

Broj 79

Studeni 2024.

**Razduženi:  
perspektive kreditiranja poduzeća u Hrvatskoj**

*HUB Analize izrađuje Arhivanalitika. Izneseni stavovi su stavovi autora i ne predstavljaju stavove HUB-a ili članica HUB-a.*

## Sažetak

*Hrvatska poduzeća u prosjeku imaju dobar financijski položaj u smislu niske zaduženosti i visoke likvidnosti, koji omogućuju značajne korporativne investicije u razdoblju od 2024. do 2030. godine.*

*Ciklus privatnih korporativnih investicija jedini je način za osjetno ubrzanje rasta produktivnosti hrvatskog gospodarstva. U nadolazećim godinama treba očekivati da će potencijal za poticanje gospodarskoga rasta ekspanzijom domaće potražnje s građevinarstvom u središnjoj ulozi oslabiti, pa je rast korporativnih investicija u tehnologije i postupke koji poboljšavaju međunarodnu konkurentnost poduzeća radi povećanja izvoza roba i usluga najbolji način za održavanje dugoročnog tempa konvergencije prema prosječnom stupnju razvoja EU-27.*

*Relativno niskoj zaduženosti poduzeća valja pribrojiti i međunarodno konkurentnu razinu kamatnih stopa na kredite poduzećima. Kombinacija dugog perioda razduživanja poduzeća, visoke kapitalizacije banaka i ulaska u europodručje, dovela je do toga da je prosječni trošak zaduživanja za hrvatska poduzeća danas usporediv s prosječnim troškom financiranja za francuska i austrijska poduzeća.*

*Od sredine 2022. godine u segmentu kreditiranja poduzeća pojavljuju se prve naznake novog kreditnog ciklusa. Međutim, kreditni ciklus i dalje nije moguće nedvojbeno identificirati. Utjecaj inflacije zamućuje realna kretanja, što se pokazuje kroz veliku razliku između nominalnih i realnih kretanja kredita. Buduće analize će na temelju ex post pogleda na dulje vremensko razdoblje omogućiti identifikaciju neprijepornog početka novog kreditnog ciklusa. Ipak, trend realnih kredita i kredita po vrstama, među kojima sada dominiraju investicijski krediti, daje naslutiti da će 2024. godina biti zabilježena kao prva godina neprijepornog početka realnog kreditnog ciklusa kada je riječ o kreditiranju poduzeća.*

*Nastavak toga ciklusa, međutim, ne zavisi samo o financijskim čimbenicima koji su razmatrani u ovoj analizi. Dovoljni uvjeti za nastavak ciklusa zavise o širem društvenom i ekonomskom okviru u kojemu se moraju ubrzati strukturne reforme koje su poticajne za privatne investicije.*

## Uvod

U pet godina koliko je prošlo od sredine 2019. do sredine 2024., realni BDP u Hrvatskoj povećan je za 19,2% po prosječnoj godišnjoj stopi od 3,6%. Značaj ove brojke nije osobit samo zbog toga što u deset ranijih razvojno izgubljenih godina (2008.-2018.) Hrvatska nije imala gospodarski rast.<sup>1</sup> Rast ostvaren 2019.-2024. osobit je zbog toga što se u tih pet godina dogodio i najveći jednokratni pad gospodarske aktivnosti u novijoj povijesti zbog epidemijskih mjera 2020. Međutim, učinak toga pada poništen je iznimno brzim rastom 2021.-2024. godine. Točnije, premda je pad realnog BDP-a iznosio 8,3% 2020. godine, brzina oporavka po stopama od 12,6% 2021., 7,3% 2022. i 3,3% 2023., uz nastavak rasta po očekivanoj stopi od oko 4% 2024. Hrvatsku pozicionira pri vrhu poretka država članica EU prema brzini rasta u prvoj polovini ovog desetljeća. Samo su Malta i Irska zabilježile brži gospodarski rast u proteklih pet godina. Pri tome je Irska 2023. ušla u recesiju, a samo Malta i Hrvatska nisu.

Hrvatska je u tih pet godina prošla kroz strukturnu transformaciju tržišta rada. Od neto iseljeničke postali smo neto useljenička zemlja. Počeli su dolaziti radnici-imigranti iz zemalja i područja koja tradicionalno nisu bili izvori doseljavanja radnika u Hrvatsku - Ukrajine, Rusije, daljih zemalja Azije. Započeo je i povratak ranije iseljenih hrvatskih građana. Međutim, razmjeri i motivi povratka još nisu pouzdano utvrđeni. U svakom slučaju, prema podacima Hrvatskog zavoda za mirovinsko osiguranje, mirovinski doprinos je u lipnju 2024. plaćen za 1,74 milijuna radnika, što je za oko 150 tisuća više nego u lipnju 2019. Broj zaposlenih u pet je godina povećan za 9,4% po prosječnoj godišnjoj stopi od 1,8%.

Rast broja zaposlenih nije bio povezan samo s radnicima imigrantima i povratnicima. Stopa zaposlenosti domicilnog stanovništva povećana je sa 65,9% sredinom 2019. na 73,8% sredinom 2024. Zaostatak ukupne stope zaposlenosti za prosjekom EU-27 smanjen je sa 6,8 na svega 2,0 postotna boda, uz izgleda da uskoro bude otklonjen. Povećanje stope zaposlenosti bilo je naročito izraženo kod žena čija je stopa zaposlenosti povećana s 59,9 sredinom 2019. na 70,7% sredinom 2024. Time je raniji zaostatak za prosjekom EU za 7,1 postotnih bodova smanjen na zanemarivih 0,1.

Promjene na tržištu rada povezane su s izostankom strukturnih promjena u gospodarskoj strukturi i obrazovanju. Gospodarski rast se proteklih pet godina odvijao bez značajnih promjena u sektorskoj strukturi hrvatskog gospodarstva i bez značajnog povećanja obrazovanosti. S udjelom tercijarno obrazovanih u dobi od 15 do 64 godine od 24,9% 2023., Hrvatska i dalje ima jednu od najslabije obrazovanih populacija u EU uz Italiju, Rumunjsku i Češku. Iako se udjel visokoobrazovanih postupno povećava (2018. je iznosio 22%), rast obrazovanja je sporiji od prosjeka EU gdje je udjel visokoobrazovanih od 2018. do 2023. povećan s 27,2 na 30,9%.

U ovom ciklusu rasta nije došlo do značajnog ubrzanja rasta produktivnosti.

U uvjetima izostanka znatnije promjene obrazovne strukture teško dolazi do značajnog ubrzanja rasta produktivnosti. Ako ranije spomenutu stopu rasta realnog BDP-a stavimo u odnos prema stopi rasta broja zaposlenih, možemo izračunati da je ukupna produktivnost rada u proteklih pet godina povećana za 8,9% ili po prosječnoj godišnjoj stopi od 1,7%. To je brže od dugoročnog prosjeka koji iznosi oko 1,4%, ali nije znatno brže. Štoviše, Eurostatova izravna mjera produktivnosti po satu rada (koja uzima u obzir dugoročno smanjenje broja sati rada po radniku) pokazuje prosječni godišnji rast ukupne produktivnosti rada po stopi od 2,3% u

<sup>1</sup> Točnije, prosječna godišnja stopa rasta realnog BDP-a iznosila je nevidljivih 0,06% na godinu.

razdoblju od sredine 2019. do sredine 2024. To je neznatno više od 2,1% na godinu koliko iznosi prosjek kada se računa od početka ovoga stoljeća.

Osim što potvrđuje da se karakter hrvatskoga rasta nije značajno promijenio unatoč ubrzanju gospodarskoga rasta, skroman rast produktivnosti i ovisnost gospodarskog rasta o angažiranju novih radnika postavlja ograničenja pred buduću rast plaća i životnog standarda.

Recentan porast realnih plaća ne izgleda održiv. Od sredine 2019. do sredine 2024. realna prosječna neto plaća rasla je po stopi od 25,8% odnosno po prosječnoj godišnjoj stopi od 4,7%. Visina te stope - koja je znatno veća od stope rasta produktivnosti rada - može se zahvaliti ranijim poreznim rasterećenjima jer je prosječna realna bruto plaća koja aproksimira ukupan trošak rada rasla po znatno nižoj stopi od oko 11,5% ili 2,2% u prosjeku na godinu. To je vrlo blizu dugoročne godišnje stope rasta produktivnosti po satu rada i znači da je najnovije razdoblje brzog rasta realnih plaća nakon početka usporavanja inflacije 2023. završeno. Dugoročni tempo rasta realnih plaća sada je usklađen s dugoročnim rastom produktivnosti koji se kreće oko 2% na godinu.

Upozorenje o predstojećem velikom usporavanju rasta realnih plaća ne mora se ispuniti ako uskoro dođe do fundamentalnog ubrzanja rasta produktivnosti rada. No, za to, čini se, nisu stvoreni preduvjeti. Naime, problem rasta produktivnosti povezan je s razmjerno sporim strukturnim promjenama. Proteklih pet uspješnih godina pronašlo je odraza u rastu realne bruto dodane vrijednosti po glavnim djelatnostima, pri čemu su razlike izrazito velike: poljoprivreda, šumarstvo i ribarstvo te ostale usluge bilježe pad u odnosu na 2019. godinu po prosječnoj godišnjoj stopi od 1,1%, prerađivačka industrija bilježi spori rast po prosječnoj godišnjoj stopi od 1,3%, a perjanice ovoga ciklusa rasta su informacije i komunikacije (ICT) po prosječnoj godišnjoj stopi u proteklih pet godina od 9,0%, građevinarstvo po prosječnoj godišnjoj stopi od 8,8%, zatim blok djelatnosti turizam-transport-trgovina (TTT) sa 6,4% u prosjeku na godinu, te stručne, znanstvene, tehničke i ostale administrativne djelatnosti s prosječnom godišnjom stopom rasta od 3,9%.

Rast je koncentriran u radno-intenzivnim djelatnostima.

Brzina rasta glavnih djelatnosti pokazuje da se aktualni ciklus rasta ponajprije objašnjava rastom angažmana radnika, državnim izdacima i investicijama koje su uglavnom vezane uz europska sredstva i obnovu nakon potresa, te rastom radno intenzivnih djelatnosti građevinarstva i turizma koji su povukli također radno intenzivne promet i trgovinu. Promet i trgovina pozitivno su reagirali i na rast realne osobne potrošnje kućanstava. Prema tome Hrvatska ima gospodarski rast koji je do sada uglavnom bio vođen snažnim oporavkom svih komponenti domaće potražnje – osobne i državne potrošnje te investicija, naročito državnih, pri čemu su potonje i dalje u najvećoj mjeri vezane uz graditeljstvo, a ne uz nove tehnologije i ulaganja u nematerijalnu imovinu (intelektualno vlasništvo). Brzi rast ICT sektora jedini odudara od ove šire slike. Ohrabruje što je upravo ICT sektor u proteklih pet godina zabilježio najveću stopu rasta, tako da situacija nije crno-bijela. Ipak, stoji zaključak da je povećani angažman radnika glavni čimbenik rasta u proteklih pet godina.

