

SUODNOS DOMAĆE ŠTEDNJE, STRANIH DIREKTNIH INVESTICIJA I GOSPODARSKOG RASTA NA PRIMJERU ODABRANIH EU POSTTRANZICIJSKIH ZEMALJA

Mikulić, Anamaria

Master's thesis / Diplomski rad

2022

Degree Grantor / Ustanova koja je dodijelila akademski / stručni stupanj: **University of Split, Faculty of economics Split / Sveučilište u Splitu, Ekonomski fakultet**

Permanent link / Trajna poveznica: <https://um.nsk.hr/um:nbn:hr:124:669348>

Rights / Prava: [In copyright](#)/[Zaštićeno autorskim pravom.](#)

Download date / Datum preuzimanja: **2025-01-10**

Repository / Repozitorij:

[REFST - Repository of Economics faculty in Split](#)



SVEUČILIŠTE U SPLITU
EKONOMSKI FAKULTET

DIPLOMSKI RAD

**SUODNOS DOMAĆE ŠTEDNJE, STRANIH
DIREKTNIH INVESTICIJA I GOSPODARSKOG
RASTA NA PRIMJERU ODABRANIH EU
POSTTRANZICIJSKIH ZEMALJA**

Mentor:

Prof. dr. sc. Mario Pečarić

Student:

Anamaria Mikulić, bacc. oec.

SADRŽAJ:

1. UVOD.....	1
1.1. Problem istraživanja.....	1
1.2. Predmet istraživanja.....	4
1.3. Ciljevi istraživanja.....	5
1.4. Istraživačke hipoteze.....	5
1.5. Metode istraživanja.....	6
1.6. Doprinos istraživanja.....	6
1.7. Struktura rada.....	6
2. TEORIJSKI KONCEPTI SUODNOSA DOMAĆE I STRANE ŠTEDNJE TE GOSPODARSKOG RASTA.....	8
2.1. Neoklasični, mainstream, pristup značaja strane štednje za gospodarski rast.....	8
2.2. Heterodoksni pristupi i kritika neoklasičnog koncepta o suodnosu strane i domaće štednje te gospodarskog rasta.....	15
3. PREGLED ISTRAŽIVANJA O ODNOSU KRETANJA KAPITALA, DOMAĆE ŠTEDNJE I GOSPODARSKOG RASTA.....	35
4. EMPIRIJSKI MODEL SUODNOSA DOMAĆE I STRANE ŠTEDNJE TE GOSPODARSKOG RASTA NA PRIMJERU EU POSTTRANZICIJSKIH ZEMALJA.....	41
4.1. Uzorak i deskriptivna statistika.....	41
4.2. Model i rezultati.....	45
4.3. Diskusija.....	47
5. ZAKLJUČAK.....	50
LITERATURA.....	52
POPIS TABLICA, SLIKA I GRAFIKONA.....	55
SAŽETAK.....	56

SUMMARY 56

1. UVOD

1.1. Problem istraživanja

Motiv zemalja za ulazak u euro integracije je postizanje realne konvergencije. Jedna od glavnih poluga ubrzanja rasta je kretanje kapitala između zemalja, prije svega od razvijenih prema manje razvijenima, a time i post tranzicijskim ekonomijama putem veće financijske integracije. Kretanje kapitala, prvenstveno dugoročnog koji sa sobom nosi nove tehnologije i organizacijske vještine a time i veću produktivnost (spill over učinci stranih direktnih investicija), trebalo bi dovesti do povećanja stope rasta manje razvijenih zemalja i njihove brže konvergencije prema razvijenim zemljama centra.

Međutim, rezultati empirijskih istraživanja često ukazuju na izostanak pozitivnih ili čak negativne učinke priljeva strane štednje, odnosno kapitala, što dovodi u pitanje pretpostavke prvenstveno neoklasične, mainstream teorije. Izostanak blagodati financijske liberalizacije u nerazvijenim zemljama pokušali su objasniti mnogobrojni autori navodeći pri tom nedostatak investicijskih prilika uslijed nedovoljne institucionalne kvalitete i nedefiniranih vlasničkih prava (Lucas 1990; Rodrik 2000, itd.). Međutim, izostanak razvojnih učinaka u zemljama u razvoju sa srednjim dohotkom i dalje ostaje bez općeprihvaćenog objašnjenja (middle income trap).

Mogućnost financiranja značajnog djela domaćih investicija upotrebom stranog kapitala posredstvom dobro funkcionirajućeg tržišta kapitala te uz dominantnu strukturu dugoročnog razvojnog kapitala s jakim indirektnim učincima predstavlja optimističnu sliku financijske integracije EU. Štoviše, za razliku od Lukasovog paradoksa, smjer kretanja kapitala u ovom području (osim u vrijeme financijske krize) je od razvijenih prema manje razvijenim zemljama EU. Izuzmemo li negativne učinke kratkoročnog kretanja kapitala, prije svega na precjenjivanje valute te učestale financijske frikcije koje rezultiraju suden stopovima i volatilnošću gospodarskog rasta, zanimljivo pitanje predstavlja mogući negativni ili slab učinak dugoročnog kretanja strane štednje odnosno kapitala na rast. Ako je priljev dugoročnog kapitala praćen permanentnim deficitom tekuće bilance plaćanja, rezultat bi trebao biti rast uz velike makroekonomske neravnoteže i strukturne probleme koje, gotovo u pravilu, dolaze na naplatu ne samo u vremenima financijskih nestabilnosti već vode tendencijskom padu stope rasta i

domaće štednje. Visoke i volatilne stope rasta pojedinih posttranzicijskih zemalja prije krize, zamijenjene su blažim stopama rasta poslije krize uz smanjivanje deficita tekućeg računa.

U praksi do prestanka gomilanja deficita često ne dolazi zbog generiranja rasta već zbog naglog gubitka pristupa kapitalu (sudden stops). Postavlja se pitanje značaja strukture strane štednje odnosno priljeva kapitala kao i značaja generiranja domaće štednje za rast navedenih zemalja. Je li strana štednja, odnosno dugoročni priljev stranog kapitala adekvatna zamjena (supstitut) domaćoj štednji i ako nije, kakovu politiku zemlja mora voditi u poticanju domaće štednje?

Cavallo, Eichengreen i Panizza (2016) u svom su istraživanju došli do zaključka da veliki i trajni deficiti tekućeg računa nisu povezani s dugoročnim rastom te da isti donose malo ili nimalo dobitka u smislu rasta i negativne učinke u smislu dodatne volatilnosti. Na osnovu navedenog, tvrde kako strana štednja nije dobra zamjena za domaću štednju. Iako je financiranje rasta i investicija putem strane štednje moguće, isto je rizično i kada se u obzir uzmu posljedice dugoročnog gomilanja deficita ostvareni rast je u konačnici sporiji nego u zemljama koje se oslanjaju na domaću štednju.

Staehr (2017) promatrajući skupinu zemalja Srednje i Istočne Europe u razdoblju od 1997. do 2015. zaključuje kako su članice ostvarivale značajan rast na temelju strane štednje do 2008 godine. Većina promatranih zemalja doživjela je gospodarski procvat prije krize, no budući da je uslijed priljeva stranog kapitala i ubrzanog gospodarskog rasta došlo do porasta potražnje za uvozom, smanjenja neto izvoza i samim tim pogoršanja salda tekućeg računa pretanak priljeva kapitala za vrijeme krize ostavilo je duboke posljedice na gospodarstva. Ozbiljni financijski poremećaji i nagomilane makroekonomske ravnoteže rezultirale su sporim rastom i dugim oporavkom. Navedeno je potaklo preispitivanje postojećih ekonomskih i strukturnih politika u cilju kreiranja politika koje će rezultirati održivim visokim stopama rasta te smanjiti osjetljivost zemalja na vanjske poremećaje ali i naglasilo značaj domaće štednje za ubrzavanje i održavanje gospodarskog rasta.

U literaturi se često navodi da je posljedica rasta pomoću strane štednje aprecijacija nacionalne valute koju često slijedi pojava nizozemske bolesti, koja ostavlja dugoročne posljedice na strukturu, rast i razvoj gospodarstva. Početni priljev stranih investicija dovodi do nestabilnosti tečaja i makroekonomske nestabilnosti, koje dugoročno smanjuju konkurentnost i proizvodnost rada. Dodatni priljevi strane valute koja se potom pretvara u domaću valutu troši se na non-tradable dobra (npr. infrastruktura, pružanje usluga,...). Mijenjanje strane valute u domaću vodi ka povećanju novčane mase što za posljedicu ima rast domaće potrošnje i samim tim povećava

domaće cijene. Rast domaćih cijena čini domaću proizvodnju nekonkurentnom i na taj način umanjuje potencijalni gospodarski rast i negativno utječe na eksternu ravnotežu.

Predstavljeno potvrđuju i istraživanja provedena na zemljama sa srednjim dohotkom koje imaju potrebne uvjete za sustizanje razvijenih zemalja, ali opet ne uspijevaju u tom naumu.

Prema Dullien (2013) argumenti za izostanak konvergencije nisu prisutni na području Europske i monetarne unije (EMU). Naime, institucionalna kvaliteta, s naglaskom na onu relevantnu za investitore poput zaštite vlasničkih prava, razmjerno je visoka. Nadalje, politički rizik je vrlo nizak, financijski sustavi su relativno dobro razvijeni, dok su trgovinske barijere odsutne te bi prema tome cijena kapitalnih dobara trebala biti ista u svim zemljama članicama. Iako se ljudski kapital razlikuje među sastavnicama, jasno je da je on iznad razine koja bi stvarala zapreke u iskorištavanju pozitivnih učinaka kapitalnih priljeva. Također, monetarna unija podrazumijeva i eliminaciju tečajnog rizika i samim tim niže premije za rizik u siromašnijim članicama.

Autor je sljedeći intertemporalnu teoriju trgovine i mainstream ekonomsku teoriju očekivao snažne priljeve kapitala kao i porast investicija, proizvodnje, produktivnosti i potrošnje u 11 zemalja članica EU u razdoblju od 1997. do 2009. godine. Međutim, iako su siromašnije zemlje zabilježile velike priljeve kapitala, porast potrošnje i stambenih kredita; konvergencija predviđena modelom je izostala. Da je većina priljeva kapitala, umjesto u poboljšanje proizvodne strukture, usmjerena u povećanje potrošnje i stambenu gradnju potvrđuje i činjenica da su uslijed velike financijske krize 2008. godine zemlje doživjele strmi pad ekonomije i rekordnu zaduženost.

Razdoblja snažnih priljeva stranog kapitala mogu imati potencijalno štetne učinke na produktivni razvoj gospodarstva primatelja te voditi ka promjeni strukture ekonomije i preuranjenoj deindustrijalizaciji. Botta, Yajima i Porcile (2022) promatrali su važnost strukturnih promjena i produktivnosti za gospodarsku otpornost na ekonomske šokove na uzorku od 36 razvijenih zemalja i zemalja u razvoju od 1980. do 2017. godine. Pri tom su naišli na jasne naznake kako su štetni učinci dugoročnih velikih priljeva kapitala ozbiljniji u zemljama u razvoju. Ekspanzija nerazmjenjivih (non tradable) sektora umjesto razmjenjivih (tradable) sektora i dugotrajna razdoblja aprecijacije nacionalne valute mogu naštetiti sposobnostima zemalja u razvoju da se natječu na međunarodnim tržištima i uzrokovati prerano smanjenje stupnja složenosti (i diversifikacije) koji karakterizira njihova gospodarstva.

Problem divergencije i polarizacije zemalja koje su pristupile Eurozoni tijekom prve dvije godine njena osnivanja istražuje Grabner i sur. (2020). Problem se isprva ogledao u gomilanju neravnoteže tekućeg računa, a pojavom krize 2008. godine prelio se na cjelokupni makroekonomski razvoj. Autori sugeriraju kako je makroekonomska divergencija promatranih zemalja usko vezana uz strukturnu polarizaciju, koja se zasniva na različitim tehnološkim mogućnostima i uspješnosti tvrtki. Pri tom razlikuju zemlje jezgre čiji se gospodarski rast temelji na izvozu i zemlje periferije čiji se rast temelji na zaduživanju. Iako je Eurozona trebala olakšati konvergenciju zemalja članica, empirijski podatci kontradiktorni su s navedenom pretpostavkom, barem za promatrane zemlje. Zbog dominantnog tržišnog položaja koji im osigurava visok stupanj tehnološke sofisticiranosti zemlje jezgre imaju ulogu određivanja cijena, dok su zemlje periferije ograničene na ulogu prihvaćanja cijena jer se susreću s jakom konkurencijom jeftinih azijskih proizvođača nisko tehnoloških proizvoda u uvjetima gdje su troškovi plaća važna determinanta izvoza. Posljedično, izgledno je očekivati da će se zemlje s nedostatnim tehnološkim mogućnostima za rast temeljen na izvozu, okrenuti rastu temeljenom na zaduživanju.

Zbog toga autori zauzimaju stav da monetarno ujedinjenje nije pridonijelo konvergenciji proizvodnih i trgovinskih struktura u zemljama članicama Eurozone, već potaknulo proces strukturne polarizacije. Prema tome, dok god je između zemlja jezgre i periferije prisutna strukturna polariziranost i dok slijede različite modele rasta makroekonomska divergencija u Eurozoni neće prestati. Zbog toga je potrebna aktivna intervencija politike koja će smanjiti divergenciju proizvodnih struktura i modela rasta putem javnih ulaganja i redistribucije te osigurati poticanje procesa sustizanja u smislu inovativnih aktivnosti i tehnoloških mogućnosti za zemlje periferije.

Dakle, problem istraživanja ovog rada proizlazi iz divergentnih teorijskih i empirijskih stavova o utjecaju domaće i strane štednje na gospodarski rast posttranzicijskih zemalja EU.

1.2. Predmet istraživanja

Predmet istraživanja je određivanje suodnosa domaće štednje, stranih direktnih investicija (FDI) te gospodarskog rasta na primjeru post tranzicijskih zemalja EU. Ostvarivanje viših stopa gospodarskog rasta i samim tim poboljšanje životnog standarda koje posttranzicijske zemlje očekuju od ulaska u EU nije jednostavno ostvariti i još ih je teže zadržati. Korištenje strane

štednje u obliku FDI-a ne mora nužno rezultirati održivom ekspanzijom stopa rasta gospodarstva. Nedostatak smjernica za raspolaganjem stranim kapitalom može rezultirati aprecijacijom nacionalne valute, pojavom nizozemske bolesti i/ili promjenom strukture gospodarstva, uslijed koje kapital umjesto u razmjenjive sektore odlazi u nerazmjenjive, koji akumuliraju potrošnju te dovode do preuranjene deindustrijalizacije gospodarstva. Na području EU došlo do spajanja različitih zemalja, koje su u startu nalaze na različitim pozicijama i kreću se prema istom cilju različitom brzinom. Zbog navedenog, istražuje se značaj domaće štednje za rast i naglašava da strana štednja u formi dugoročnog kretanja stranog kapitala (FDI) ne može biti zamjena politici poticanja rasta na domaćoj štednji.

1.3. Ciljevi istraživanja

Temeljni cilj istraživanja je teorijski objasniti i empirijski testirati suodnos strane i domaće štednje te gospodarskog rasta na primjeru 11 EU post tranzicijskih zemalja. Pomoćni ciljevi istraživanja su:

- 1) Objasniti doktrinarne pristupe o ulozi domaće i strane štednje za gospodarski rast zemalja;
- 2) Istražiti suodnos domaće i strane štednje kao supstituta ili komplementa;
- 3) Dati kritički pregled dosadašnjih istraživanja o danom suodnosu s naglaskom na metodološki okvir;
- 4) Objasniti eksplanatornu moć kointegracijskih testova
- 5) Tumačiti rezultate u sklopu heterodoksnog teorijskog pristupa

1.4. Istraživačke hipoteze

Na temelju problema i predmeta istraživanja definirane su slijedeće hipoteze:

H₁- Postoji statistički značajan suodnos domaće i strane štednje te gospodarskog rasta pri čemu strana dugoročna štednja (strane direktne investicije) i domaća štednja ne predstavljaju supstitute.

H₂- Uz privlačenje stranog kapitala odnosno štednje, treba kreirati politike poticanja domaće štednje.

1.5. Metode istraživanja

Na uzorku od 11 posttranzicijskih EU zemalja¹ za razdoblje od 1995. do 2019. godine istražuje se odnos između Bruto domaće štednje (Gross domestic saving), stranih direktnih investicija (FDI inward), te BDP rasta (GDP growth). Sukladno problemu i predmetu istraživanja prezentiranih kroz pregled dosadašnjih istraživanja o ovoj tematici, koristi se ARDL model. S obzirom da nam kointegracijski test pokazuje povezanost među varijablama u dugom i kratkom roku, ideja rada je ispitati odnose između navedenih varijabli polazeći od teze da raste značaj domaće štednje za stabilnost i gospodarski rast navedenih zemalja te da su nužne politike poticanja iste. Odnosno, uz kointegracijski test, u radu će se putem Granger uzročnosti odrediti i smjer utjecaja kako na nivou panela tako i pojedinačnih zemalja. Poslije deskriptivne statistike te dijagrama rasipanja, analizom jediničnih korijena utvrdit će se stacionarnost te prići kointegracijskom testu. Podaci će biti preuzeti iz baze WIIV-a te eurostata.

1.6. Doprinos istraživanja

Rezultati pregleda literature i dosadašnjih istraživanja ističu teorijsku važnost pritjecanja stranog kapitala za ostvarivanje gospodarskog rasta, ali i izostanak pretpostavljenih učinaka u praksi uslijed pretpostavljenog smjera kretanja kapitala. Rad obuhvaća teorijske i aplikativne doprinose. Prvi su vezani za teorijsku rekonceptualizaciju značaja domaće i strane štednje za gospodarski rast pri čemu se vrši pomak prema heterodoksnim ekonomskim teorijama kao boljem okviru za razumijevanje izostalih ili negativnih efekata strane štednje na gospodarski rast. Aplikativni doprinos sadrži se u spoznaji o izostanku strane i domaće štednje kao supstituta te nužnosti razvijanja politika poticanja domaće štednje.

1.7. Struktura rada

Diplomski rad sastoji se od pet cjelina koje obuhvaćaju teorijski i empirijski dio istraživanja. U prvom, uvodnom poglavlju, definirat će se problem i predmet istraživanja, utvrdit će se

¹ Hrvatska, Estonija, Latvija, Litva, Mađarska, Poljska, Rumunjska, Slovačka, Češka, Bugarska i Slovenija

istraživačke hipoteze, te će se navesti metode korištene prilikom istraživanja. Uz navedeno, kratko će se opisati struktura diplomskog rada.

Drugi dio rada posvećen je analizi neoklasičnih i heterodoksnih teorijskih koncepata suodnosa strane i domaće štednje te gospodarskog rasta. Također, u ovom dijelu, istaknut će se važnost politike poticanja i formiranja domaće štednje te transmisije utjecaja.

Treće poglavlje, koje predstavlja poveznicu između teorijskog i empirijskog dijela rada, daje pregled već postojećih empirijskih istraživanja među utjecaja navedenih varijabli. Kritičkom analizom prethodnih istraživanja zadobit će se uvid kako u rezultate, tako i u metodologiju izračuna istih. Na temelju kritičke analize metodoloških rješenja formirat će se empirijski model.

