

**KREDITIRANJE
PODUZEĆA I ULOGA
GARANCIJSKIH SHEMA
U KRIZI COVID-19**

Sažetak

Javne sheme parcijalnih ili potpunih, portfeljnih ili individualnih garancija koriste se radi otklanjanja tržišnih neuspjeha u kreditiranju početnih, mikro, malih i srednjih poduzeća s neadekvatnim instrumentima osiguranja i zbog poticanja kredita i investicija u sektorima i aktivnostima od javnog interesa kao što su zelena energija i istraživanja i razvoj. Naglo izbijanje COVID-19 krize u ožujku 2020. povećalo je važnost garancijskih shema. Neke zemlje (npr. Italija, Francuska, Španjolska, Njemačka) alocirale su značajna javna sredstva za takve programe, učinivši ih potencijalno najvažnijim odgovorom na krizu. U trenutku dovršetka rada na ovoj analizi prerano je za izvođenje zaključaka o učincima ovih intervencija. Prvi podaci pokazuju da su interventne garancijske sheme u EU mogle utjecati na rast odnosno održavanje kreditne aktivnosti u dosadašnjem tijeku COVID-19 krize. Sada se otvara pitanje hoće li garancijama poticana kreditna aktivnost pomoći izlasku gospodarstva iz krize.

Hrvatska se uklapa u širi europski trend. U Hrvatskoj su postojeće slične sheme, koje se realiziraju preko HBOR-a i HAMAG BICRO, bitno proširene. Međutim, ostale su ograničene iznosima pojedinih kredita, fragmentacijom garancijskih programa, troškovima, pravnim i regulatornim nejasnoćama i zahtjevnim administrativnim procesima. Sve to potencijalno smanjuje učinke garancijskih programa i poziva na korištenje prostora za unaprjeđenja. To se može postići dijalogom predstavnika pružatelja garancija i privatnih kreditora u cilju fleksibilnije primjene kreditnih garancijskih shema kako bi se one brzo prilagođavale promjenama potražnje za kreditima i osigurale pozitivne učinke na rast i razvoj poduzeća.

-
- Analizu je izradila Arhivanalitika za Hrvatsku udruhu banaka u toku mjeseca kolovoza i rujna 2020. Stavovi u analizi ne predstavljaju službena stajališta Hrvatske udruge banaka.

Sadržaj

➤ SAŽETAK	2
➤ UVOD	4
➤ KONSTRUKCIJA GARANCIJSKIH SHEMA	6
➤ GARANCIJSKE SHEME U EU I HRVATSKOJ U KRIZI COVID-19	12
➤ UMJESTO ZAKLJUČKA: PREPORUKE	22
➤ IZVORI	24

UVOD

Javne kreditne garancijske sheme (dalje: kreditne garancijske sheme ili samo garancijske sheme) desetljećima su prisutne u ekonomskoj politici. Služe kao instrument poticanja kreditiranja i ulaganja. Često se koriste za poticanje kreditiranja ciljanih tržišnih segmenata u uvjetima povećanog rizika kada postoji opasnost da visoka razina ili veliki rast rizika značajno uspore ili onemoguće kreditnu aktivnost.

Naglo izbijanje krize COVID-19 (koronakrize) izazvalo je dodatnu potražnju za kreditnim jamstvima. Na samom početku krize, u ožujku 2020., postavilo se pitanje može li slobodno kreditno tržište odgovoriti na naglo bujanje potražnje za kreditima, osobito za obrtna sredstva, u uvjetima eskalacije rizika zbog izbijanja krize bez presedana. U ovoj analizi se prikazuje dosadašnje korištenje jamstvenih programa i raspravlja o prilagodbama koje je potrebno učiniti da bi slični programi odigrali važnu ulogu poticaja za izlazak iz gospodarske krize.

Čitatelj treba imati na umu da se pojam garancijska shema ovdje koristi kao generički pojam, a ne kao oznaka za konkretan financijski instrument. Radi se o primjeni različitih financijskih instrumenata - bankovnih garancija, jamstava, polica osiguranja, opcija, u širem smislu i interventnih kupnji udjela, dionica i sličnih vlasničkih instrumenata, koji u najširem smislu potpadaju pod pojam garancijskih shema jer predstavljaju interventno preuzimanje (dijela) poslovnih rizika od strane javnog sektora. Spomenutim instrumentima zajedničko je sudjelovanje treće strane, najčešće javnog subjekta, u podjeli rizika privatnog kreditnog ili investicijskog posla. Važno je istaknuti da interventne garancijske sheme nisu ograničene samo na javnu intervenciju. One mogu uključivati i privatne sheme podjele rizika, no u kontekstu ove analize bavimo se isključivo shemama javne intervencije.

