specijalitet” neposredno povezivanje privatizacije i punjenje proračuna. Na takvoj pogrešnoj ekonomskoj politici polazi se od toga da će tržište samo od sebe preuzeti ulogu vlade u kreiranju novoga institucionalnog okvira, razvoja infrastrukture ili ljudskog kapitala. Takva je politika vodila i vodi samo rastu socijalnih tenzija i ekonomskom padu. Zato je važno da razvojna politika svake zemlje u tranziciji ne podređuje reforme samo profitu određenih financijskih grupa već da vodi brigu o uravnoteženome gospodarskom rastu i pravednijoj raspodjeli dohotka. Reforme i projekti koji služe rastu životnog standarda i smanjenju siromaštva moraju biti u središtu interesa vlade.

* Primitljeno (*Received*): 14. 2. 2002.

Prihvaćeno (*Accepted*): 11. 3. 2002.

Pri tome je važno da vlada pravilno uredi institucionalno te prepozna političko okruženje, odredi se prema financijskim grupama i napravi vlastitu strategiju sukladno ciljevima kao što su poboljšanje gospodarskih i socijalnih prilika. Jedna od reformi koja je usko povezana s navedenim jest i mirovinska reforma.

Mirovinska je reforma prvorazredno političko, socijalno i ekonomsko pitanje. U ovom ćemo tekstu ispričati tri na prvi pogled neovisne priče, no svima im je u osnovi mirovinska reforma i njezini učinci. Središnja makroekonomska varijabla kojom se bavimo i koja bi trebala proizaći iz mirovinske reforme jest gospodarski rast. Kad se počne govoriti o mirovinskoj reformi, svi spominju Čile i njihove postignute rezultate. U nas se posebno ističe mirovinska reforma kao pokretač gospodarskog razvoja, a izgradnja autoceste Zagreb – Split trebala bi biti uspješan primjer takvih priča. Na kraju dajemo i vlastite prosudbe o vizijama i iluzijama bez kojih ne može ni jedna politička i ekonomska zajednica, samo ih ovdje gledamo kroz optiku mirovinske reforme.

I. Daleki Čile

U sustav privatnih mirovinskih fondova Čile je krenuo daleke 1981. godine, i to za vrijeme vojnog režima generala Augusta Pinocheta. Ta se činjenica rijetko može čuti kad se govori o čileanskoj mirovinskoj reformi. No to je jedinstveni primjer u povijesti da se za vrijeme vojne diktature razvijala dioničarska demokracija. Naime, mirovinski su fondovi postali demokratske institucije u smislu suvlasništva njihovih ulagača odnosno osiguranika, i to ulaganjem tijekom privatizacije u sve sektore u državi. Tako su članovi mirovinskih fondova posredno postali i dioničari poduzeća u nacionalnoj ekonomiji.

Možda je i to razlog što se o tom detalju, koji je istodobno i politički i ekonomski, malo govori. Jednima ne odgovara politička činjenica da je mirovinska reforma, tj. najšire dioničarstvo, počela za vrijeme vojne hunte, a drugima ne odgovara relativni uspjeh mirovinske reforme kao ekonomskog pitanja.

Je li preduvjet pokretanja mirovinske reforme baš tada i baš u Čileu bio oblik političke vlasti, teško je reći, no danas se možemo upitati:

- zašto su neke najdemokratskije zemlje krenule u mirovinsku reformu tek desetljeće i pol nakon Čilea ili tek ovih godina
- zašto zemlje u tranziciji koje su se od početka deklarirale kao demokratske nisu vezale proces privatizacije i za reformu mirovinskog sustava te gdje su bile i što su radile tako važne i sveprisutne institucije kao što je Svjetska banka ili Međunarodni monetarni fond.

Iz toga ne treba zaključiti kako je za početak mirovinske reforme vojna hunta kao političko okruženje bolja od demokratski izabrane vlasti, ali je činjenica kako se vlade mnogih zemalja krzmaju započeti te procese upravo zbog političkih razloga. Ondje gdje je politička odluka donesena i u reformu se krenulo, više se ne može natrag i treba se gledati samo i isključivo gospodarski učinak te reforme. Što je on bolji, bolje su i socijalne prilike. Zato je važno na nacionalnoj razini optimirati

sve instrumente ekonomske politike radi gospodarskog rasta koji je jedini cilj. Svaka reforma, pa i mirovinska, samo je sredstvo za ostvarenje tog cilja.

U tom smislu jedno od najintragantnijih i najčešćih pitanja jest koliko će mirovinski fondovi pridonijeti gospodarskom rastu. Nema boljeg primjera od Čilea.

Ostvareni prosječni povrat mirovinskih fondova u posljednjih dvadeset godina u Čileu je realno bio oko 11,5% na godinu, a reforma je krenula kad je sustav socijalne sigurnosti odnosio gotovo 25% BDP-a (bruto domaćeg proizvoda), a više od 90% stanovništva primalo je minimalnu mirovinu. Početak mirovinske reforme odnosno osamdesete godine, obilježilo je nekoliko činjenica:

- tijekom cijelog desetljeća 80-ih godina mirovinski su fondovi aktivni sudionici privatizacije državnih poduzeća
- to je razdoblje visokih kamatnih stopa (dvoznamenkastih) pa je prosječni godišnji nominalni prinos bio gotovo 17%
- u tom razdoblju država je izdavala obveznice indeksirane inflacijskom stopom, pa je stoga krivulja prinosa “podignuta” visoko
- mirovinski fondovi ulažu u privatizaciju vodoprivrede, elektroprivrede i komunalne djelatnosti te tako stječu gotovo 90% dionica tih poduzeća
- mirovinski fondovi imaju presudnu ulogu u kupnji obveznica, posebice hipotekarnih (“progutali” su više od 90% svih njihovih izdanja), dok u kupnji korporativnih obveznica sudjeluju s više od 60%.

