

Desetljeće Preživljavanja (prema ekonomiji ponude)

Željko Rohatinski
www.macropuls.hr

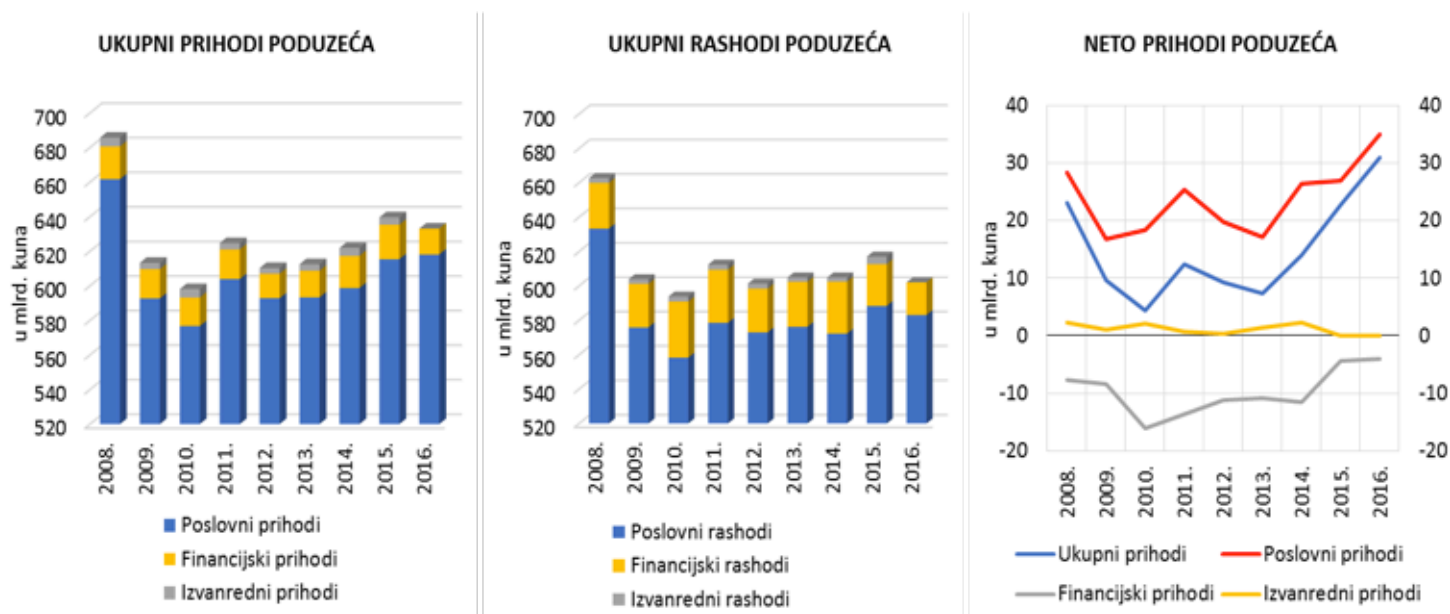
Desetljeće recesije i sporog oporavka razotkrilo je i efekuiralo suštinske financijske probleme hrvatskih poduzeća. Afera Agrokor ekstremna je ilustracija tih problema. Njihova geneza formirana je u pretkriznom razdoblju rapidnim rastom zaduženosti sektora poduzeća poticanim obiljem ponude kredita na domaćem financijskom tržištu financiranih od strane inozemnih banaka i njihovih „banaka-kćeri“, koje je završetkom rata postalo atraktivno za inozemne kreditore. Kako zbog viših kamatnih stopa i većih stopa povrata na uloženi kapital, tako i zbog rastućih tržišnih vrijednosti kolaterala (posebno zemljišta na atraktivnim lokacijama) koji su opravdavali odgovarajući poslovni rizik. Tako se u razdoblju od 2000. do 2008. godine inozemni dug sektora poduzeća povećao s 3,8 na 17,8 mlrd. eura, a njegov dug kod domaćih banaka s 4,7 na 14,0 mlrd. eura, ili ukupno za 23,3 mlrd. eura. To je determiniralo i povećanje ukupnog koeficijenta zaduženosti sektora poduzeća s 45,7% njihove imovine u 2001. godini na 58,9% imovine u 2008. godini.