Četvrto poglavlje čini empirijsko istraživanje u kojem će se testirati hipoteze o suodnosu navedenih varijabli. Poslije deskriptivne statistike, formira se model i tumače rezultati. U ovom dijelu empirijski će se prihvatiti ili odbaciti postavljene hipoteze.

Peti dio sadrži zaključak, u kojem će se ukratko rezimirati rezultati istraživanja te će se na osnovi sinteze teorijskog i empirijskog dijela donijeti sudovi.

Kao dodatak, na samom kraju, navest će se popis literature, popis tablica i slika, te sažetak na hrvatskom i engleskom jeziku.

2. TEORIJSKI KONCEPTI SUODNOSA DOMAĆE I STRANE ŠTEDNJE TE GOSPODARSKOG RASTA

Ostvarivanje gospodarskog rasta primarni je cilj makroekonomske politike svake države. U cilju postizanja istog, vlade zemalja poduzimaju različite mjere koje podrazumijevaju poticanje štednje, investicija i tehnološkog napretka. I dok postoji konsenzus kako investicije vode ka porastu produktivnosti, a samim time i gospodarskog rasta, pitanje utjecaja štednje na gospodarski rast i dalje ostaje predmetom rasprave. Budući da je u zatvorenim gospodarstvima bruto nacionalna štednja jedini izvor investiranja te ujedno i preduvjet većeg ulaganja kapitala, te samim time i većeg gospodarskog rasta, u većini literature pretpostavlja se kako uzročni smjer između štednje i ekonomskog rasta ide od štednje ka gospodarskom rastu.

S druge strane, javlja se mišljenje kako je prethodna teza neispravna sugerirajući da je ekonomski rast preteča štednje. Odnosno, da će veći dohodak rezultirati većom štednjom. Razumijevanje uzročne veze između štednje i gospodarskog rasta od ključne je važnosti za kreatora vladine politike. U slučaju da štednja uzrokuje gospodarski rast, kreatori politike trebali bi poticati štednju u svrhu poboljšanja gospodarskog rasta. No, u slučaju da ekonomski rast uzrokuje štednju, nužno je eliminirati sve prepreke gospodarskom rastu u svrhu povećanja štednje. U cilju boljeg razumijevanja uzročne veze između varijabli štednje i gospodarskog rasta, u nastavku slijedi pregled literature koji podupire predstavljena stajališta.

2.1. Neoklasični, mainstream, pristup značaja strane štednje za gospodarski rast

Klasična ekonomska teorija, u objašnjavanju štednje i gospodarskog rasta, ističe kako je štednja glavni izvor gospodarskog rasta koja zatim stimulira investicije. Neoklasični ekonomisti slijede misao kako razina štednje određuje razinu investicija, kao i ravnotežnu kamatnu stopu. Prema ovoj perspektivi štednja je funkcija sklonosti štednji; dok je potražnja za investicijama funkcija granične produktivnosti kapitala. Prema tome, kao što je vidljivo na slici 1, upravo je štednja osnova povećanja investicijske potrošnje, što posljedično implicira i povećavanje akumulacije kapitala te gospodarskog rasta.



Slika 1: Mainstream pristup štednji i investicijama

Izvor: Alrasheedy, A. i Alaidarous, H. (2019): The Relationship between Saving and Investment: The Case of Saudi Arabia

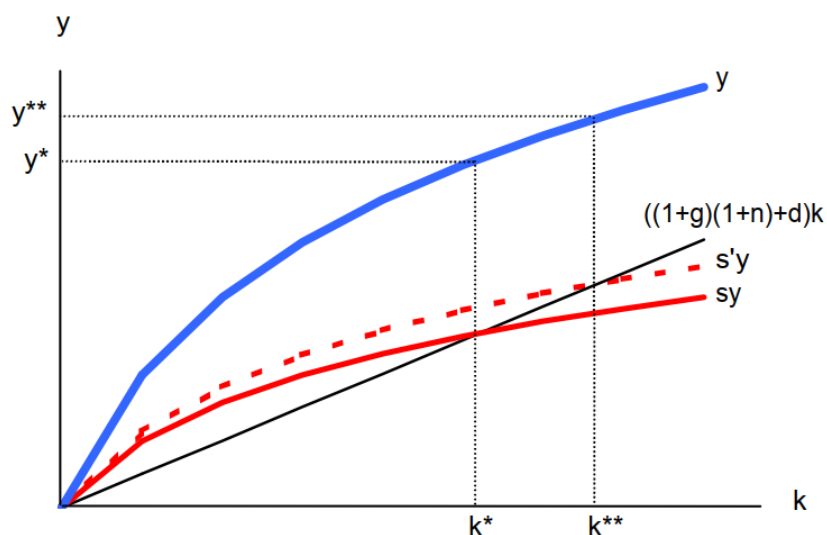
Štednja i investicije ključni su preduvjeti za rast i razvoj te su osnovne makroekonomske varijable za postizanje stabilnosti cijena i promicanje mogućnosti zapošljavanja te održivog gospodarskog rasta. Međutim, zemlje u razvoju često se susreću s neadekvatnom razinom štednje i investicija. Endogeni modeli rasta ističu kako čimbenici koji stimuliraju štednju ujedno potiču i rast. Veća količina štednja olakšava financiranje ulaganja, koja su glavni izvor akumulacije kapitala, ali i poboljšanja ukupne faktorske produktivnosti ako se tehnološki napredak utjelovljuje u novom kapitalu.

Pionirski doprinos današnjem razumijevanju gospodarskog rasta dao je Robert Solow (1956) formuliranjem neoklasičnog modela rasta. Razmišljajući o ostvarivanju dugoročnog gospodarskog rasta Solow skreće pažnju na tri faktora: tehnologiju, rad i kapital. Model se sastoji od dvije osnovne jednadžbe: proizvodne funkcije, koja povezuje inpute u gospodarstvu s proizvedenim outputima, i jednadžbe akumulacije kapitala, koja opisuje kako se kapital akumulira u gospodarstvu. Proizvodna funkcija pretpostavlja Cobb-Douglas-a sa stalnim prinosima na kapital (K_t) i rad (L_t); što implicira da udvostručenje inputa, K_t i L_t , dovodi do udvostručenja outputa, Y_t , što se može zapisati kao:

$$Y_t = A_t K_t^\alpha L_t^{1-\alpha}$$

Pri tom je A_t egzogeni parametar produktivnosti, a $0 < \alpha < 1$ je dohodovni udio kapitala. Jedna od osnovnih pretpostavki ovog modela je ona o padajućoj graničnoj produktivnosti, koja implicira da ako jedan input držimo nepromijenjenim, povećanje drugog inputa rezultirat će većom proizvodnjom, ali će ti porasti proizvodnje biti sve manji i manji. Pa će tako veća količina kapitala po radniku rezultirati porastom proizvodnje outputa po radniku, ali će svaka dodatna jedinica kapitala po radniku povećavati output promatranog radnika za sve manji i manji iznos. Proizvodnja po radniku određena je kapitalnom opremljenošću rada te egzogeno određenom razinom tehnologije, te se razlike između razvijenih zemalja i zemalja u razvoju

objašnjavaju upravo različitom kapitalnom opremljenošću rada. U ovom modelu, stopa tehničke promjene, omjer štednje i stopa rasta stanovništva tri su parametra koja određuju stopu rasta gospodarstva u stabilnom stanju. Sljedeći pretpostavke modela, porast stope štednje povećava proizvodnju po stanovniku i zalihe kapitala po glavi stanovnika u stanju ravnoteže. Razina investiranja igra ulogu samo u prijelazu između stabilnih stanja, ali ne i u konfiguraciji dugoročne ravnoteže rasta gospodarstva. Potpuna fleksibilnost cijena i nadnica rješava svaku prethodnu divergenciju između namjeravane štednje i željenog investiranja izbjegavajući makroekonomske fluktuacije. Naime, viša stopa štednje implicira više ulaganja po jedinici proizvodnje nego prije, što posljedično vodi do povećanja kapitala po radniku. Međutim, proces se zaustavlja za danu stopu rasta budući da će sve veći udio ulaganja biti posvećen održavanju višeg omjera kapitala i rada. Dakle, Solowljev model rasta navodi da promjena stope štednje mijenja put uravnoteženog rasta gospodarstva, a time i proizvodnju po glavi stanovnika u ravnotežnom stanju, ali pri tom ne utječe na stopu rasta proizvodnje po radniku na putu uravnoteženog rasta. Samo će tehnološka promjena, koja je u modelu definirana kao egzogena, dovesti do daljnjeg povećanja proizvodnje po radniku u ravnotežnom stanju. Poveznica štednje, kapitala i outputa ilustrirana je Solowljevim dijagramom na grafikonu 1. Isti prikazuje proizvodnu funkciju, y , funkciju štednje, s_y , i razine štednje potrebne za održavanje određene razine kapitala, $((1+n)(1+g)+d)k$, sve kao funkciju kapitala po učinkovitem radniku, k . Funkcija štednje i štednja potrebna za održavanje određene razine kapitala sijeku se u dugoročnoj ravnoteži, stabilnom stanju, gdje je akumulacija kapitala nula, točka (k^*, y^*) .



Grafikon 1: Solow–Swan model rasta

Izvor: Claus, I., Haugh, D., Scobie, G. i Tornquist, J. (2001): Saving and growth in an open economy.

Iz dijagrama se može iščitati kako promjena stope štednje utječe na gospodarstvo. Naime, povećanje stope štednje sa s na s' , rezultirati će da će kapital u stabilnom stanju po učinkovitom radniku narasti s k^* na k^{**} , a dohodak po učinkovitom y^* na y^{**} . Međutim, nakon što se gospodarstvo prilagodi novoj razini kapitala, nastaviti će rasti po prijašnjoj stopi rasta.

Slijedeći Solowljev model, može se iznijeti zaključak kako su bogate one zemlje koje više investiraju i imaju manje stope rasta stanovništva zbog čega ostvaruju i veću akumulaciju kapitala po radniku i veću produktivnost. Razlike u ostvarenim stopama rasta između zemlja posljedica su različitih stopa tehnološkog napretka. U uvjetima izostanka tehnološkog napretka, kontinuirani rast izostaje u uvjetima opadajuće produktivnosti kapitala.

Polazeći od računovodstvenih makroekonomskih identiteta između štednje i investicija te pretpostavke da dostupnost domaće štednje predstavlja primarno ograničenje ekspanziji ulaganja mainstream ekonomija dolazi do zaključka kako je inozemno financiranje rješenje problema.

Prema navedenom kreiran je model rasta zasnovana na rastu uz pomoć inozemne štednje i liberalizaciji kapitalnih računa. Strategija se temeljila na dvjema osnovnim pretpostavkama:

- Prirodi transfera kapitala iz kapitalno bogatih u kapitalno siromašne zemlje;
- Hipotezi o automatskoj transformaciji inozemne štednje u produktivne svrhe unutra zemlje primateljice.

Slijedeće preporuke o otvaranju kapitalnog računa multiplicirati će investicijske prilike za agente zemlje te doprinijeti povećanju BDP-a per capita. U usporedbi s razvijenim zemljama, zemlje s niskim dohotkom i niskim zalihama kapitala generirati će veću graničnu produktivnost kapitala. Ostvarivanje visokih povrata na investiranje omogućiti će siromašnim zemljama povećanje proizvodnih kapaciteta te će takovo produktivno ulaganje pribavljenih sredstava omogućiti isplatu kamate i ukupnog iznosa duga razvijenim zemljama. Budući da isto osigurava razvijenim zemljama mogućnost ulaganja akumulirane štednje i ostvarivanja stopa povrata koje su više od domaćih navedeno bi teoretski trebalo izjednačiti graničnu proizvodnost kapitala u različitim gospodarstvima, povećavajući istovremeno dobrobit razvijenijih i nerazvijenih, odnosno zemalja u razvoju. Shodno navedenom, financijska liberalizacija pospješuje gospodarski rast budući da povećanje štednje istovremeno i povećava investicije i podiže kvalitetu ulaganja.

Podršku kretanju kapitala, uz optimistično očekivanje postizanja realne konvergencije između zemalja, iznijeli su Obstfeld i Rogoff (1996) modelom intertemporalne trgovine, koja saldo tekućeg računa promatra kao rezultat dinamičnih odluka o štednji i investicijama usmjerenih prema budućnosti. Pri tom, pretpostavljaju da pojedini donositelji odluka s beskonačnim horizontom maksimiziraju funkciju korisnosti kroz životni vijek birajući optimalni odnos potrošnje i investiranja zahvaljujući dostupnosti i mogućnosti obrade savršenih i potpunih informacija.

U zatvorenim gospodarstvima iznos nacionalne štednje jednak je domaćim investicijama i saldo tekućeg račun uvijek iznosi nula, što upućuje da će povećanje nacionalne štednje automatski dovesti do porasta domaćih investicija u jednakom iznosu. Temeljna pretpostavka intertemporalnog pristupa je da je kapital u određenoj mjeri međunarodno mobilan te su posljedično moguće neravnoteže tekućeg računa. Naime, za razliku od zatvorene ekonomije, u otvorenim ekonomijama zahvaljujući vanjskom zaduživanju agenti mogu povećati domaću potrošnju, investicije i/ili državnu potrošnju. Zahvaljujući relaksaciji budžetskog ograničenja u vremenu, diskontirana apsorpcija ili potrošnja kroz životni vijek reprezentativnog agenta ograničena je diskontiranim dohotkom.

Uz prethodno navedeno, u modelu je prisutan i sekundarni mehanizam koji ima utjecaj na makroekonomske agregate, posebice na potrošnju. Budući da se agenti mogu zaduživati u inozemstvu po kamatnoj stopi koja je niža od marginalne produktivnosti kapitala u vlastitoj zemlji, omogućeno je povećanje životnog dohotka agenata kao i investiranje u zemlji. Povećanje potrošnje u sadašnjem trenutku pokriva se povećanim uvozom što rezultira većim deficitom tekućeg računa nego kada se u obzir uzmu samo investicije.

Konvencionalna je percepcija da štednja vodi ka većim investicijama, a time i većem rastu realnog BDP-a u kratkom roku, odnosno da će više stope štednje rezultirati većim gospodarskim rastom. Međutim, teorije i empirijski radovi otkrili su da se smjer uzročnosti između bruto domaće štednje i gospodarskog rasta može odvijati u različitim smjerovima: od bruto domaće štednje ka gospodarskom rastu, od gospodarskog rasta ka bruto domaćoj štednji, dvosmjerne kauzalnosti između bruto domaće štednje i ekonomskog rasta ili izostanak uzročne veze između istih.

Budući da Solowovljev modela i teorija konvergencije predviđaju različit odnos domaće štednje i gospodarskog rasta za gospodarstva s različitim razinama dohotka, Mohan (2005) nastoji utvrditi je li smjer uzročnosti u tim gospodarstvima različit na temelju njihove pripadnosti

dohodovnim razredima. Pri tom, promatrana gospodarstva podijelio je u četiri kategorije: zemlje s niskim dohotkom, srednjim nižim dohotkom, višim srednjim dohotkom i zemlje s visokim dohotkom. Uz ispitivanje je li uzročnost ide od štednje ka gospodarskom rastu ili obratno, nastoji se dati odgovor na pitanje igra li razina dohotka u gospodarstvu važnu ulogu u utjecaju na smjer uzročnosti.

Istraživanje je provedeno na 25 zemalja za razdoblje od 1960. do 2001. godine. Iako se na osnovu tradicionalnog stajališta moglo očekivati kako će veća štednja voditi do većih ulaganja i većeg gospodarskog rasta u kratkom roku. Empirijski rezultati ne podudaraju se s konvencionalnim stajalištem. Upravo suprotno, u većini promatranih zemalja, empirijski rezultati upućuju kako se uzročnost kreće od stope gospodarskog rasta prema stopi rasta štednje.

Također, rezultati istraživanja naglašavaju da dohodovni razred neke zemlje igra važnu ulogu u određivanju smjera uzročnosti. Pa su tako u gospodarstvima s niskim dohotkom empirijski rezultati bili mješoviti, dok u većini zemalja sa srednjim niskim dohotkom uzročnost ukazuje na smjer kretanja od stope gospodarskog rasta ka stopi rasta štednje. Gotovo u svim gospodarstvima sa visokim dohotkom uzročnost pokazuje utjecaj stope gospodarskog rasta na stopu rasta štednje, jedino je kod zemalja s višim srednjim dohotkom dvosmjerna kauzalnost čest slučaj.

Analizu uzročno-posljedične veze između gospodarskog rasta i štednje u gospodarstvima s različitim stupnjem razvitka proveo je Misztal (2011). Analizirao je podatke za razdoblje od 1980. do 2009. godine i zemlje podijelio u dvije skupine: razvijene zemlje i zemlje u razvoju. U skladu s teorijama gospodarskog rasta o korelaciji štednje i gospodarskog rasta, za očekivati je pozitivan uzročno-posljedični odnos između domaće štednje i gospodarskog rasta u razvijenim gospodarstvima, gdje prilično visoka domaća štednja može predstavljati bitan izvor financiranja domaćih ulaganja i samim tim ključan faktor gospodarskog rasta, kao i izostanak potrebe financiranja putem strane štednje. Nastavno na navedeno, u zemljama u razvoju veza između domaće štednje i gospodarskog rasta trebala bi izostati, zbog pretpostavke kako su promatrane zemlje ograničene poprilično oskudnom domaćom štednjom zbog čega se za financiranje svojih ulaganja okreću ka inozemnoj štednji.

Rezultati istraživanja potvrdili su postojanje jednosmjerne i pozitivne veze između gospodarskog rasta i domaće štednje. Rast domaće štednje bio je uzrokom rasta bruto domaćeg proizvoda u razvijenim gospodarstvima, ali isto tako i u gospodarstvima u nastajanju. S druge strane, rast bruto domaćeg proizvoda nije bio razlogom rasta domaće štednje kako u razvijenim

tako ni u zemljama u razvoju. Dobiveni rezultati su u skladu sa Solowljevom hipotezom te se ovakvo stanje može objasniti relativno bržim rastom granične sklonosti štednji u odnosu na graničnu sklonost potrošnji za vrijeme ekonomskog razvoja zemlje.

Kao temeljni zaključak analize ističe se da uzročno-posljedična veza između domaće štednje i gospodarskog rasta nije bitno određena stupnjem gospodarskog razvoja. Pod uvjetom da se domaća štednja efikasno ulaže, ista postaje važan čimbenik gospodarskog rasta, zbog čega bi glavni cilj nacionalne ekonomske politike trebao bi biti poticanje stanovništva na štednju. Uz to, nacionalne vlasti bi trebale stvoriti povoljne preduvjete za usmjeravanje nacionalnih resursa iz nerazmjenjivih sektora u razmjenjive sektore gospodarstva, kako bi na taj način stimilirale gospodarski rast.