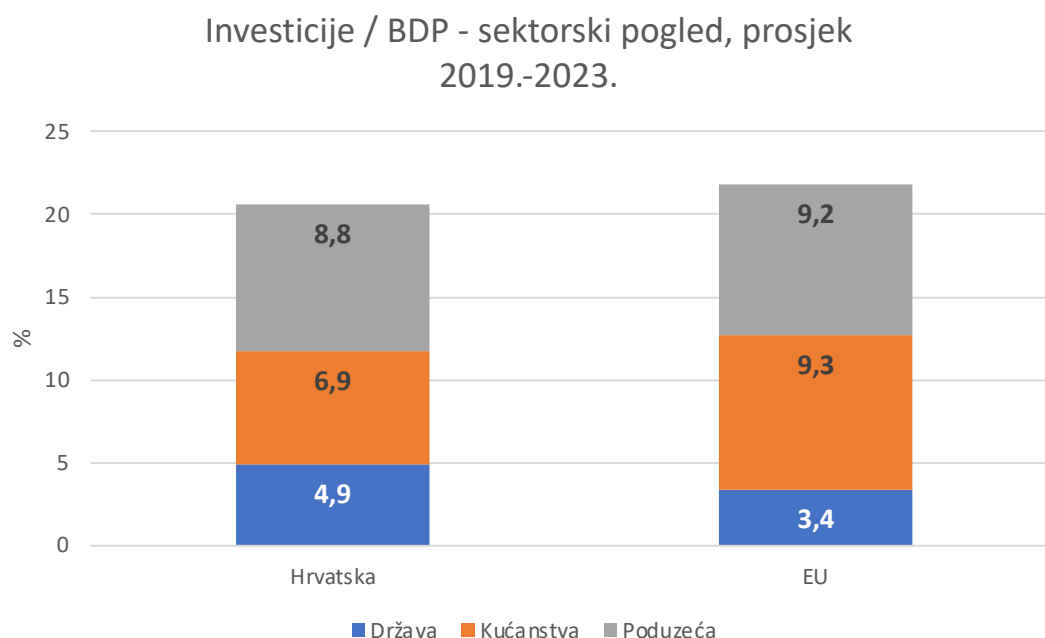
Radno-intenzivan gospodarski rast je moguć bez značajnijih korporativnih ulaganja u nove tehnologije i znanja koji neposredno povećavaju produktivnost. Postavlja se pitanje: potvrđuju li podaci o investicijama da je to slučaj u Hrvatskoj?

Podaci na Slici 1 pokazuju ukupnu visinu i sektorsku strukturu investicija. Prosječni omjer investicija i BDP-a u fazi brzog gospodarskog rasta od 2019. do 2023. bio je niži od prosjeka EU (20,6% za Hrvatsku naspram 21,8% ukupno za EU). Privatni sektor u Hrvatskoj ulaže manje od

privatnog sektora u EU: kod poduzeća je odnos 8,8% BDP-a u Hrvatskoj naspram 9,2% u EU, a kod kućanstava 6,9% u Hrvatskoj naspram 9,3% BDP-a u EU. Jedini investicijski segment u kojem Hrvatska prednjači u odnosu na europski prosjek su državne investicije. Glavni razlog su EU fondovi i obnova nakon potresa (4,9% BDP-a u Hrvatskoj naspram 3,4% u EU). Uz to, i država i kućanstava najviše ulažu u građevine, i to u zgrade koje, poznato je, daju manji doprinos rastu produktivnosti od na primjer državnih ulaganja u transportnu infrastrukturu.

U Hrvatskoj se investira relativno manje nego u EU u cjelini, a jedini sektor koji prednjači u EU usporedbi je država zbog bespovratnih sredstava i obnove nakon potresa.

Slika 1



Izvor: Eurostat

Iz ranijih je istraživanja poznato da i korporativni sektor u Hrvatskoj ima razmjerno nepovoljnu strukturu ulaganja s relativno malim udjelima investicija u nematerijalne oblike imovine (što su pretežito ulaganja u intelektualno vlasništvo - istraživanja i razvoj i softveri): u [HUB Analizi 67 \(2019.\)](#) pokazali smo da je odnos ulaganja u građevine i strojeve u Hrvatskoj ravnomjeran i sličan kao u EU, ali negativno odstupanje se pojavljuje upravo kod ulaganja u nematerijalnu imovinu. Prema zadnjim objavljenim podacima o strukturi investicija za 2022. godinu, ulaganja u intelektualnu imovinu činila su 5,1% ukupnih investicija u Hrvatskoj, što predstavlja neznatno povećanje u odnosu na 2017. godinu kada je taj udjel iznosio 4,5%. Doduše, ukupna ulaganja u istraživanja i razvoj (R&D) u Hrvatskoj ipak su povećana s 0,94% BDP-a 2018. na 1,40% BDP-a 2022. Međutim, sa stabilnim udjelom poslovnog sektora u ovoj vrsti investicija od oko 50% Hrvatska pripada grupi država članica u kojima poslovni sektor ulaže manje od 1% BDP-a u R&D. U tu skupinu država ulaze i Bugarska, Grčka, Španjolska, Cipar, Italija, Latvija, Litva, Luksemburg, Malta i Slovačka. S izuzetkom Luksemburga koji je fokusiran na financije i administraciju, pripadamo slabije razvijenom dijelu EU čiji poslovni sektori relativno malo

ulažu u R&D, za razliku od, na primjer, Estonije, Češke i Slovenije, gdje su poslovna ulaganja u nematerijalnu imovinu veća od 1% BDP-a na godinu.<sup>2</sup>

Bez bržeg rasta produktivnosti, demografska i druga ograničenja tržišta rada uz sve manji očekivani doprinos EU sredstava rastu agregatne potražnje u većoj će mjeri početi ograničavati daljnji gospodarski rast i brzinu približavanja životnog standarda u Hrvatskoj prosjeku Europske unije. Kvalitetne (efikasne) korporativne investicije predstavljaju ključ održavanja i ubrzanja rasta produktivnosti u sljedećih pet godina. To naročito vrijedi u duljem roku, u kojemu će čimbenici domaće agregatne potražnje imati slabije djelovanje na ukupan gospodarski rast u usporedbi s proteklih pet godina koje će ostati zabilježene kao jedinstvene u novijoj povijesti po tempu povećanja domaće potražnje i brzini rasta realnog BDP-a po stanovniku.

U jednoj analizi ne možemo obuhvatiti sve bitne odrednice kakvoće investicija koje dovode do bržeg rasta produktivnosti: poduzetničke sposobnosti, optimizam, obrazovanje, kvalitetu poslovnog okružja, vladavinu prava, porezni sustav i politike, raspoloživost financiranja; sve to potiče ili, ako loše funkcionira, obeshrabruje korporativne investicije bez kojih nema rasta produktivnosti. Pri tome treba naglasiti da kakvoća korporativnih investicija i brzina rasta produktivnosti ne zavise samo o čimbenicima financiranja koji su sami po sebi iznimno složeni jer obuhvaćaju različite financijske instrumente za različite faze životnog ciklusa poduzeća - od rizičnog *venture* kapitala i *private equity*-a preko bankarskih kredita i strukturiranog duga, do dužničkog i vlasničkog financiranja putem tržišta kapitala. Ipak, trendovi zaduživanja poduzeća važni su za financijsko praćenje investicija. Stoga je važno prikazati gdje se hrvatski poslovni sektor nalazi u usporedbi s drugim zemljama kada je riječ o zaduženosti i investicijama, kakvi su trendovi kamatnih stopa za poduzeća, je li prosječna visina kamatnih stopa i dalje čimbenik međunarodne nekonkurentnosti kao ranijih godina kada su kamatne stope bile veće u usporedbi s našim glavnim trgovačkim partnerima, a treba prikazati i kako stoje stvari po pitanju zaduženosti na razini pojedinih vrsta kredita i sektora. Iz takve analize mogu se ekstrapolirati makroekonomski zaključci o tome ima li Hrvatska šansu za skoro ubrzanje ciklusa korporativnih investicija i brži rast produktivnosti.

Postoji li u Hrvatskoj značajan potencijal za ubrzanje rasta korporativnih investicija i njihovo izdašnije financiranje?

Zašto je takva analiza važna u ovom trenutku? Odgovor je jednim dijelom dat ranije u uvodu: brži rast produktivnosti nameće se kao imperativ ako Hrvatska želi nastaviti s relativno brzom konvergencijom od oko 80 prema 90% prosjeka EU mjereno realnim bruto domaćim proizvodom po stanovniku. Dostizanje 80% realnog BDP-a po stanovniku EU-27 izgledno je oko 2025. godine, no mogućnost pomaka od 80 prema 90% pod velikim je znakom pitanja. Kao što je poznato iz ekonomske teorije i povijesti, brze konvergencije usporavaju kako se zemlja približava prosječnoj razini razvoja svoga razvojnog kluba država, jer je na djelu zakon padajućih prinosa koji traže sve veća i bolja ulaganja za sve manje relativne razvojne pomake. O tome se u hrvatskoj stručnoj i široj javnosti vrlo malo raspravlja. Kao da se pretpostavlja da se 90% europskog prosjeka može dostići na temelju modela rasta koji je u Hrvatskoj profiliran u proteklih nekoliko godina. Međutim, poticanje agregatne potražnje fiskalnom politikom i bespovratnim sredstvima EU neće imati dovoljnu snagu da pogura hrvatsko gospodarstvo osjetnije iznad 80% europskoga prosjeka životnog standarda i produktivnosti.

Dodatan razlog za ovu analizu leži u tome što je prošlogodišnji Investicijski pregled Europske investicijske banke (EIB Investment Survey)<sup>3</sup> pokazao neočekivano dobar položaj hrvatskih

<sup>2</sup> Izvor: Eurostat, tablica [rd\\_e\\_gerdtot](#).

<sup>3</sup> Ekonomski lab, 2023.: [Hrvatska poduzeća su bolja od Hrvatske u cjelini](#).

poduzeća prema kriteriju namjera povećanja investicija. Podaci još uvijek ne daju jasnu potvrdu tog anketnog rezultata koji, ako je točan, najavljuje preokret trenda korporativnih investicija. Zbog važnosti traženja potvrde teze da u Hrvatskoj počinje novi ciklus korporativnih investicija, ova analiza zalazi dublje u podatke, pronalazi nagovještaje da je novi kreditni ciklus već započeo i sadrži raspravu o tome što je potrebno učiniti da bi se ciklus održao i ojačao.