I dok se u uvjetima dinamičnog rasta ukupnog prihoda po prosječnoj stopi do 10,6% godišnje stvarao privid o održivosti povećanog stupnja zaduženosti, odnosno o pozitivnom utjecaju tog zaduživanja na tekući rast i buduće perspektive hrvatske ekonomije, ulaskom u recesiju problem visoke zaduženosti pomakao je svoje težište s dinamičkog na strukturni aspekt poslovanja. Drugim riječima, teret servisiranja dugova prebačen je iz sfere prirasta prihoda u sferu preraspodjele rashoda, restrukturiranja imovine i obveza te smanjenja zaposlenosti. Tome su dva osnovna razloga: povećana bilančna ograničenja sektora poduzeća u uvjetima smanjenih poslovnih prihoda (2016. oni su još uvijek 7% nominalno manji nego u 2008. godini, Slika 1.), te povećana suzdržanost banaka (plasmani poduzećima niži su za 9,5%) zbog smanjenja kreditne sposobnosti komitenata. Posljedično, povećano je međusobno „kreditiranje“ između poduzeća, odnosno veličina odgođenog podmirivanja obveza iz njihovog poslovanja.

Situacija se počela postupno mijenjati tek 2014. godine usporedo sa zaustavljanjem pada i početkom blagog oživljavanja ekonomske aktivnosti, ali su suštinski strukturni problemi i dalje prisutni. Njih primarno obilježava nizak stupanj samofinanciranja, gdje udio vlastitog kapitala u strukturi ukupnih obveza sektora poduzeća iznosi 39% (2016.), dok je njegova veličina – zbog potrebe pokrića akumuliranih gubitaka iz poslovanja – za 1,1% manja nego 2008. godine. S obzirom na to, u strukturi financiranja raste udio eksternih obveza, posebno dugoročnih (26,3% ukupnih obveza) koje su povećane za 18,1%, kao i

Geneza problema hrvatskih poduzeća formirana je u pretkriznom razdoblju rapidnim rastom njihove zaduženosti poticanim obiljem ponude kredita na domaćem financijskom tržištu financiranih od inozemnih banaka i njihovih „banaka-kćeri“, koje je završetkom rata postalo atraktivno za inozemne kreditore

Tijekom recesije teret servisiranja dugova prebačen je iz sfere prirasta prihoda u sferu preraspodjele rashoda, restrukturiranja imovine i obveza te smanjenja zaposlenosti



Slika 1. Poslovanje nefinancijskih poduzeća u Hrvatskoj – od početka krize do sporog oporavka

IZVOR: FINA

odgoda plaćanja troškova koja je povećana za 23,9%. Sukladno tome, koeficijent zaduženosti poduzeća dostigao je u 2012. godini razinu od čak 66,6% da bi se do 2016. spustio na još uvijek visokih 61,0%.