Sve u svemu, mirovinski su fondovi s 300 mil. USD tržišne vrijednosti portfelja ili 0,9% BDP-a 1981. godine narasli na više od 35 mlrd. USD ili oko 60% BDP-a 2000. godine. O ostvarenim prosječnim prinosima mirovinskih fondova najbolje svjedoče podaci iz *tablice 1.*

Tablica 1. Realni prinos mirovinskih fondova u Čileu

| Godina | Postotak | Godina | Postotak |
|---------------|-----------------|---------------|-----------------|
| 1981. | 12,8 | 1991. | 29,7 |
| 1982. | 28,5 | 1992. | 3,0 |
| 1983. | 21,3 | 1993. | 15,2 |
| 1984. | 3,6 | 1994. | 18,2 |
| 1985. | 13,4 | 1995. | -2,5 |
| 1986. | 12,3 | 1996. | 3,5 |
| 1987. | 5,4 | 1997. | 4,7 |
| 1988. | 6,5 | 1998. | -1,1 |
| 1989. | 5,9 | 1999. | 16,3 |
| 1990. | 15,5 | 2000. | 4,4 |

Izvor: Pension Funds Trade Associatin-AFP-AG.

U tom dugom razdoblju poslovanja mirovinskih fondova, a i danas, zamjetne su i neke slabosti sustava. One koje se najčešće ističu jesu tržišne oscilacije, visoki troškovi i naknade, izbjegavanje uplata doprinosa i neizvještavanje, neodgovarajuće pokriće, tranzicijski i ostali troškovi.

Tržišne su oscilacije posebno dolazile do izražaja u razdoblju visokih kamatnih stopa (1985-1991) te zbog trgovanja obveznicama koje su bile inflacijski vezane.

Visoki troškovi i naknade na godišnjoj razini kreću se u rasponu od 15-20%, odnosno prosječni trošak po članu fonda iznosi oko 65 USD. Posljedica ekstravagantne promidžbe fondova i obećanja o visokim povratima bili su prelasci iz fonda u fond. Svake je godine oko 25% članova fondova mijenjalo fond.

Sljedeća slabost sustava iskazuje se izbjegavanjem uplata doprinosa. Samo oko 60% zaposlenih redovito uplaćuje doprinose. Primjerice, 1996. godine vodilo se iznimno veliki broj sudskih sporova, čak 150.000, protiv pojedinaca i institucija zbog neredovitih uplata doprinosa.

Nadalje, nedostatno pokriće odnosno nedovoljne mogućnosti sustava, od načina ulaganja do zarade, potvrdili su se u procjeni da čak 40% članova fondova treba dodatnu pomoć nakon odlaska u mirovinu. Procjenjuje se da čak 300.000 osiguranika u mirovini ima dovoljno samo za kruh i mlijeko. Štoviše, većina onih koji su samozaposleni, a koji čine više od 28% radne sange (5,8 mil.) u Čileu, posebno su ranjivi jer njihovo sudjelovanje u mirovinskim fondovima nije obvezno, a procjenjuje se da je samo 10% njih uključeno u fondovski sustav.

Ako sve što smo do sada kazali o mirovinskim fondovima u Čileu i pripišemo nekim slučajnim okolnostima, od posebnoga političkog do posebnoga ekonomskog okruženja, preostaje nam da na miru analiziramo kretanje ukupnih ekonomskih pokazatelja od 1996. do 2001. godine sukladno podacima iz *tablice 2*. To je sasvim relevantno razdoblje za “mjerenje” utjecaja i uloge mirovinskih fondova na gospodarstvo Čilea, u kojemu živi 15,2 milijuna stanovnika i čiji je dohodak po stanovniku oko 4.400 USD.

Dakle, 1996. godine, petnaest godina od početka rada, mirovinski su fondovi postale moćne financijske institucije koje usmjeravaju ne samo financijske već i robne tokove. Inače, 1995. godina, petnaesta po redu, bila je prva godina koja je donijela prosječno “negativni prinos” od -2,5%. Iz tog minusa fondovska je industrija ušla u 1996. godinu i kolebala se oko 3,5% prosječnoga godišnjeg prinosa, sve do 1999. godine. U te tri godine BDP je prosječno rastao 6% u godini. Inflacija je bila relativno stabilana i iznosila oko 6% godišnje. No ono što je evidentno bilo je slabljenje pezosa u odnosu prema dolaru za gotovo 70%, što je i poboljšalo vanjskotrgovinsku bilancu pa je od trgovinskog deficita od jedne milijarde dolara 1996. došlo do trgovinskog suficita od 1,5 mlrd. USD tijekom 2001. godine.

Istodobno se 1999. godine može uočiti jedan paradoks: prosječni povrat mirovinskih fondova bio je veći od 16%, a zabilježen je negativni rast BDP-a od 1,1%. Također je uočljivo da se stopa nezaposlenosti s 5% 1996. godine udvostručila do 2001. godine na 10%. Vidimo, dakle, da i nakon 18 godina postojanja mirovinski fondovi svojim ulaganjem ne mogu zaustaviti pad BDP-a 1999. godine, pa ni uz mi-

nimalnu inflaciju. Osim toga, mirovinski fondovi realociraju svoja ulaganja tj. interese ovisno o makroekonomskim ili mikroekonomskim kretanjima ne samo nacionalnoga gospodarstva. Sustavski rizik i specifični rizik pojedine investicije često rezultiraju nepodudaranjem interesa pojedinih nacionalnih vlada i interesa fondova odnosno fond menedžera.

Tablica 2. Pregled ekonomskih pokazatelja u Čileu, 1996-2001.

| Sektori | 1996. | 1997. | 1998. | 1999. | 2000. | 2001.* |
|------------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|
| realni sektor | | | | | | |
| BDP (% rel. god. prom.) | 7,4 | 7,6 | 3,7 | -1,1 | 5,4 | 2,8 |
| proračun (višak/manjak, % - BDP-a) | 5,6 | 3,3 | -0,3 | -1,5 | 0,1 | - |
| nezaposlenost (%) | 5,4 | 5,3 | 7,2 | 8,9 | 8,3 | 10,1 |
| monetarni sektor | | | | | | |
| novčana masa (%) | 20,8 | 21,7 | 30,5 | 10,3 | 9,8 | 11,5 |
| inflacija (%) | 6,6 | 6 | 4,7 | 2,3 | 4,5 | 3,4 |
| kamatne stope (%-90 dana) | 13,9 | 10,6 | 13,5 | 11,1 | 9,3 | 6,6 |
| tečaj (pesos/USD) | 422,4 | 438,3 | 473,8 | 527,7 | 572,7 | 716,6 |
| vanjski sektor | | | | | | |
| tekući račun bil. pl. (mil. USD) | -3,5 | -3,7 | -4,1 | -78 | -989 | -1,0 |
| trgovinska bilanca (mil. USD) | -1,0 | -1,3 | -2,5 | 1,7 | 1,4 | 1,5 |
| devizne pričuve (mil. USD) | 15,4 | 17,8 | 16,0 | 14,7 | 14,7 | 14,3 |
| vanjski dug (mil. USD) | 22,9 | 26,8 | 31,5 | 34,0 | 36,8 | 37,1 |
| vanjski dug (% BDP-a) | 33,5 | 35,6 | 43,2 | 50,2 | 52,6 | 54,5 |

* Podaci se odnose na treći kvartal.