Garancijske (jamstvene) sheme u užem smislu odnose se na poticaje za kreditiranje u kojima dio ili čitav rizik preuzima vlada, što rjeđe čini izravno državnim jamstvom, a češće kroz specijaliziranu javnu agenciju, najčešće razvojnu banku ili specijalizirani garantni fond. U tom smislu, točnije je govoriti o jamstvima i jamstvenim fondovima i shemama.

Potreba za ovim vidom intervencije ne bi postojala kada bi kreditni posrednici uvijek bili u stanju točno procijeniti rizik. Država bi, naime, bila na gubitku kada bi se javnim garancijskim shemama poticali krediti poduzećima koja nemaju perspektivu ili krediti koji bi bili ionako odobreni na tržištu. Opasno je državnim jamstvom produžiti život takozvanih zombi-poduzeća, jer to znači da kapital i rad ostaju predugo zaključani u takvim poduhvatima.

Na tržištu postoje segmenti poput mikro i malih poduzeća gdje je rizik u prosjeku uvijek visok, ne samo u krizama. Jedinični trošak dubinskog uvida u poslovanje pojedinog poduzeća je velik, a poduzeća - potencijalni dužnici ne raspolažu instrumentima osiguranja koji s gledišta kreditora imaju adekvatnu vrijednost. U takvim uvjetima kreditorima se ne isplati trošiti resurse na individualni pristup potencijalnim dužnicima radi uvida u individualne rizike poslovanja. Taj problem se rješava upotrebom modela (kredit scoring) koji omogućavaju

kreditiranje bez dubljeg uvida u poslovanje pojedinih poduzeća. No, tržišni neuspjeh se time ne otklanja u potpunosti. Stoga se javnim garancijama dio rizika ponekad prenosi na državu odnosno državni proračun (najčešće uz posredovanje specijalizirane javne agencije). To se čini u nadi da će krediti zbog intervencije-jamstva doprijeti do dužnika s adekvatnim bonitetom i perspektivom, do kojih kreditori inače ne bi mogli doprijeti zbog nemogućnosti procjene rizika.

Drugi važan razlog za korištenje garancijskih shema je otklanjanje tržišnih neuspjeha u dijelu realizacije industrijske politike. U novije vrijeme najčešće se koriste garancijski poticaji za zelene projekte s dugim rokovima povrata za koje se očekuje da bi se mogli susresti s ograničenjima u pristupu sredstvima na otvorenom tržištu kredita. Često se potiču i poduzeća u kojima su koncentrirane aktivnosti istraživanja i razvoja.

Oblikovanje učinkovitih javnih garancijskih shema susreće se s tri praktična problema: (1) shemu (odnosno neuspjeh kreditnog tržišta da samo riješi problem) treba opravdati, (2) treba procijeniti vrijednost potrebne intervencije i (3) garancijsku shemu treba oblikovati tako da što manje iskrivi tržišne poticaje i ne izazove prevelike troškove.

U nastavku se prvo raspravlja o konstrukciji garancijskih shema. Zatim se analiziraju njihovi učinci u kontekstu aktualne krize, a u zaključku se izvode preporuke za njihov daljnji razvoj.

KONSTRUKCIJA GARANCIJSKIH SHEMA

Danas je postojanje tržišnog neuspjeha u kreditiranju mikro, malih i srednjih poduzeća prepoznato te se kreditne garancijske sheme nalaze u širokoj uporabi. Dodatno se proširuju u razdobljima ekonomskih kriza radi sprječavanja kreditne kontrakcije i kontrole kamatnih stopa

Opravdanje. U HUB Analizama 49 i 55 (Arhivanalitika, 2014, 2016) pokazano je da su solidna mala i srednja poduzeća u krizi koja je započela 2008./09. duže bila suočena s kreditnim ograničenjima u usporedbi s velikim poduzećima; približno do 2013. godine. Rezultat je poznat iz iskustava drugih zemalja i brojnih kriza, te se danas prihvaća kao neupitan postulat (EIB, 2017). Stoga, kako mala i srednja poduzeća u svim gospodarstvima imaju najveći udjel u broju zaposlenih, većina vlada se u krizama brzo i lako odlučuje na uvođenje ili proširenje garancijskih shema za mala i srednja poduzeća kako bi se učinci krize ublažili kroz održavanje kreditnih tokova i likvidnosti za taj poslovno i financijski ranjiv a važan tržišni segment.

U praksi se ne gubi previše vremena na analize i opravdanja. Kada izbije kriza važno je brzo djelovati. Tome pogoduje činjenica da se garancijske sheme koriste i u normalnim vremenima. Zbog toga u većini zemalja postoje iskustva, prakse i pravne podloge koje se proširuju u kriznim vremenima.