Kretanje kapitala u suprotnom smjeru od onog predviđenog neoklasičnom teorijom identificirao je Robert Lucas (1990). Prema njemu se otkriće da se većina financijskih tokova odvija između razvijenijih zemalja i da su tokovi prema slabije razvijenim zemljama slabijeg intenziteta naziva Lucasovim paradoksom. Isti se objašnjava ekonomskim pokazateljima; faktorima koji nedostaju u proizvodnji, vladinim politikama i institucionalnoj strukturi te nedostatcima na međunarodnom tržištu; riziku zemlje i asimetriji informacija. Izostanak pretpostavki neoklasične teorije dodatno je potkrijepljen sljedećim objašnjenjima:

- Rodrik (2002) je došao do zaključka kako ne postoje gotova institucionalna rješenja koja mogu poduprijeti gospodarski razvitak zemlje već iza razvitka svake pojedine zemlje stoje specifični set up-ovi, što se u ekonomskoj literaturi naziva Rodrikovim paradoksom.
- Izostanak učinkovitog usmjeravanja domaće štednje u investicije, koja uslijed nerazvijene financijske intermedijacije biva plasirana u nekretnine ili inozemstvo uzrokujući odljev kapitala iz manje razvijenih zemalja i pojavu suficita tekuće bilance plaćanja (Prasad,2007).
- Hipoteza praga prema kojoj bez određenog stupnja razvitka institucionalne infrastrukture i financijskog sektora kapitalni priljevi odlaze u neproduktivne svrhe s negativnim utjecajem na rast. Pri tom treba uzeti u obzir kako razvoj financijskog sektora djeluje nelinearno u obliku obrnutog „U shape“ , odnosno razvoj financijskog sektora potiče rast do neke granice dok je kasnije vezan uz sporiji rast BDP-a.
- Feenestra/Taylor hipoteza prema kojoj investitori zahtijevaju visoku premiju za rizik za ulaganje u zemlje u razvoju i rastuće tržišne ekonomije zbog političkog rizika.

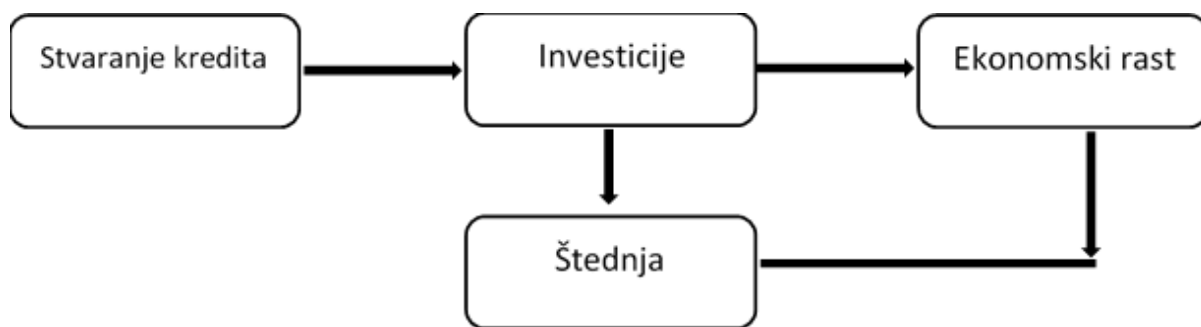
- Troškovi trgovine povezani s tarifama i carinama podižu cijenu kapitalnih dobara u zemljama u razvoju te samim tim rezultiraju manjim dodatnim povratom fiksnog kapitala od očekivanog. Međutim, s potpisivanjem mnogobrojnih međunarodnih sporazuma o slobodnoj trgovini ovaj problem ostaje u prošlosti.

Kao potencijalno objašnjenje odstupanja empirije od teorije, kojem se često ne pridaje velike pažnja, Dullien (2013) upućuje na posljedice aprecijacije nacionalne valute do koje dolazi zbog pojačanih priljeva kapitala i koja može ostaviti negativne posljedice na rast proizvodnog sektora. Naime, liberalizacija tekućih računa povezuje se s očekivanim budućim gospodarskim rastom te se pojedinci zadužuju kako bi povećali potrošnju. Rast potrošnje brži od rasta BDP-a, podrazumijeva da se velik dio potrošnje zadovoljava iz inozemstva. Pod pretpostavkom da udio razmjenjivih i nerazmjenjivih dobara grubo uzevši ostaje konstantan, dolazi do promjene u strukturi proizvodnje. Navedeno implicira porast proizvodnje, a samim tim i cijena nerazmjenjivih dobara u zemlji u odnosu na razmjenjiva dobra. Uzimajući u obzir endogenu teoriju rasta koja tehnološki napredak objašnjava kao pozitivnu eksternaliju učenja kroz rad ili ako rast pripisujemo učincima prelijevanja putem međunarodnih proizvodnih mreža u trgovačkom sektoru, opisana promjena strukture može rezultirati nižom srednjoročnom stopom rasta.

Izostanak teorijski pretpostavljenih utjecaja upućuju na nužnost pronalaska novih koncepata kao i procjenu utjecaja pojedinih varijabli. Odstupanja rezultata empirijskih istraživanja od onih pretpostavljenih teorijskim modelima impliciraju na važnost promatranja relativnog značaja pojedinačnih varijabli u ovisnosti o promatranom razdoblju i uzorku istraživanja te ujedno zahtijeva i rekonceptualizaciju teorijskog okvira.

2.2. Heterodoksni pristupi i kritika neoklasičnog koncepta o suodnosu strane i domaće štednje te gospodarskog rasta

Za razliku od klasičara i neoklasičara, postkeynesijanci ističu kako se, na makro razini, ne može štedjeti nešto što ne postoji. Drugim riječima, preduvjet akumulacije štednje je dohodak. Budući da dohodak proizlazi iz investiranja, razina štednje ovisiti će o investicijama. Heterodoksni pristup štednji i investicijama prema kojem investicije nužno prethode štednji ilustriran je na slici 2.



Slika 2: Heterodokсни pristup štednji i investicijama

Izvor: Izvor: Alrasheedy, A. i Alaidarous, H. (2019): The Relationship between Saving and Investment: The Case of Saudi Arabia

Keynes (1936.) uvodi paradoks štednje, tvrdeći da štednja smanjuje potrošnju i samim time šteti gospodarskom rastu. Naime, kada se odlučimo za štednju, taj novac se ne vraća natrag u ekonomiju u obliku investicija ili potrošnje što vodi ka slabljenju efektivne potražnje i smanjenju nacionalnog dohotka i zaposlenosti te samim tim i ka ograničavanju ekonomskog rasta.

Opća teorija pobija zaključke klasičara da je zaposlenost određena cijenom rada i tvrdi da je zaposlenost određena potrošnjom, odnosno agregatnom potražnjom. Keynes ističe kako se ravnoteža može uspostaviti ispod razine pune zaposlenosti. Investicije ne moraju biti jednake štednji, jer su iste funkcija očekivane stope povrata i kamatne stope. I dok povećanje štednje može sniziti kamatnu stopu i stimulirati poticaj za rast investiranja, u uvjetima očekivanja niskih stopa povrata investicije neće rasti proporcionalno štednji. Doći će do pada razina agregatne potražnje, a nedovoljna potražnja rezultirati će ostvarivanjem ravnoteže ispod pune razine zaposlenosti. To znači da, u želji za ostvarivanjem gospodarskog rasta, investicije i potrošnju treba stimulirati u što većoj mjeri.

Također sklonost potrošnji igra važnu ulogu u ovoj teoriji. Uzimajući u obzir sklonost potrošnji i razinu zaposlenosti, Keynes tvrdi kako ravnoteža postoji u uvjetima u kojima je agregatna potražnja jednaka agregatnoj ponudi. Pri tom je potrošnja ovisna o dohotku, jer su s povećanjem dohotka ljudi u mogućnosti trošiti više. Porast investicija rezultirat će porastom dohotka, što se objašnjava multiplikatorom potrošnje. Naime, potrošnja će uvijek biti manja od prihoda, ali nikada negativna. Kretanje potrošnje i dohotka uvijek će biti u istom smjeru, te će promjena dohotka stvoriti promjenu i potrošnje i investicija, pri čemu vrijedi:

$$\frac{1}{(1 - mpc)} = k$$

Porast investicija implicirati će porast dohotka, a zbog sklonosti potrošnji cjelokupni porast dohotka neće se uštedjeti, već će se jedan dio potrošiti i vratiti natrag u gospodarstvo. Drugim riječima, i malo povećanje investicija imati će velik kumulativni učinak na dohodak. Porast dohotka vodi većoj potrošnji, što doprinosi porastu BDP-a. Zahvaljujući multiplikativnom efektu promjene u investicijama i/ili potrošnji uzrokuju više nego proporcionalne promjene BDP-a.

Nadalje, navodi kako kamatna stopa ne mijenja sklonost pojedinca ka potrošnji, već zaduživanje čini skupljim. Tvrdnjom kako su kamatne stope određene ponudom i potražnjom za novcem, opovrgava se teza klasičara kako je kamatna stopa određena interakcijom između ponude i potražnje za štednjom. Prema Keynesu kamatna stopa određena je potražnjom za novcem, odnosno sklonošću likvidnosti. Zbog efekta supstitucije i efekta dohotka na štednju, te dugoročnih očekivanja povrata od investicija, ponuda i potražnja za štednjom ne daju adekvatno objašnjenje prilagođavanja kamatnih stopa. Budući da rast kamatnih stopa zaduživanje čini skupljim utjecaj na gospodarstvo je neizbježan. Smanjeno zaduživanje, uslijed rasta kamatnih stopa, vodi ka smanjenju potrošnje i smanjenju ukupnog dohotka. Dakle, rast kamatnih stopa prouzročit će pad potrošnje i investicija zbog čega Keynes podržava stimuliranje ekonomije u razdobljima recesije.

Uvođenje financijske liberalizacije otvorilo je niz relevantnih pitanja, među kojima je izrazito diskutabilno ono u kojoj mjeri su liberalizacija kapitalnih računa i priljevi kapitala korisni za tržišta u razvoju. Teorijska pretpostavka prema kojoj otvaranje kapitalnih računa i mogućnost korištenja strane štednje vodi ka povećanju stoka kapitala i proizvodnje po radniku, premda izrazito logična, nažalost ne pronalazi snažnu empirijsku potporu. Štoviše, rezultati ponekad upućuju i na moguć negativan odnos neto priljeva kapitala i gospodarskog rasta.

Ekonomisti tradicionalno promatraju štednju i investicije kao neovisne odnose ponašanja koje poduzimaju kućanstva, poduzeća i vlade. Poduzeća su zaslužna za većinu investicija, dok kućanstva raspolažu većinskom štednjom u gospodarstva. Vlade oporezuju i troše sredstva, u uvjetima veće potrošnje od prihoda bilježe suficit, i obratno deficit. Štednja i ulaganje identični su ex post kao identitet nacionalnog dohotka, ali mehanizam koji ove dvije veličine dovodi u ex post jednakost ostaje nepoznat. Jedan od razloga zašto štednja i ulaganja nisu prepoznati kao jednostavni računovodstveni identitet je taj što kada se u model doda sektor države i sektor

razmjene s ostatkom svijeta, računi nacionalnog dohotka nisu pravilno prošireni. Naime, tekuće i kapitalne transakcije za sektor države i razmjene ne razlikuju se dosljedno, kao u sektoru kućanstava i poduzeća. Zbog čega identitet štednje i investicija u višesektorskim modelima postaje upitan.

Uobičajen način prikazivanja ukupne, privatne, javne i strane štednje prikazan je u sljedećim jednadžbama:

$$1.1. Y \equiv C + I + G + X$$

$$1.2. Y \equiv C + S + T + M$$

Izjednačavanjem prethodnih jednadžbi vrijedi sljedeće:

$$1.3. I + G + X \equiv S + T + M$$

$$1.4. (I - S) + (G - T) + (X - M) \equiv 0$$

$$1.5. (S - I) \equiv (G - T) + (X - M)$$

Prema jednadžbi 1.5. privatna štednja i investicije ovise o razini državnog suficita ili deficita (G-T) i deficita/suficita tekućeg računa (X-M). Dakle, u višesektorskom modelu privatna štednja može biti jednaka privatnim investicijama samo u uvjetima uravnoteženog državnog proračuna i tekućeg računa. Uzimajući u obzir da su navedene stavke rijetko kada u ravnoteži, sljedeći prethodne jednadžbe privatna štednja gotovo nikada neće biti identična privatnim investicijama.

Oslanjanje na strategiju rasta temeljenu na stranoj štednji oštro kritiziraju Bresser-Pereira i De Moraes Moreira (2017), ističući uzročno posljedičnu vezu salda tekućeg računa i kretanja tečaja. Gomilanje deficita tekućeg računa vodi ka aprecijaciji nacionalne valute, koja posljedično smanjuje konkurentnost domaćih proizvođača u odnosu na inozemne te narušava domaću proizvodnu strukturu i ograničava gospodarstvo na niske stope rasta. Kombinacija dugoročne deprecijacije tečaja i deficita tekuće bilance plaćanja negativno djeluje na konkurentnost i postojećih i potencijalnih kompetentnih poduzeća smanjujući očekivane stope profita i samim time i izostanak domaćih ulaganja.

Pri tom se autori pozivaju na teorijski pristup New developmentalisam, zasnovan na ideji da tržište nije sposobno postaviti „ispravne“ makroekonomske cijene s naglaskom na devizni tečaj

i profitnu stopu proizvodnog sektora. Utvrđivanje tečaja u srednjem roku ovisi o odnosu deficita tekućeg računa i deviznog tečaja, a manje je ovisno o priljevima i odljevima kapitala čiji je značaj od velike važnosti u kratkom roku. Dakle, viši deficit tekućeg računa povezujemo s izraženijom aprecijacijom valute. Budući da inozemno financiranje sa sobom veže akumulaciju deficita tekućeg računa pokrećući proces supstitucije domaće štednje stranom i ostavljajući negativne posljedice na investicije i rast proizvodnje te produbljuje ekspanziju deficita tekućeg računa i osjetljivost na krizu platne bilance, uputno je da gospodarstvo rast temelji na domaćoj štednji.

Rast temeljen na stranoj štednji djeluje na domaću potražnju budući da uvoz postaje jeftiniji u odnosu na domaću proizvodnju uslijed aprecijacije valute, zbog čega značajan dio kapitalnih priljeva umjesto u investicije odlazi na kupnju inozemnih potrošačkih dobara. Navedeno se vezuje uz tečajni populizam, odnosno umjetno podizanje potrošnje uz istovremeno obeshrabrivanje investicija.

$$1.6. \text{ BND} = \text{GDP} - \text{NIA}$$

$$1.7. \text{ BDI} = \text{BND} - \text{UT}$$

$$1.8. \text{ S}_d = \text{BDI} - \text{C}$$

Neto priljevi iz inozemstva (NIA) predstavljaju razliku između plaćanja za domaću upotrebu stranih faktora proizvodnje i plaćanja primljenih za inozemnu upotrebu domaćih faktora. Drugim riječima, jednak je razlici dohotka ostvarenom na domaćem teritoriju (GDP) i bruto nacionalnog dohotka (BND). Navedeno implicira da što je NIA viši to je BND niži. Ključna varijabla u konsolidaciji domaće štednje (S_d), koja predstavlja razliku bruto raspoloživog dohotka (GDI) i konačne potrošnje potrošača (C) je BND. Stoga se može zaključiti kako rast zasnovan na stranoj štednji uključuje i povećanje transfera dohotka iz domaćeg u inozemno gospodarstvo. Predstavljani transferi vode ka smanjivanju nacionalnog dohotka, a samim time i domaće štednje. Stoga, negativna bilanca plaćanja, bez obzira na vrstu priljeva kapitala koji je istu uzrokovao, nije u najboljem interesu zemlje jer podrazumijeva aprecijaciju tečaja, destimuliranje ulaganja i zamjenu domaće štednje stranom.

Prema tome, kontinuirana akumulacija deficita tekućeg računa ni pod kojim uvjetima se ne može imenovati kao temeljni element za kreiranje povoljnih makroekonomskih uvjeta održivog rasta proizvodnje. Upravo suprotno, predstavljena uzročno posljedična veza apsorpcije inozemne štednje kao glavne odrednice strukturne dinamike aprecijacije valute, teži stvaranju ozbiljne ekonomske slabosti. Iako slabosti ne vode uvijek nužno ka krizi platne bilance, i dalje

moгу ograničiti i/ili otežati dinamiku gospodarskog oporavka. Kao što je već istaknuto, priljev stranog kapitala može produbiti kanale koje vode smanjenju nacionalnog dohotka uslijed transfera dohotka u inozemstvo.

Stoga je za ostvarivanje konkurentne domaće proizvodnje, s naglaskom na rast razmjernog sektora, nužno upravljanje tečajem. Rad na smanjenju ovisnosti o stranim izvorima financiranja pridonosi stvaranju uvjeta za financiranje rasta domaćim sredstvima, o kojima ovisi održiv i autonoman razvoj gospodarstva.

Važnost uravnoteženog javnog proračuna za razvoj gospodarstva isticao je i Pereira (2008), istovremeno stavljajući naglasak na umjerene kamatne stope i konkurentan realni tečaj. Pri tom, ističe kako posebnu pažnju treba posvetiti upravo tečaju jer on nije samo odrednica uvoza i izvoza već i plaća, potrošnje, investicija i štednje.

Glavni razlog zbog kojeg pojedine zemlje sa srednjim dohotkom ili zemlje u razvoju ostvaruju rastu i brzo sustižu razvijene zemlje, dok druge zaostaju je razlike u njihovoj uspješnosti neutraliziranja tendencije precjenjivanja nacionalne valute. Dva su osnovna strukturalna uzroka ove tendencije: nizozemska bolest i privlačnost viših profita i kamatnih stopa u zemljama u razvoju koje rezultira priljevima stranog kapitala. Ukoliko zemlja uspije neutralizirati ovu tendenciju ostvarit će brzi rast, u suprotnom doći će do cikličke krize platne bilance. Drugi uzrok veže se uz tri politike od kojih su dvije povezane s konvencionalnom ortodoksijom, politika rasta zasnovana na stranoj štednji „capital deepening“ te politike proizašle iz zemalja u razvoju; tečajnog populizma.