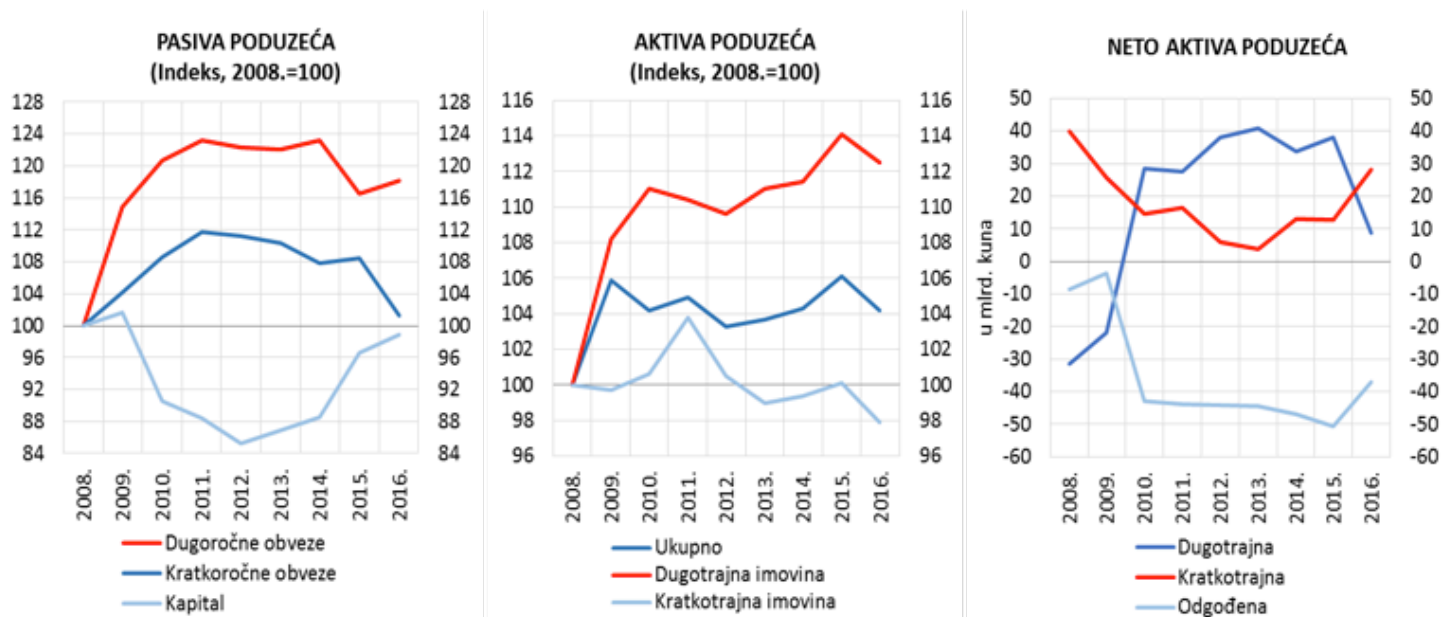
Zbog takvih odnosa u pasivi bilance poduzeća raste njihova preferencija ka tekućoj likvidnosti. Tako se udio gotovog novca u strukturi imovine povećava s 3% na 5% (rast od 73,8%), dok se istodobno u uvjetima smanjene razine ekonomske aktivnosti i skraćivanja rokova naplate potraživanja smanjuje udio zaliha i kratkotrajnih potraživanja u ukupnoj aktivi s 26,3% u 2008. na 22,5% 2016. godine (pad za 11%). Uslijed toga, ukupna veličina kratkotrajne imovine sektora poduzeća manja je u 2016. u odnosu na 2008. godinu za 2,1% odražavajući probleme u obrtnoj sferi poslovanja. To je „bilančno kompenzirano“ povećanom računovodstvenom vrijednošću materijalne imovine (49,9% ukupne imovine) koja je u odnosu na 2008. godinu veća za 10%. U okviru toga, vrijednost zemljišta je veća za 22,3%, a vrijednost građevinskih objekata za 10,4%, iako u tom razdoblju nije bilo značajnije investicijske aktivnosti niti rasta cijena u građevinarstvu. Zato se postavlja pitanje realnosti računovodstvenog iskaza, odnosno tržišne valorizacije vrijednosti ukupne imovine poduzeća ukoliko bi se materijalna komponenta te imovine pretvarala u likvidna sredstva potrebna za podmirivanje financijskih obveza.

Upitna je realnost računovodstvenog iskaza, odnosno tržišne valorizacije vrijednosti ukupne imovine poduzeća ukoliko bi se materijalna komponenta te imovine pretvarala u likvidna sredstva potrebna za podmirivanje financijskih obveza.



Slika 2. Struktura imovine i obveza poduzeća

IZVOR: FINA



Unatoč aktualnom poboljšanju koeficijenta likvidnosti i smanjenju koeficijenta zaduženosti poduzeća (Slika 3.), ukupnost bilančnih odnosa u njihovom poslovanju zapravo ukazuje na postojanje svojevrsnog „balona“ u bilancama koji se manifestira kroz smanjenje koeficijenta obrtaja ukupne imovine za 12% (Slika 4., lijevo), odnosno kroz odgovarajuće smanjenje efikasnosti njenog korištenja. Doda li se tome smanjenje zaposlenosti za 5%, ali ne i pripadajućih troškova zaposlenih (Slika 4., desno), mikroekonomske posljedice „desetljeća preživljavanja“ ekonomske krize u financijskom i radnom pogledu poslovanja poduzeća još su izraženije nego što to proizlazi iz korespondentnih makroekonomskih pokazatelja. S obzirom na to, promišljanje daljnjeg razvoja hrvatske ekonomije nužno mora simultano sadržavati i njegov mikroekonomski aspekt.