Prvi dio analize sadrži analizu trenda realne korporativne zaduženosti u Hrvatskoj. Pokazuje snažno poboljšanje stanja neto zaduženosti sektora poduzeća, što daje širok prostor za povećanje duga i investicija sektora poduzeća u nadolazećim godinama. U drugom poglavlju promatramo sektorsku strukturu sektora poduzeća i sektorske odnose zaduženosti i rasta. Zaključno, treće poglavlje sadrži raspravu o politikama u kontekstu nedavno objavljenog Draghijevog izvješća o konkurentnosti Europske unije. Naime, u zemlji poput Hrvatske, produktivnost, investicije i rast bit će najuže povezani s izvozom roba i usluga nakon što je prostor za poticanje rasta ekspanzijom domaće potražnje u velikoj mjeri iskorišten. A hrvatski izvoz roba i usluga dobrim će dijelom zavisiti o konkurentnosti i rastu Europske unije koja je naše „domaće“, jedinstveno tržište. Stoga pitanja koja ovdje razmatramo nije moguće razmatrati izvan europskog okvira.

### Je li razduživanje poduzeća završeno?

Ciklus kreditiranja poduzeća u Hrvatskoj pokazuje iste smjerove neovisno o tome mjere li se nominalni ili realni krediti poduzećima odobreni od strane domaćih banaka. Međutim, amplitude nominalnog i realnog ciklusa se razlikuju (Slika 2 i 3).<sup>4</sup> Točnije bi bilo reći da od 2010. godine naovamo nije bilo jasnog profila kreditnog ciklusa. Radilo se o dugom razdoblju razduživanja poduzeća. Detaljniji pogled pokazuje da su se realni krediti poduzećima nalazili u kontinuiranom padu do pandemijskog zatvaranja.

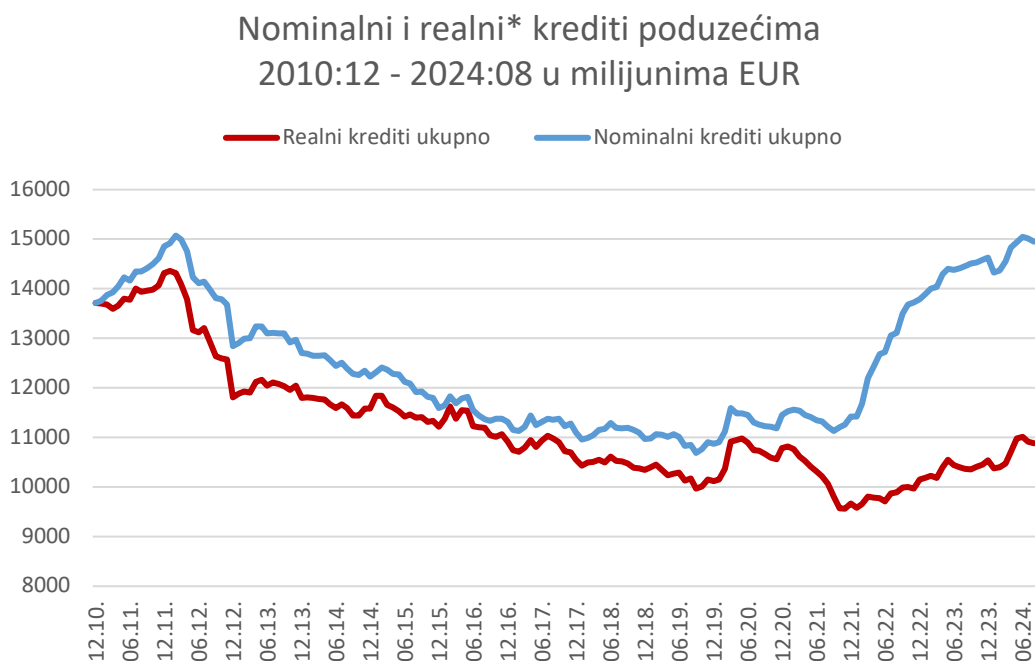
Nakon kratkog povećanja zbog jednokratnog rasta potražnje za obrtnim kapitalom radi premošćivanja negativnih učinaka *lockdowna* na proljeće 2020., uslijedila je stagnacija i novi pad realne vrijednosti kredita u toku 2021., da bi od 2022. godine započeo rast kredita koji se – ako gledamo samo realne iznose – tek profilira u smislu novog ciklusa. Izgleda kao da je na početku. Zadnje vrijednosti realnih kredita tek su se vratile na razine s proljeća 2020. koje su prethodno bile dostignute još 2017. Stoga još uvijek nema uvjerljivog odljepljivanja realnog kreditnog ciklusa od dna, koje je iznimno dugotrajno - traje već sedam godina. Tome u prilog govori i Slika 4.: kada se iz kretanja omjera nominalnih kredita poduzećima i BDP-a izluči sezonska komponenta, desezonirani analizirani omjer pokazuje da je veliko razduživanje završeno, ali još uvijek nema novog ciklusa koji bi doveo do rasta omjera kredita poduzećima i BDP-a.

Gledano kroz dugi rok, poduzeća u Hrvatskoj i dalje su na kraju dugotrajnog razdoblja razduživanja.

<sup>4</sup> U tekstu koristimo pojam krediti poduzećima. To je sinonim HNB-ova metodološkog koncepta kredita nefinancijskim društvima. Radi se o neto kreditima kreditnih institucija nakon oduzimanja ispravaka vrijednosti. Za deflacioniranje se koristi posebno konstruiran deflator koji ima četiri komponente: (1 i 2) inflacija u europodručju sudjeluje s ponderom od 22%, što odgovara udjelu prihoda od prodaje na stranim tržištima u ukupnim prihodima od prodaje poduzeća koja dostavljaju GFI FINA-i. Tih 22% dijeli se pola-pola između potrošačkih cijena u europodručju (HICP) i indeksa cijena proizvođača na ne-domaćem tržištu jer nije moguće preciznije izračunati udjele izvoznih poduzeća za koje je pojedini indeks reprezentativan. (3 i 4) Preostalih 78% pondera dijeli se pola-pola između domaćih potrošačkih i proizvođačkih cijena. Razlog za tu arbitrarnu podjelu ukupnoga domaćeg pondera isti je kao i u izvoznom segmentu. Tako konstruiran deflator sadrži statističku pogrešku, no razumno je pretpostaviti kako je ona dovoljno mala da ne utječe na zaključke.



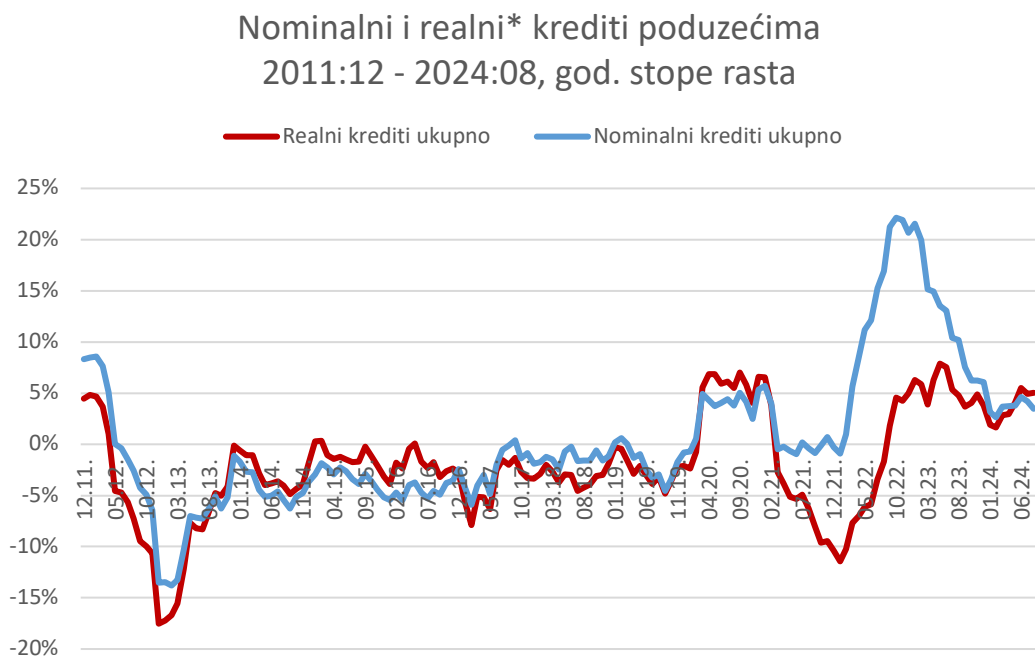
Slika 2



\*O konstrukciji deflatora vidjeti fusnotu 4.

Izvor: HNB, Statistika, Tablica D5e, obrada autora.

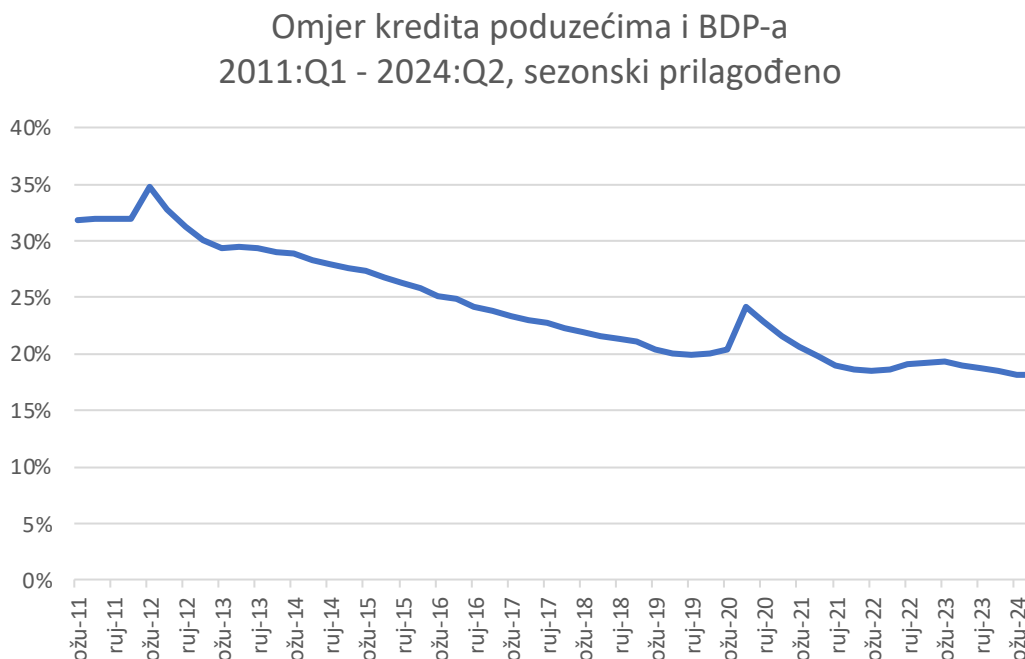
Slika 3



Izvor: HNB, Statistika, Tablica D5e, obrada autora.



Slika 4



Izvor: HNB, Statistika, Tablica D5e i DZS, obrada autora.

Velika razlika linija nominalnih i realnih kredita na Slici 2 ukazuje na to da je nominalni rast kredita bio povezan s inflacijom. Zbog toga se nameću dva pitanja: prvo, je li dugi ciklus razduživanja sektora poduzeća uopće završen s obzirom na utjecaj inflacije i realnog rasta dodane vrijednosti 2022.-2024.; i drugo, kako u međunarodnoj (EU) usporedbi možemo ocijeniti aktualni stupanj zaduženosti hrvatskih poduzeća i što taj odnos znači u pogledu budućih potencijala za financiranje investicija hrvatskih poduzeća?