Nizozemska bolest problem je koji se isprva pojavljuje na financijskim tržištima. Početni priljev stranih investicija dovodi do nestabilnosti tečaja i makroekonomske nestabilnosti, koje dugoročno smanjuju konkurentnost i proizvodnost rada. Dodatni priljevi strane valute koja se potom pretvara u domaću valutu troši se na dobra koja se ne mogu izvesti u inozemstvo (npr. infrastruktura, pružanje usluga,...). Mijenjanje strane valute u lokalnu vodi ka povećanju novčane mase što za posljedicu ima rast domaće potrošnje i samim tim povećava domaće cijene. Rast domaćih cijena čini domaću proizvodnju nekonkurentnom i na taj način umanjuje potencijalni gospodarski rast i negativno utječe na eksternu ravnotežu. Naime, kada je zemlja još siromašna i nije završila proces industrijske revolucije te nema ni investicijske kapacitete niti klasu poduzetnika koja bi provodila investicije, zemlja pokušava izbjeći siromaštvo oslanjanjem na izvoz dobara kojima je prirodno obdarena i državnom intervencijom usmjerenom na prisilnu štednju i povećanje stopa investicija u zemlji. Zatim slijedi faza

supstitucije izvoza koja bi trebala biti kratka i osigurati brz prijelaz na izvoznu orijentaciju, u trenutku kada zemlja stekne tehničke i poduzetničke mogućnosti, kako bi zemlja rasla i iskoristila relativno jeftinu radnu snagu u proizvodnji. U suprotnom, pojavljuje se fenomen nizozemske bolesti kao rezultat Rikardijanske rente, koja proizlazi iz izvoza usmjerenog na obilni prirodni resurs. Zbog navedenog je devizni tečaj konzistentan s dugoročnom ravnotežom tekućeg računa, ali ne i sa međunarodnom konkurentnošću proizvoda svih ostalih industrija koje proizvode razmjenjive proizvode usprkos korištenju najbolje dostupne tehnologije na svijetu. Posljedica je da jedina roba s kojom se trguje i koju je zemlja u stanju proizvesti je upravo ona koja generira Nizozemsku bolest. Zemlja koja ima koristi od postojanja dragocjenih prirodnih resursa istovremeno je prokleta jer ima dvije ravnoteže deviznog tečaja, trenutnu i industrijsku. Što je veća razlika između dviju ravnoteža, to su posljedice nizozemske bolesti ozbiljnije. Tržišni neuspjeh krije se u tome da zbog jeftinih i obilnih prirodnih resursa koji se koriste za proizvodnju dobara čiji je izvoz kompatibilan s depreciranim tečajem, a ne s onim koji je potreban da bi ostali razmjenjivi proizvodi bili konkurentni na međunarodnom tržištu. Samo u slučaju uspješne neutralizacije aprecirane valute, doći će do učinkovite raspodjele resursa i poticanja investicija i ulaganja, a u suprotnom će zemlja biti ograničena na izvoz robe proizvedene s prirodnim resursom. Postojanje prirodnih resursa u suštini je prednost, ali uslijed izostanka neutralizacije nizozemske bolesti, prednost se pretvara u prokletstvo. Neutralizacija se može provesti implementacijom dviju mjera: uvođenjem poreza na robu koja izaziva bolest, koji bi trebao odgovarati razlici ravnotežnog i industrijskog tečaja i stvaranjem fonda za prikupljanje prihoda od poreza, koji će spriječiti da isti izazovu ponovno precjenjivanje tečaja.

Na osnovu navedenog može se zaključiti da zemlje u razvoju koje imaju potrebne tehnološke kompetencije za obavljanje složenijih aktivnosti na svom teritoriju, iste ne ostvaruju zbog nizozemske bolesti te je država ograničena na nisko tehnološku proizvodnju. Proizvodnja koja zahtjeva kvalificiraniju radnu snagu rezervirana je za razvijene zemlje pod pretpostavkom da ista izostaje u zemljama u razvoju, dok se u stvarnosti zemlje u razvoju suočavaju s nezaposlenošću takve radne snage.

Drugi uzrok tendencije precijenjenog tečaja veže se uz priljeve kapitala, koji su posljedica strategije rasta inozemnom štednjom. Iako pod određenim uvjetima inozemno financiranje može polučiti pozitivne rezultate, često povećanje realnih plaća uzrokovano aprecijacijom nacionalne valute umjesto do rasta investicija vodi do rasta potrošnje. Tečaj se postupno deprecira kako priljevi kapitala financiraju deficit tekućeg računa i povećavaju inozemni dug. Ako ne dođe do zaustavljanja takvih priljeva, prije ili kasnije doći će do krize platne bilance.

Osim politike rasta s inozemnom štednjom, politika „produbljivanja kapitala“ i uporaba tečaja kao nominalnog sidra inflacije također povećavaju privlačnost za priljeve stranog kapitala zasnovanu na većoj dobiti i višim kamatnim stopama. Ekonomska politika zemljama u razvoju sugerira politiku rasta inozemnom štednjom, pod pretpostavkom da će tržište samo dovesti tečaj u ravnotežu te da će zemlje bogate kapitalom transferirati isti u zemlje u kojima je on oskudan. Međutim, zemlje koje uspijevaju u procesu sustizanja su upravo one koje ne pristaju na takvu ovisnost. Ovakva politika potiče aprecijaciju valute, uzrokujući visoku stopu supstitucije domaće štednje inozemnom s malo ili nimalo dobiti za zemlju primateljicu. Iako ista stimulira domaću potrošnju to proizlazi iz umjetnog porasta realnih plaća i povezano je s porastom uvoza. Usvajanjem ove politike dolazi do rasta deficita na tekućem računu koji, bilo da se financira stranim direktnim investicijama (FDI) ili zajmovima, rezultira aprecijacijom valute u odnosu na situaciju kada bi se saldo držao na razini oko nule. Samim tim, profiti i plaće će umjesto o produktivnosti ovisiti o tečaju. Krize platne bilance posljedica su deficita na tekućem računu, koji uzrokuju iznenadne prestanke priljeva stranog kapitala jer ulagači prepoznaju opasnost u pretjeranom dugu ili onom koji raste po visokim stopama. Insolventnost i nelikvidnost zemlje zaslužni su za prestanak financiranja. Kriza se realizira u trenutku kada neki sektor gospodarstva ili cjelokupno gospodarstvo ostane bez izvora financiranja te se susreće s nemogućnošću financiranja dugova. Priljevi kapitala u zemlje u razvoju rezultiraju supstitucijom domaće štednje stranom, malim porastom investicija i značajnim porastom zaduženosti zemlje. Nadalje, rezultira međunarodnom financijskom krhkosti koja zahtijeva politiku izgradnje povjerenja te završava krizom platne bilance koja je izglednija što je zemlja zaduženija.

Tečajni populizam povezujemo s potrošnjom nacije ili države koja prelazi razinu prihoda te uzrokuje kronični deficit tekućeg računa. Deprecirani tečaj kratkoročno je privlačniji od konkurentnog tečaja jer se povezuje uz više plaće i profit. Naime, plaće rastu svaki put kada nacionalna valuta dobije na vrijednosti budući da veliki dio potrošnje otpada na potrošnju inozemnih dobara.

Autor zaključuje kako podložnost zemalja u razvoju krizama bilance plaćanja nisu uzrokovane volatilnošću tečaja već su posljedica strukturne tendencije aprecijacije nacionalne valute dodatno podržane provođenjem pogrešnih politika. Drugim riječima, strategija rasta pomoću inozemne štednje, upotreba nominalnog sidra za kontrolu inflacije, „capital deepening“ i tečajni populizam dovode do precijenjenosti nacionalne valute do točke u kojoj se pojavljuje kriza

bilance plaćanja. Financijska krhkost zemalja nije rezultat prelijevanja stranog kapitala u obliku direktnih investicija, već nemogućnosti neutraliziranja navedene tendencije.

Potrebu za kreiranjem makroekonomskog pristupa gospodarskom rastu koji naglašava važnost konkurentnog tečaja u svrhu promicanja rasta ističu Bresser-Pereira i Gala (2008). Kao središnji problem zemalja u razvoju ističu nedostatnu potražnju koja proizlazi iz aprecijacije nacionalne valute uslijed odabira strategije rasta zasnovane na inozemnoj štednji. Prihvatanje ove politike za zemlje u razvoju često podrazumijeva posljedice u vidu prolaska kroz tri uzastopne faze koje gotovo dovode do stagnacije: aprecijacije tečaja, međunarodna financijska krhkost i kriza platne bilance. Zbog pretpostavke konvencionalne teorije da se tečajem ne može dugoročno upravljati, jedino što je u moći kreatora ekonomske politike je odlučiti se za režim fiksnog tečaja ili za režim fluktuirajućeg tečaja. Suprotno tome, autori tvrde kako je alternativa "fix or float" lažna, jednako kao i ideja o nemogućnosti dugoročnog upravljanja tečajem. Naime, u određenim granicama te u razumnom vremenskom periodu, zemlje upravljaju realnim tečajem manje ili više svjesne onoga što čine.

Usvajanjem rasta politikom inozemne štednje, odnosno deficitom na tekućem računu financiranom zajmovima ili izravnim ulaganjima, realni tečaj će biti depreciran u usporedbi s odabirom strategije održavanja salda tekućeg računa oko nule.

Posljedica aprecirane nacionalne valute o kojoj se manje raspravlja je da što je ista više precijenjena, to će realne plaće biti veće uz istovremeno smanjivanje cijena međunarodno razmjenjivih potrošačkih dobara. Posljedično, profit kapitalista će pasti bilo zbog, promatrano s dohodovne strane, rasta plaća ili, promatrano s potražne strane, smanjenog izvoza i ulaganja nacionalnih kapitalista. Dakle, osim što značajno ovise o razini produktivnosti gospodarstva kao i obrascu raspodjele ostvarene dobiti, plaće ovise i o realnom tečaju.

Naime, stopa profita suprotna je stopi nadnica. Pretpostavljajući kako radnici kao naknadu za rad primaju nominalnu plaću, koju zatim koriste za stjecanje razmjenjivih i nerazmjenjivih dobara, onda će troškovi života radnika ovisiti o nominalnom tečaju i o udjelu razmjenjivih dobara u njihovoj potrošačkoj košarici. Slijedeći ideju formiranja cijene u gospodarstvu s obzirom na nominalnu plaću, razinu produktivnosti i maržu, realna plaća predstavlja funkciju produktivnosti, realnog deviznog tečaja i marže ili obrasca raspodjele dohotka. Pri tom, deprecijacija nacionalne valute zajedno s povećanjem cijena razmjenjivih dobara u odnosu na nominalnu plaću implicira smanjenje realne plaće, budući da potrošačka košarica za radnika postaje skuplja. Temeljno ograničenje realne aprecijacije tečaja je da mogući porast nominalnih

plaća bude rezultat nominalne aprecijacije ne bi trebao ubrzati povećanje nominalnog tečaja, s obzirom na zadanu razinu cijena. Navedeno je moguće jedino ako cijene nerazmjernih dobara, posebice nominalne plaće, ostanu konstantne ili se mijenjaju manje nego proporcionalno u odnosu na varijaciju deviznog tečaja. Zbog čega se pretpostavlja relativna rigidnost nominalnih plaća i fleksibilnost realnih plaća, a ne obratno.

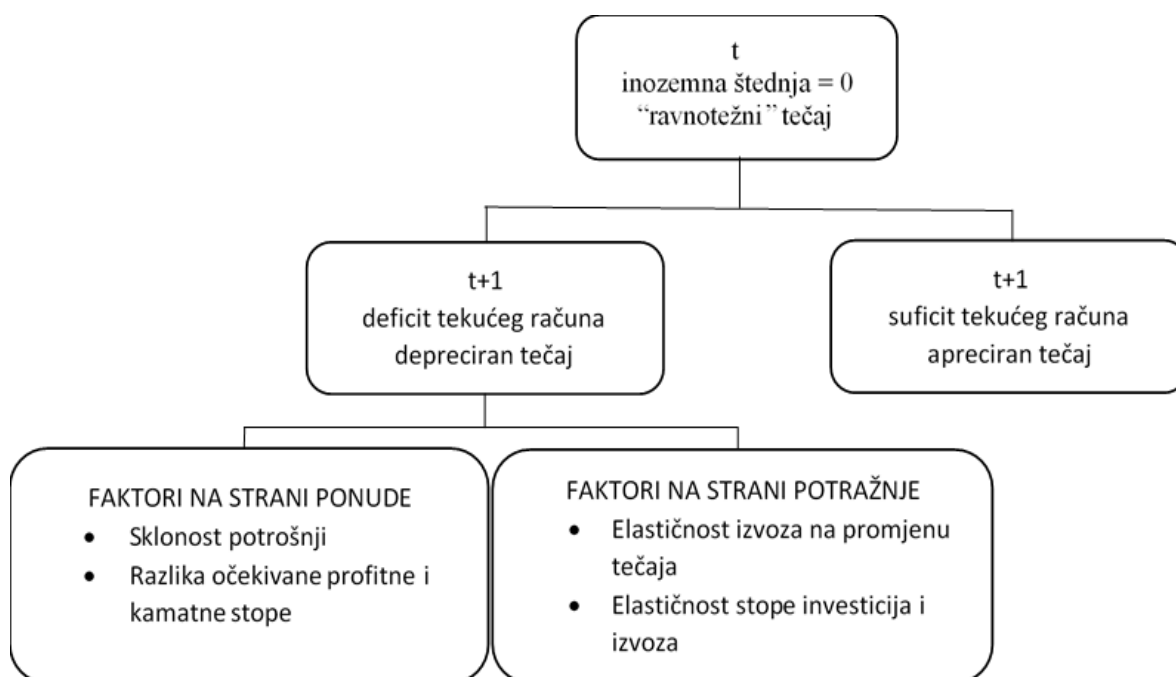
Agregatni profit ovisi o investicijama, koje osim o očekivanoj stopi povrata s obzirom na zadanu kamatnu stopu, ujedno ovisi i o izvozu. Deprecijacijom tečaja i padom izvoza smanjuje se profit, pad profita kapitalista komplementaran je povećanju nadnica. Nadalje, potrošnja ovisi o realnim plaćama i o profitu, odnosno ovisi o dohotku i o razlici između kamatne stope i stope povrata. Pri tom, potrošnja varira u skladu s varijacijama plaća i profita, te negativno u odnosu na razliku između očekivane stope povrata i kamatne stope. Okretanje rastu uz inozemnu štednju podrazumijeva relativno apreciran tečaj, što zatim uzrokuje porast plaća i njihovo zadržavanje na umjetno visokoj razini, koje se ne može povezati s porastom produktivnosti ili zadovoljavajućom stopom povrata koja bi podržala gospodarski rast, uz istovremeno opadanje profita. Porast potrošnje izazvan rastom nadnica zajedno s daljnjom relativnom aprecijacijom valute smanjuje domaću štednju. Iz navedenog proizlazi kako je domaća štednja funkcija realnog tečaja.

Iako se na prvu može učiniti kako povećanje plaća radnika u zemljama u razvoju u kojima prevladava visoka koncentracija dohotka nije nešto negativno, te da neće nužno dovesti do smanjenja profitne stope u slučaju nedostatne potražnje, više je razloga naklonjeno u suprotnom smjeru. Dok su povećanja plaća proizašla iz smanjenja kamata, najamnina i špekulativne dobiti uvijek priželjkivana, s druge strane umjetno povećanje plaća zbog precijenjenosti valute ne može se okarakterizirati kao poželjno. Promatrano s potražne strane, nedostatna potražnja za domaćim proizvodima koja je posljedica pretjerane aprecijacije valute uzrokovat će porast nezaposlenosti. Tako će umjetno povećanje plaća dovesti do smanjenja zaposlenosti i dohotka, budući da će proizvodnja potrebna za zadovoljavanje ove potražnje dolaziti iz inozemstva u obliku uvoza. Također, smanjenje izvoza prouzročit će smanjenje investicijskih prilika ili očekivanja dobiti, investicija, a samim time i profita i domaće štednje. Na strani ponude, ovako uzrokovan porast plaća vodi ka porastu potrošnje i smanjenju dobiti te posljedično do pada investicija financiranih domaćom štednjom. S koje god strane promatrali⁰, rezultat je smanjenje investiranja. Međutim, uzimajući u obzir da postoji priljev strane štednje i samim time investicija financiranih istom, ukupne investicije i stopa investiranja mogu se povećati, ostati konstantne ili se smanjiti, ovisno o stopi supstitucije domaće štednje stranom.

Pri tom stopu supstitucije domaće štednje inozemnom (z) definiramo kao varijaciju stope domaće štednje u odnosu na BDP (S_i), u odnosu na varijaciju stope strane štednje u odnosu na BDP (S_x) što se može zapisati na sljedeći način:

$$z = \frac{\partial S_i}{\partial S_x}$$

Prilikom promatranja varijabli koje određuju stopu supstitucije, iako radimo s varijacijama tečaja, trenutak aprecijacije ili deprecijacije tečaja je od sekundarnog interesa, dok je u primarnom interesu razina istog. Pri tom, kao najznačajniju komponentu valja istaknuti razinu tečaja i pripadajuće inozemne štednje. Kao što je prikazano na slici 1, možemo pretpostaviti dva razdoblja: t , u kojem je inozemna štednja jednaka nuli i tečaj je „ravnotežni”, i razdoblje $t + 1$, u kojem se ovisno o odabiru strategije rasta mogu razviti dva slučaja. Ukoliko zemlja svoj rast temelji na domaćoj štednji tada bilježi suficit tekućeg računa i aprecijaciju tečaja, no ako se zemlja odluči za strategiju rasta baziranu na inozemnoj štednji suočava se s deficitom tekućeg računa i deprecijacijom tečaja, odnosno aprecijacijom nacionalne valute. Odabirom rasta uz stranu štednju zemlje se susreću s posljedicama aprecijacije valute na investicije pod djelovanjem faktora i na strani ponude i na strani potražnje. Na strani ponude, potrošnja je ključna varijabla koja utječe na iznos povećanja inozemne štednje koja odlazi u potrošnju umjesto u investicije, zbog aprecijacije tečaja i odgovarajućeg porasta nadnica; što je navedena sklonost veća, veći je i dio koji ide u potrošnju. Uz to, ovisiti će i o razlici očekivane profitne i kamatne stope; što je ta razlika veća, manji je udio dodatne strane štednje koji će odlaziti na potrošnju. Na strani potražnje, ključna varijabla je elastičnost izvoza na promjenu tečaja, a potom i elastičnost stope investicija i izvoza, ili, drugim riječima, promjeni investicija u odnosu na devizni tečaj.



Slika 3: Promjene platne bilance i deviznog tečaja uslijed odabira strategije rasta

Izvor: Izrada autora

U slučaju u kojem je smanjenje domaće štednje veće od povećanja strane štednje dolazi do pada ukupne štednje i investicija, ukupna potrošnja raste, dok dohodak ostaje stabilan. Stopa supstitucije ovisit će o promjeni nadnica zbog nastale deprecijacije tečaja (veća promjena, veća supstitucija), o promjeni očekivane dobiti investiranja u izvoz u odnosu na tečaj, sklonosti potrošnji kao i razlici očekivane profitne i kamatne stope, odnosno investicijskim prilikama. Zbog izrazite varijacije, upravo su investicijske prilike najrelevantnija varijabla. Povoljne investicijske prilike povećavajući graničnu sklonost investiranju naspram granične sklonosti potrošnji u uvjetima povećanja realnih nadnica. Promatrano s potražne strane, veća stopa supstitucije podrazumijeva veću elastičnost izvoza u odnosu na promjenu tečaja; što je ta elastičnost veća, veća je i promjena investicija. Iz navedenog može se zaključiti kako i ponuda i potražnja djeluju u istom smjeru. Pri tom na potražnoj strani, aprecijacija valute sukcesivno vodi ka smanjenju izvoza, investicija namijenjenih izvozu i štednje kao ostatka investiranja. Istovremeno na strani ponude, smanjenje investicija sankcionirano je izravnim smanjenjem domaće štednje koje je posljedica porasta realnih plaća i povećane potrošnje uzrokovane istom aprecijacijom nacionalne valute.