Njime dominira nekoliko razvojnih prioriteta: (a) restrukturiranje, modernizacija i povećanje stupnja korištenja proizvodnih kapaciteta te materijalnih resursa u privatnom i državnom vlasništvu, (b) jačanje obrtne sfere poslovanja s povećanjem samofinanciranja te smanjenjem troškova eksternih izvora, posebno vezanih uz razumnu podjelu financijskih rizika, i (c) povećanje broja radnih mjesta i produktivno zapošljavanje odgovarajuće obrazovane radne snage. Sve to u smjeru tehnološki propulzivnog rasta okrenutog prema globalnom, a ne samo regionalnom tržištu. U tome je, naravno, ključna uloga poduzetništva, ali i države. Posredno, kroz bolju pripremu za korištenje EU fondova, ali i neposredno, kroz – uz podršku monetarne politike – proaktivnu fiskalnu politiku. Kako u sferi proračunskih prihoda i upravljanja javnim dugom,

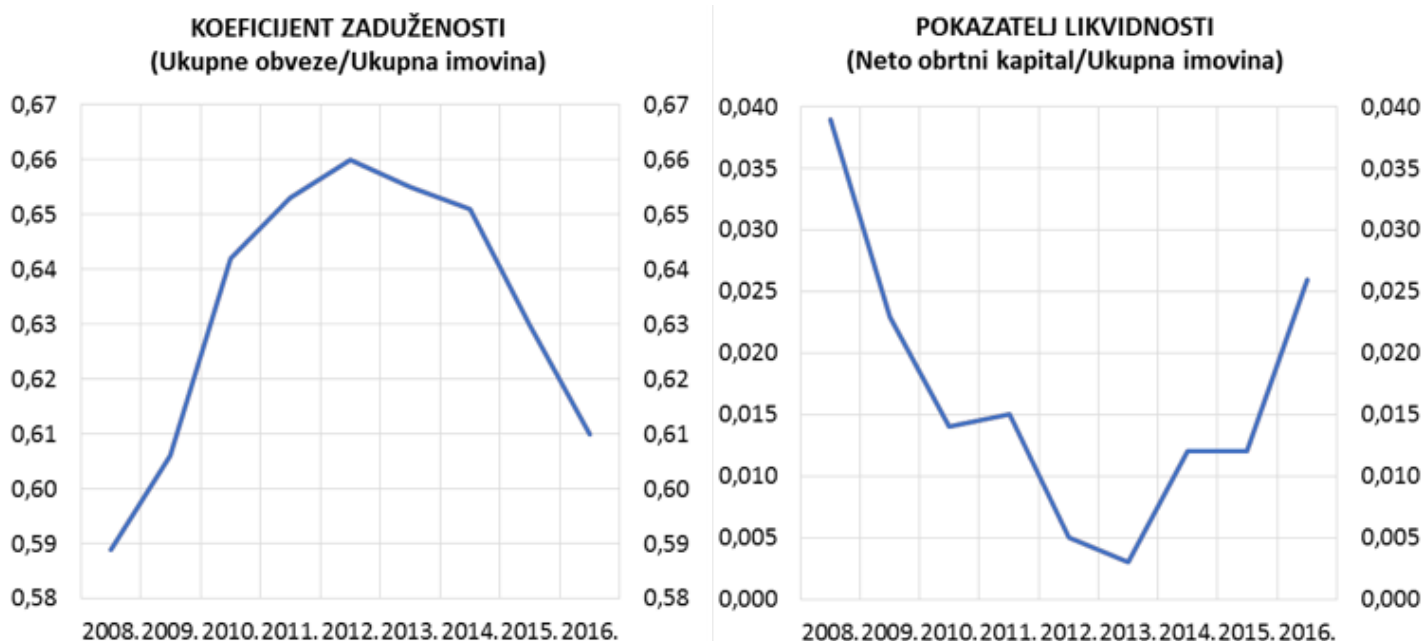
Mikroekonomske posljedice „desetljeća preživljavanja“ ekonomske krize u financijskom i radnom pogledu poslovanja poduzeća još su izraženije nego što to proizlazi iz korespondentnih makroekonomskih pokazatelja.



tako još više u sferi proizvodno usmjerenih proračunskih rashoda. To je relevantno i s aspekta aktivne demografske politike gdje izvorište problema nije toliko socijalne koliko ekonomske prirode i gdje rješenja leže u sferi zapošljavanja i radnih prava, a ne povećavanja socijalne pomoći.