Dugotrajno razdoblje razduživanja upućuje na to da u pozadini djeluju strukturni čimbenici koji uvjetuju takav ishod.

O uzrocima realnog razduživanja poduzeća kod domaćih banaka (uočite pad za više od 10pp BDP-a u 13 godina na Slici 4) nije moguće zaključivati na temelju jednostavnih grafičkih prikaza. Postoje tri mogućnosti koje treba istražiti.

Prvo, moguće je da se realan i relativan ukupan dug poduzeća nalaze u dugoročnom padu, pa bankarski krediti samo prate padajući trend ukupne zaduženosti sektora poduzeća. To se može dogoditi ako likvidnost sektora strukturno raste, što dovodi do smanjenja potražnje za dužničkim oblicima financiranja.

Drugo, moguće je da u gospodarstvu dolazi do strukturnih promjena koje dovode do pada udjela poduzeća koja se tradicionalno oslanjaju na bankarske kredite. Na primjer, s povećanjem udjela poduzeća u inozemnom vlasništvu raste i udjel poduzeća koja potrebe za dužničkim oblicima financiranja zadovoljavaju unutar kompanijskim zajmovima u okviru međunarodnih korporacija.<sup>5</sup> Također, moguće je da s rastom udjela ICT sektora raste i udjel poduzeća bez klasičnih kolateralna koja se u većoj mjeri financiraju iz kapitala i kvazi-kapitala

<sup>5</sup> U prilog takvoj mogućnosti govori analiza rastućeg udjela i dinamike poduzeća u inozemnom vlasništvu ([Arhivalitika, 2024.: Bijela knjiga Udruženja stranih ulagača u Hrvatskoj](#)).

koji osiguravaju drugi financijski posrednici a ne banke, ili se osiguravaju direktnim oblicima financiranja poduzeća.

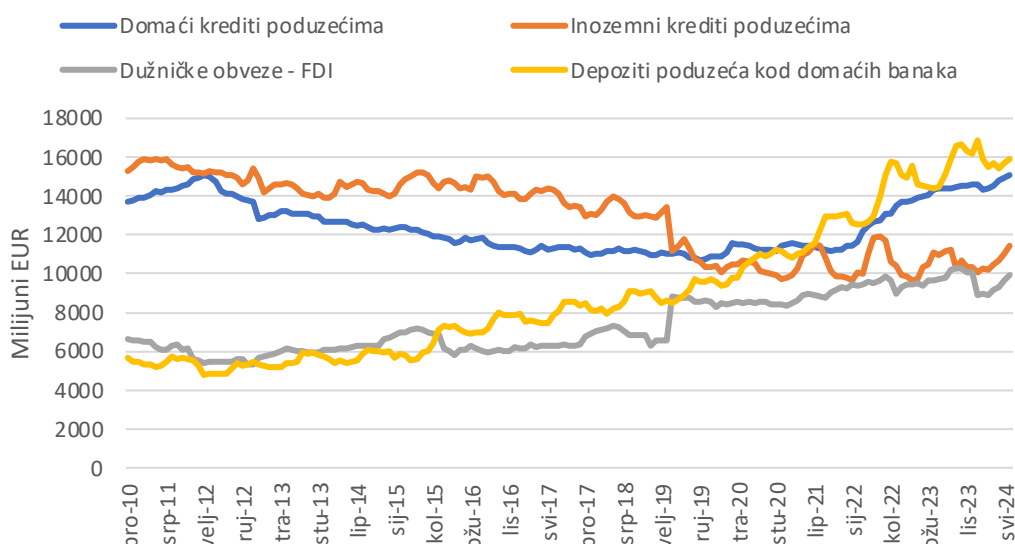
Treće, moguće je da bankarski krediti gube konkurentnost u usporedbi s alternativnim vanjskim izvorima financiranja kao što je financiranje putem tržišta kapitala, leasing i sl.

Radi preciznije identifikacije mogućih uzroka dugog razduživanja, na Slici 5 su uz (nominalne) kredite poduzećima koje su odobrile domaće banke prikazana likvidna sredstva poduzeća na računima kod banaka, zajmovi koje su strane i horizontalno povezane kompanije nakon izravnih stranih ulaganja (FDI) odobrile svojim tvrtkama-kćerima u Hrvatskoj, te krediti koje su domaća javna i privatna poduzeća uzela kod inozemnih banaka. Na slici vidimo da unutar kompanijsko kreditiranje vezano uz FDI, kao i likvidnost poduzeća, bilježe rast u dugom roku. S druge strane, dugovi prema inozemnim bankama bilježe pad koji nije uzrokovan samo kolapsom Agrokora (koji se vidi u jednokratnom padu inozemnih kredita poduzećima 2018.). Nasuprot tome, dugovi prema domaćim bankama ipak bilježe rast u protekle dvije i pol godine, ali treba uočiti da je oporavak cash pozicije hrvatskih poduzeća dominantna linija: nakon njena rasta s oko 6 milijardi eura potkraj 2010. na oko 16 milijardi, odnos ukupnih dugova prema (domaćim i inozemnim) bankama i depozita poduzeća smanjen je s 512% potkraj 2010. na 167% sredinom 2024.

**U dugom roku je došlo do snažnog rasta likvidnosti sektora poduzeća, što objašnjava dio pada potražnje za kreditima.**

Slika 5

### Dugovi (kredit i zajmovi) i depoziti poduzeća u Hrvatskoj 2010:12 - 2024:6



Izvor: HNB, Statistika, tablice D6, H12 i H15.

Porast cash pozicije (depozita kod banaka) hrvatskih poduzeća za gotovo tri puta u trinaest godina u uvjetima smanjenja bankarskih kredita, što je bilo praćeno i sve većim doprinosom internacionalizacije sektora poduzeća i rastom ICT sektora, a što je dovelo do diversifikacije izvora financiranja poduzeća putem unutar kompanijskih zajmova i većeg oslonca na vlastita

sredstva, upućuju na to da je strukturni pad potražnje za kreditima domaćih banaka glavni razlog dugoročnog smanjenja omjera kredita poduzećima i BDP-a. Prije nego što potražimo odgovor na pitanje što to znači za buduća kretanja investicija i produktivnosti, moramo analizirati kako ukupan dug hrvatskih poduzeća izgleda u međunarodnoj usporedbi.

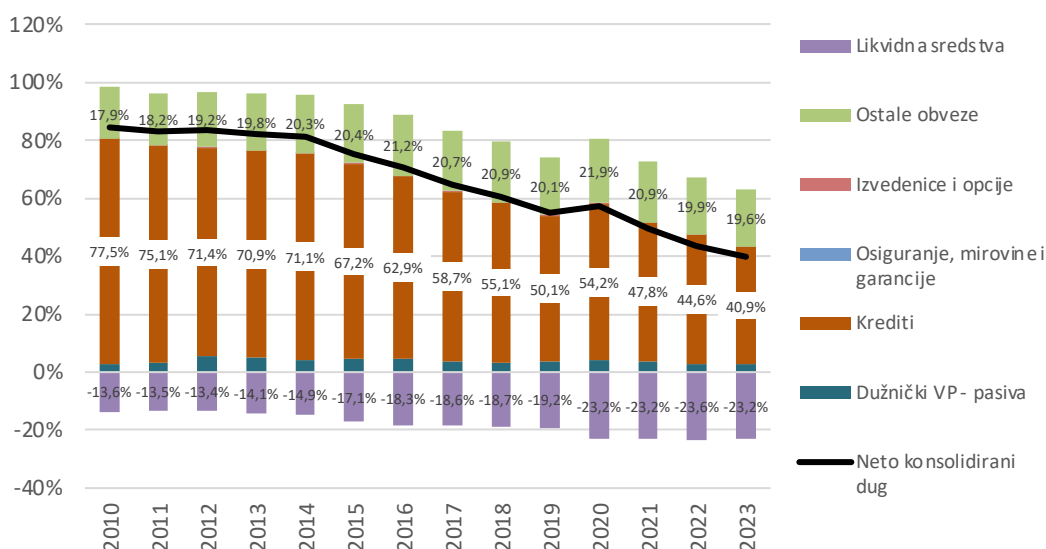
U tu svrhu poslužili su konsolidirani financijski računi koji prikazuju glavne elemente sektorskih financijskih bilanci. U dug sektora poduzeća ubrojiti ćemo sve osim vlasničkog kapitala: izdane dužničke vrijednosne papire, kredite, financijske obveze za osiguranje, mirovine i garancije, izvedenice i opcije, te ostale obveze (tu je ubrojen npr. leasing i među kompanijski zajmovi). Najšire definiran (konsolidirani) financijski dug sektora poduzeća korigirat ćemo za imovinu koju poduzeća drže u obliku gotovine, depozita i dužničkih vrijednosnih papira kako bismo pratili kretanje neto konsolidiranog duga hrvatskih poduzeća.

Sve vrijednosti na Slici 6 prikazane su kao postotak BDP-a. Vidimo da se bruto konsolidirani dug sektora poduzeća smanjio s 98,3% na 63,1% BDP-a, a neto konsolidirani dug (bruto dug umanjen za likvidna sredstva) sa 84,6% na 39,8% BDP-a. Radi se o izvanrednom poboljšanju financijskog položaja sektora poduzeća u Hrvatskoj, koje je u biti još i veće od prikazanog na slici jer je u strukturi obveza (kao što smo vidjeli na Slici 5) smanjen udjel inozemnih banaka, a povećan unutar kompanijski dug vezan uz FDI. Takav dug ima narav kvazi-kapitala koji uzima veći rizik od standardnih kredita i stabilniji je od inozemnih bankarskih kredita. Taj dug u krizama nije pokretljiv te može imati ulogu financijske stabilizacije. Također, važno je naglasiti da provedba restrukturiranja velikog Agrokorovog inozemnog duga u knjigama 2018. nije bitna za prikazana kretanja koja imaju karakteristiku sustavnog dugoročnog trenda koji nije vezan uz mali broj dužnika ma koliki bio njihov pojedinačni značaj.

**Konsolidirani neto dug više je nego prepolovljen u postotku BDP-a od 2010.**

Slika 6

### Neto konsolidirani dug sektora poduzeća u Hrvatskoj u % BDP-a 2010.-2023.



Izvor: HNB, Statistika, Financijski računi, Tablica T2, DZS za BDP, obrada autora.