Tablica 1: Stopa supstitucije i posljedice za gospodarstva

STOPA SUPSTITUCIJE DOMAĆE ŠTEDNJE STRANOM (z)		POSLJEDICE ZA GOSPODARSTVO
z = 0		Izostanak supstitucije
0 < z < 100	“normalne” investicijske prilike	Snažna neutralizacija priljeva strane štednje smanjenjem domaće štednje uslijed povećane potrošnje
	povoljne investicijske prilike	Veliki dio povećanja plaća usmjeren je ka investiranju
z = 100		Potpuna supstitucija

Izvor: Izrada autora

Stopa supstitucije domaće štednje inozemnom kreće se između 0 i 100 posto, kao što je i prikazano u tablici 1. U krajnjim slučajevima, ako zanemarimo predznak, stopa od 100 posto implicira da povećanje inozemne štednje odgovara sličnom smanjenju domaće štednje, odnosno supstitucija je potpuna. Ako je iznos iste 0 posto to znači kako do zamjene štednje nije ni došlo. I dok u prvom scenariju dodatna strana štednja nije rezultirala povećanjem stope investiranja; u drugom scenariju, sve je pretvoreno u povećanje investicija. U slučajevima između prikazanih krajnosti, jedan dio strane štednje otići će u potrošnju, a drugi u investicije, što će kako je ranije objašnjeno najviše ovisiti o investicijskim prilikama u zemlji. U normalnim uvjetima, stopa supstitucije obično je visoka i prelazi 50 posto.

Važno je napomenuti kako je pod određenim okolnostima rast uz inozemnu štednju uz istovremeno održavanja stope supstitucije blizu nule moguć. Za navedeno je potrebna povoljna kombinacija eksternih učinaka i povećane potražnje koja će rezultirati povoljnim investicijskim prilikama, očekivanjem visokih stopa profita i stopa rasta BDP-a. Važno je istaknuti kako na isti princip u situaciji kada dolazi do smanjenja deficita tekućeg računa može doći do supstitucije strane štednje domaćom. Tada na strani ponude dolazi do pada realnih nadnica, dok na strani potražnje dolazi do porasta i izvoza i ulaganja što u konačnici rezultira obrnutom supstitucijom.

Nadalje, Bresser-Pereira i Gala (2009) upozoravaju kako deficit na tekućem računu, odnosno strana štednja, zemljama sa srednjim dohotkom siromašnim kapitalom obično neće povećati ili će imati neznatan utjecaj na stopu akumulacije kapitala. Kao što je već objašnjeno, budući da će deficit tekućeg računa biti povezan s apreciranom valutom, umjetnim povećanjem realnih

nadnica te visokom razinom potrošnje, stopa supstitucije domaće štednje stranom bit će relativno visoka te će se zemlja nastaviti zaduživati ne kako bi investirala i ostvarivala rast već da bi trošila.

Ukoliko postoje velike prilike za ulaganje te kapitalistička klasa koristi veći dio svog očekivanog i/ili zarađenog dohotka za investiranje i time povećavaju svoju graničnu sklonost ulaganja te ako povećanje plaća radničke i srednje klase ujedno povećava i njihovu graničnu sklonost investiranju tada potencijalno može doći do kompenzacije poticaja za povećanu potrošnju inicirane povećanjem realnih plaća. Navedeno implicira kako će stopa zamjene domaće štednje stranom biti veća ako je razlika između očekivane stope povrata i kamatne stope niska, odnosno u situaciji u kojoj su investicijske prilike niske. Nepovoljne investicijske prilike neće stimulirati srednju klasu na ulaganje jednog dijela povećanja plaće, kao ni uvjeriti kapitaliste da troše manje. U predstavljenom scenariju, priljev inozemne štednje neće rezultirati povećanim investiranjem već će biti popraćen smanjenjem domaće štednje koja je rezultat povećane potrošnje. U suprotnom slučaju povoljnih investicijskih prilika, visokom razlikom između stope povrata i kamatnih stopa, veliki dio plaća i povećanja plaća umjesto u potrošnju biti će usmjeren u investicije.

Glavna hipoteza autora je kako u normalnoj situaciji stopa supstitucije domaće štednje stranom ima tendenciju biti visoka, posebno u slučajevima gomilanja deficita tekućeg računa koji nisu direktno povezani s procesom investiranja i rasta. Slijedeći pretpostavku da je deficit tekućeg računa popraćen određenim stupnjem deprecijacije tečaja može se iznijeti zaključak kako je korištenje inozemne štednje povezano sa smanjenjem domaće štednje te povećanje agregatne razine potrošnje. Kako bi stopa supstitucije ostala što niža potrebna je povoljna kombinacija eksternalija i porast potražnje koji će dovesti do otvaranja investicijskih prilika koje će rezultirati visokim očekivanim profitnim stopama te visokim stopama rasta BDP-a.

Predstavljeno argumentira kritiku da bi zemlje bogate kapitalom trebale prenijeti svoje resurse u zemlje siromašne kapitalom te kritizirati modele razvojne ekonomije koja sugerira nadilaženje vanjskih ograničenja inozemnim financiranjem. Istovremeno sugerirajući kako visoka stopa supstitucije domaće štednje stranom uzrokuje inozemnu zaduženost i obvezu nadoknade iste koju je bez odgovarajućeg povećanja proizvodnih kapaciteta zemlje gotovo nemoguće ostvariti i potvrđuje kako se, osim u iznimnim trenucima, kapital stvara kod kuće.

Kritiku financijskoj globalizaciji iznijeli su Garcia i Contendo de Oliveira (2020) upozoravajući na izostanak pretpostavljenih blagodati iste na zemlje u razvoju. Umjesto očekivane konvergencije, bolje raspodjele rizika, transfera tehnološkog napretka i razvoja financijskog sustava autori upućuju na kontradiktorne rezultate empirijskih istraživanja. Pri tom naglašavaju iznenadno izostajanje priljeva kapitala (sudden stop), preokrete u vidu intenzivnog smanjenja domaće apsorpcije uslijed izostanka priljeva budući da se upravo njima financiraju deficiti tekućeg računa, neusklađenost valuta i gubitak autonomije monetarne politike.

Suprotno teoretskim pretpostavkama, empirija upućuje na odsustvo pozitivnih učinaka deregulacije na gospodarski rast i volatilnost potrošnje. Naime, problem leži u tome što zemlje u razvoju nisu ograničene štednjom već investicijama. Drugim riječima, njihov rast ne izostaje zbog nemogućnosti pronalaska izvora financiranja već zbog nedostatka investicijskih prilika uslijed nerazvijenog financijskog sektora i nedostatka institucionalne kvalitete. U tom slučaju priljevi stranog kapitala vode aprecijaciji nacionalne valute te smanjenja domaće štednje koje neutralizira povećanje strane štednje i potencijalne pozitivne efekte na gospodarski rast. Važno je naglasiti i da su prekogranične financijske transakcije često denominirane u malom broju vodećih svjetskih valuta što implicira da se zemlje u razvoju ne mogu zaduživati u vlastitoj valuti. U literaturi je ovo ograničenje poznato pod nazivom „istočni grijeh“ (original sin). Zbog nedostatka konvertibilnosti na financijskim tržištima dolazi do gubitka autonomije gospodarstva u provođenju javnih politika budući da je javni dug izložen promjenama deviznog tečaja, kamatnih stopa i inflaciji. Bitna razlika razvijenih i zemalja u razvoju je i u njihovom pristupu stranim izvorima financiranja. Nestabilnost kapitalnih tokova u vidu iznenadnih prestanaka priljeva uzrokom je negativnih efekata na zemlje u razvoju koje se suočavaju s nepovoljnijim uvjetima pronalaska stabilnih inozemnih izvora financiranja u odnosu na razvijene ekonomije.

Visoku pozitivnu korelaciju između domaće štednje i investicija, poznatu kao zagonetka Feldstein-Horioka, koja implicira da se domaća štednja transformira u domaće investicije, dok strani kapital pritom igra marginalnu ulogu pokušali su objasniti Ford i Horioka (2016). Naime, sljedeći pretpostavku financijske mobilnosti kapitala i njegove efikasne alokacije među zemljama, razina domaće štednje i investicija unutar zemlja ne bi trebala biti povezane. Suprotno očekivanom, Feldstein i Horioka (1980) na temelju empirijske analize došli su do zaključka kako se većina štednje zapravo ulaže u zemlju u kojoj je i nastala.

Autori kao rješenje zagonetke navode kako međunarodna financijska tržišta mogu pojedinim agentima dopustiti da premještaju vlastiti financijski kapital između zemalja, ali međunarodna financijska tržišta ne mogu sama po sebi ostvariti neto transfere kapitala između zemalja. Do neto prijenosa financijskog kapitala između zemalja može doći samo kao rezultat transakcije na tržištu roba, budući da ukupni neto prijenos financijskog kapitala između zemalja nastaje kao rezultat agregiranog neto prijenosa dobara i usluga u istom smjeru. Imajući na umu kako prijenos dobara između različitih zemalja podrazumijeva dodatne troškove, za razliku od upotrebe istih u zemlji podrijetla, priljevi financijskog kapitala između zemalja biti će destimulirani zbog čega hipoteza da su nacionalna štednja i domaće investicije u visokoj korelaciji dobiva smisao. Dakle, za neometano prelijevanje kapitala nužna je integracija i financijskih tržišta i tržišta roba, a transakcijski troškovi na jednom ili oba tržišta predstavljaju prepreku međunarodnoj mobilnosti kapitala.

Rješenje zagonetke ima reperkusije na kamatne stope, devizni tečaj kao i neravnoteže tekućih računa:

- *Implikacije na kamatne stope* – Budući da međunarodna financijska tržišta sama po sebi ne mogu preusmjeravati kapital između zemalja, kao ni mijenjati ukupnu ponudu zajmova u zemlji i da je neto prijenos kapitala između zemalja pod utjecajem transakcijskih troškova na tržištu roba, ne može se očekivati da će financijska tržišta sama po sebi dovesti do trenutnog izjednačavanja realnih kamatnih stopa između zemalja. Zbog toga kako bi bolje razumjeli kretanje realnih kamatnih stopa trebamo shvatiti kako iste određuju lokalna ponuda i potražnja za zajmovima.
- *Implikacije na devizni tečaj* - Ako uzmemo u obzir kako međunarodna financijska tržišta sama ne mogu izvršiti neto transfere kapitala između različitih zemalja i ne mogu izjednačiti realne kamatne stope među zemljama, za očekivati je da bi učinak arbitraže na međunarodnim financijskim tržištima trebao biti prvenstveno na realnom tečaju.
- *Potencijalne implikacije za izjednačavanje kamatnih stopa i globalne neravnoteže* – Izjednačavanje kamatnih stopa među zemljama, kao što je prethodno opisano, zahtijevati interakciju i na financijskom i na robnom tržištu. Prema tome, ako pretpostavimo da zemlja ima više realne kamatne stope od njenih trgovinskih partnera, agenti na međunarodnim financijskim tržištima povišati će vrijednost njene valute. Aprecijacija nacionalne valute vodi ka ostvarivanju trgovinskog deficita, omogućavanje da domaće investicije premaše domaću štednju rezultirati će bržom akumulacijom zaliha realnog kapitala u zemlji; što će posljedično uzrokovati pad granične

produktivnosti kapitala i samim time uzrokovati pad realnih kamatnih stopa. U financijskom smislu, deficit tekuće bilance plaćanja može se promatrati kao rezultat priljeva dodatnog stranog financijskog kapitala koji ubrzava mogućnost iskorištavanja lokalnih investicijskih prilika, te vodi ka snižavanju domaće kamatne prema kamatnim stopama njenih trgovinskih partnera, s odgovarajućim prilagođavanjem tečaja.

Gala i Rocha (2011) posvetili su se analizi odnosa između realnih tečajeva i domaće štednje, istraživanjem makroekonomskih kanala putem kojih tečajevi i inozemna štednja utječu na domaću štednju. Pa je tako učinak razine realnog tečaja na rast kroz akumulaciju kapitala ispitan pomoću kratkoročnog model utvrđivanja dohotka čija je dinamika bitno određena razinom realnog tečaja. Sama analiza podijeljena je u tri faze i obuhvaća sljedeće međuodnose:

- i) *utjecaj realnog tečaja na plaće i dobit* – Aprecijacija valute djeluje različito na marže u razmjenjivim i nerazmjenjivim sektorima zbog čega opći rezultat za krajnju maržu sustava ovisi o relativnim veličinama pojedinog sektora. Budući da su realne plaće omjer nominalnih plaća i cijena, iste bi se trebale povećavati (smanjivati) kako nominalni tečaj deprecira (aprecira). Pri tom bi realni tečaj trebao deprecirati ako nominalni tečaj pada više od opće razine cijena, koja dijelomično ovisi o cijenama nerazmjenjivih dobara.
- ii) *utjecaj plaća i dobiti na razinu dohotka* – Zavisno o osjetljivosti investiranja na promjene profitnih marži, razlikuje se dvojak učinak na gospodarstvo. U slučaju da su investicije neelastične na navedenu promjenu, pad realnih plaća izazvati će recesivne učinke budući da pad potrošnje neće biti nadoknađen povećanim investiranjem te bi se ovakav akumulacijski režim gospodarstva mogao opisati kao vođen plaćom. U oprečnom scenariju, smanjenje realnih plaća povećat će dobit, što će zauzvrat povećati agregatnu potražnju i iskorištenost instaliranih kapaciteta te se ovakvo gospodarstvo može opisati kao vođeno profitom.
- iii) *utjecaj realnog tečaja na domaću i inozemnu štednju* – Aprecijacija realnog tečaja može dovesti do povećanja razine dohotka putem većeg izvoz i investiranja te smanjiti udio potrošnje u BDP-u, što vodi ka povećanju domaće i smanjenju inozemne štednje. S druge strane, deprecirani realni tečaj može rezultirati rastom vođenim potrošačima s deficitima na tekućem računu i nižim razinama štednje i rezultirati zamjenom inozemne za domaću štednju.

Utjecaj razine realnog tečaja na domaću i inozemnu štednju autori su empirijski provjerili koristeći panel sastavljen od 83 zemlje srednjeg dohotka za razdoblje od 1980. do 2000. godine. Rezultati istraživanja pokazuju da povoljni učinci konkurentnih tečajeva na rast mogu djelovati putem učinka na domaću štednju i ulaganja. Rezultati procjena ukazuju na čvrst i značajan pozitivan odnos između izračunanog indeksa valutne konkurentnosti i omjera domaće štednje u BDP-u. Važno je napomenuti da raspravljani model endogenizira agregatnu potrošnju kao funkciju realnih plaća, koje ovise o razini realnog tečaja. Više realne plaće neopravdane porastom produktivnosti vode gospodarstvo na neodržive staze rasta koje završavaju krizom platne bilance. S druge strane, konkurentni tečajevi povećavaju profitabilnost ulaganja i izvoza, posebice u razmjenjivom sektoru, koji teži dugoročnom povećanju ukupne razine produktivnosti gospodarstva te omogućuje održivo povećanje realnih plaća.

Nadalje, uz pomoć post-keynesijanskog modela otvorene ekonomije Bolukoglu (2020.) je istraživao moguće učinke protoka kapitala na iskorištenost kapaciteta i distribuciju na dvije vrste zemalja: financijski liberaliziranim i kontroliranim. Dok prvi tip zemalja teži i financijskoj i trgovinskoj liberalizaciji, drugi tip podržava trgovinsku liberalizaciju i istovremeno je oprezan u pogledu financijske liberalizacije.

Za vrijeme naglih priljeva kapitala, financijski liberalizirane zemlje suočavaju se nominalnom aprecijacijom nacionalne valute u uvjetima fluktuirajućeg tečajnog režima, glavni uzrok navedenom je ovisnost domaće apsorpcije o priljevima stranog kapitala. Porast stranih priljeva vezan je uz povećanu razinu domaće apsorpcije što u konačnici rezultira pretjeranom potražnjom za nerazmjenjivim dobrima. Navedeno neizbježno vodi porastu cijena u nerazmjenjivom sektoru i aprecijaciji nacionalne valute što smanjuje troškove inozemnog zaduživanja i cijenu stranih intermedijalnih dobara. U skladu s navedenim, iskorištenost kapaciteta se povećava uz istovremeno pogoršanje trgovinske bilance zbog smanjene izvozne konkurentnosti. S druge strane, zemlje koje primjenjuju kontrole kapitalnih priljeva imaju opciju usmjeravanja istih u izvozne sektore i/ili produktivnije sektore. Protoci kapitala dovode do porasta produktivnosti rada putem efekata prelijevanja, koje implicira smanjenje udjela plaća radnika iz nacionalnog dohotka što rezultira nižim cijenama. Nadalje, niža razina cijena rezultira realnom deprecijacijom valute i osigurava porast izvozne konkurentnosti.

Postoji razlika u priljevima kapitala koji teku prema financijski liberaliziranim i kontroliranim gospodarstvima. Naime, strana ulaganja usmjerena ka financijski liberaliziranim

gospodarstvima često se povezuju s traženjem tržišta („market seeking“), strategijom ulaganja u strana tržišta s ciljem iskorištavanja mogućnosti koje im ista pružaju i zadovoljavanjem potreba financiranja nastalih uslijed vanjskih neravnoteža. Takva ulaganja ne razlikuju se mnogo od portfolio ulaganja u vidu njihova ponašanja i ishoda, realne aprecijacije nacionalne valute. Nasuprot tomu, tokovi stranog kapitala ka financijski kontroliranim gospodarstvima povezuju se s traženjem resursa i odlaze u zemlje s jeftinim resursima, uključujući rad. Budući da su ograničeni kapitalnim kontrolama priljevi kapitala tretiraju se kao egzogeno određeni od strane središnje vlasti. Shodno tomu, kapitalni tokovi utječu i na rast produktivnosti rada, čija je stopa rasta jednaka stoku stranog kapitala dozvoljenom od strane središnje vlasti.

Kao što je objašnjeno, financijski liberalizirane zemlje priljeve kapitala koriste za vođenje deficita tekućeg računa te održavaju višu razinu investicija bez žrtvovanja socijalne potrošnje. Uslijed porasta potražnje za dionicama i zajmovima denominiranim u domaćoj valuti dolazi do stvarne aprecijacije nacionalne valute. Iako postojanje kapitalnih kontrola može uzrokovati izostanak pozitivnih efekata prelijevanja za zemlje s koje ih primjenjuju, u vidu povećanja produktivnosti rada i smanjenja udjela koji otpada na plaće, važno je naglasiti da one upravo uz prisutnost navedenih ograničenja provode politiku ciljanja realnog tečaja.

U konačnici, ravnoteža u kratkom roku financijski liberaliziranih zemalja rezultat je dinamičkog odnosa kapitalnih tijekova, realnog tečaja i udjela plaća. Realni tečaj utječe na distribuciju putem pregovaračke snage radnika i odluka industrijskih poduzeća o cijenama. Aprecijacijom domaće valute opada radnička inicijativa za pregovaranje o višim nominalnim nadnicama, a industrijska poduzeća ciljaju niže razine marže uslijed pojeftinjenja stranih intermedijalnih dobara. Što je nacionalna valuta više precijenjena to uvozna roba postaje jeftinija te navedeno rezultira smanjenjem nominalnih plaća. Konačni rezultat je aprecirana valuta, manji udio plaća i veći stok stranog kapitala za potrebe financiranja. Kod financijski kontroliranih zemalja priljevi kapitala utječu na promjene produktivnosti. Odnosno, porast produktivnosti uslijed povećanja kapitalnih priljeva rezultirat će smanjenjem udjela plaća u nacionalnom dohotku, što potiskuje razinu cijena i dovodi do deprecijacije nacionalne valute. Za razliku od prethodno slučaja, smanjenje udjela plaća povezano je s porastom produktivnosti i deprecijacijom valute.