U aktualnoj koronakrizi, donošenjem prvog travanjskog paketa mjera na razini EU odobreno je proširenje EIB-ovih garancijskih shema za 200 milijardi eura ili 1,7% BDP-a EU 2019. na temelju novog garantnog fonda od 25 milijardi eura (EIF, 2020). Uz to, mnoge države članice uvele su ili proširile i nacionalne garancijske sheme, o čemu će biti više riječi u nastavku.

Procjena vrijednosti potrebne intervencije. Za razliku od principijelnog opravdanja garancijske sheme, koje je razmjerno lako argumentirati, veći je problem procijeniti visinu i snagu potrebne intervencije. Osim procjene ukupnoga iznosa, treba procijeniti potrebu za pokrićem rizika ovisno o veličini poduzeća ili sektorima koji mogu biti različito pogođeni krizom, ili pak nemaju iste prioritete u javnim politikama. Stoga, u praksi, ako kriza izbije naglo i snažno (što zahtijeva brzu i vjerodostojnu intervenciju kao u slučaju krize COVID-19), vrijednost intervencije u većoj mjeri zavisi o procjeni fiskalnog kapaciteta države za izlaganje riziku preko jamstava, osiguranja i drugih sličnih potencijalnih obaveza.

Garancije dakle predstavljaju rizik za javne financije. Zbog toga limiti fiskalnog kapaciteta države često djeluju kao jače ograničenje pri oblikovanju garancijskih shema od nedostatka sofisticiranih analitičkih argumenata koji bi precizno ukazali na to koliko i kome treba odobriti garancija. Stoga u zemljama ograničenog fiskalnog kapaciteta poput Hrvatske ključnu ulogu imaju međunarodne institucije koje kroz međunarodno združivanje rizika povećavaju lokalne kapacitete za izlaganje rizicima.

Vodeću ulogu u ovim poslovima u EU ima Grupa Europske investicijske banke (EIB Group). EIB osigurava financiranje, dok je u operativnom smislu najvažniji Europski investicijski fond (EIF). EIF je specijaliziran za pomoć malim i srednjim poduzećima (MSP)¹ koja se, sukladno europskoj regulaciji, definiraju kao poduzeća koja zapošljavaju do 249 zaposlenih. Međutim, kriza COVID-19 uistinu ima karakteristike koje su bez presedana, pa garancijska shema koja je pokrenuta u travnju 2020. ne isključuje proširenje shema na veća poduzeća i ulaganja

¹ Kada se želi istaknuti uključenost i mikro poduzeća (do 10 zaposlenih) onda se koristi kratica mikro, mala i srednja poduzeća (hrv. MMSP, eng. micro, small and medium enterprises, MSME).

kapitala. Predviđena je alokacija 65% garantnog fonda na preuzimanje rizika radi poticanja kreditiranja MSP, dok je preostalih 35% predviđeno za kreditiranje većih poduzeća te ulaganja rizičnog kapitala (potonje do razine od 8% ukupne alokacije sredstava za pokriće rizika)². Ipak, kao što će se pokazati u nastavku, nacionalne garancijske sheme u ovoj su se krizi na samom početku pokazale kao mnogo izdašnije u usporedbi s multilateralnim projektima.

Pri procjeni potrebne visine intervencije važno je razlikovati iznos garantnog fonda od procjene ukupnog učinka na kreditne tokove i investicije. Omjer ukupnog učinka na kreditne i investicijske tokove i angažiranih javnih sredstava za pokriće rizika može se promatrati kao multiplikator rizika. Multiplikator postoji jer vlade kroz garancijske sheme nikada ne preuzimaju sav rizik privatnog posla. Dio sredstava koja angažiraju privatni kreditori uvijek mora ostati izložen riziku kako bi se spriječio moralni hazard i značajniji gubici koji bi se mogli prevaliti na teret poreznih obveznika. Tu vrstu rizika treba minimizirati. Općenito, što je privatni rizik veći, ova je opasnost manja. Međutim, ako je traženi angažman privatnog kapitala prevelik, moguće je da se projekti neće realizirati zbog prevelikog rizika za koji se očekuje da će ga privatni kreditor preuzeti. Privatni kreditori će odustati od kreditiranja, što predstavlja neuspjeh sheme. Naime, cilj vlade je utjecati na to da se dogode projekti i/ili krediti koji se inače ne bi dogodili. U najgorem slučaju, preniska participacija vlade u podjeli rizika može dovesti do toga da kreditni tokovi ostanu „začepljeni“ u kritičnom trenutku krize.

Zbog toga je dobro da multiplikator rizika, koji mjeri angažman privatnih sredstava, bude što veći, no ako se zahtijeva prevelik multiplikator rizika (prevelik angažman privatnih sredstava), postoji rizik da očekivani multiplikativni učinak garancijske sheme izostane.