Slika 3. Zaduzenost i likvidnost poduzeća

IZVOR: FINA



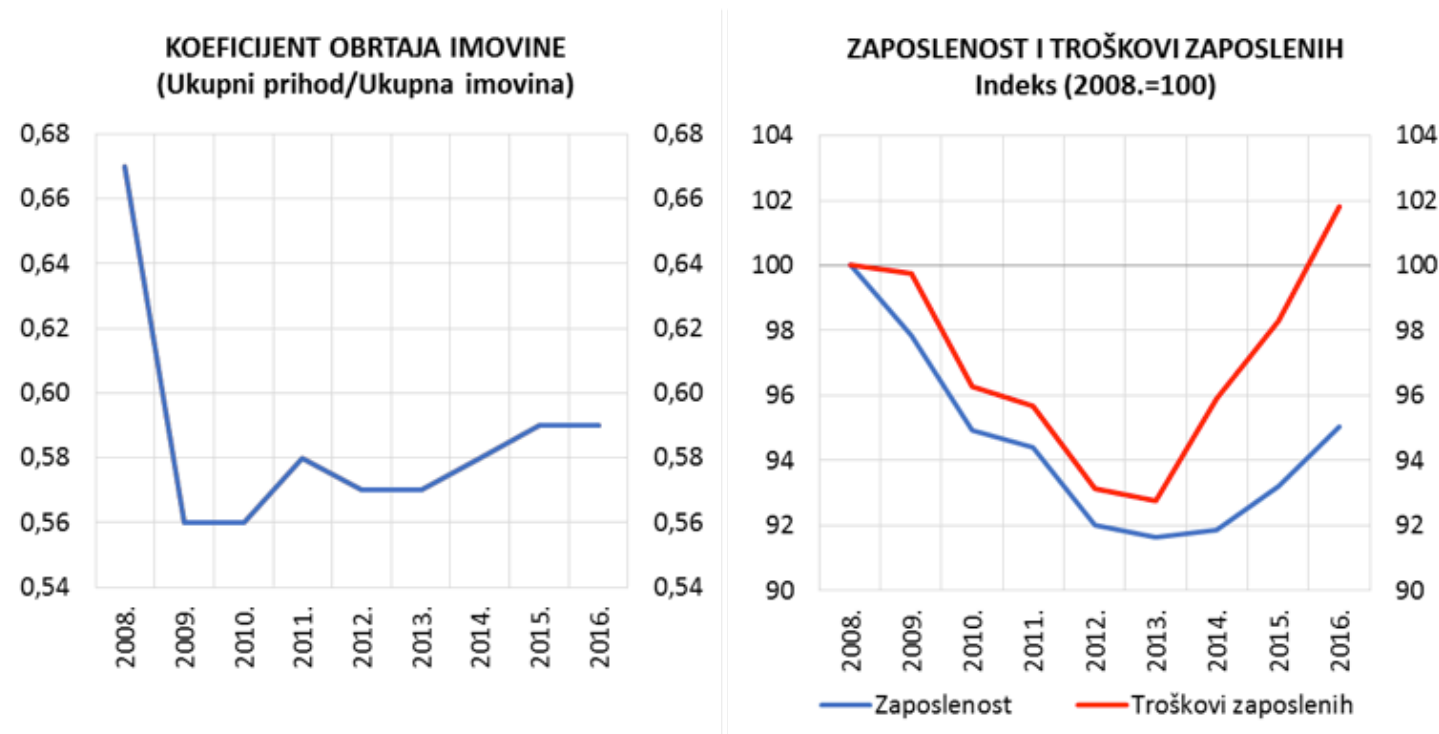
Pri tome se ne radi o zagovaranju „državnog kapitalizma“, već jednostavno o nerealnosti „neoliberalističke“ teze da je isključiva ekonomska funkcija države stvaranje i održavanje stabilnog i za (pretežno strane) investicije poticajnog okruženja u kojem će privatni sektor, samostalno optimizirajući mikroekonomske efekte svog poslovanja, istodobno omogućavati i realizaciju makroekonomskih preferencija. Hipoteza efikasnosti tržišta izvorno formilirana za tržište kapitala, a zatim nekritički proširivana i na ostala tržišta, više je bila snažno ideološko oružje nego što je u praksi potvrđena kao djelotvorna. Naprotiv, aktivna uloga države u profiliranju strukture i performansi funkcioniranja nacionalnih ekonomija široko je prisutna u različitim oblicima i na različitim područjima, uključujući i u zemljama EU.