Predstavljena studija usredotočena je na pozitivne učinke politike kontrola kapitala, koje usmjeravaju strani kapital s ciljem povećavaju produktivnost rada. Zbog različitih vrsta priljeva kapitala, opća primjenjivost zaključaka analize je ograničena. Naime, kontrole kapitala trebale bi biti prilagođene specifičnoj vrsti i obliku tijekova kapitala za pojedinu zemlju.

Na temelju navedenog može se zaključiti kako je odnos između strane štednje i gospodarskog rasta mnogo kompleksniji od neoklasičnog objašnjenja. Rast zasnovan na stranoj štednji osim prilike za ubrzani rast sa sobom nosi i brojne rizike, ako se isti ne neutraliziraju takova strategija rasta rezultirat će izostankom konvergencije. Preveliko oslanjanje na stranu štednju čini zemlju ovisnom o stranim sredstvima, povećavajući financijsku krhkost na promjene na međunarodnom tržištu kapitala. Također, izostanak odgovarajućih makroekonomskih politika koje bi spriječile tendenciju aprecijacije nacionalne valute vode ka nepovoljnoj alokaciji sredstava. Zbog izostanka kvalitetnih smjernica štednja umjesto u investicije, odlazi u potrošnju te onemogućava daljnji rast i razvitak gospodarstva. Navedeno upućuje kako je potrebna rekonceptualizacija postojećih političkih mjera. Potrebno je razgraničiti efekte strane i domaće štednje u svrhu određivanja ispravnog temelja za rast gospodarstva, kao i odrediti smjernice za ostvarivanje investicijskog okruženja koji će stimulirati investicije, a ne potrošnju.

3. PREGLED ISTRAŽIVANJA O ODNOSU KRETANJA KAPITALA, DOMAĆE ŠTEDNJE I GOSPODARSKOG RASTA

Uz teorijsku analizu, ovaj rad sadrži i analizu provedenih empirijskih istraživanja u svrhu boljeg razumijevanja koherentnih pokazatelja prirode uzročno-posljedične veze između štednje i investicija i njihovih mehanizama koji potiču gospodarski rast. Stoga će sljedeći odjeljak ilustrirati neke empirijske dokaze o prirodi uzročne veze između ovih varijabli.

Empirijskih istraživanja na području Eurozone i Europske unije, gdje su institucionalni uvjeti i razvijenost financijskog sustava i više nego zadovoljavajući, ne bi trebali predstavljati prepreku ostvarivanja pozitivnih učinaka financijske globalizacije i konvergencije ka visoko razvijenim zemljama. Pri tom se autori koriste različitim podjelama na osnovu karakteristika zemalja članica, ali svi dolaze do istog zaključka. Naime, pretpostavljene visoke stope rasta izostaju upućujući na polarizaciju zemalja i potrebnu promjene strategije rasta.

Staeher (2002) je promatrao iskustvo rasta tranzicijskih zemalja primjenom panel analize tijekom druge polovice 1990-ih godina. Jedno od glavnih ciljeva reformiranja gospodarstva bilo je poboljšanje materijalnog blagostanja stanovništva. Očekivanja tranzicijskog procesa bila su velika, ali konačni rezultati bili su više nego razočaravajući. Suprotno od očekivanog, reforme uvedene početkom 1990-ih su rezultirale kolapsom proizvodnje u gotovo svim tranzicijskim zemljama. I dok se početni pad može opravdati kao jednokratna faza prilagodbe na gospodarske promjene, nizak i poprilično nestabilan rast u drugoj polovici 1990-ih poprilično je zabrinjavajući.

Visoki deficiti tekućeg računa promatranih zemalja upućuje da su investicije u velikoj mjeri financiraju stranim kapitalom. Preveliko oslanjanje na inozemnu štednju u kombinaciji s gomilanjem deficita tekućeg računa dovodi u pitanje održivost rasta te implicira značajnu ranjivost na potencijalne zastoje u financiranju deficita.

Na temelju panel podatka za razdoblje od 1995. do 1998. godine, autor upućuje kako je saldo tekućeg računa važan čimbenik akumuliranja gospodarskog rasta. Zemlje koje bilježe visoke deficite tekućeg računa imaju tendenciju bržeg rasta od onih s umjerenim deficitima. Dakle, što je vanjsko financiranje dostupnije to je tendencija rasta promatranih zemalja brža. Međutim, vrlo malo (ako ih uopće ima) tranzicijskih gospodarstava doživjelo je snažan rast izvoza bez istovremenog naglog porasta uvoza. Zbog navedenog, ključ za ostvarivanje dugoročnog

gospodarskog rasta i poboljšanje gospodarskog blagostanja u tranzicijskim gospodarstvima leži u povećanoj mobilizaciji domaćih resursa, odnosno poticanja domaće štednje.

Također, Staehel (2017) na temelju panel analize podataka od 1997. do 2015. godine za 11 zemalja Srednje i Istočne Europe, članica EU, procjenjuje važnost tokova kapitala mjerenih saldom tekućeg računa. Gospodarski rast u promatranim gospodarstvima bio je u prosjeku relativno visok prije globalne financijske krize, ali znatno niži nakon nje. Iako je većina promatranih zemalja doživjela relativno brz rast i ostvarila konvergenciju, rast pojedinih zemalja bio je skroman, a konvergencija spora. Velike fluktuacije u rastu BDP-a s kojim su se zemlje susrele za posljedicu su imale nezaposlenost i migracije.

Dok je razdoblje prije financijske krize 2008. godine kod većine zemalja bilo obilježeno gospodarskim procvatom, razdoblje krize bilo je popraćeno naglim padom priljeva kapitala i skromnim rastom nakon krize. Kao što je ranije istaknuto, više stope gospodarskog rasta mogu povećati potražnju za uvozom, smanjiti neto izvoz i posljedično pogoršati saldo tekućeg računa. Kapitalni priljevi povezani s pogoršanjem salda tekućeg računa mogu djelomično povećati potražnju za proizvodima i uslugama nerazmijenjivog sektora što rezultira višim stopama gospodarskog rasta. Isto upućuje da bi prosječna stopa rasta BDP-a bila niža u zemljama Srednje i Istočne Europe da su zemlje imale samo ograničen pristup vanjskim resursima, odnosno kada bi tekući račun imao skroman deficit ili bio u ravnoteži. S tim da prosječni rast bio znatno niži u zemljama s lošijim startnim pozicijama, za razliku od zemalja s povoljnijim polazištem.

Navedeno ističe potrebu osmišljavanja makroekonomske politike koje će gospodarstvo usmjeriti ka održavanju visokog trenda rasta uz istovremeno smanjenje ranjivosti zemalja na poremećaje u vanjskom financiranju. Iako članice EU ne mogu nametnuti ograničenja na prekogranične tokove kapitala, postoji prostor za uvođenje mjera koje bi pomogle zemljama da smanje ovisnosti o vanjskom financiranju i ograniče procikličnosti priljeva kapitala.

Naglašavajući strukturne promjene učinaka ekonomske i financijske otvorenosti na makroekonomske performanse u kontekstu ekonomskih integracija Grabner i sur. (2019) okreću se istraživanju istih na uzorku 26 zemalja Europske Unije (EU), isključujući Hrvatsku zbog nedostatka podataka i Ujedinjeno Kraljevstvo koje je do trenutka pisanja ovog rada napustilo zajednicu. Pri tom se nastoji ukazati na postojanje specifičnih razvojnih putova između odabranih zemalja pozivajući se na teoretsku pretpostavku kako prošli uspjeh vodi daljnjem uspjehu, a neuspjeh ka još većem neuspjehu i rezultira procesom polarizacije, koji

podržava daljnje produbljivanje razlika među zemljama. Istraživanje obuhvaća razdoblje od 1960. do 2016. godine i zemlje na osnovu njihovih karakteristika dijeli u četiri skupine. Promatrajući rezultate na razini cijele EU može se zaključiti kako u prosjeku šokovi povećanja financijske otvorenosti negativno povezani s akumulacijom kapitala. Nadalje, iako saldo tekućeg računa promatran kao postotak BDP-a u prvim godinama financijskog otvaranja bilježi porast, isti izostaje s protokom vremena. Slična situacija je i s udjelom izvoza u BDP-u koji nakon prvotnog rasta bilježi pad. Javni dug i udio financijskog sektora u sektorskoj proizvodnji ne pokazuju povezanost s promjenom dok nejednakost dohotka, mjerena gini koeficijentom, raste u srednjoročnom razdoblju. Međutim, zbog heterogenosti zemalja detaljnija analiza zahtijeva podjelu istih u skupine. Pri tom autori idu korak dalje od prethodnih klasifikacija te uobičajenu podjelu na zemlje jezgre i periferije proširuju dodavanjem još dvije skupine; financijska središta i zemlje u procesu sustizanja. Karakteristike navedenih skupina kao i zemlje koje im pripadaju mogu se iščitati iz tablice 2.

Tablica 2: Klasifikacija 26 zemlja EU prema karakteristikama.

Kategorija	Razlikovne karakteristike	Članice
Jezgra	Visok BDP per capita Važnost industrijske proizvodnje Proizvodnja kompleksnih proizvoda Relativno niska nezaposlenost	Austrija, Belgija, Danska, Finska, Njemačka, Švedska
Periferija	Nizak udio izvoza Relativno visok javni dug Skлонost gomilanju deficita tekućeg računa Relativno visoka nezaposlenost	Cipar, Francuska, Grčka, Italija, Portugal, Španjolska
Zemlje u procesu sustizanja	Relativno niska razina plaća i BDP per capita Visok udio stranog vlasništva Manja zastupljenost sektor usluga, ali važan proizvodni sektor	Bugarska, Rumunjska, Češka Republika, Estonija, Latvija, Litva, Mađarska, Poljska, Slovenija, Slovačka
Financijska središta	Visoka razina duga privatnih tvrtki Važan udio financija u ukupnoj proizvodnji Veliki priljevi stranih investicija Visoki prihodi od poreza na bogatstvo	Luksemburg, Nizozemska, Malta, Irska

Izvor: Grabner i sur. (2019)

Predstavljene skupine zemalja u prosjeku su različito reagirale na šokove financijske otvorenosti. U zemljama jezgre nije došlo do promjene nezaposlenost, dok su zemlje periferije zabilježile porast iste, a preostale dvije skupine doživjele su samo privremen privremeni pad nezaposlenosti. Izostanka utjecaja financijske liberalizacije i rasta BDP-a prisutna je u zemljama jezgre i financijskim središtima, dok se u preostalim skupina očituje negativan odnos. Ovim procesom saldo tekućeg računa poboljšao se u zemljama jezgre i financijskim središtima, a dodatno pogoršao u skupinama čiji je saldo i prije liberalizacije bio u nepovoljnijem položaju. Konačno, BDP pokazuje pozitivnu povezanost s globalizacijom u zemljama u procesu sustizanja i financijskim središtima, dok povezanost izostaje za zemlje jezgre i periferije.

Imajući na umu da su međunarodna konkurentnost i tehnološke mogućnosti ključne za razvojne putanje zemalja s obzirom na zadana politička i institucionalna ograničenja. Budući da je iz istraživanja jasno kako unutar EU izostaje konvergencija u pogledu tehnoloških mogućnosti nije izgledno očekivati da će sve zemlje u procesu sustizanja poboljšati svoj položaj i priključiti se zemljama jezgre, već će za jedan dio zemalja izglednije da će se pridružiti europskoj periferiji. U cilju suzbijanja procesa polarizacije potrebne su aktivne mjere ekonomske politike kako bi se osigurao proces konvergencije na području EU.

U svrhu dokazivanja hipoteze da priljev inozemnoga kapitala u tranzicijskim zemljama, u prosjeku, pozitivno utječe na domaće investicije, ali ne i na stopu nacionalne štednje Lovrinčević, Marić i Mikulić (2005) proveli su analizu učinaka bruto priljeva inozemnog kapitala na domaće investicije i na nacionalnu štednju. Na početku tranzicijskog razdoblja, ove europske zemlje prolazile su kroz brojne strukturne i institucionalne reforme. U uvjetima pada proizvodnje, rasta nezaposlenosti i inflacije te niske nacionalne štednje, strani kapital je bio neophodno potreban komplement nacionalnoj štednji za uspješno provođenje procesa tranzicije. Međutim, ovakav smjer kretanja kapitala ostao je na snazi dugi niz godina zbog čega se nameće pitanje dugoročne održivosti deficita tekućeg računa bilance plaćanja.

Pri tom, autori stavljaju naglasak na analizu veza između priljeva inozemnoga kapitala i domaćih investicija, odnosno nacionalne štednje tranzicijskih zemalja. Nastoji se dati odgovor na pitanja je li strana štednja u tranzicijskim zemljama potiče domaću investicijsku aktivnost, kao i je li ista komplement ili supstitut nacionalnoj štednji. Budući da je saldo tekućeg računa bilance plaćanja razlika između štednje i investicija u pojedinim zemljama, analiziranje utjecaja strane štednje na domaće investicije i štednju drugim riječima je analiza utjecaj priljeva stranog kapitala na bilancu plaćanja.

Uslijed visokih deficita tekućih računa bilance plaćanja, postavlja se pitanje potencijalnog ograničavanja inozemnog zaduživanja. Ako vrijedi da su nacionalna i inozemna štednja supstituti, ograničavanje inozemnog zaduživanja rezultirati će rastom nacionalne štednje bez smanjivanja gospodarske aktivnosti. Međutim, ako iznos domće štednje nije ovisan o priljevu inozemne, u tom slučaju bi takav potez pridonio padu i domćih investicija i ukupne gospodarske aktivnosti.

U svrhu analize, primijenjena je metoda analize panel podataka na 11 tranzicijskih zemalja Srednje i Istočne Europe, za razdoblje od 1993. do 2002. godine. Kao glavni izvor podataka o kretanju priljeva inozemnoga kapitala korišteni su podatci o bilancama plaćanja promatranih tranzicijskih zemalja. Razmatran je ukupan priljev kapitala, nekorigiran za odljeve kapitala. Također, zbog ograničenosti podataka ukupan bruto priljev kapitala ne razdvaja se po izvoru kapitala na privatne i javni izvore. Priljevi inozemnoga kapitala mogu se podijeliti na: FDI, portfolio investicije i ostale inozemne investicije (inozemni krediti). U promatranom desetogodišnjem razdoblju zabilježen je ukupan priljev inozemnoga kapitala od 236 mlrd USD. Najveći udio u strukturi priljeva inozemnoga kapitala zauzeo je FDI (55%), zatim portfolio i investicije (26%) i ostale investicije sa 19%.

Promatranjem bilance plaćanja tranzicijskih zemalja dobiva se uvid koliki je dio priljeva strane štednje iskorišten za pokrivanje deficita tekućeg računa bilance plaćanja, koliki je dio ušao u zemlju i zatim izašao iz nje, kao i koliki je dio iskorišten za povećanje međunarodnih pričuva promatranih zemalja. Kao što je vidljivo iz tablice 3, preko 50% priljeva stranog kapitala u promatranim tranzicijskim zemljama iskorišteno za financiranje deficita tekućih računa (53,9%), a značajan dio usmjeren od 30% usmjeren je u povećanje međunarodnih pričuva zemalja. Dok je udio odljeva kapitala bio relativno nizak, njegov udio u prosjeku je iznosio 19%.

Domaće investicije definirane su kao funkcija bruto priljeva inozemnoga kapitala i stope gospodarskog rasta, dok je nacionalna štednja definirana kao bruto priljev pojedinih komponenti inozemnoga kapitala i stope gospodarskoga rasta. Regresijska analize između priljeva strane štednje i domćih investicija potvrđuju postojanje crowding-in effect-a, prema kojem veća državna potrošnja vodi ka povećanju investiranja privatnog sektora. Međutim, ukupan priljev inozemne štednje ima veoma mali učinak na nacionalnu štednju što vodi ka zaključku kako priljev inozemnoga kapitala u tranzicijskim zemljama u prosjeku vodi ka pogoršanju salda tekućeg računa. Dodatno, sve tri kategorije inozemnoga kapitala pokazale su se nesignifikantnima u objašnjavanju nacionalne štednje tranzicijskih zemalja.

Na osnovu rezultata istraživanja jasno je da bi ograničivanje inozemnoga zaduživanja utjecalo na domaće investicije i rezultiralo njihovim smanjenjem, međutim priželjkivano povećanje nacionalne štednje bi izostalo. Strani kapital, kao ni njegove komponente, nisu se pokazale značajnim u objašnjavanju kretanja nacionalne štednje tranzicijskih zemalja, što implicira kako **nacionalna štednja i inozemna štednja nisu supstituti**.

Pregledom odabranih empirijskih istraživanja mogu se iznijeti sljedeći zaključci:

- Zemlje generiraju različite priljeve kapitala s obzirom na karakteristike gospodarstva.
- Visoki deficiti tekućeg računa istovremeno su povezani s ubrzanim početnim rastom i s povećanom finansijskom osjetljivošću te problemima s održivosti gospodarskog rasta.
- Priljevi kapitala djeluju prociklično i kriznim uvjetima produbljuju krizu u zemljama primateljicama strane štednje.
- Strana i domaća štednja nisu supstituti.
- U slučaju izostanka odgovarajućih smjernica makroekonomske politike proces sustizanja razvijenijih zemalja od strane zemalja u razvoju biti će neuspješan.