Izvor: Instituto Nacional de Estadísticas, Banco Central de Chile.

Uostalom, Hrvatima je nešto od navedenog poznato. Naime, u hrvatskom bankocentričnome i oligopolnome financijskom sustavu banke ostvaruju povrate na kapital i veće od 20% na godinu, a BDP nikako da dosegne rast od barem 5%. Imamo stabilan tečaj još od uvođenja kune 1994. godine i nisku inflaciju, ali zato visoku stopu nezaposlenosti od 22% i golemi vanjskotrgovinski deficit od gotovo 4 mlrd. USD. Takvom kretanju zarada banaka najviše pridonose nesredene financije središnje države, proces privatizacije i preuzimanja poduzeća što su ih podržale banke, te institucionalni okvir koji zakonskim odredbama podupire zahtjeve i interese tih financijskih institucija.

Ipak, Čile se poprilično razlikuje od Hrvatske, i to u pozitivnom smislu. Za razliku od Hrvatske i u odnosu prema njezinu okruženju, Čile je vodeća južnoamerička nacionalna ekonomija s najboljim kreditnim rejtingom i udjelom imovine mirovinskih fondova s obzirom na BDP. O tome nam svjedoče i podaci u *tablicama 3-6*.

Tablica 3. Kreditni rejting Čilea među zemljama Južne Amerike

| Zemlja | Standard & Poor's | Moody's Investor's Service |
|-----------|-------------------|----------------------------|
| Čile | -A | Baa1 |
| Meksiko | BB+ | Baa2 |
| Kolumbija | BB | Ba2 |
| Peru | BB- | Ba3 |
| Brazil | BB- | B1 |
| Venezuela | B | B2 |
| Argentina | SD | Ca |

Izvor: Standard & Poor, Moody's Investor's Service.

Takav kreditni rejting Čilea drži još od 1998. godine, što ostalim zemljama na istom kontinentu teško uspijeva. To znači da je ekonomska sposobnost pojedinačnih subjekata ujednačena, te da mogućnost otplata kredita na nacionalnoj razini nije ugrožena. Usporedbe radi, prema Standard & Poor'su, Hrvatska ima kreditni rejting BBB-, a naši su susjedi mnogo bolji: Mađarska, primjerice, ima rejting BBB+, a Slovenija A.

Tablica 4. Čile u odnosu prema drugim južnoameričkim zemljama 2000. godine

| Zemlja | Početak reforme (godina) | Broj sudionika (mil.) | Broj sudionika / ukup. radna snaga u (%) | Imovina fondova (mil. USD) | Imovina fondova/BDP (%) |
|-----------|--------------------------|-----------------------|--|----------------------------|-------------------------|
| Argentina | 1994. | 6,5 | 53 | 20,4 | 7,1 |
| Čile | 1981. | 8,5 | 107 | 35,9 | 59,8 |
| Meksiko | 1997. | 18 | 43 | 17,4 | 3 |

Izvor: N. Engelard, 2001.

Kad se pogledaju relativni pokazatelji, vidljiva je prednost Čilea pred drugim dvjema zemljama. Tako je broj sudionika u mirovinskim fondovima veći za 7% od ukupne radne snage, a istodobno imovina mirovinskih fondova doseže 60% iznosa BDP-a. To znači da imovina mirovinskih fondova u Čileu s obzirom na BDP raste dvadeset godina, prosječno godišnje oko 3% u godini, dok u druge dvije zemlje za znatno kraće razdoblje raste oko 1% godišnje.

Tablica 5. Struktura imovine mirovinskih fondova u 2000.

| Zemlja | Ukupna imovina (mil. USD) | Vladine obveznice (%) | Financij. institucije (%) | Nefinancij. institucije (%) | Dionice (%) | Investicij. fondovi (%) | Inozemni vrij. papiri (%) | Ostalo (%) |
|-----------|---------------------------|-----------------------|---------------------------|-----------------------------|-------------|-------------------------|---------------------------|------------|
| Argentina | 20,4 | 56 | 15,6 | 2,8 | 12,3 | 8,2 | 4,5 | 0,6 |
| Čile | 35,9 | 35,7 | 35,1 | 4,0 | 11,6 | 2,4 | 10,9 | 0,3 |
| Meksiko | 17,4 | 92,6 | 2,0 | 5,4 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |

Izvor: N. Engelard, 2001.

Iz podataka u tablici vidljivo je da su se mirovinski fondovi u Čileu oslobodili “straha” glede ulaganja u dionice i stege za obvezno ulaganje u državne obveznice. U državne se obveznice ulaže oko 35% portfelja, što se drži aktivnim ulaganjem kao i u najrazvijenijim zemljama. Osim toga, fondovi prednjače po ulaganju u dionice domaćih financijskih institucija i u inozemstvo.

Tablica 6. Povijesni prinos mirovinskih fondova

| Zemlja | Nominalni (%) | Realni (%) |
|-----------|---------------|------------|
| Argentina | 12,21 | 11,78 |
| Čile | 26,82 | 11,10 |
| Meksiko | 29,14 | 8,99 |

Izvor: N. Engelard, 2001.

Prosječni godišnji realni prinos mirovinskih fondova u Čileu u posljednjih je dvadesetak godina više nego zadovoljavajući. To je još važnije kad se zna da je samo 1995. i 1998. godine ostvaren “negativni realni prinos” tj. gubitak. Prosječni nominalni prinos veći je od realnoga za 2,4 puta, dok je taj omjer za razdoblje od samo tri godine u Meksiku 3,3 puta, što pokazuje da se Čile bolje nosio s inflacijom.