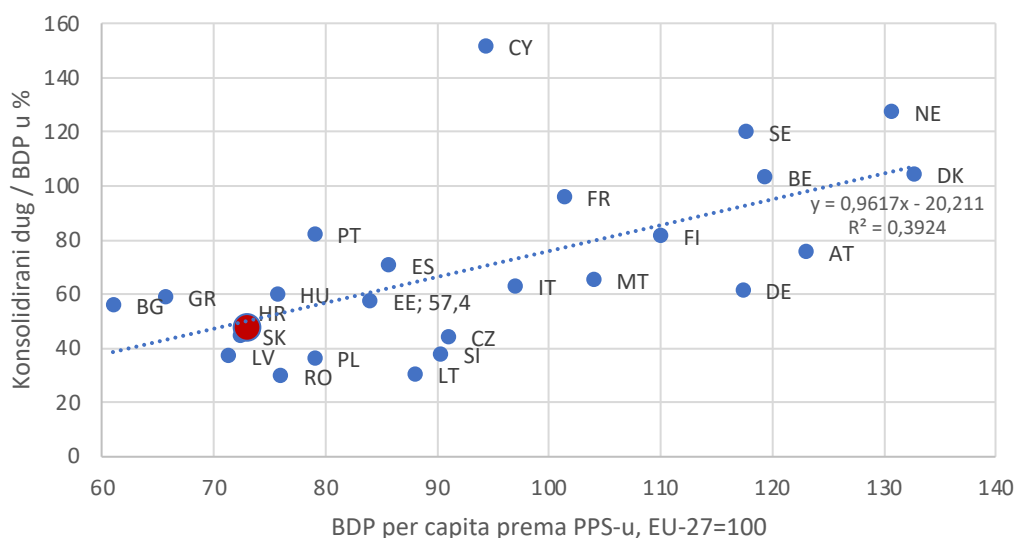
Međunarodnu usporedbu zaduženosti sektora poduzeća proveli smo uz pomoć omjera konsolidiranog duga sektora poduzeća i BDP-a prema usporedivoj definiciji koju Eurostat koristi za pomoćne pokazatelje makroekonomske neravnoteže.<sup>6</sup> Slika 7 prikazuje očekivano pozitivnu vezu između stupnja razvoja (realni BDP per capita na osi x) i stupnja zaduženosti poduzeća. Koeficijent determinacije je nizak zbog velikog odstupanja Cipra gdje postoji iznimno visoka korporativna zaduženost s obzirom na dostignuti stupanj gospodarskog razvitka.<sup>7</sup>

Međunarodna usporedba pokazuje da su hrvatska poduzeća relativno nisko zadužena u EU okvirima.

Hrvatska se nalazi ispod regresijskog pravca. Visina konsolidiranog duga poduzeća na temelju trogodišnjeg prosjeka 2021.-2023. je za 2,5% BDP-a niža od očekivane. Međutim, kada se u jednadžbu uvrste samo podaci za 2023. godinu, visina konsolidiranog duga je za čak 9,4% BDP-a niža od očekivane jer je konsolidirani dug u postotku BDP-a za 2023. značajno niži od prosjeka 2021.-2023., dok je realni BDP po stanovniku viši za čak tri postotna boda (iznosio je 76% prosjeka EU 2023. godine). Uz to, ovaj zaključak ne uzima u obzir razlike među državama u cash pozicijama sektora poduzeća, što, kada bi se uzelo u obzir, dodatno osnažuje zaključak o iznimno povoljnoj neto dužničkoj poziciji hrvatskih poduzeća u međunarodnoj usporedbi.<sup>8</sup>

Slika 7

### Konsolidirani dug poduzeća / BDP u odnosu na dostignuti stupanj razvoja, prosjeci 2021.-2023.



Izvor: Eurostat, obrada autora

<sup>6</sup> Ova definicija u dug uključuje izdane vrijednosne papire, kredite i zajmove.

<sup>7</sup> Analiza je bez Luksemburga koji je s 267% zaduženosti poseban slučaj budući da je gospodarstvo napućeno kompanijama za posebne namjene (eng. special purpose vehicles, SPVs) koje iskrivljuju sliku za usporedbu s drugim državama. Kada se i Cipar, koji je donekle sličan Luksemburgu, isključi iz usporedbe, koeficijent determinacije na gornjoj slici povećava se na 0,54. Zbog distorzije u mjerenju BDP-a u analizu nije uključena Irska.

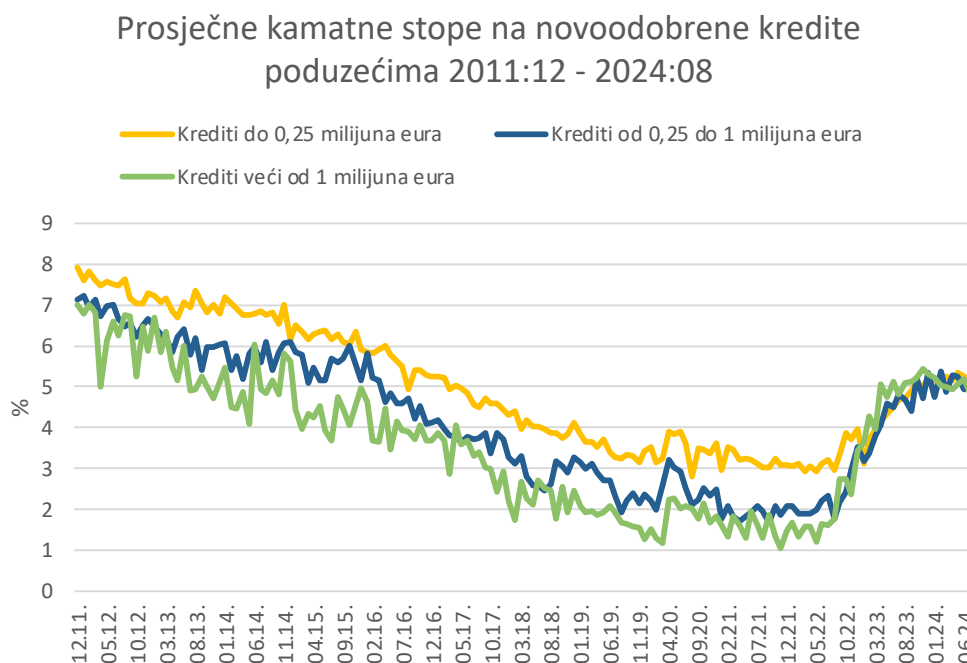
<sup>8</sup> Ovakav cjelovit prikaz financijskog položaja sektora poduzeća važan je kao temelj za izvođenje zaključaka, jer ako se promatra ukupan bruto nekonsolidirani dug i ignorira cash pozicija sektora poduzeća stvarno povoljan položaj može ostati skriven, a nameće se zaključak o zaduženosti koja se kreće oko prosjeka EU (usp. [HNB, Financijska stabilnost br. 25, Slika C.18, str. 40](#)).

Iz prikaza se nameće zaključak da je gospodarski rast u razdoblju 2019.-2024. u sprezi s daljnjim padom stvarne zaduženosti (koje je započelo još davne 2010.-2011.) doveo hrvatska poduzeća u povoljan položaj u smislu financijske otpornosti i potencijala za daljnje povećanje financiranja korporativnih investicija. To se vidi kroz još dvije činjenice:

1. Ranije prikazani početak okreta kreditnog ciklusa prema gore (Slika 2), ma koliko bio slab u realnom iskazu, dogodio se u uvjetima rasta tržišnih kamatnih stopa. To ne bi bilo moguće da je zaduženost poduzeća visoka. Dobra vijest za budućnost je to što su kamatne stope na kredite poduzećima već počele reagirati na početak smanjenja kamatnih stopa Europske središnje banke i nalaze se u blagom padu (Slika 8). Ukupan trošak posuđivanja za poduzeća je među najnižima u europodručju - između Austrije i Francuske - što znači da trošak posuđivanja *po prvi puta u povijesti predstavlja međunarodnu konkurentnu prednost za hrvatska poduzeća* (Slika 9).

Domaće kamatne stope za poduzeća relativno su niske, ponovo se nalaze u padu i predstavljaju faktor konkurentnosti nakon ulaska u europodručje jer su niže nego u većini zemalja u koje izvozimo. To je povezano i s kontinuiranim dugoročnim padom omjera neprihodujućih kredita.

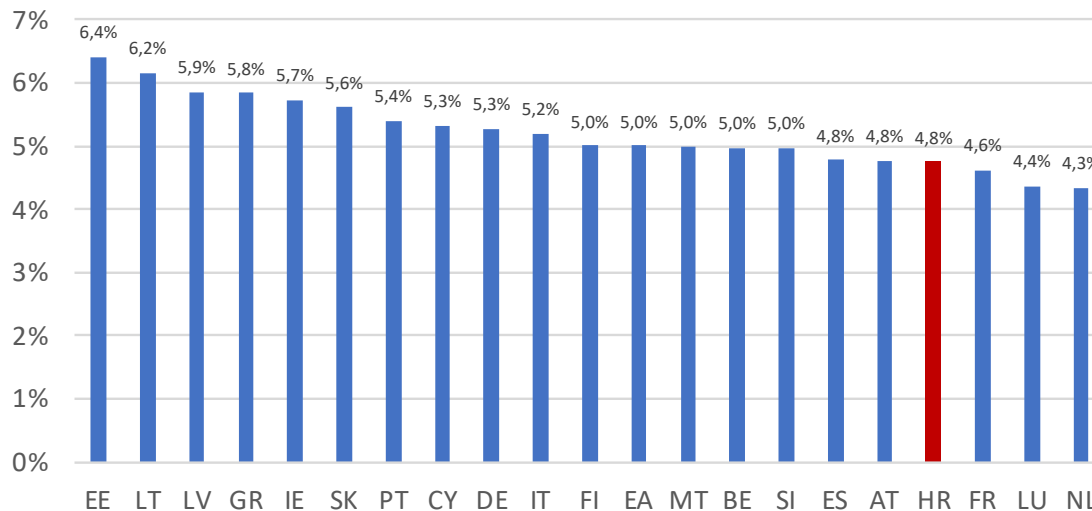
Slika 8



Izvor: HNB, Statistika, Tablica G3.