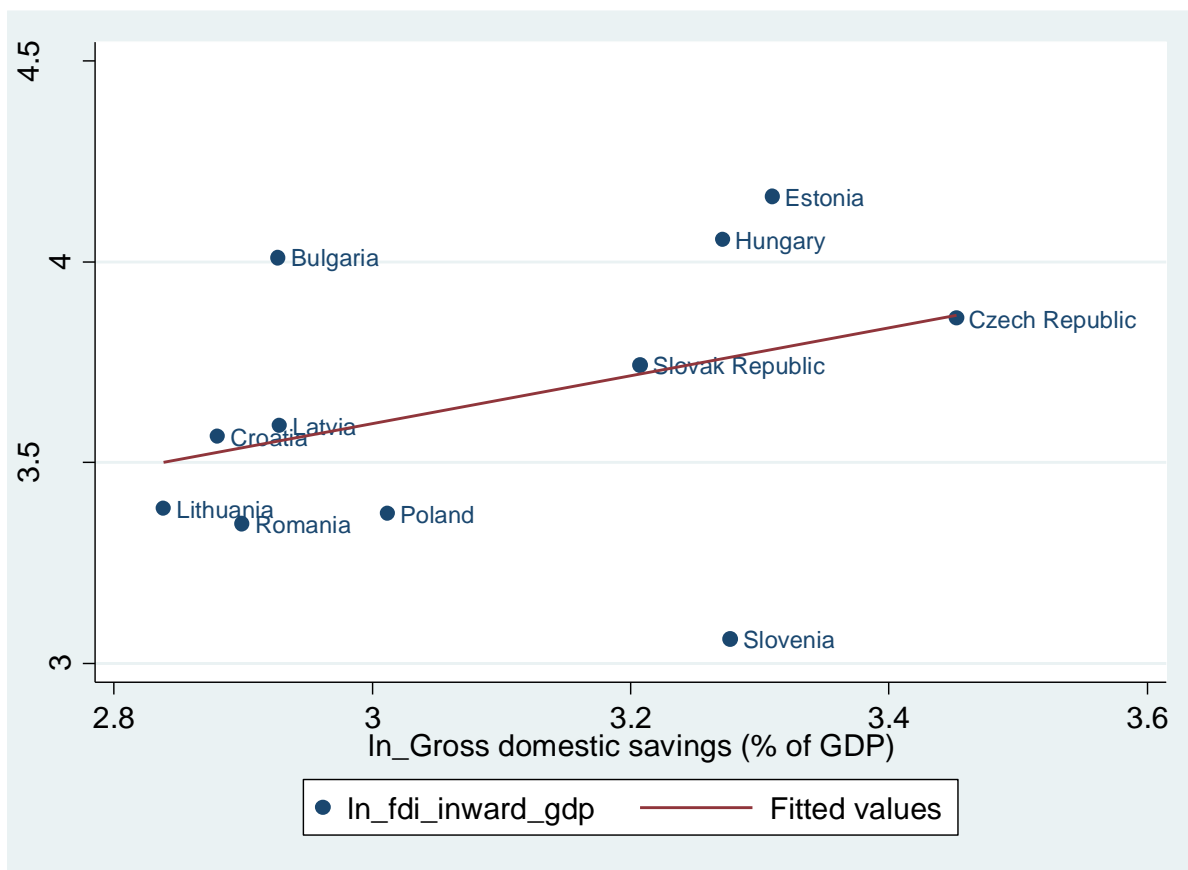
4. EMPIRIJSKI MODEL SUODNOSA DOMAĆE I STRANE ŠTEDNJE TE GOSPODARSKOG RASTA NA PRIMJERU EU POSTTRANZICIJSKIH ZEMALJA

4.1. Uzorak i deskriptivna statistika

Model kojim se provodi empirijska analiza sastoji se od 11 zemalja i obuhvaća razdoblje od 1995. do 2019. godine. Varijable korištene u modelu su: kao zavisna varijabla Stopa rasta BDP-a (%) (GDP_GRWTH), te kao nezavisne varijable Bruto domaća štednja (% BDP-a) (GDS), Strana štednja (FDI_INW) (%) i Realni tečaj (2010=100).

U nastavku će biti prikazani grafikoni koju upućuju na kretanje odabranih varijabli za 11 promatranih zemalja u odabranom vremenskom intervalu. Dijagramima rasipanja dodatno će se objasniti povezanost varijabli u svrhu boljeg razumijevanja rezultata.

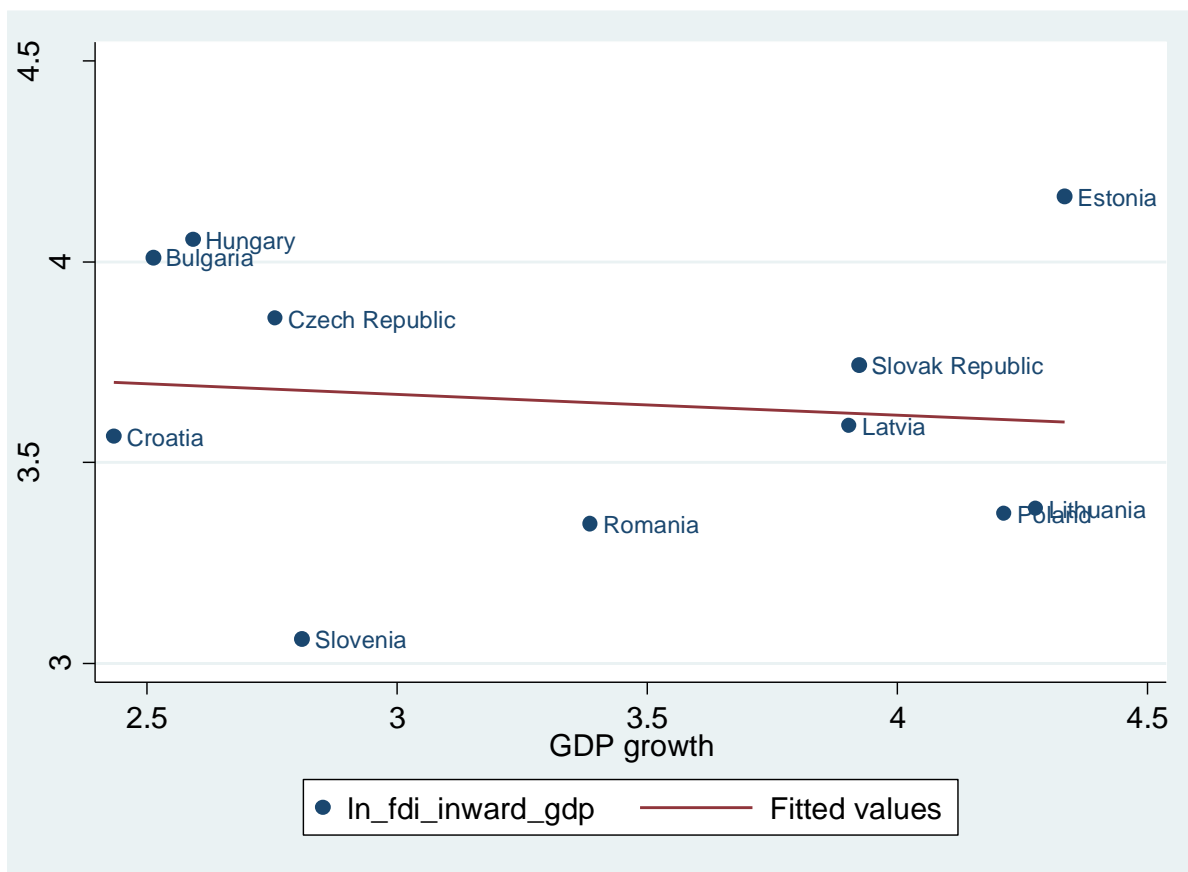
Na temelju dijagrama rasipanja prikazanog na grafikonu 2, može se zaključiti kako između bruto domaće štednje i strane štednje postoji pozitivna linearna veza. Odnosno, s povećanjem bruto domaće štednje prisutna je tendencija povećanja strane štednje. Ako pođemo od pretpostavke da viša razina domaće štednje vodi ka višim stopama gospodarskog rasta, onda je za očekivati da će isto pratiti i porast priljeva strane štednje. Poboljšanje investicijskih prilika za zemlju znači istovremeno privlačenje veće količine stranog kapitala i poboljšanje kvalitete samog kapitala.



Grafikon 2: Dijagram rasipanja strane štednje i bruto domaće štednje

Izvor: Izrada autora

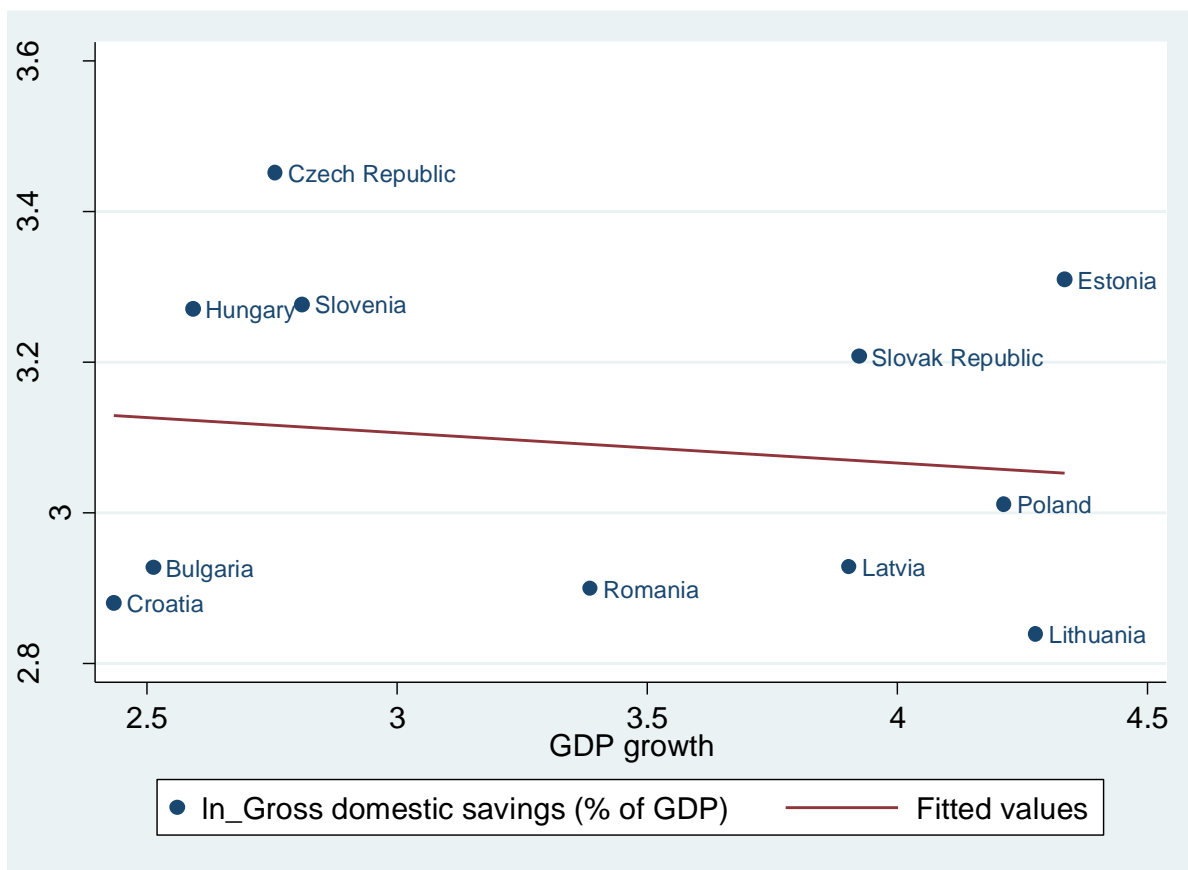
Promatrajući dijagram prikazan na grafikonu 3, može se zaključiti da korelacija između stopa gospodarskog rasta i strane štednje negativna jer s povećanjem stopa gospodarskog rasta smanjuje udio strane štednje. Blago negativna korelacija upućuje na veću akumulaciju i oslanjanje na domaću štednju u uvjetima gospodarskog rasta, budući da isto stvara preduvjete za održavanje rasta. Grafikon upućuje na karakter smjera koji je pozitivan, ali i na grupiranje zemalja. Primjerice, što je veća domaća štednja u Češkoj veći je i FDI, ali isto nije primjenjivo na sve promatrane zemlje.



Grafikon 3: Dijagram rasipanja strane štednje i stopa gospodarskog rasta

Izvor: Izrada autora

Promatrajući stopu gospodarskog rasta i domaće štednje na dijagramu rasipanja (grafikon 4) može se uočiti postojanje blago negativne korelacije. Međutim, prilikom tumačenja ovog dijagrama treba imati na umu specifičnosti promatranih zemalja. Uzrok negativne korelacije u ovom slučaju može biti u ograničenosti investicijskim prilikama u zemlji, zbog čega se domaća štednja ne uspijeva usmjeriti u produktivne svrhe. Nadalje, treba uzeti u obzir kako se gospodarski rast može temeljiti na uveznoj potrošnji, kao i na zaduživanju te u tom slučaju nema domaće štednje. Tako su post tranzicijske zemlje do 2007. god imale visoke stope gospodarskog rasta zahvaljujući deficitu tekuće bilance plaćanja. Rast je bio visok, rastao je dohodak i BDP po stanovniku, ali isto nije pratio rast domaće štednje.



Grafikon 4: Dijagram rasipanja bruto domaće štednje i stopa gospodarskog rasta.

Izvor: Izrada autora

Dakle, ukoliko je korelacije između domaće štednje i stranih direktnih investicija pozitivna, zemlja će imati visok stupanj samofinanciranja. Zemlja koja rast temelji na izvozu bilježit će veću razinu domaće štednje u odnosu na strane direktne investicije. U slučaju gospodarskog rasta zasnovanog na zaduživanju, rast dohotka neće biti popraćen rastom domaće štednje.

4.2. Model i rezultati

Za analizu izabran je kointegracijski model. Sve varijable su logaritmirane kako bi se dobila stabilnost varijance. U prvom koraku provedeni su sljedeći panel testovi jediničnih korijena: LLC test (Levin, Lin and Chu, 2002), Breitung test (Breitung, 2000), IPS test (Im, Pesaran and Shin, 2003), Fischer-type testovi koristeći ADF i PP testovi (Maddala and Wu, 1999 i Choi, 2001) i Hadri test (Hadri, 2000).

Nultom hipotezom pretpostavlja se postojanje jediničnog korijena. Navedeni testovi provedeni su za varijable u razinama i prvim diferencijama.

Panel unit root tests

Variable and test	Level		First difference	
	Intercept	Intercept and trend	Intercept	Intercept and trend
Levin, Lin and Chu t*	Prob.**			
lnGDS	0.0002	0.0000	0.0000	0.0000
lnFDI_INW	0.0000	0.0023	0.0000	0.0000
lnGDP_GRWTH	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000
lnREER	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000
Breitung t-stat	Prob.**			
lnGDS		0.0054		0.0000
lnFDI_INW		0.9984		0.0000
lnGDP_GRWTH		0.0000		0.0000
lnREER		0.9617		0.0000
Im, Pesaran and Shin W-stat	Prob.**			
lnGDS	0.0066	0.0004	0.0000	0.0000
lnFDI_INW	0.0000	0.0275	0.0000	0.0000
lnGDP_GRWTH	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000
lnREER	0.0000	0.3889	0.0000	0.0000
ADF – Fisher Chi-square	Prob.**			
lnGDS	0.0033	0.0018	0.0000	0.0000
lnFDI_INW	0.0000	0.0288	0.0000	0.0000
lnGDP_GRWTH	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000
lnREER	0.0000	0.0176	0.0000	0.0000
PP – Fisher Chi-square	Prob.**			
lnGDS	0.0016	0.0004	0.0000	0.0000
lnFDI_INW	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000
lnGDP_GRWTH	0.0000	0.0002	0.0000	0.0000
lnREER	0.0000	0.0543	0.0000	0.0000

Iz rezultata dobivenih na temelju odabranih testova može se utvrditi da su varijable Stopa rasta BDP-a, Bruto domaća štednja i Strana štednja stacionarne u razinama $I(0)$, dok je varijabla Realni tečaj stacionarna u prvim diferencijama $I(1)$.

Budući da su odabrane varijable različitog reda integriranosti ($I(0)$ i $I(1)$) odabrani model kojim se želi utvrditi utjecaj nezavisnih varijabli na zavisnu je ARDL model, a u tu svrhu primijenjen je združeni procjenitelj aritmetičke sredine grupa (pooled mean group estimator-PMG estimator) (Pesaran, Shin and Smith, 1999)).

Prednost ARDL modela u odnosu na druge modele je što omogućava korištenje varijabli različitog reda integracije, odnosno kada su varijable integrirane reda I(0) i I(1). U prvom koraku procjene modela utvrđuje se postojanje kointegracije. U slučaju postojanja kointegracije procjenjuje se dugoročna veza među varijablama te s njom povezan model korekcije pogreške (ECM).

Pedroni residual cointegration test

Variables: lnGDS, lnGDP_GRWTH, lnGDP_PC, lnGDP_PC_DIFF								
	Intercept				Intercept and trend			
	Statistic	Prob.	Weighted Statistic	Prob.	Statistic	Prob.	Weighted Statistic	Statistic
Panel v-Statistic	-0.160992	0.5640	-0.989536	0.8388	-1.684707	0.9540	-2.501779	0.9938
Panel rho-Statistic	-1.858011	0.0316	-1.134100	0.1284	-1.009814	0.1563	-0.438530	0.3305
Panel PP-Statistic	-4.685807	0.0000	-3.684451	0.0001	-5.277383	0.0000	-4.381837	0.0000
Panel ADF-Statistic	-5.209001	0.0000	-3.905207	0.0000	-5.902894	0.0000	-4.442745	0.0000
Group rho-Statistic	-0.249912	0.4013			0.479728	0.6843		
Group PP-Statistic	-7.144344	0.0000			-6.410963	0.0000		
Group ADFStatistic	-5.153314	0.0000			-5.224047	0.0000		

Kao residual cointegration test (individual intercept)

Variables	ADF	
	t-Statistic	Prob.
lnGDP_GRWTH, lnGDS, lnFDI_INW, lnREER	-4.730990	0.0000

Provedeni testovi kointegracije (Kao, Pedroni) nultom hipotezom pretpostavljaju da nema kointegrirajuće povezanosti među varijablama. Rezultati odabranih testova (Panel PP-Statistic, Panel ADF-Statistic) te Kao residual cointegration test upućuju na odbacivanje nulte hipoteze te se može zaključiti da među varijablama postoji kointegrirajuća povezanost.

ARDL (2,3,3) model

PMG/ARDL (Pooled Mean Group/AR Distributed Lag) - ARDL(1, 2, 2)				
Variable			t-Statistic	Prob.
	Coefficient	Std. Error		
<i>Long Run Equation</i>				
lnGDS	0.233255	0.018488	12.61638	0.0000
lnFDI_INW	-0.019730	0.004467	-4.416752	0.0000
lnREER	-0.647363	0.073019	-8.865731	0.0000
<i>Short Run Equation</i>				
COINTEQ01	-0.310936	0.156400	-1.988085	0.0488
D(LNGDP_GRWTH(-1))	-0.212844	0.093992	-2.264495	0.0251
D(LNGDS)	0.189176	0.066643	2.838666	0.0052
D(LNGDS(-1))	-0.041828	0.023830	-1.755301	0.0814
D(LNGDS(-2))	-0.092408	0.016853	-5.483116	0.0000
D(LNFDI_INW)	-0.037949	0.024017	-1.580112	0.1163
D(LNFDI_INW(-1))	0.082997	0.020924	3.966547	0.0001
D(LNFDI_INW(-2))	0.013913	0.026910	0.517025	0.6060
D(LNREER)	-0.095812	0.094594	-1.012867	0.3129
D(LNREER(-1))	-0.085578	0.101660	-0.841804	0.4013
D(LNREER(-2))	-0.056420	0.051953	-1.085970	0.2794
C	2.154681	1.078009	1.998759	0.0476

U gornjem dijelu prikazana je jednadžba dugoročnog modela. Iz jednadžbe je vidljivo da su sve varijable statistički značajne.

Najsnažniji utjecaj (mjeren veličinom koeficijenta uz nezavisnu varijablu) na stopu rasta BDP-a ima varijabla Realni tečaj (REER) i utjecaj je negativan, odnosno postotno povećanje realnog tečaja (aprecijacija) u prosjeku vodi smanjenju stope rasta BDP-a za 0,64%.

Negativan je utjecaj i Bruto strane štednje gdje rast bruto strane štednje za 1% u dugom roku vodi smanjenju stope rasta BDP-a za 0,02%.

Utjecaj bruto domaće štednje na stopu rasta BDP-a je pozitivan i iznosi 0,23%, odnosno postotno povećanje bruto domaće štednje u prosjeku vodi rastu stope rasta BDP-a za 0,23%.