Na kraju odgovorimo i na pitanje koliko mirovinski fondovi doprinose rastu čileanskog gospodarstva. Oni to čine samo onoliko koliko je mudra i primjerena ukupna ekonomska politika, i nimalo više. Svako kvantificiranje sudjelovanja takvih institucija u rastu BDP-a nemoguća je misija. U prethodnom smo tekstu vidjeli da je 1999. godine realni povrat mirovinskih fondova bio veći od 15%, a da se istodobno ostvario pad BDP-a u usporedbi s 1998. godinom. Tvrdnja da jedna grupa financijskih institucija može više pridonijeti rastu BDP-a od druge i da su mirovinski fondovi idealan medij samo je puko naklapanje. Kad se razmotre dvije makroekonomske varijable kao što su proračunski deficit i inflacija te tečaj kao instrumente mone tarne politike, lako je uočiti međuovisnost tih varijabli i rezultata svih sudionika nacionalnoga financijskog i realnog sektora. To podjednako vrijedi i u Čileu i u Hr-

vatskoj. Čak kad bi se i ekonometrijskim modelom pokušao naći “kapitalni koeficijent” kojim se mjeri stvarni doprinos mirovinskih fondova gospodarskom rastu, to bi zahtijevalo uključivanje jednih i zanemarivanje drugih varijabli.

II. Autocesta

Samo na prvi pogled mirovinska reforma u Hrvatskoj i izgradnja autoceste Zagreb-Split nisu povezani. Međutim, i jedno i drugo rezultat je političke odluke. Razlozi za mirovinsku reformu problemi su fiskalne i demografske prirode, posebice nužnost bržega i većega gospodarskog rasta. Da bi se smanjili proračunski izdaci za mirovine, koji su dosegili gotovo 12% BDP-a, bilo je potrebno pokrenuti drugačiji način zarađivanja odnosno organizirati drugačiji novčani tok. Zato se organiziraju drugačiji mirovinski fondovi, koji će ulaganjem na financijskom tržištu ostvarivati i individualizirati prinose. Pri tome se država pobrinula, ali i obvezala, da se čak 50% uloga mora usmjeriti u državne vrijednosne papire. To znači da se država unaprijed odredila kao odgovorna strana kako u usmjeravanju ulaganja fondova, tako i u raspodjeli prinosa. Štoviše, država svojim postupcima mora pokazati da razumije ulogu člana mirovinskog fonda i kao poreznog obveznika, i obrnuto. Čini se da će svoju uspješnost država najprije pokazati u infrastrukturi kao što je autocesta.

Treba li Hrvatskoj autocesta od Zagreba do Splita? Treba. Može li mirovinska reforma biti iskorištena za “namjensku” ili “nenamjensku” emisiju obveznica od strane države, pa i za financiranje takvih projekata? To je samo jedno od pitanja na koja još nema posve jasnog odgovora. Uostalom, što je autocesta u projektnom smislu tijekom svog životnog vijeka, odnosno kakva je ekonomska evaluacija tog projekta dobivena *cost-benefit* analizom? Pokušali smo odgovoriti koristeći se dosadašnjim iskustvom izgradnje poluautoceste Rijeka – Zagreb, kao i procjenama podataka za buduću autocestu Zagreb – Split.

2.1. Svjetski standardi

- Godišnje je optimalno izgraditi tri kilometra autoceste punog profila na jedan milijun stanovnika. (*World Bank*)
- Godišnje se u prometnu infrastrukturu ulaže oko 2% BDP-a (uključivši željeznicu, zrakoplovstvo i dr.). (*World Bank*)
- Autocesta se gradi kad je njezin prosječni godišnji dnevni promet (PGDP) između 12.000 i 15.000 vozila. (*World Bank*)
- Autocesta nije za lokalni promet. Svakih 50 km radi se priključak da se ne usporava promet. Brzina ne smije pasti ispod 80 km/h. Financiranje autoceste kreditima traje od 20-25 godina.
- Autocesta je obično politička odluka, a temeljni je dokument studija izvedivosti, koja je početak svake odluke. U prvoj polovici vijeka projekta krediti se ne mogu vraćati, a svako vremensko i vrijednosno odstupanje vodi rušenju interne stope rentabilnosti i ugrožava projekt, što vodi promašenost investicije.

2.2. Hrvatska stvarnost

- Prosječni godišnji dnevni promet na relaciji Zagreb – Karlovac iznosi oko 19.000 vozila, a na relaciji Karlovac – Rijeka oko 7.000 vozila (ali zato je profil polu-autoceste).*
- PGDP mjeren kod Plitvičkih jezera iznos oko 9.000 vozila (uključivši i promet prema Bosni, tj. Bihaću), dok od Korenice prema Gračacu doseže oko 7.000 vozila.*
- Sve do prošle godine (2001) na listi prioriteta razvoja cestovne mreže autocesta Bosiljevo – Split bila je sedma po redu, dok je na prvome mjestu bila poluautocesta Karlovac – Rijeka. Neovisna procjena kaže kako autocesta Bosiljevo – Split neće imati više od 3.000 vozila PGDP-a.
- Autocesta Zagreb – Split bit će duga oko 315 km, s oko 9 km tunela i s mostom preko rijeke Krke dugim oko 350 m, što bi je činilo 50 km duljom od postojeće ceste. Projekt bi trebao biti gotov do 2005. godine i koštati oko 3,5 milijardi DEM.
- Autocesta Zagreb – Rijeka trebala je biti gotova do 2001. godine, a bit će gotova tijekom 2003. godine. Radi priključenja na Bosiljevo mora se mijenjati projekt. Naime, tu se poluautocesta spaja s autocestom. Ta bi relacija koštala oko 750 mil. DEM, što znači i kamatu od najmanje 5% godišnje. Tako bi samo kamate godišnje iznosile do 40 mil. DEM. To će se vjerojatno pokriti iz cestarina, ali glavnica se neće moći vraćati bez financiranja iz proračuna.
- Autocesta Zagreb – Karlovac s PGDP-om od oko 19.000 vozila (od čega 80% čine osobna vozila) ostvaruje oko 35 mil. DEM prihoda od cestarine.
- Inače, prosječna cijena kredita je EURIBOR+1,9%, *commitment fee* 0,35%, *management fee* 0,75%, *arrangement fee* 0,45%, EURIBOR je oko 3,5%.
- Autocestom će upravljati Hrvatske autoceste (do sada upravljaju cestama prema Srbiji, Mađarskoj i Sloveniji), koje iduće godine planiraju prikupiti oko 110 mil. DEM od cestarina te oko 310 mil. DEM od naknada za gorivo.