Slika 9

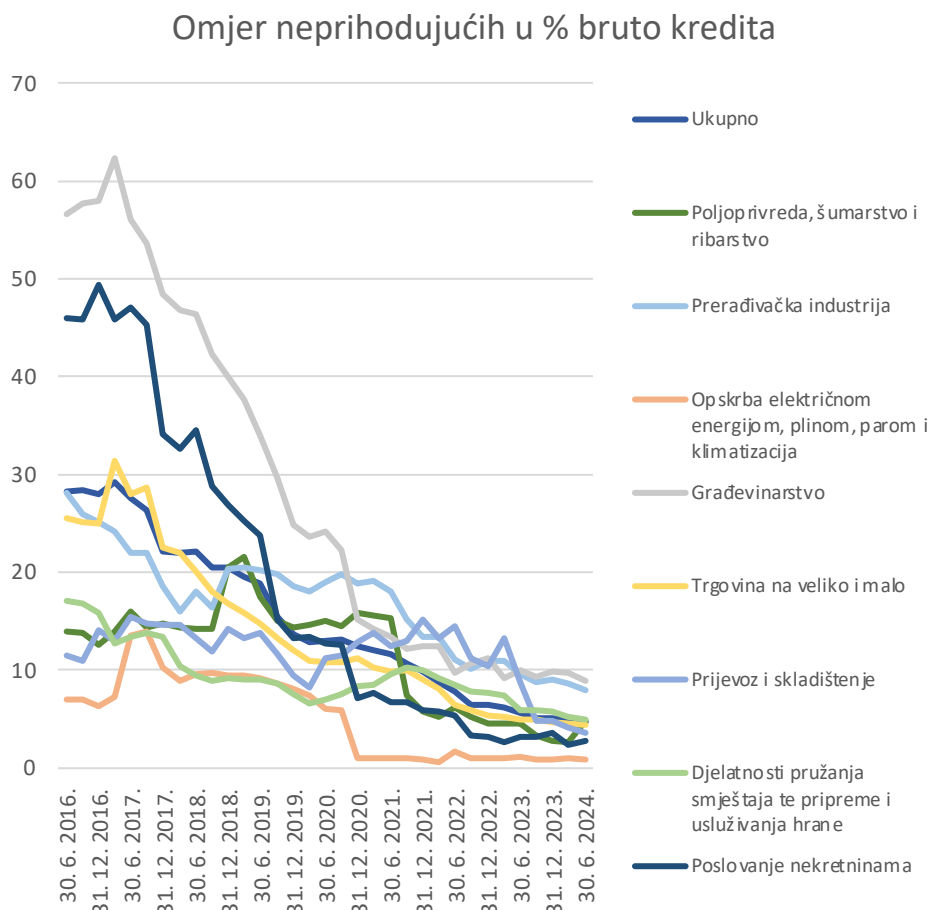
## Prosječan trošak posudbi za poduzeća u kolovozu 2024.



Izvor: ECB Data Portal

2. Nastavlja se kontinuirano smanjivanje omjera neprihodujućih kredita koji se nalaze na povijesno najnižim razinama (Slika 10). Traume dužnika i kreditora iz ranijih razdoblja zaboravljene su nakon što je NPL omjer pao s 28,3% 30.6.2016. na 4,7% 30.6.2024. A svako podsjećanje na posljedice krize koja je bila započela 2008./09. mora uzeti u obzir okolnosti koje su se u međuvremenu promijenile. Pri tome ne mislimo samo na prikazano smanjenje neto zaduženosti sektora poduzeća nego i na povećanu sistemsku otpornost na šokove koja se prvenstveno ogleda u akumuliranoj likvidnosti u svim sektorima i u proširenoj mreži financijske sigurnosti te pristupima novim sistemskim izvorima likvidnosti koji su otvoreni nakon ulaska Hrvatske u bankovnu uniju i europodručje.

Slika 10



Izvor: HNB, Statistika, Tablica SV3

Struktura nominalnih bruto kredita po glavnim djelatnostima (Slika 11) također nagovještuje novi kreditni ciklus. U protekle četiri, a napose u protekle dvije godine, rast stanja kredita diversificiran je među glavnim djelatnostima osim u poljoprivredi, šumarstvu i ribarstvu koje bilježi dugoročan pad aktivnosti i kredita. Pri tome se energetika pojavljuje kao novi važan i veliki dužnički sektor. Energetika je na listi – za mnoge iznenađujuće – pretekla turizam i ugostiteljstvo. Pandemijski šok 2020. vjerojatno je veoma snažno pogodio poslovanje turističkih kompanija i naveo ih na odgodu investicija tako da hotelska industrija tek sada aktivira sve svoje investicijske planove. S druge strane, energetska poduzeća imaju i materijalnu imovinu i predvidiv tijek novca, što ih čini idealnim korporativnim klijentima za banke. Energetska tranzicija je strukturna pojava i vjerojatno je da ćemo ubuduće pratiti povećanje udjela ove djelatnosti u bankarskim kreditima poduzećima iako je u recentnom povećanju kredita u ovom sektoru važnu ulogu imalo kratkoročno premošćivanje šoka ulaznih cijena energenata.

**U strukturi nominalnih bruto kredita jedina bitna promjena odnosi se na to što je energetika pretekla turizam na listi najvažnijih sektora – dužnika.**



Slika 11

### Struktura bruto kredita po djelatnostima - milijuni eura -



\*Energetika – opskrba električnom energijom, plinom, parom i klimatizacija; poljoprivreda – uključuje i šumarstvo i ribarstvo; turizam i ugostiteljstvo – djelatnosti pružanja smještaja te pripreme i usluživanja hrane.  
Izvor: HNB, Statistika, Tablica SV3.

Slika 11 prikazuje nominalne iznose bruto kredita što može zavarati s obzirom na prikazanu ulogu inflacije u zadnjem razdoblju rasta kredita.<sup>9</sup> Sjetite se različitih amplituda nominalnog i realnog kreditnog ciklusa koji su prikazani na Slici 2. Nominalni ciklus je snažan – kumulativna stopa rasta neto kredita poduzećima od kolovoza 2021. do kolovoza 2024. iznosila je 33,3% – međutim, realni ciklus je slabšašan; kumulativna stopa rasta realnih kredita u istom je razdoblju iznosila svega 8,6%, što je sporije od rasta realnog BDP-a i sugerira da su krediti samo reagirali na povećanu potražnju u čijemu je pokretanju inflacija igrala ključnu ulogu. U uvjetima naglog inflacijskog šoka očekujemo jačanje potražnje za financiranjem obrtnog kapitala odnosno zaliha (što se se i dogodilo), stoga bitno pitanje glasi: što se događa s namjenskom strukturom kredita - primjećuje li se oporavak kredita za investicije, ili i dalje dominiraju druge vrste kredita?

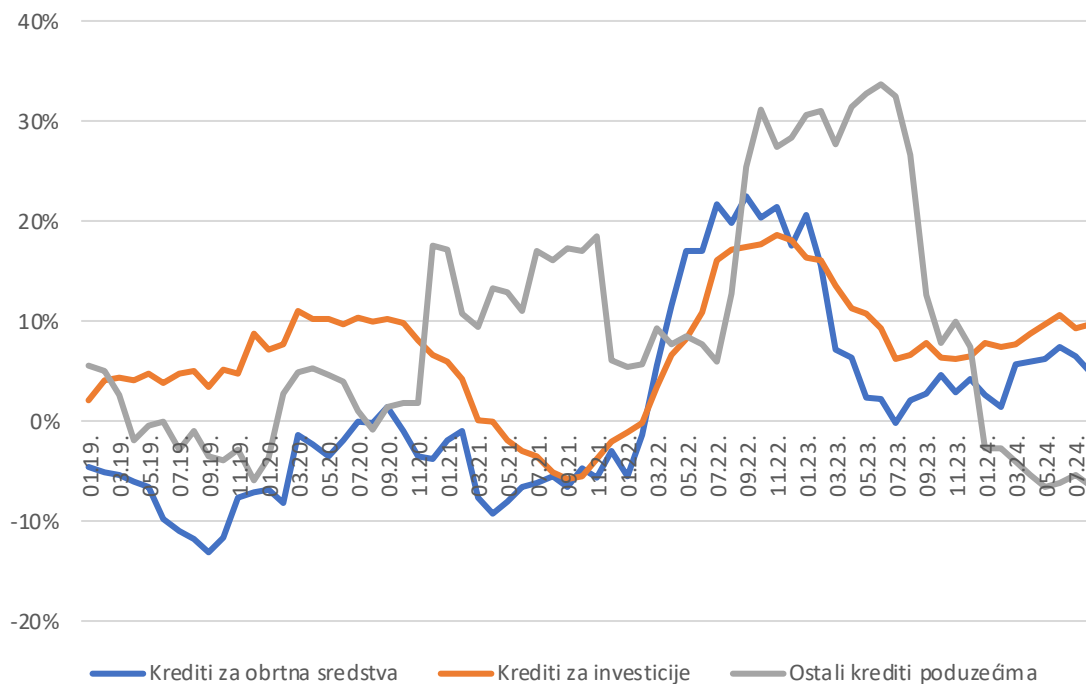
<sup>9</sup> Ispravan analitički pristup bio bi deflacionirati sektorske kredite precizno konstruiranim sektorskim deflatorima, no takva njihova konstrukcija izlazi izvan okvira ovoga rada.

Podaci na Slici 12 pokazuju da je u prvom inflacijskom valu 2022. došlo do naglog oporavka svih vrsta kredita pa je veoma teško razlučiti učinke inflacije koji su mogli biti izravni, na primjer kroz skuplju gradnju, strojeve i opremu, ili neizravni, na primjer kroz povećanu potražnju za financiranjem obrtnog kapitala. Međutim, s prolaskom inflacijskoga šoka krediti za obrtna sredstva i ostali krediti poduzećima usporili su rast, dok su investicijski krediti nastavili rasti po stopama koje se približavaju stopi od 10% na godišnjoj razini iako je inflacija sada puno sporija. U osam mjeseci 2024. godine udjel investicijskih kredita u ukupnim kreditima poduzećima dostigao je 41,5%, dok je njihov udjel od 2011. do 2019. iznosio 37%. Stoga se prikazani podaci o investicijskim kreditima mogu tumačiti kao glavna potvrda početka korporativnog kreditnog ciklusa.

Solidna dinamika kredita za investicije potvrđuje da je započeo novi investicijsko-kreditni ciklus.

Slika 12

### Stopa rasta neto kredita poduzećima prema vrstama u odnosu na isti mjesec prethodne godine



Izvor: HNB, Statistika, Tablica D5E

## Dug iz perspektive poduzeća: sektorska perspektiva

U nastavku analize promatrat ćemo financijske pokazatelje zaduženosti poduzeća ne bismo li utvrdili odnos između rasta i zaduženosti, odnosno potvrdili teze iz prvog poglavlja o tome da je: (a) zaduženost hrvatskih poduzeća niska, (b) da se nije značajno povećala u proteklih nekoliko godina (moguće je i da se realno smanjila), i (c) da su sektori u kojima je rast bio razmjerno brz ostvarili takav rezultat bez značajnog povećanja zaduženosti. Ako bi se ove teze mogle potvrditi iz podataka o poduzećima, onda bi zaključci iz prvog dijela analize dobili na težini, a očekivanje nastavka kreditnog ciklusa i rasta korporativnih investicija na relevantnosti.

Analiza u ovom poglavlju provedena je na temelju podataka iz nekonsolidiranih godišnjih financijskih izvješća koje poduzetnici dostavljaju FINA-i, uz pomoć alata info.BIZ. Taj alat za godine od 2019. do 2023. nudi niz korisnih podataka i već izračunate pokazatelje među kojima je i faktor zaduženosti. Faktor zaduženosti se iskazuje u broju godina koje su potrebne da se iz zadržane zarade i amortizacije isplate ukupne obveze (ukupne obveze / (zadržana zarada + amortizacija)).