„Neoliberalistička“ teza da je isključiva ekonomska funkcija države stvaranje i održavanje stabilnog i za (pretežno strane) investicije poticajnog okruženja u kojem će privatni sektor, samostalno optimizirajući mikroekonomske efekte svog poslovanja, istodobno omogućavati i realizaciju makroekonomskih preferencija je nerealna.



Slika 4. Efikasnost poduzeća – obrtaj imovine i troškovi zaposlenih

IZVOR: FINA



Zato se i ekonomska politika u Hrvatskoj u puno većoj mjeri treba preorijentirati s „ekonomije potražnje“ prema modernoj „ekonomiji ponude“, jačajući mehanizme i instrumente koji mogu na transparentan način bitno pridonositi i rješavanju navedenih problema u sferi mikroekonomije. Za to je potrebna puna koordinacija djelovanja svih ključnih entiteta u ekonomskom životu zemlje: poduzetnika, izvršne vlasti, bankarskog sustava, znanstveno-obrazovnih institucija, sindikata i drugih, jer jedino njihova sinergija može polučiti značajnije promjene postojećeg stanja. Za zemlju od samo četiri milijuna stanovnika takva koordinacija ne bi smjela biti nerješivi problem. Ili možda ipak jest?

Za preorijentaciju s „ekonomije potražnje“ prema modernoj „ekonomiji ponude“ potrebna je koordinacija svih ključnih entiteta: poduzetnika, izvršne vlasti, bankarskog sustava, znanstveno-obrazovnih institucija, sindikata i drugih. Za zemlju od samo četiri milijuna stanovnika to ne bi smio biti nerješiv problem. Ili možda ipak jest?