2.3. Hrvatska i drugi

U Hrvatskoj se s vremena na vrijeme pojave političke ideje o izgradnji tzv. jonske autoceste. Bez ikakvih argumenta ili približnih procjena troškova i koristi od takve autoceste to i dalje ostaje samo puka politika. Pri tome je važno vidjeti što o tome misle drugi, a to su, što je vrlo važno, financijske institucije ili naši susjedi odnosno konkurenti.

- Svjetska banka i EBRD ne podupiru gradnju tzv. jonske autoceste jer to smatraju besmislenim. Ne podržavaju izgradnju novih cesta dok je postojeća mreža u lošem stanju.

* Prema: Mreža državnih cesta; intenzitet prometa na odabranim cestovnim pravcima; HUC, Zagreb, 2001.

– Svjetska banka odbila je *feasibility* studiju koju je izradio Louis Berger za autocestu Zagreb – Goričan i koja, usput rečeno, ima 2.000 vozila PGDP-a. Svjetska banka odobrenje kredita uvjetuje svojom suglasnošću za bilo koju izgradnju skuplju od 5 mil. USD i stopu rentabilnosti nižu od 9%.

– Grci s Talijanima grade autocestu od Kefalonije prema Istanbulu, kilometar koje košta više od 20 mil. USD i za koju je angažirano više od 30.000 ljudi.

Istodobno se Talijani besplatno voze trajektom na liniji vrh Apulije – Kefalonija. Naravno, tom bi cestom ubuduće trebali putovati i Turci.

2.4. Tuđa iskustva i kurioziteti

– Meksiko je izgradio oko 5.500 km autocesta kad je imao oko 80 milijuna stanovnika. Sad ima oko 90 milijuna stanovnika. Tada je imao prihod od 3.500 USD po stanovniku. No došlo je do kolapsa, ali u toj je zemlji jamstvo za kredite što ih je odobravalala Chase Manhattan Bank bila nafta.

– Jedan kuriozitet: kad je Hitler donio odluku o izgradnji autocesta, zaposlio je samo 180.000 ljudi, a realizirano je oko 20% projekta. No ljudi koji su radili imali su logoraški tretman. Nisu išli kući, a kad je padala kiša, njihov se rad nije plaćao. Hitler, naime, nije radio ceste radi rata već radi iluzije da počinje razdoblje blagostanja. Za rat je imao željeznicu.

2.5. Ekonomski razvoj i prometna mreža

Hrvatska s 4,5 milijuna stanovnika i stopom nezaposlenosti od 22% (400.000 nezaposlenih) s pravom očekuje da se ta stopa ublaži i uz pomoć sektora turizma, usluga, transporta i trgovine. Iako Hrvatska ima solidno razvijenu transportnu infrastrukturu, ona je ipak ispod standarda europskih zemalja. Od ukupno 29.000 kilometara cesta 20.000 je asfaltirano. Od ukupno 2,7 tisuća kilometara željeznice, gotovo je tisuću kilometara elektificirano.

Do kraja 2003. godine trebala bi biti potpuno završena dionica između Vukove Gorice i Kupjaka, čime bi se uspostavio koridor Budimpešta – Zagreb – Rijeka odnosno povezalo Jadransko more sa središnjom i istočnom Europom. Od ukupno 450 km autocesta cestarina se naplaćuje na 250 kilometara.

Uspoređujući te podatke sa zemljama zapadne Europe, u Hrvatskoj na milijun stanovnika otpada oko 80 kilometara autoceste punog profila, dok je to u razvijenim europskim zemljama oko 140 kilometara na milijun stanovnika. Međutim, u usporedbi s tranzicijskim zemljama kao što su Mađarska, Poljska ili Češka Republika, Hrvatska stoji bolje. Hrvatska je obala duga oko 1.800 km i obuhvaća sedam glavnih luka (Rijeku, Pulu, Zadar, Šibenik, Split, Ploče i Dubrovnik). Kroz te luke godišnje prođe oko 11 milijuna putnika, a još je nedostizan teretni promet iz kasnih 80-ih, koji je iznosio oko 30 mil. tona (danas iznosi oko 20 mil. t).

2.6. Dugoročne mogućnosti rasta cestovnog transporta

Različiti činitelji mogu utjecati na rast cestovnog transporta uključujući dohodak i rast broja stanovnika. Dakako, najvažniji je rast broja cestovnih vozila, koji je pak povezan sa zaradama i brojem stanovnika. Inače, dugoročne prognoze na području cestovnog transporta nezahvalne su i zahtijevaju predviđanja stila života, ukusa i transportne tehnologije te, naravno, gospodarskog razvoja.

Procjena kretanja BDP-a i broja vlasnika vozila obično pokazuje da je potražnja vozila manja što je standard odnosno BDP po stanovniku veći. Tako je Hrvatska po svom BDP-u 1997. trebala na 1.000 stanovnika imati najviše 171 vozilo, a imala je 215 vozila. Hrvatska je motoriziranija nego npr. Grčka, koja ima dvostruko veći BDP po stanovniku i koja ima oko 190 automobila na 1.000 stanovnika.

Inače, uspoređujući kretanje rast postotka prijeđenih kilometara s kretanjem postotka (rasta) BDP-a, dobivamo mjeru elastičnosti koja pokazuje da je 1% rasta BDP-a po stanovniku povezan s porastom broja prijeđenih kilometara po stanovniku.

Kad se gleda broj prijeđenih kilometara vozila po stanovniku, zamjetno je da zemlje s nižim BDP-om po stanovniku imaju veći rast odnosno omjer prijeđenih kilometara po stanovniku. Uzimajući u obzir tu činjenicu te rast BDP-a, promet po budućoj autocesti mogao bi do 2010. rasti godišnje 5%, a od 2010. do 2020. i dalje po godišnjoj stopi od 4,5%.

Zanimljivo je spomenuti kako je u makroekonomskoj analizi za autocestu Rijeka - Zagreb u razdoblju od 2000. do 2030. godine predviđen prosječni godišnji rast BDP-a od 3%. Tako je u 2000. godini predviđen BDP po stanovniku oko 4.000 USD, a on bi 2030. trebao biti tek oko 9.000 USD.