Pri usporedbi učinaka garancijskih shema treba voditi računa o tome govori li se o visini garancijskog fonda ili o ukupnom očekivanom učinku angažmana garancijskog fonda. Spomenuta EIB/EIF-ova garancijska shema iz travnja 2020. počiva na garancijskom fondu (eng. Pan-European Guarantee Fund, EGF) u visini od 25 milijardi eura, koji je formiran udruživanjem državnih garancija 27 država članica. Iznos od spomenutih 200 milijardi eura (točnije, „do 200 milijardi eura“) predstavlja ukupan očekivani iznos kreditnih i investicijskih tokova koji će javnim pokrićem dijela rizika vjerojatno biti pokrenuti. Očekivani multiplikator rizika u tom slučaju iznosi 8, što znači da se u okviru ovog programa očekuje da će jedinica angažiranih javnih sredstava (angažiranih ne u smislu likvidnosti u početku, nego u smislu izlaganja riziku) u prosjeku mobilizirati 7 jedinica privatnih sredstava (u smislu izlaganja riziku). Drugim riječima, ako javna sredstva (garancijski fond) u podjeli rizika sudjeluju s 1/8 ili 12,5%, očito je da kreatori ovog programa očekuju da će privatni kreditori i investitori biti spremni ulaziti u poslove u prosjeku se izlažući 87,5% rizika, što bi im inače bilo neprihvatljivo kada bi se riziku trebali u potpunosti izložiti vlastitim sredstvima. Iz perspektive kreditora je ključno smanjiti izloženost riziku radi smanjenja kapitalnih zahtjeva.

Stvarnost se često razlikuje od očekivanja. Ex ante proračuni koji bi pokazali optimalno pokriće rizika veoma su teški: mogućnost pogreške u pogledu procjene multiplikatora odnosno optimalnog pokrića rizika je velika. Također, realno je očekivati da će multiplikator rizika biti veoma različit od zemlje do zemlje, ovisno o potražnji za kreditima, kvaliteti garancijskih shema i sl. Zbog toga se ova vrsta programa često modificira u hodu, zavisno o postignutim rezultatima.

Također, važno je razlikovati: (i) iznose u garancijskim fondovima koji služe za podjelu rizika, (ii) ukupne procjene kreditnih i investicijskih tokova koji će biti pokrenuti angažmanom

Raširenost javnih garancijskih shema zavisi o fiskalnom kapacitetu države koji ograničava sposobnost za preuzimanje rizika. Taj kapacitet se može uvećati međunarodnim aranžmanima u kojima je u EU najviše prisutna Grupa EIB (EIF). U većini država članica EU nacionalne garancijske sheme važnije su od multilateralnih

Krajnji ekonomski učinak javnih garancijskih shema zavisi o multiplikatoru rizika i o učinku na rast poduzeća čiji su dugovi izravno ili neizravno, potpuno ili djelomično pokriveni jamstvom

² <https://www.eib.org/en/press/all/2020-126-eib-board-approves-eur-25-billion-pan-european-guarantee-fund-to-respond-to-covid-19-crisis.htm>

javnih sredstava, od (iii) krajnjih učinaka javne intervencije na rast i razvoj poduzeća, kao što je prikazano na Shemi 1. Možemo zamisliti izdašnu shemu s velikim multiplikatorom, no ako je shema loše koncipirana, učinak na rast i razvoj može biti mali. Nasuprot tome, neka shema s nižim multiplikatorom može imati značajan učinak na rast i razvoj ako je dobro koncipirana – pravovremena, troškovno prihvatljiva, jednostavna i ako privuče poduzeća koja imaju najveće potencijale za rast.



[Brault i Signore \(2020\)](#) analizirali su učinke europskih garancijskih shema koje su pokrenute kao odgovor na krizu COVID-19, i zaključili da:

- garancijske sheme predstavljaju vjerojatno najvažniji instrument fiskalne politike protiv COVID-19 krize;
- s 1 800 milijardi eura na razini EU (ukupno pan europske i nacionalne sheme) radi se o mjerama koje u EU imaju 3,5 puta veću važnost nego primjerice u SAD-u, gdje se polovinom 2020. očekivalo mobilizirati protuvrijednost od oko 475 milijardi eura za iste namjene;
- važnost odnosno vrijednost garancijskih shema jako se razlikuje među državama članicama EU;
- ranija iskustva sa sličnim shemama pokazala su pozitivne učinke na rast poduzeća, imovinu i zaposlenost, dok su učinci na profitabilnost poduzeća dvojbeni.