Tablica 1. Bilanca poduzeća u RH

IZVOR: FINA

	Struktura (u postocima)									indeks
	2008.	2009.	2010.	2011.	2012.	2013.	2014.	2015.	2016.	2016./2008.
AKTIVA										
DUGOTRAJNA IMOVINA	61,3	62,6	65,3	64,5	65,1	65,7	65,5	66,0	66,2	112,5
Nematerijalna imovina	2,7	2,8	2,4	2,3	2,1	2,3	2,2	2,3	2,5	96,8
Materijalna imovina	47,3	47,0	49,2	49,6	50,0	49,7	49,4	48,7	49,9	110,0
zemljišta	6,2	6,4	7,0	7,3	7,4	7,5	7,4	7,4	7,3	122,3
građevinski objekti	25,0	24,9	25,8	26,2	26,0	25,9	26,0	26,0	26,4	110,4
postrojenja i oprema	5,6	5,5	5,4	5,8	5,6	5,5	5,6	5,6	6,0	110,9
alati, inventar, transport	2,7	2,6	2,5	2,3	2,2	2,1	2,2	2,2	2,5	94,6
Dugotrajna financijska imovina	8,9	10,1	11,1	9,9	10,6	11,2	11,4	12,6	11,1	129,2
Dugotrajna potraživanja	2,3	2,6	2,5	2,4	2,2	2,1	2,0	1,9	2,3	103,3
Odgodena porezna imovina	0,1	0,2	0,1	0,2	0,3	0,3	0,5	0,5	0,4	436,4
KRATKOTRAJNA IMOVINA	35,0	32,9	33,7	34,6	34,0	33,4	33,3	33,0	32,8	97,9
Zalihe	10,0	9,2	9,5	9,7	9,4	9,1	8,8	8,5	8,5	88,3
sirovine i materijal	1,7	1,5	1,5	1,6	1,5	1,4	1,4	1,4	1,5	89,4
proizvodnja u tijeku	2,7	2,5	2,6	2,5	2,4	2,3	2,0	1,8	1,8	68,7
gotovi proizvodi	1,1	1,3	1,3	1,4	1,3	1,3	1,2	1,1	1,0	91,5
trgovačka roba	3,6	3,2	3,4	3,5	3,4	3,3	3,3	3,4	3,4	97,3
Kratkotrajna potraživanja	16,3	15,5	15,4	16,3	15,9	14,7	14,4	13,8	14,0	89,4
od kupaca	11,3	10,6	10,4	10,4	10,2	9,3	9,3	8,9	8,9	82,2
od države i drugih institucija	1,2	1,1	1,1	1,6	1,1	1,1	0,9	0,8	0,8	64,8
Kratkotrajna financijska imovina	5,7	5,6	5,7	5,6	5,6	6,3	6,4	6,4	5,4	99,5
Novac	3,0	2,6	3,1	3,1	3,1	3,3	3,8	4,3	5,0	173,6
PLAĆENI TROŠKOVI BUDUĆEG RAZDOBLJA	0,7	0,8	0,9	0,9	0,9	0,9	1,2	1,0	0,9	136,5
UKUPNO	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	104,2
PASIVA										
KAPITAL I REZERVE	41,1	39,4	35,8	34,7	34,0	34,5	34,9	37,4	39,0	98,9
Temeljni kapital	29,2	28,2	28,8	28,9	29,0	29,5	30,0	30,2	31,4	112,1
Kapitalne rezerve	1,6	1,6	2,2	2,5	2,8	3,3	3,7	5,1	5,0	321,8
Rezerve iz dobiti	2,6	2,6	2,8	2,7	2,8	2,8	2,8	2,6	2,6	106,8
Revalorizacijske rezerve	2,5	2,6	2,9	3,0	2,9	2,9	2,6	2,5	2,5	102,7
Zadržana dobit	6,6	7,0	7,3	6,8	6,6	7,0	7,0	7,2	7,7	121,4
- Preneseni gubitak	3,5	3,7	8,1	9,9	10,6	11,3	12,0	12,2	12,3	365,7
Dobit poslovne godine	3,2	2,4	2,6	3,0	3,2	2,9	3,3	3,3	3,6	116,2
- Gubitak poslovne godine	1,1	1,3	2,8	2,4	2,7	2,5	2,3	1,7	1,4	133,6
DUGOROČNE OBVEZE I REZERVIRANJA	23,3	25,2	26,9	27,3	27,5	27,4	27,5	25,5	26,3	118,1
Prema financijskim institucijama	13,5	13,5	14,9	14,5	13,0	14,8	15,2	14,6	13,4	103,2
Po izdanim vrijednosnim papirima	0,5	0,5	0,5	0,9	1,6	1,7	1,3	0,8	0,7	137,0
KRATKOROČNE OBVEZE	31,1	30,5	32,4	33,1	33,5	33,1	32,1	31,8	30,2	101,3
Prema financijskim institucijama	5,7	5,4	5,8	6,3	6,1	6,5	6,2	6,3	6,1	111,9
Prema zaposlenima	0,7	0,7	0,7	0,7	0,8	0,7	0,8	0,7	0,8	117,4
Za poreze i doprinose	1,7	1,7	1,9	2,0	1,9	2,0	1,8	1,8	1,8	113,1
ODGOĐENO PLAĆANJE TROŠKOVA	3,7	3,6	3,7	3,8	3,8	3,9	4,3	4,4	4,4	123,9
UKUPNO	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	104,2
UKUPNO (mlrd. kuna)	1.028,7	1.089,7	1.072,4	1.079,5	1.062,4	1.066,4	1.072,9	1.091,2	1.072,3	

Zagreb, 15.11.2017
Broj 04

Željko Rohatinski
www.macropuls.hr

MACROPULS