Na isti način tumače se i koeficijenti u donjem dijelu tablice koji prikazuju jednadžbu kratkoročnog modela.

U donjem dijelu tablice prikazan je i faktor korekcije pogreške (COINTEQ01) koji iznosi -0,31 (negativan i stat.značajan). Budući da su podaci godišnji, ovaj faktor ukazuje da se unutar jedne godine korigira oko 31% odstupanja od ravnotežnog stanja, odnosno da se varijable vraćaju u dugoročnu ravnotežu za nešto više od tri godine.

U kratkom roku najznačajniji utjecaj na BDP_t ima lagirana varijabla GDP_{t-1}, utjecaj je negativan i iznosi 0,21%. Domaća štednja u tekućem razdoblju ima pozitivan utjecaj na GDP_t i iznosi 0,19%, istog predznaka kao i u dugom roku. Lagirana domaća štednja ima negativan utjecaj, ali je njihov utjecaj jako malen i isčezava. Strana štednja u tekućem razdoblju ima negativan utjecaj i istog je predznaka kao i u dugom roku. Lagirana strana štednja ima pozitivan utjecaj na zavisnu varijablu ali je koeficijent malen. REER ima negativan utjecaj kako u tekućem razdoblju tako i kod lagiranih vrijednosti i istog je predznaka kao i u dugom roku.

4.3. Diskusija

Cilj rada je ocijeniti značaj domaće, odnosno strane štednje u formi FDI-a na gospodarski rast europskih post tranzicijskih zemalja. Rezultat istraživanja ukazuje da je utjecaj domaće štednje značajniji za gospodarski rast od strane štednje (FDI) te da ne postoji značajna veza između domaće i strane štednje. Isti uvid javlja se i u radu Mikulić et al. (2006) i upućuje na zaključak da domaća i strana štednja nisu supstituti te da priljev strane štednje u formi FDI-a očitije nije toliko značajan da bi značajnije utjecao na gospodarski rast pa prema tome i kapitalne kontrole ne bi imale svrhe. Jedno od objašnjenja utjecaja FDI-a na rast ide i preko varijable REER-a,

pri čemu, na temelju uvida Perreire (2008, 2009, 2014), realna deprecijacija bi, vjerojatno, utjecala na strukturu i intenzitet priljeva FDI-a u zemlju te tako i na gospodarski rast. Viši gospodarski rast na izvoznim temeljima doveo bi i do rasta domaće štednje.

Ovo objašnjenje se priklanja keynesijanskom i post-keynesijanskom uvidu da su štednja i investicije različite kategorije te da utjecaj na domaću štednju kao reziduala ide preko investicijske aktivnosti i stabilnog rasta dohotka. Navedeno upućuje na nužnu evaluaciju značaja gospodarskog rasta temeljenog na stranoj štednji i to kroz rekonceptualizaciju doktrinarnog okvira.

Teorijsko uporište politike slobode kretanja kapitala i dopune domaće štednje stranom se temelji na neoklasičnom uvidu, prema kojem su strana i domaća štednja supstituti. Istraživanje upravo pokazuje da to nije slučaj te da automatizam strane štednje ne postoji u djelovanju na gospodarski rast, a kvaliteta strane štednje ovisi o kvaliteti domaćeg gospodarskog rasta. S druge strane, nekritično oslanjanje na stranu štednju može dovesti do visokih ali, često, nestabilnih (volatilnih) stopa gospodarskog rasta, nepovoljne gospodarske strukture te relativno niskih stopa domaće štednje.

Brojna empirijska istraživanja dolaze do zaključka kako je utjecaj strane štednje manji od utjecaja domaće štednje na gospodarski rast što je uočeno i dokazano i u ovom radu. Navedeno se može objasniti, između ostalog, različitim stupnjem razvitka (Misztal, 2011), različitim razinama dohotka (Mohan, 2005), neadekvatnom institucionalnom okviru (Rodrik, 2000), ali i negativnim učincima kretanja kapitala (Pereira, 2008).

Zbog navedenog potrebno je u obzir uzeti post-keynesijanske, heterodoksne, ekonomske koncepte koji navode potencijalne negativne utjecaje kapitalnih priljeva na zemlju primateljicu. Zanimarivanje negativnih utjecaja može dovesti do izostanka konvergencije i dugoročnih posljedica za zemlju, u vidu akumulacije vanjskih neravnoteža i zaduženosti koje zemlju vode iz krizu u krizu i čine ju ovisnom o zaduživanju. Heterodoksni pristup upućuje da:

- Relativno značajniji utjecaj domaće štednje proizlazi iz činjenice da je štednja funkcija dohotka što upućuje na potrebu traženja načina za akumulacijom dohotka, osobito ako su glavni promotori stvaranja istog osobna potrošnja ili potrošnja općenito.
- Nikakve kontrole kapitala, osobito FDI-a, ne bi imale utjecaj na ubrzavanje gospodarskog rasta što ne znači nije moguće indirektno usmjeravati strukturu FDI-a kroz investicijsku domaću politiku.

Budući da je domaća štednja zbroj investicija i pozitivnog salda tekućeg računa, a saldo tukućeg računa je pozitivan kada je izvoz veći od uvoza, može se zaključiti kako je izvoz faktor rasta. Veliki broj zemalja koje svoj rast temelje na izvozu imaju visoke stope štednje, budući da je štednja reziduum dohotka i potrošnje. Sva štednja se ne mora direktno pretvoriti u investicije, koje za razliku od štednje imaju druge karakteristike – marginalnu efikasnost kapitala. Prihvatimo li stav da je domaća štednja rezidual dohotka i potrošnje, veći dohodak temeljen na investicijama i izvozu dovest će i do veće štednje a time i do višeg stupnja financijske i makroekonomske stabilnosti zemlje. Poticanje tehnoloških promjena praćenih institucionalnim reformama koji inicira strukturne promjene u gospodarstvima prema sektorima više dodane vrijednosti su najbolja politika postizanja stabilnih i visokih stopa domaće štednje. Pri tome ne treba zaboraviti i ulogu javnog sektora i države u poticanju javnih investicija koje će potaknuti rast ukupne faktorske produktivnosti i time pozitivno djelovati na produktivnost i marginalnu efikasnost privatnih investicija (Grabner et al.,2019). Nastavno na drugu hipotezu to znači da politike domaćeg investiranja i javnih rashoda, obrazovanja i ulaganja u istraživanje i razvoj (R&D) su najbolji način povećanja domaće štednje kao izvora rasta te poticanja učinkovitih stranih direktnih investicija. Transmisije ove politike bolje se uočavaju uzimajući kao teorijski okvir heterodoksne ekonomske teorije.

U radu su postavljene sljedeće hipoteze:

H₁- Postoji statistički značajan suodnos domaće i strane štednje te gospodarskog rasta pri čemu strana dugoročna štednja (strane direktne investicije) i domaća štednja ne predstavljaju supstitute.

H₂- Uz privlačenje stranog kapitala odnosno štednje, treba kreirati politike poticanja domaće štednje.

S obzirom na gore navedeno, može se zaključiti kako strana i domaća štednja nejednako djeluju na dohodak čime se potvrđuje prva hipoteza. Značajniji utjecaj strane štednje vezan je za investicijsku politiku što opravdava drugu hipotezu. Odnosno, kako bi strane investicije doista preuzele funkciju dopune domaćoj štednji potrebno je kreirati odgovarajuće politike koje će potaknuti i domaću štednju te osigurati stabilan gospodarski rast.

5. ZAKLJUČAK

Cilj ovoga rada je bio je ispitati utjecaj strane i domaće štednje na gospodarski rast post tranzicijskih zemalja. U ispunjavanju cilja pošlo se od problema istraživanja da neoklasični model rasta koji je bio podobno opisan u smislu Solowa, na čijem se modelu temelji politika liberalizacije. Poslije teorijskog uvida, radom se pokušala objasniti daljnja tematika kako bi se dobile konture ekonomske politike u smislu značaja domaće i strane štednje kroz neoklasičnu i postkeynesijansku teoriju. Pri tom se kritika neoklasične teorije pokušala nadopuniti uvidima keynesijanaca te su s tim u svezi postavljene dvije hipoteze.

Prva hipoteza, prema kojoj ne postoji supstitucija između strane i domaće štednje, empirijski je potvrđena. Dobiveni rezultati se poklapaju s zaključcima ranije provedenih istraživanja (Lovrinčević, Marić i Mikulić, 2005). Druga hipoteza objašnjava se na temelju rezultata, koji su pokazali da domaća i strana štednja ne djeluju isto na gospodarski rast. Zaključeno je kako će strana štednja aktivnije djelovati na gospodarski rast kroz utjecaj na istu, odnosno provođenjem aktivnih mjera domaće politike, što je sukladno postkeynesijanskim uvidima.

Dakle, iako je pretpostavljeno da bi financijska liberalizacija trebala ukloniti sve prepreke konvergencije slabije razvijenijih zemalja ka najrazvijenijim gospodarstvima empirijska istraživanja osporavaju navedenu pretpostavku. Budući da se djelovanje strane i domaće štednje na gospodarski rast razlikuje, ne postoji mogućnost da strana štednja bude supstitut domaćoj štednji. Aktivnim djelovanjem politike strana štednja se može usmjeriti u produktivne svrhe, umjesto u potrošnju, te generirati rast izvoza i samim time i rast dohotka što će u konačnici dovesti do rasta domaće štednje i stabilnog gospodarskog rasta.

Nadalje, uspješno iskorištavanje dostupnog stranog kapitala uvelike će ovisiti i o stupnju razvitka zemlje primateljice. Izostanak ispunjenih pretpostavki za uspješnu apsorpciju strane štednje rezultirati će bijegom kapitala iz zemlje, porastom potrošnje te volatilnim rastom izrazito osjetljivim na kretanja na tržištu kapitala. Zbog navedenog je, uz adekvatnu politiku strane štednje, potrebno osigurati preduvjete koji su nužni za uspješno generiranje kapitala.

Posebnu pažnju potrebno je posvetiti i realnom tečaju koji je osjetljiv na značajne promjene u kretanju kapitala. Ukoliko strani kapital dolazi zajedno s aprecijacijom nacionalne valute koristi

od istog za gospodarski rast neće biti značajne. Upravo suprotno, predstavljeni scenarij rezultirati će porastom uvoza i dodatno unazaditi gospodarstvo.

LITERATURA

1. Alrasheedy, A. i Alaidarous, H. (2019): The Relationship between Saving and Investment: The Case of Saudi Arabia, *International Journal of Economics and Finance*, Canadian Center of Science and Education, vol. 11, str 1-64.
2. Bolukoglu, A. (2020): Capital flows, real exchange rate appreciation, and income distribution in an open economy post Keynesian model of distribution and growth, *Journal of Post Keynesian Economics*, 43(4), str. 608-633.
3. Botta, A., Yajima, G. T. i Porcile, G. (2022): Structural Change, Productive Development, and Capital Flows: Does Financial “Bonanza” Cause Premature Deindustrialization?, *Levy Economics Institute, Working Papers Series*.
4. Bresser-Pereira, L. Gala, P. (2008): Foreign savings, insufficiency of demand, and low growth, *Journal of Post Keynesian Economics*, Vol. 30, str. 315-334.
5. Bresser-Pereira, L. (2008): The tendency to the overvaluation of the exchange rate.
6. Bresser-Pereira, L. C., & Gala, P. (2009); Why Foreign Savings Fail to Cause Growth, *International Journal of Political Economy*, Vol. 38
7. Bresser-Pereira, L. C., Araújo, E. i Gala, P. (2014) : An empirical study of the substitution of foreign for domestic savings in Brazil, *EconomiA*, ISSN 1517-7580, Elsevier, Amsterdam, Vol. 15, str. 54-67
8. Bresser-Pereira, L. i De Moraes Moreira, T. (2017): Why Developing Countries Should Not Incur Foreign Debt: The Brazilian Experience, u J. Bohoslavsky & K. Raffer (Eds.), *Sovereign Debt Crises: What Have We Learned?*, Cambridge: Cambridge University Press, str. 31-47.
9. Cavallo, E., Eichengreen, B. i Panizza, U. (2016): Can Countries Rely on Foreign Saving for Investment and Economic Development?, *IDB Working Paper Series*, 718.
10. Ciftcioglu, S. i Begovic, N. (2010): Are domestic savings and economic growth correlated? Evidence from a sample of Central and East European countries. *Problems and Perspectives in Management*, str. 30-35.
11. Claus, I., Haugh, D., Scobie, G. i Tornquist, J. (2001): Saving and growth in an open economy, *Treasury Working Paper Series 01/32*, New Zealand Treasury.
12. Dullien, S. (2013); How beneficial are capital inflows for economic catch-up? Lessons from the euro periphery. *Competence Centre on Money, Trade, Finance and Development 1308*, Berlin.

13. Eichengreen, B. i Gupta, P. (2016): Managing Sudden Stops, World Bank Policy Research Working Paper No. 7639.
14. Feldstein, M. i Horioka, C. (1980): Domestic Savings and International Capital Flows. *Economic Journal*, Vol 90, str. 314-329.
15. Ford, N. i Horioka, C. Y. (2016): The ‘real’ explanation of the Feldstein–Horioka puzzle – and what it means , *Applied Economics Letters*, Vol 24(2), str. 95-97.
16. Gala, P. i Rocha, M. A. (2011): Real exchange rates, domestic and foreign savings: the missing link, *Brasilian journal of political economy*
17. Ganioglu, A. i Yalcin, C. (2013): Domestic Savings-Investment Gap and Growth: A Cross-Country Panel Study, Working Papers 1346, Research and Monetary Policy Department, Central Bank of the Republic of Turkey.
18. Garcia, A. D. i Contendo de Oliveira, G. (2020): Capital account liberalization and its effects on economic growth and financial instability: the ex ante orthodox models were wrong, *Brazilian Journal of Political Economy*, 40(4), str. 669-688.
19. Gräbner, C., Heimberger, P., Kapeller, J. i Schütz, B. (2020): Is the Eurozone disintegrating? Macroeconomic divergence, structural polarisation, trade and fragility, *Cambridge Journal of Economics*, Volume 44 (3), str. 647–669.
20. Gräbner, C., Heimberger, P., Kapeller, J., i Schütz, B. (2019): Structural change in times of increasing openness, *Development Economics II*, No. B04-V1, Kiel, Hamburg
21. Hundie, S. (2016): Savings, Investment and Economic Growth
22. Keynes, J. M. (1936): *The General Theory of Employment, Interest and Money*, London: Macmillan, str. 6
23. Lovrinčević, Ž., Marić, Z. i Mikulić, D. (2005): Priljev inozemnog kapitala - utjecaj na nacionalnu štednju, domaće investicije i bilancu plaćanja tranzicijskih zemalja Srednje i Istočne Europe, *Ekonomski pregled*, str.163-185.
24. Lucas, R. (1990): Why Doesn't Capital Flow from Rich to Poor Countries?, *American Economic Review*, Vol. 80 (May), str. 92–96.
25. Misztal, P. (2011): The Relationship between Savings and Economic Growth in Countries with Different Level of Economic Development, *Financial Internet Quarterly*, Vol. 7(2), str. 17-29.
26. Mohan, R. (2006): Causal relationship between savings and economic growth in countries with different income levels. *Economics Bulletin*, Vol 5, str. 1-12

27. Obstfeld, M. i Rogoff, K. (1994): The Intertemporal Approach to the Current Account, NBER Working Papers 4893.
28. Obstfeld, M. i Rogoff, K. (1996): "The Intertemporal Approach to the Current Account," NBER Working Papers 4893.
29. Pereira, L.C.B.. (2009): Globalization and competition: Why some emergent countries succeed while others fall behind.
30. Prasad, E. S., Rajan, R. G. i Subramanian A. (2007): Foreign Capital and Economic Growth, Brookings Papers on Economic Activity, Economic Studies Program, The Brookings Institution, vol. 38, str. 153-230.
31. Rodrik, D. (2000): Institutions for high-quality growth: What they are and how to acquire them, Studies in Comparative International Development.
32. Solow, R. M. (1956): A Contribution to the Theory of Economic Growth, Quarterly Journal of Economics, Vol. 70, str. 65-94.
33. Staehr, K. (2002): Economic Growth in the Transition Economies – Sustainability and Vulnerability, International department Norges Bank, str. 34-54.
34. Staehr, K. (2017): Capital flows and growth dynamics in Central and Eastern Europe, Post-Communist Economies, str. 1-18.

POPIS TABLICA, SLIKA I GRAFIKONA

Tablica 1: Stopa supstitucije i posljedice za gospodarstva	27
Tablica 2: Klasifikacija 26 zemlja EU prema karakteristikama.	37
Slika 1: Mainstream pristup štednji i investicijama	9
Slika 2: Heterodokсни pristup štednji i investicijama	16
Slika 3: Promjene platne bilance i deviznog tečaja uslijed odabira strategije rasta	26
Grafikon 1: Solow–Swan model rasta.....	10
Grafikon 2: Dijagram rasipanja strane štednje i bruto domaće štednje.....	42
Grafikon 3: Dijagram rasipanja strane štednje i stopa gospodarskog rasta.....	43
Grafikon 4: Dijagram rasipanja bruto domaće štednje i stopa gospodarskog rasta.	44

SAŽETAK

Cilj rada je teorijski objasniti i empirijski testirati suodnos strane i domaće štednje te gospodarskog rasta na primjeru 11 EU post tranzicijskih zemalja. U svrhu boljeg razumijevanja predstavljenog odnosa, prvo je dani suodnos kritički analiziran kroz koncepte neoklasične i postkeynesijanske teorije. Kritičkim pregledom dosadašnjih istraživanja indentificirane su glavne i kontrolne varijable, te prezentirani rezultati i nedostaci prethodnih istraživanja. Na osnovu teorijskog istraživanja formiran je empirijski model o utjecaju varijabli realnog tečaja te bruto domaće i strane štednje na stopu rasta BDP-a. Zaključak je da strana štednja (u obliku FDI-a) ne može biti supstitut domaćoj štednji zbog različitog utjecaja na gospodarski rast. Također, za uspješno iskorištavanje dostupnog stranog kapitala potrebno je osigurati institucionalne preduvjete za uspješnu apsorpciju istog te istovremeno kreirati politike poticanja domaće štednje kako bi se osigurao stabilan i dugoročan gospodarski rast.

Ključne riječi: strana i domaća štednja, post tranzicijske EU zemlje, realni tečaj

SUMMARY

The aim of this paper was to explain and empirically test the relationship between foreign and domestic savings and economic growth on the example of 11 EU post-transition countries. To better understand the relationship presented, the concepts of neoclassical and post-Keynesian theory were first explained and critically analysed. The paper also introduces the research of other authors and presents the main conclusions related to the specific topic. Based on the theoretical research, an empirical model of the impact of the real exchange rate and gross domestic and foreign savings on the GDP growth rate was constructed. The conclusion is that foreign savings cannot be a substitute for domestic savings as they have different effects on economic growth. Moreover, in order to successfully utilise the available foreign capital, the institutional conditions for its successful absorption must be created and, at the same time, measures must be taken to promote domestic savings in order to ensure stable and long-term economic growth.

Keywords: foreign and domestic savings, post-transition EU countries, real exchange rate