Prvi dio Braultova i Signoreova zaključka bio bi precizniji kada bi se iskazao u uvjetnom obliku: garancijske sheme mogle bi biti najvažniji instrument fiskalne politike u djelovanju protiv COVID-19 krize kada bi se realizirale u očekivanim iznosima (s očekivanim multiplikatorima). U praksi, garancijske sheme često ne dovode do očekivanih učinaka. To se prvenstveno događa zbog nedostataka potražnje za kreditima ili ulaganjima (EIB, 2017), a to se pak može dogoditi zbog toga što sheme nisu troškovno prihvatljive, poduzetnicima nisu razumljive, ne uspijevaju mobilizirati sredstva privatnih kreditora, ili iz nekog drugog konstrukcijskog razloga o čemu se raspravlja u nastavku.

Istraživanja su pokazala pozitivne učinke garancijskih shema na poduzeća (osim na profitabilnost), no svi učinci detalja oblikovanja takvih shema još uvijek nisu dovoljno istraženi

Prije nego što nabrojimo bitne konstrukcijske elemente garancijskih shema važno je istaknuti da dobra konstrukcija shema počiva na kontinuiranom mjerenju učinaka i dijalogu s posrednicima odnosno partnerima – privatnim kreditorima koji najbolje opipavaju bilo tržišta. Zbog toga je od velike važnosti analitički pratiti iznose odobrenih kredita i provoditi analize na uzorcima ili populaciji poduzeća kako bi se dokazalo da je raspoloživost kredita veća za slična poduzeća ako su uključena u portfelje kredita koji su pokriveni garancijskim shemama od sličnih poduzeća koja nisu uključena³. Karakteristike garancijskih shema treba prilagođavati prema rezultatima takvih istraživanja.

Pri tome je važno razlikovati kratkoročne učinke na agregatnu potražnju koji zavise o multiplikatoru rizika, odnosno o ukupno odobrenim iznosima kredita, od dugoročnih učinaka na alokaciju resursa koji zavise o kvaliteti rasta poduzeća koji je pokrenut temeljem poticanih kredita i ulaganja (Shema 1). Taj krajnji učinak zavisi o vanjskim čimbenicima kao što su prirodna tržišna dinamika i sklonost riziku, ali i u unutarnjim faktorima oblikovanja (dizajna) garancijske sheme, o čemu govorimo u nastavku.

Iskrivljavanje tržišnih poticaja. Izravne garancije ili državni krediti poduzećima podrazumijevaju da je neka državna agencija sposobnija za procjenu rizika od specijalista koji od toga žive. To je samo po sebi upitno. Uz to, otvara se pitanje neposredne odgovornosti i korupcije dužnosnika ako garancija za dugove pojedinih poduzeća dopiše na naplatu. U pogledu ukupnih učinaka na gospodarstvo postavlja se i pitanje što je s manjim i srednjim projektima i poduzećima koja čine najveći dio gospodarstva i ukupne zaposlenosti.

Posredne parcijalne garancije rješavaju dio problema iskrivljavanja tržišnih poticaja. Djelomične garancije kreditnih portfelja koje formiraju privatni kreditori, a koji zadovoljavaju javne kriterije u pogledu veličine poduzeća, iznosa kredita, sektora i/ili vrste projekata, izbjegavaju najveći dio spomenutih problema. Krajnja procjena rizika ostavlja se kreditorima – specijalistima koji djelomično riskiraju vlastita sredstva (i osiguravaju likvidnost za kreditni program). Ipak, ključna pitanja oblikovanja takvih shema uvijek ostaju otvorena, prije svega: (i) koliki dio rizika pokriti, te (ii) kako uspostaviti javne (i jasne) kriterije i kontrolne mehanizme za uklapanje pojedinih dužnika u kreditni portfelj? Dizajn programa je ključan kako bi se postigao što veći multiplikator i pritom ugrozio što manji dio garantnog fonda i kako bi se postigao što povoljniji učinak na alokaciju resursa i ekonomski rast u dugom roku.

Prvo pitanje vezano uz oblikovanje garancijskih shema je da li garantirati samo glavnica ili glavnica i kamatu (ovo pitanje je manje važno danas, kada su kamatne stope na povijesnim minimumima).

Drugo pitanje je da li se garantira samo portfelj kredita koji se formira prema unaprijed dogovorenim kriterijima ili postoji mogućnost pokrivanja dijela rizika za pojedinačne kreditne partije (u pravilu većih iznosa).

Treće pitanje glasi da li garantirati neki postotak izloženosti riziku bez obzira na iznos (pari passu garancija) ili limitirati garanciju do određenog iznosa. U praksi je česta kombinacija pari passu garancija do određenog iznosa pojedinačnih kredita.

Četvrto pitanje je vezano uz određivanje prioriteta u naplati. Garancija prvog gubitka (eng. first-loss guarantee) znači da se u slučaju neplaćanja od strane krajnjeg dužnika garantni fond naplaćuje tek nakon što se naplatio kreditor, dok garancija drugog gubitka znači da

³ To se utvrđuje ekonometrijskom tehnikom „difference-in-difference“ i sličnim tehnikama koje se primjenjuju na mikroekonomskim podacima (Bertoni i dr., 2019).