Sektor hrvatskih poduzeća je od 2019. do 2023. smanjio faktor zaduženosti s 4,04 na 3,03 godine ili za 25%. U isto vrijeme, EBITDA marža povećana je s 10,9% 2019. na 11,9% 2023., pri čemu je novostvorena vrijednost<sup>10</sup> rasla po kumulativnoj stopi od 49,7%, a EBITDA po stopi od 66,2%. Bruto investicije u novu dugotrajnu imovinu povećane su 52% u istom razdoblju. Ti agregatni podaci usklađeni su s podacima i zaključcima iz prvog poglavlja: sektor poduzeća smanjio je svoju stvarnu zaduženost iako je novi investicijski ciklus započeo, a rast je bio razmjerno brz. To objašnjavamo rastom profitabilnosti (i, još i više, poboljšanjem novčanog tijeka) koji su u monetarnim statistikama pronašli odraza u znatnom poboljšanju likvidnosti hrvatskih poduzeća.

Zanimljivo je promotriti kako su se ovi pokazatelji kretali u glavnim gospodarskim djelatnostima. Slika 13 potvrđuje da je u 13 od 15 glavnih djelatnosti zabilježen pad faktora zaduženosti 2019.-2023., pri čemu između promjene faktora zaduženosti i rasta neto dodane vrijednosti u tom razdoblju ne postoji statistički značajna veza: *rast u proteklih pet godina nije bio koreliran s dugom*. Glavni čimbenici raspršenosti podataka na Slici 13 su: građevinarstvo, koje ima najveći rast neto dodane vrijednosti i najveći pad faktora zaduženosti te djelatnost poslovanja nekretninama koja ima pad faktora zaduženosti kao građevinarstvo, ali najmanji rast neto dodane vrijednosti. Na Slici 14 su povezani pad faktora zaduženosti i rast bruto investicija samo u novu dugotrajnu imovinu. Premda je rasap podataka i dalje veoma velik, na toj se slici profilira slaba pozitivna veza koja pokazuje da je pad faktora zaduženosti ipak u prosjeku bio manji u djelatnostima u kojima se proteklih godina više investiralo. Građevinarstvo je ponovo primjer djelatnosti u kojoj je niska sklonost investiranju u poduzeća povezana s velikim padom faktora zaduženosti, dok se na drugoj strani pravca nalaze privatno zdravstvo, ICT, energetika i vodoopskrba, gdje su smanjenja zaduženosti proteklih godina manja u sprezi s većim investicijama.<sup>11</sup> Relativno nizak položaj transporta i turizma na Slici 14

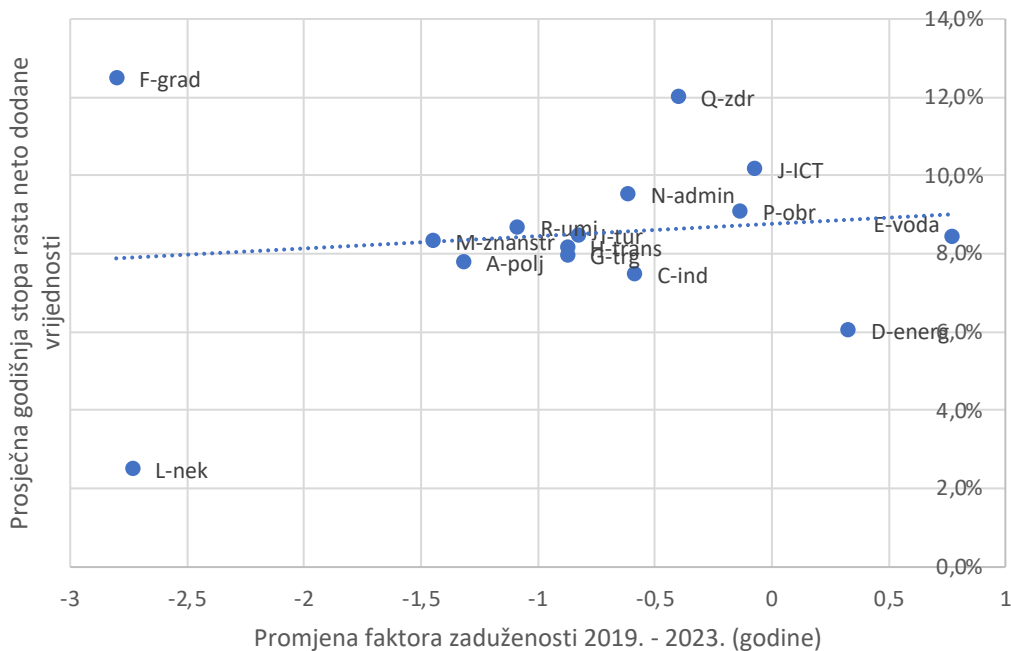
**Faktor zaduženosti hrvatskih poduzeća smanjen je za 25% od 2019. do 2023. Povećanje je zabilježeno u samo 2 od 15 glavnih djelatnosti, pri čemu nema korelacije između zaduženosti i rasta dodane vrijednosti dok je veza između investicija i zaduženosti pozitivna, ali slaba.**

<sup>10</sup> Koncept odgovara neto dodanoj vrijednosti – bruto dodana vrijednost umanjena za amortizaciju.

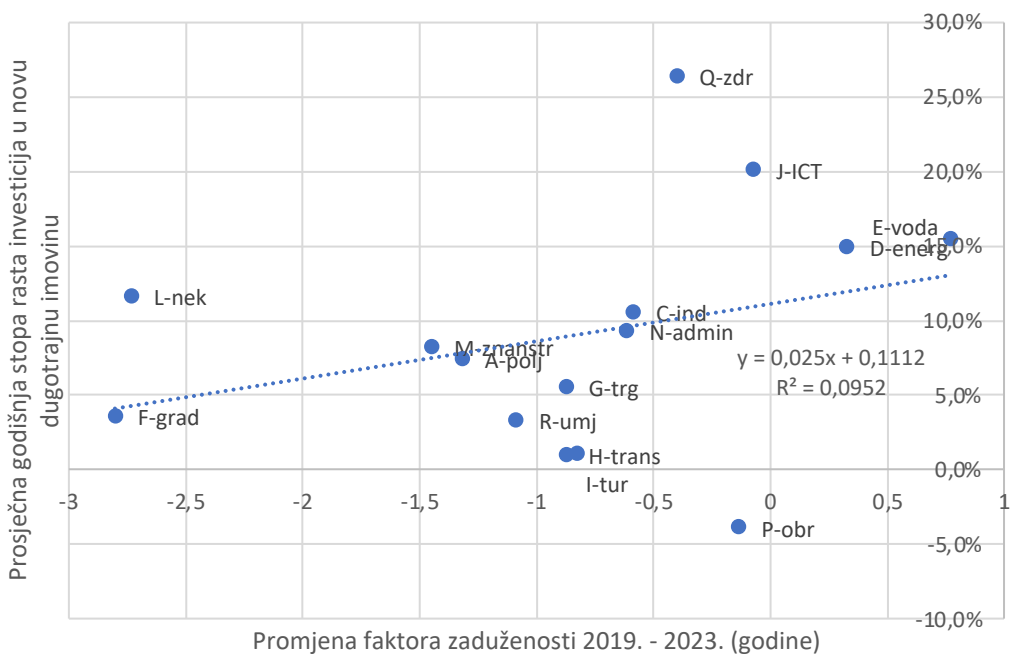
<sup>11</sup> Moguće je da bi slike izgledale malo drugačije da su prikazane uz pomoć realnih vrijednosti. Konstrukcija sektorski specifičnih deflatora neto dodane vrijednosti i investicija izlazi izvan okvira ovoga rada. Analiza na temelju nominalnih vrijednosti dostatna je za potvrdu teze o padu zaduženosti u sektoru poduzeća.

može značiti da su veće korporativne investicije u ovim sektorima tek od ove godine ponovo uzele zamaha iz razloga koji su naznačeni ranije u analizi.

Slika 13



Slika 14



Izvor: info.BIZ, obrada autora

Iz prikazanih odnosa možemo zaključiti da smo dobili potvrdu o smanjenju zaduženosti sektora poduzeća, čije smo poboljšane parametre prikazali u prvom poglavlju iz perspektive statističkih izvora kreditora. No, kako su investicije na gornjoj slici prikazane u nominalnom iskazu za razdoblje visoke inflacije (u kojemu su se i relativne cijene znatno promijenile), iz prikazanih podataka ne možemo ništa zaključiti o tome je li novi kreditni i investicijski ciklus u sektoru poduzeća uistinu započeo, odnosno, ako jest (a ima dovoljno naznaka da jest, ali je slab), koliko je taj ciklus održiv.

### **Umjesto zaključka: rasprava o korporativnom dugu, investicijama i produktivnosti do 2030.**

No, koliko je aktualni slabi ciklus korporativnog kreditiranja održiv; može li se ojačati? Dobra vijest koja proizlazi iz ove analize glasi da hrvatska poduzeća u prosjeku imaju vrlo dobar financijski položaj koji im omogućuje značajne korporativne investicije u razdoblju od 2024. do 2030. godine. To je dobra vijest, jer je ciklus privatnih korporativnih investicija jedini način za ubrzanje rasta produktivnosti. Kako će potencijal za poticanje gospodarskog rasta ekspanzijom domaće potražnje s građevinarstvom u središnjoj ulozi u budućnosti slabiti, rast korporativnih investicija u tehnologije i postupke koji poboljšavaju međunarodnu konkurentnost hrvatskih poduzeća radi povećanja izvoza roba i usluga najbolji je način za održavanje aktualnog tempa konvergencije prema prosječnom stupnju razvoja EU-27.

Na Slici 1 smo pokazali da su korporativne investicije u Hrvatskoj relativno manje nego u EU, gdje općenito vlada zabrinutost zbog niskih investicija, iako je dugoročni prosječni omjer investicija i BDP-a za EU-27 veći nego u Hrvatskoj. Niske i loše alocirane investicije smatraju se ključnim objašnjenjem zaostatka EU u pogledu rasta produktivnosti za SAD-om proteklih godina. Izvještaj Maria Draghija o europskoj konkurentnosti koji je objavljen u rujnu 2024. skrenuo je pažnju javnosti na ovu temu. Izvješće ističe pet horizontalnih politika za napredak (inovacije, razvoj vještina – obrazovanje, investicije, konkurencija i upravljanje) i deset ključnih sektora (energetika, sirovine, digitalizacija i napredne tehnologije, strukturna promjena energetski intenzivnih industrija, proizvodnja čiste energije i uz pomoć čistih tehnologija, automobilska industrija, obrana, svemirska industrija, farmaceutika i transport). Otvoreno je pitanje koliko je hrvatsko gospodarstvo spremno na uklapanje u novu europsku arhitekturu produktivnosti i konkurentnosti. Otvoreno je i pitanje koliko će sama EU imati snage stvoriti novu arhitekturu rasta produktivnosti i konkurentnosti u uvjetima energetske i geopolitičko-ratnih šokova.