2.7. Ekonomsko vrednovanje

Evaluacija projekta autoceste provodi se standardnom *cost-benefit* metodologijom. Dakle, uspoređuju se troškovi i koristi koje donosi takav projekt te izračunava interna stopa rentabilnosti. Pri tome se razlikuju financijski troškovi od ekonomskih jer financijski troškovi uključuju i indirektnu poreze. Obično se pod indirektnim porezima podrazumijeva "porez na gorivo" i "carine na uvoznu opremu". Porez na gorivo u hrvatskim uvjetima iznosi oko 70% konačne cijene, dok je carina na uvoz opreme u rasponu od 5 do 25%, što ponderirano iznosi oko 12%.

Troškovi

Troškovi održavanja autoceste obuhvaćaju :

1. naplatu cestarine,
2. tekuće održavanje,
3. periodičko održavanje.

Ad.1. Iako naplata cestarine naoko ne bi trebala činiti neki poseban trošak, no 24-satna naplata i održavanje rampi, npr. na postojećoj autocesti na dionici Zagreb – Lepenica (prema Rijeci), košta godišnje oko 3 mil. DEM.

Ad.2. Tekuće održavanje obuhvaća održavanje signalizacije, čišćenje i odvodnju vode te ljetno i zimsko održavanje. U ravničarskom dijelu autoceste prosječna se cijena održavanja po kilometru otprilike kreće od 50.000 do 70.000 DEM, dok se održavanje u planinskom dijelu po kilometru penje i na 100.000 DEM.

Primjerice, u tunelu Učka trošak održavanja po kilometru iznosi oko 150.000 DEM, dok bi održavanje tunela autoceste punog profila bio dvostruko veći, odnosno iznosio bi 300.000 DEM po kilometru.

Ad.3. Periodično održavanje autoceste obuhvaća veće popravke i presvlačenja kolnika. Tako je svakih 10 do 15 godina potrebno presvući kolnik novim asfaltom debljine 5-6 cm. To za poluautocestu košta oko 180.000 DEM/km, odnosno oko 300.000 DEM/km autoceste punog profila.

Koristi

1. Ušteda vremena
2. Poboľšanje sigurnosti
3. Smanjenje operativnih troškova vozila

Ad.1. Za autocestu punog profila vožnja u idealnim uvjetima procjenjuje se na oko 110 km/h, a kapacitet vozila po satu je oko 7.200. Za poluautocestu brzina je oko 90 km/h, a kapacitet vozila po satu oko 3.000. Na našim cestama (ako se vozi po propisima) brzina je u idealnim uvjetima oko 50 km/h a kapacitet vozila u jednom satu oko 1.200.

Tako bi se na autocesti u jednom satu vožnje osobnim automobilom uštedjelo od 15-17 kuna (pretpostavimo li da je cestarina do 40% dnevnice koja se računa od prosječne neto plaće od 3.500 kn). Za autocestu kojoj je projektni životni vijek npr. 30 godina, izračunano je da bi ušteda vremena trebala rasti oko 1,5% godišnje (uz uvjet da BDP raste oko 3% godišnje).

Neposredna korist za sudionike na autocesti jest ušteda vremena koja postaje ključni element u određivanju prometa na nekoj autocesti. Što je dohodak po stanovniku neke zemlje veći, to je relativna važnost uštede vremena veća u odnosu prema ostalim komponentama troška putovanja. Tako se procjenjuje da ušteda vremena u zemljama EU-a za korisnike autocesta (u njihovoj percepciji) čini gotovo 80% svih troškova putovanja.

Ad.2. Prosječan je broj prometnih nezgoda na autocesti punog profila oko 7 na svakih 100 milijuna prijeđenih kilometara. Na običnoj cesti (neodijeljenih kolnika) broj nesreća je oko 12,5 na svakih 100 milijuna prijeđenih kilometara. Stoga bi skraćenje od Karlovca do Bosiljeva sa 80 km obične ceste na 58 km autoceste do 2005. godine trebalo smanjiti nesreće za 3 na godinu, do 5 nesreća do 2015. godine i do 8 godišnje do 2030. godine. Naravno, ne smijemo računati prošlogodišnju (ljetno 2001. g.) bilancu poginulih na nedovršenom dijelu na izlasku kod Vukove Gorice.

Ad.3. U toj se točki ocjenjuju različiti elementi kao što su radijus kretanja odnosno prilagodljivost ceste. Na temelju raspoložive statistike u RH o prijevoznim sredstvima kao što su gorivo, gume i mazivo procjenjuje se da se na postojećim cestama prosječno potroši oko 0,30 DEM/km.

2.8. Interna stopa rentabilnosti

Poluautocesta Rijeka – Zagreb može biti dobro polazište za razumijevanje projekta autoceste od Bosiljeva prema Splitu. Koristeći se analizom troškova i koristi prema već navedenim parametrima, procijenjena je interna stopa rentabilnosti autoceste Zagreb – Split.

Tablica 7.

| Ušteda vremena | | Ušteda troškova | | Ušteda od smanjenja nesreća | |
|------------------|--------|------------------|--------|-----------------------------|--------|
| Iznos (mil. DEM) | Godina | Iznos (mil. DEM) | Godine | Iznos (mil. DEM) | Godina |
| 25 | 2005. | 20 | 2005. | 2 | 2005. |
| 47 | 2015. | 31 | 2015. | 3,6 | 2015. |
| 96 | 2025. | 47 | 2025. | 6 | 2025. |

Izvor: Louis Berger S.A., RI-ZG Toll Motorway, Traffic & Revenue Study, 1999. (prilagođeno).

Podaci iz tablice daju internu stopu povrata od 11,2% na ukupnoj dionici, dužine oko 60 km i cijene oko 850 mil. DEM.

Tablica 8.

| Relacija | Vrsta ceste | Duljina (km) | Trošak (DEM) |
|---------------------------|---------------|--------------|--------------|
| Kupjak – Vrbovsko | poluautocesta | 19,8 | 275 |
| Vrbovsko – Bosiljevo | poluautocesta | 16 | 171 |
| Bosiljevo – Vukova Gorica | poluautocesta | 6,3 | 84 |
| Vukova Gorica – Karlovac | autocesta | 18,2 | 320 |
| | ukupno | 60,3 | 850 |

Izvor: Louis Berger S.A., RI-ZG Toll Motorway, Traffic & Revenue Study, 1999. (prilagođeno).