Oblikovanje garancijskih shema uključuje niz detalja poput stupnja i načina pokrića rizika, visine naknada, očuvanja zdravih ekonomskih poticaja, kolaterala, no unatoč tome u praksi se pokriće rizika rijetko alokira uz pomoć aukcija

se kreditor naplaćuje tek nakon što se naplatio garantni fond. Ovi pojmovi se koriste u slučaju portfeljnih jamstava, dok se, u slučaju garancije pojedinog kredita, garancija koja znači da neplaćanje prvo ide na teret garantnog fonda naziva subordinirana garancija. Naravno, različiti oblici garantnih shema imaju utjecaja na visinu naknade za garanciju iz koje garantni fond očekuje nadoknaditi trošak rizika. Naknada može imati i karakter premije osiguranja ako intervencija ima ekonomsku narav police osiguranja od kreditnog rizika.⁴

Peto pitanje je visina pokrića rizika. Kao što je rečeno, visina pokrića mora biti dovoljna da osigura željeni multiplikator, ali i dovoljno niska da spriječi moralni hazard i očuva poticaj kreditora za kvalitetnu kreditnu analizu i selekciju dužnika (eng. screening). Problem alokacije rizika može se riješiti i aukcijskim mehanizmom: potencijalni kreditori – partneri u programu javljaju se upravitelju garantnog fonda s ponudama u kojima je visina pokrića koju traže od fonda odnosno visina (udjel) vlastitih sredstava koja su spremni riskirati pri odobravanju novih kredita najvažniji parametar za odabir kreditora koji će sudjelovati u garancijskom programu (EIB, 2017).

Šesto pitanje glasi kakvi su zahtjevi za kolaterale koje dužnik mora pružiti da bi kredit bio pokriven u okviru garancijske sheme. Ako je javni interes kreditirati MSP, a takva poduzeća su ograničena u pogledu raspolaganja instrumentima osiguranja, moguće je da zahtjev bude slabiji od uobičajenog na kreditnom tržištu. Naravno, svaka relaksacija u odnosu na tržišne uvjete utjecat će na visinu naknade odnosno premije prema principu veći preuzeti rizik – veća premija rizika.

Ovime se ne iscrpljuju pitanja oblikovanja dobre garancijske sheme. Osim portfeljnih garancija, postoje garancije na individualnoj osnovi (eng. retail guarantees) kod kojih se postavlja pitanje tko provodi kreditnu analizu potencijalnog dužnika i tko provodi prisilnu naplatu. U praksi je najčešći slučaj da taj posao obavlja specijalist-kreditor (Gozzi i Schmukler, 2015), jer kreditor takve poslove u pravilu obavlja efikasnije od pružatelja javne potpore. Pri odlučivanju o ovom pitanju treba voditi računa o očuvanju zdravih tržišnih poticaja. Na primjer, dijelovi ugovora koji uređuju poslove kreditne analize i vođenja postupaka prisilne naplate moraju biti sastavljeni tako da poticaj za te poslove ne bude oslabljen ako davatelj garancije pokriva prvi gubitak.⁵

OECD je pokušao sažeti najbolje prakse oblikovanja garancijskih shema, no zanimljivo je da se zaključci ne doimaju osobito čvrsti:

- Iako se 100%-tno pokriće rizika od strane javne agencije susreće u praksi (spominje se Kanada, a dalje u tekstu ćemo pokazati da takvih primjera ima i u EU, za manje kredite), ono otvara pitanje moralnog hazarda.
- Pokrića ispod 50% rješavaju problem moralnog hazarda ali otvaraju pitanje učinaka sheme tako da je odabir ovog parametra stvar «pažljivog uravnoteženja» pri čemu praksa pokazuje da su najbolji uravnotežujući rasponi pokrića nalaze između 60 i 80%.
- Treba težiti javno-privatnim garantnim fondovima u kojima vlada može dati početni kapital, ali vlada treba biti prvenstveno usmjerena na regulaciju i uspostavu transparentnosti garancijske sheme.

EIB-ov pregled stanja garancijskih shema u Europi iz 2017. godine proizašao je iz ankete

⁴ U EIB-ovom istraživanju (2017) utvrđeno je pet vrsta naknada garancijskih shema koje se primjenjuju u europskoj praksi (prema redoslijedu važnosti): (1) naknada u postotku vrijednosti kredita, (2) naknada koja zavisi o procjeni rizika, (3) naknada za obradu kreditne aplikacije, (4) naknada za neiskorišteni dio kreditne linije i (5) naknada za participaciju u garancijskoj shemi (jednokratna-početna ili godišnja).