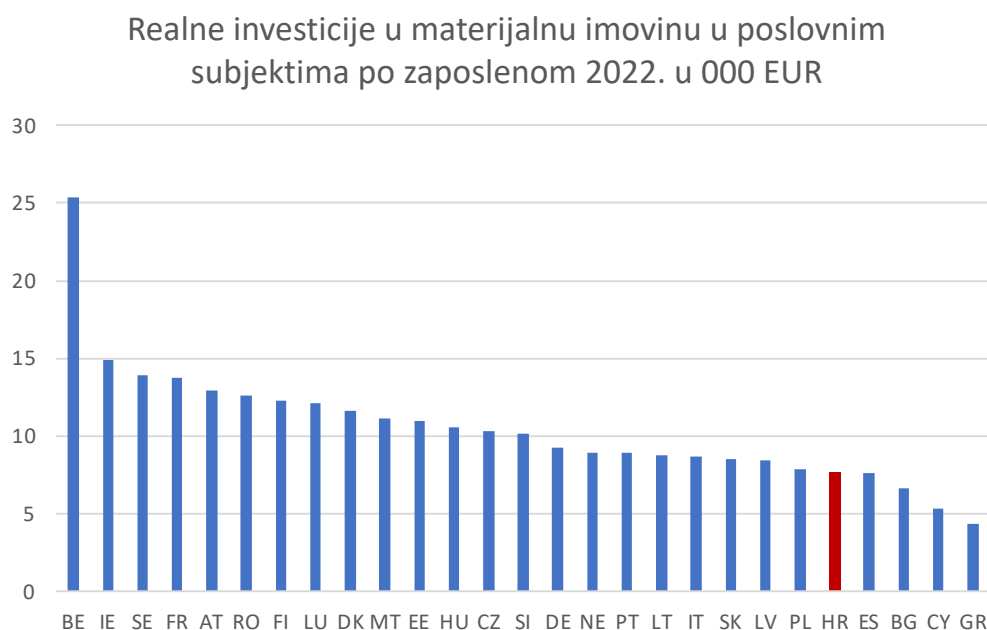
Kada se u širu sliku dodaju nepovoljni demografski trendovi i visoka napetost na tržištu rada koja će rezultirati trajnim pritiskom na rast troškova rada, investicije u radno-štedni tehnološki napredak pokazuju se kao najbrži način za povećanje produktivnosti. Daljnja internacionalizacija sektora poduzeća kroz privlačenje izravnih stranih ulaganja u sektore i poduzeća koji stvaraju natprosječnu dodanu vrijednost po zaposlenom prirodan je put za ubrzanje strukturne transformacije gospodarstva u naznačenom smjeru. Bijela knjiga 2024. Udruženja stranih ulagača u Hrvatskoj pokazala je važnost ovog razvojnog kanala. Naime, prema podacima za 2022. godinu, među približno 12 tisuća značajnih hrvatskih poduzeća s godišnjim prihodom većim od milijun eura, ona koja su imala barem neki postotak inozemnog vlasništva zapošljavala su 27% zaposlenih među značajnim poduzećima, stvarala 37% dodane vrijednosti tog segmenta, te ostvarivala 40% investicija i 53% prodaje na inozemnim

tržištima.<sup>12</sup> Prednost razvojnog kanala izravnih stranih ulaganja leži u tome što takvo ulaganje najčešće trajno rješava pitanje financiranja poduzeća, prijenos znanja i pristup širem međunarodnom tržištu bez obzira na način uklapanja hrvatskog poduzeća u međunarodni lanac vrijednosti, koji ovisi o tome je li riječ o proizvodnji neke jednostavne komponente ili usluge, relativno sofisticiranog inputa ili kapitalne opreme, ili finalnog proizvoda ili usluge. Međutim, takvih poduzeća s inozemnom vlasničkom komponentom među značajnima je 2022. bilo samo 18%. Ostaje 82% poduzeća u domaćem vlasništvu. Zbog toga će, i uz rast spomenutih udjela poduzeća s inozemnom vlasničkom komponentom, najveći dio strukturne transformacije i rasta produktivnosti zavisiti o investicijama domaćih poduzetnika u sektore i poduzeća koji proizvode natprosječnu dodanu vrijednost po zaposlenom, orijentirani su ka međunarodnom tržištu i uklopljeni u pozitivne tržišne trendove. Krediti domaćih kreditnih institucija i dalje će imati važnu ulogu u financiranju investicija u tom segmentu.

Nisko zadužena domaća poduzeća imaju veliku prigodu za ulaganja u tehnologije koje značajno podižu produktivnost.

O potrebi i potencijalu povećanja investicija u hrvatskom korporativnom sektoru svjedoče i podaci na Slici 15. Realne investicije po zaposlenom u hrvatskim poduzećima (za 2022. godinu) nalaze se na petom mjestu odozdo u EU ispred Grčke, Cipra, Bugarske i Španjolske, neposredno iza Poljske, Latvije, Slovačke, Italije, Litve i Portugala, daleko od zemalja gdje ovaj pokazatelj bilježi najveće vrijednosti poput Belgije, Irske, Švedske, Francuske, Austrije i Rumunjske.

Slika 15



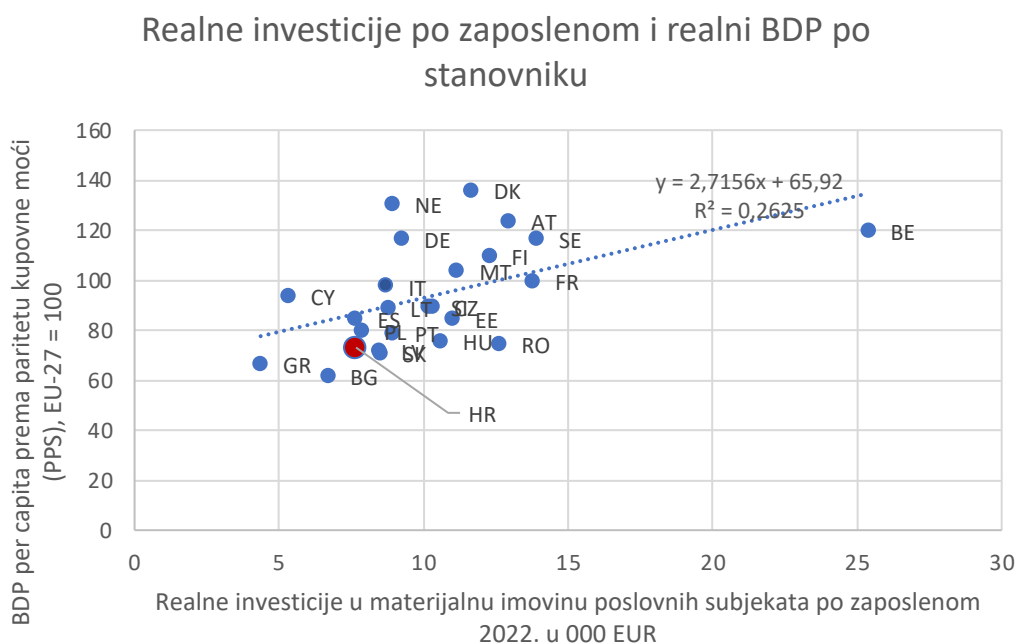
Metodološka napomena: nominalni iznosi investicija po zaposlenom u poslovnim subjektima korigirani su za paritet kupovne moći za investicije (eng. gross fixed capital formation) za 2022. godinu kako bi se dobili realni iznosi investicija u materijalnu imovinu po zaposlenom.

Izvor: Eurostat, strukturne poslovne statistike

<sup>12</sup> FICC i Arhivanalitika (2024.) [Bijela knjiga 2024. Konkurentnost Hrvatske nakon dovršetka procesa europskih integracija: novo poglavlje](#), str. 61.

No, sama visina realnih korporativnih investicija po zaposlenom ne mora biti presudna u kratkom roku. Slika 16 potvrđuje pozitivnu vezu između realnih korporativnih investicija po zaposlenom i realnog BDP-a po stanovniku, no rasap podataka za pojedine zemlje je velik jer trenutačne realne korporativne investicije nisu jedini čimbenik razine razvoja. Na primjer, poduzeća u Nizozemskoj i Njemačkoj relativno malo investiraju s obzirom na dostignuti stupanj razvoja dok poduzeća u Rumunjskoj puno investiraju s obzirom na dostignuti stupanj razvoja. Unatoč prikazanim odstupanjima, očito je da se realne investicije po zaposlenom u sektoru poduzeća u Hrvatskoj moraju osjetno povećati ako Hrvatska želi dostići europsku razinu realnog dohotka po stanovniku odnosno životnog standarda.

Slika 16



*Metodološka napomena: bez Luksemburga i Irske zbog distorzija u mjerenju njihova BDP-a.  
Izvor: Eurostat, obrada autora*

Naravno, sama realna vrijednost investicija po zaposlenom nije jamstvo uspjeha realne konvergencije u dugom roku. Kvaliteta investicija zavisi o mnoštvu čimbenika – od poduzetničkih sposobnosti, obrazovanja, vladavine prava, funkcioniranja nepristranih institucija, snage konkurencije, preko poreznog sustava, do efikasnosti javne administracije i kvalitete javnih infrastrukturnih usluga. Ti čimbenici su ključevi dugoročnog rasta i konvergencije koja nastaje kroz pretvaranje investicija u trajni kapital i ukupnu produktivnost faktora proizvodnje. Stoga će učinak korporativnih investicija zavisiti o sveukupnom društvenom okviru i okviru gospodarskih politika.

**Relativno niska zaduženost sektora poduzeća je nužan, no nije i dovoljan uvjet za investicijske iskorake u smjeru ubrzanja rasta produktivnosti.**

Međutim, ako promatramo korporativni sektor i korporativne kreditore u užem smislu, ova je analiza pokazala da je zadovoljen važan preduvjet za daljnju razvojnu konvergenciju kroz rast



produktivnosti na temelju investicija u proizvodnje više dodane vrijednosti. Relativno niska ukupna zaduženost i visoka likvidnost sektora poduzeća otvaraju prostor za korporativni investicijski ciklus u drugoj polovini ovoga desetljeća. Tom polazištu valja pribrojiti i konkurentnu razinu kamatnih stopa za poduzeća. Nakon desetljeća u kojima je visina kamatnih stopa za poduzeća bila čimbenik koji je slabio međunarodnu konkurentnost hrvatskih poduzeća, sada je kombinacija dugog perioda razduživanja, stabilnosti i visoke kapitalizacije banaka i ulaska u europodručje dovela do toga da je prosječni trošak zaduživanja za hrvatska poduzeća usporediv s prosječnim troškom financiranja za francuska i austrijska poduzeća.

Analiza je također pokazala da se od sredine 2022. godine pojavljuju prve naznake novog kreditnog ciklusa. Međutim, i dalje ga nije moguće nedvojbeno identificirati. Utjecaj inflacije zamućuje realna kretanja. To se pokazuje kroz veliku razliku između nominalnih i realnih kretanja kredita od 2022. godine. Tek će buduće analize na bazi ex post pogleda unazad omogućiti identifikaciju neprijepornog početka novog kreditnog ciklusa. No, trend realnih kredita i kredita po vrstama među kojima sada dominiraju investicijski krediti daje naslutiti da je 2024. godine početak novog kreditnog ciklusa poduzeća već prilično dobro utvrđen.