Interna stopa rentabilnosti (interna stopa prinosa) diskontna je stopa koja svodi pretpostavljene novčane prihode iz budućnosti na vrijednost uloženog iznosa. Ta je stopa neumoljiva u ocjeni financijske uspješnosti projekta i svako kašnjenje u realizaciji projekta vodi padu te stope. Poluautocesta Rijeka – Zagreb već je sada opasno ugrožena zbog kašnjenja u realizaciji projekta.

Javnost još nije upoznata sa stupnjem dovršenosti studije održivosti projekta autoceste od Bosiljeva prema Splitu. No s obzirom na procjene stručnjaka o vrlo niskom prosječnom godišnjem dnevnom prometu te autoceste (procjene se kreću od 2.000 do maksimalno 5.000 vozila), pretpostavlja se da će interna stopa rentabilnosti biti neusporedivo niža nego za poluautocestu Rijeka – Zagreb. Zato, a i zbog vrlo malog BDP-a od oko 20 mlrd. USD, bez obzira na to kakav način financiranja i preraspodjele novčanih sredstava iz toga okvira izvodili, potrebno je širu poslov-

nu, a osobito financijsku zajednicu upoznati sa stvarnom internom stopom rentabilnosti projekta. Samo se takvim pristupom može vidjeti ima li politička odluka o izgradnji i potporu u financijskoj zajednici kao što su banke, investicijski i mirovinski fondovi.

Samo tako vlada može provoditi nacionalnu politiku razvoja financijskog tržišta, barem u onom dijelu u kojemu je ona nositelj velikih projekata. Samo će se tada vidjeti namjere i razlozi npr. jedne financijske grupe koja sudjeluje u financiranju kupnje automobila na kredit (udjel više od 30% tržišta) zašto i dalje želi financirati kupnju automobila, a ne autoceste. To bi ujedno bio signal svim financijskim grupama da je država konačno preuzela aktivnu ulogu na vlastitome financijskom tržištu i da više nije u podređenom položaju zbog nesređenih financija. Svim sudionicima odnosno financijskim oligopolima bilo bi jasno da je završilo razdoblje kratkoročnih spekulativnih zarada nesređene središnje države i da počinje razdoblje dugoročnih investicijskih projektnih ulaganja. Ukratko, najprije cesta, pa automobil.

3. Hrvatska vizija ili iluzija

Budući da mirovinska reforma odnosno mirovinski fondovi pripadaju financijskom sektoru, to znači da trebamo odgovoriti može li taj njegov dio utjecati na gospodarski rast i kako. Danas je za ekonomiste bilo kojeg “usmjerenja” nesporno da uređeni financijski sektor u ukupnoj ekonomskoj politici ima enorman utjecaj na gospodarski rast.

Međutim, kad je riječ o utjecaju mirovinske reforme kao procesa i mirovinskih fondova kao institucija na gospodarski rast, u nas se najčešće kreće od kraja. To je stajalište obično sadržano u izjavama: mirovinski će fondovi pridonijeti rastu BDP-a 1, pa čak i 2 do 3%. Gotovo nitko ne pokušava odgovoriti kako bi se to trebalo ostvariti.

Stoga smatramo kako je potrebno istaknuti najmanje tri poruke.

Prvo, na tvrdnju da će nam mirovinski fondovi donijeti 1 do 2% rasta BDP-a obično se nameće protupitanje: koliki su postotak rasta BDP-a donijele banke u posljednjih deset godina ako uzmemo u obzir činjenicu da nas je sanacija tog sustava koštala oko 5,5 mlrd. USD (što je i danas gotovo dvostruki temeljni kapital poslovnih banaka)?

Pritom uopće ne potenciramo pitanje nadzora nad banaka – dobroga ili lošega. Jednostavno je riječ o tome da kao država odnosno politička vlast nismo prepoznali što je to financijski sustav, posebice kad je on bankocentričan kakav je u nas. Dogodile su se nevjerojatne stvari, a posljedica je golemi trošak propasti bankarskog sektora zbog političkog oportunizma i neposjedovanja praktičnih znanja o ulozi zdravoga financijskog sustava u gospodarskom rastu, pa čak i u razvoju političke demokracije.

Tako smo danas dobili oligopol nekoliko financijskih grupa, pa ni jedan mirovinski fond što ga je osnovala bilo koja banka neće ulaziti u poslove ili poduzimati ulaganja koja bi bila u suprotnosti s interesima samih banaka, njihovih osnivača.

Poruka je sljedeća: samo pravilna spoznaja vlasti o ulozi financijskih institucija i financijskog tržišta vodi i donošenju pravilnih odluka koje rezultiraju i rastom realnog sektora odnosno gospodarskim rastom zemlje.

Drugo, ako se ne spozna uloga financijskog tržišta i financijskih institucija, donose se pogrešne odluke ili se ne povlače pravi potezi navrijeme. Evo dvaju primjera.

Prvi primjer. Vlada je odlučila ili dvoji o tome treba li u dijelovima prodati Kapitalni fond koji je zapravo svojevrsni “Rolls Royce” u vlasništvu mirovinskog zavoda odnosno I. stupa. Istina, prevladava mišljenje da se za prodaju takvog stroja u dijelovima dobije mnogo više nego da se prodaje “u komadu”. No Vlada nije ni švercer ni lopov i nikako ne bi smjela to učiniti jer mirovinska reforma nije samo reforma u II. i III. stupu. Ona, naime, zahtijeva drugačiji novčani tok i u I. stupu, a za to je Kapitalni fond bio idealno sredstvo. Pritom ne ističemo kakva će biti daljnja uloga HZMO-a u privatizaciji javnih poduzeća...

Drugi primjer. Još se do danas ne zna kako će Vlada odnosno Ministarstvo financija organizirati emisiju obveznica jer je postojeći model selektivan i u emisiji sudjeluju samo neke banke, pa će to značiti i samo neki fondovi. Ne znamo kako će se često organizirati emisije i hoće li financijski agent Vlade konačno postati HNB. Čini se nužnim objaviti kalendar izdavanja obveznica, kao što je nužno donijeti i Zakon o javnom dugu.