⁵ Postoje i drugi tehnički uvjeti koji se ne obrađuju u ovom radu; na primjer, kod nekih shema se propisuje maksimalno vrijeme za obradu kreditnih aplikacija.

koja je provedena među 18 javnih garancijskih agencija na temelju podataka za 2015. godinu. Među tipovima kredita koji su poticani, očekivano su istaknuti krediti mikro, malim i srednjim poduzećima, zatim financiranje startupova i poduzeća u aktivnostima koje su intenzivne istraživanjima i razvojem, kreditiranje u poljoprivredi te kreditiranje poduzeća u vlasništvu mladih poduzetnika. Raspon pokriva rizika kretao se između 34% i 81% (garancije koje su bile najčešće u primjeni bile su pari passu karaktera), na period od 10-15 godina. Očekivano, najčešći tržišni neuspjeh koji se shemama nastojao otkloniti odnosio se na nedostatak kolaterala. Najčešći kreditni posrednici - partneri (koji su također najčešće obavljali poslove kreditne analize i prisilne naplate) bile su banke, leasing kompanije i drugi financijski posrednici.

U trenutku provođenja EIB-ove ankete, garancijske sheme nisu imale snažan učinak na europsko tržište kredita. Najveći učinak zabilježen je u zemljama juga EU - u Italiji 2,1% BDP-a, u Portugalu 1,8% i u Francuskoj 0,8% BDP-a. Podatak o apsolutnom iznosu kredita odobrenih uz pomoć sličnih shema na razini Unije iznosio je 64 milijarde eura, što je predstavljalo 0,5% BDP-a EU-27 2015. godine. To je gotovo beznačajan dio ukupnih kredita poduzećima koji su se u razvijenom dijelu Unije kretali od 60% BDP-a u Francuskoj do 140% BDP-a u Nizozemskoj (ako isključimo zemlje velikih odstupanja, Irsku i Luksemburg).⁶

U svrhu poticanja kreditnih aktivnosti korištena su i tzv. kreditna proširenja uz pomoć sekuritizacijskih transakcija u kojima su sudjelovale javne agencije s ciljem preuzimanja rizika po pojedinim tranšama. Takvih je aranžmana zabilježeno u ukupnom iznosu od oko 12 milijardi eura. Glavni razlog za manji udjel sekuritizacijskih transakcija u usporedbi s klasičnim garancijskim shemama ležao je u slabo razvijenom regulatornom okviru.

Regulatorni okvir je važan i za oblikovanje klasičnih garancijskih shema. Ugovori moraju udovoljiti regulaciji kapitala (CRR/CRD) da bi se javna garancija mogla prihvatiti kao olakšica koja umanjuje kapitalni zahtjev za kreditnu instituciju. Garancija ili kontra-garancija mora biti neopoziva, a trošak i drugi ugovoreni uvjeti ne smiju se mijenjati ovisno o performansama portfelja.

Kontrolna anketa kreditnih institucija, koja je provedena u okviru spomenutog EIB-ovog istraživanja, potvrdila je relativno skromnu važnost javnih garancijskih shema sredinom 2010.-ih. Među bankama koje su potvrdile da u kreditnim portfeljima imaju garantirane kredite u okviru javnih jamstvenih shema niti jedna banka nije imala više od 10% kreditnog portfelja pokrivenog tom vrstom garancija.

Prema tome, iako su kreditne garancijske sheme u EU u toku i nakon prošle recesije početkom 2010.-ih afirmirane i proširene, njihova relativna važnost ostala je razmjerno mala. Ranije su spomenuti navodi sudionika u anketi da je potražnja za tom vrstom kredita mala iako su istraživanja od 2015. do 2019. pokazala pozitivne učinke na rast poduzeća. Ostalo je otvoreno pitanje koji su stvarni razlozi zašto ove sheme nisu bile više proširene i prije aktualne krize: (i) je li privatno tržište kredita zadovoljilo svu relevantnu potražnju (ograničenje na strani potražnje za kreditima); (ii) jesu li takve sheme preskupe ili administrativno zahtjevne, osobito za manja poduzeća; (iii) jesu li na raspolaganje stavljene premali iznosi garancijskih shema (ograničenje ponude na strani garancijskih fondova) ili (iv) jesu li ne-cjenovni uvjeti za korištenje takvih shema bili nepovoljni (ograničenje ponude - konstrukcijska pogreška, na primjer u pogledu stupnja pokriva rizika)?⁷ Usprkos ovim pitanjima, izbijanje krize COVID-19 ponovo je afirmiralo javne kreditne garancijske sheme i dovelo ih u središte pažnje kao jedan od ključnih potencijalnih odgovora na krizu izazvanu širenjem koronavirusa.