Poruka je sljedeća: u komunikaciji s poslovnom zajednicom tj. s mjerama koje donose i fiskalna i monetarna politika, sve se mjere moraju podrediti gospodarskom rastu. Mjere ne smiju biti parcijalne i moraju se prepoznavati kao poticajne za sve sudionike u poslovanju unutar nacionalne ekonomije.

Treći primjer. Dajemo prijedlog načina na koji država može potaknuti gospodarski rast i uspostaviti usku suradnju među fiskalnom i monetarnom politikom. Dovoljna su dva i pol koraka.

1. Ministarstvo financija (MF) treba zamijeniti postojeće 4,9 mlrd HRK trezorskih zapisa izdavanjem obveznica s rokom dospijeće od najmanje sedam godina. To je refinanciranje, kao i svaku daljnju emisiju obveznica na domaćem tržištu, potrebno provoditi ritmom tjednih aukcija.

Takvim refinanciranjem Ministarstvo se oslobađa tjednog pritiska na isplate po izdanim zapisima i najdulji rok dospijeća od šest mjeseci trezorskog zapisa zamjenjuje dugoročnim dospijećem obveznica.

2. Omogućiti bankama da tim obveznicama održavaju obveznu pričuvu.
- 2.a) MF može izdavati i mjenice kojima se mogu podmirivati kratkoročne obveze države, kao i obveze, tj. porezi prema samoj državi. Uvjet je da MF objavi veličinu serije mjenica i rokove dospijeća odnosno načine namire, čime bi mjenica konačno dobila dodatne atribute vrijednosnog papira.

Uređivanjem financijskog tržišta na takav način i mirovinski će fondovi opravdati svoju ulogu u gospodarskom rastu. Samo u takvim uvjetima jedan će gradona-

čelnik moći izdati municipalne obveznice i izgraditi bazen i sportsku dvoranu, a država lakše financirati izgradnju autoceste.

Stereotipno je govoriti kako je novca u bankama previše, a projekata premalo. Netko treba prvi učiniti iskorak. Država bi trebala *institucionalizirati i povezati pravila ponašanja financijskih institucija*. Ne treba očekivati pojavu nekoliko tisuća novih poduzetnika, ali postojećima, pa i onima koji to misle postati, treba jasno pokazati dobre namjere.

Nije teško izračunati: ako barem polovica predviđenih sredstava (oko 2,5 do 3 mlrd. HRK na godišnjoj razini) za ulaganje u mirovinske fondove posluži povećanju narudžbi hrvatskih poduzeća za oko 1,5 mlrd. kuna, bit će to rast BDP-a od gotovo 1% u odnosu prema sadašnjemu koji iznosi oko 170 mlrd. HRK.

Na taj ćemo način barem neutralizirati odljev dividendi iz banaka (iz 2001. god.) u inozemstvo od najmanje 1 mlrd. HRK što je oko 0,5% BDP-a jer znamo da te dividende ulaze u BNP zemalja iz kojih su vlasnici tih banaka i da to nije naš BDP.

Kao što smo rekli, za prometnu infrastrukturu uređena zemlja izdvaja godišnje 2% BDP-a, što bi značilo da mi godišnje možemo izdvojiti oko 3,5 mlrd. HRK ili oko 400 mil. USD. To pak znači sljedeće: da bi Hrvatska samo “platila” dividende iz banaka stranim vlasnicima i da bi uređivala prometnu infrastrukturu, ukupni bi BDP morao rasti 2,7% (4,5 mlrd. HRK). To, naravno, nije dovoljno niti će se takvim pomakom početi poticati izvoz i rješavati problemi platne bilance.

Za poduzimanje navedenih mjera i predloženih promjena ponašanja nije potrebna nikakva studija strateškog razvoja već operativna i trenutačna promjena dosadašnjeg ponašanja.

Poruka: tko god je u ime države ili poslovne zajednice zadužen za uređivanje financijskog tržišta, probleme ne smije promatrati atomizirano i parcijalno već povezane u cjelinu koja mora funkcionirati. Hrvatska vizija gospodarskog rasta na temelju ulaganja mirovinskih fondova i mirovinske reforme uopće opravdana je samo ako financijski i realni sektor budu rezultat jedinstvene ekonomske politike. Tako ćemo održavati ravnotežu između pohlepe i straha na financijskom tržištu, razviti dioničarsku demokraciju i posljedično ostvariti gospodarski rast. U suprotnome, sve će ostati iluzija, koja je također važna sastavnica financijskog tržišta ali samo onoga uređenog.

LITERATURA

_____, 2001. *Mreža državnih cesta*. Zagreb: Hrvatska uprava za ceste.

Berger, L. S. A., 1999. RI-ZG Toll Motorway, Traffic & Revenue Study.

Engelard, N. “UBS Warburg.” *Pension Funds and Capita Markets*, (6).

Instituto Nacional de Estadísticas, Banco Central de Chile

Pension Funds Trade Asociatin-AFP-AG, Chile

Samodol, A., 1999. *Financijska tehnologija i investicijski fondovi*. Zagreb: Progres.

Napomena

1. U prikupljanju podataka o autocesti kao *case studyju* autor je podatke prikupio iz razgovora s priznatim stručnjacima s područja financiranja i izgradnje autocesta te iz studije održivosti.

2. Radi lakšeg razumijevanja najšireg kruga čitatelja, autor je financijske podatke iznosio u DEM, čiji je fiksni tečaj u odnosu prema EUR utvrdila ESB 1998. u iznosu 1,95583.

A n t e S a m o d o l : Three Stories – a Single Reform

Summary

Economic growth, and hence greater employment, is one of the basic, although very difficult to attain, aims of the economic policy of the Republic of Croatia. The current pensions reform and its implementation are very often put forward as the prime mover of a different manner of financing that will stimulate economic growth. From this point of view this paper discusses the example of Chile and the effect of pensions funds on economic growth in the country. The second part of the paper deals with the example of the Zagreb-Split motorway as the potentially biggest investment project that will determine and redirect money flows in general, and hence the investments of the pensions funds. At the end proposals are made about the understanding of the role of the financial market and financial institutions in the Republic of Croatia as preconditions for economic growth.

Key words: pensions funds, economic growth, motorway, Croatian vision