Iako su javne garancijske sheme za poduzeća u EU više proširene nego u primjerice SAD-u, njihovi su iznosi i učinci prije COVID-19 krize bili razmjerno mali. Najnovija kriza je to promijenila

⁶ Eurostat, Tablica TIPSPD25

⁷ Konstrukcijska pogreška može se odnositi na sve bitne elemente oblikovanja garancijskih shema koji su opisani ranije u dokumentu; od obuhvata programa preko troškova do visine pokriva rizika i administrativnih postupaka i troškova.

GARANCIJSKE SCHEME U EU I HRVATSKOJ U KRIZI COVID-19

Izlasku garancijskih shema iz svojevrsne zavjetrine svakako je pogodovao i karakter krize COVID-19. Brzina izbijanja bila je povezana s naglim kočenjem na strani ponude (lockdown). Povijesna jedinstvenost kriznog mehanizma kao vanjskog šoka koji dolazi izvan ekonomske i financijske sfere opravdala je strah da će neizvjesnost zamrznuti kreditne tokove. Kako su banke prije izbijanja krize bile solidno kapitalizirane (nije bilo financijske odnosno bankovne krize kao u prethodnoj recesiji), a monetarnim mjerama osigurana je više nego izdašna likvidnost banaka, kreatori financijske politike odlučili su državnim garancijama pospješiti očuvanje likvidnosti sektora poduzeća i kakve-takve kreditne i investicijske aktivnosti.

Podaci u Tablici 1 pokazuju relativnu snagu fiskalne intervencije u jedanaest odabranih europskih država za tri skupine instrumenata: (i) izravne fiskalne intervencije, (ii) odgode i (iii) mjere za likvidnost i garancijske sheme. U šest od jedanaest zemalja za koje postoje podaci garancijske sheme i slične mjere zamišljene su kao snažniji instrumenti od direktnih fiskalnih poticaja (poput financiranja izravnih mjera za očuvanje radnih mjesta) i raznih vrsta odgoda obaveza poduzeća. Ova procjena potakla je ranije spomenute Braulta i Signorella da zaključe kako su garancijske sheme vjerojatno najsnažniji instrument za djelovanje protiv COVID-19 krize. Međutim, na ovome mjestu treba objasniti zašto govorimo o zamišljenom utjecaju: prisjetite se ranije spomenute razlike između visine garancijskih fondova i njihovog krajnjeg očekivanog učinka, pri čemu je ključan koncept multiplikatora.

Tablica 1. Fiskalne mjere u odgovoru na koronakrizu za odabrane zemlje u % BDP-a 2019.

	FISKALNI IMPULS	ODGODE	MJERE ZA LIKVIDNOST/ GARANCIJE
Belgija	1.4%	4.8%	21.9%
Danska	5.5%	7.2%	4.1%
Francuska	4.4%	8.7%	14.2%
Njemačka	8.3%	7.3%	24.3%
Grčka	3.1%	1.2%	2.1%
Mađarska	0.4%	8.3%	0.0%
Italija	3.4%	13.2%	32.1%
Nizozemska	3.7%	7.9%	3.4%
Portugal	2.5%	11.1%	5.5%
Španjolska	3.7%	0.8%	9.2%
UK	8.0%	2.3%	15.4%
SAD	9.1%	2.6%	2.6%

Izvor: Andreson i dr. (2020)

Anderson i dr. (2020) procijenili su učinke mjera za likvidnost i garancija u odgovoru na krizu COVID-19 na **21,9% belgijskog BDP-a** 2019. (što iznosi 104 milijarde eura). U izvorima za ove procjene naveli su federalni garancijski fond visine 50 milijardi eura (10,6% BDP-a) koji je namijenjen poticanju kratkoročnih kredita do 12 mjeseci (kreditni za refinanciranje ranijih obaveza su isključeni iz mogućnosti jamstva), što se namjerava postići preuzimanjem 50% rizika portfelja sa stopom neplaćanja između 3% i 5% i 80% rizika kreditnih portfelja sa stopom neplaćanja iznad 5%. Rizik portfelja sa stopom neplaćanja do 3% u cijelosti snose kreditori. Valonska vlada priključila se s mnogo skromnijim fondom od 57 milijuna eura⁸, a flamanska vlada proširila je postojeću shemu za 6-godišnje kredite s 1,5 na 3 milijarde eura, uz iste parametre kao za federalni program, što je praćeno smanjenjem naknada s 0,5% na 0,25% vrijednosti kredita.

Francuske mjere za likvidnost i garancijske sheme procijenjene su na 14,2% BDP-a 2019., što iznosi oko 345 milijardi eura. U podlozi očekivanog učinka nalazi se javna garancija za sve novoodobrene kredite do 21.12.2020. Iz obuhvata ove mjere isključene su samo velike kompanije koje su nastavile isplaćivati dividende dioničarima. U okviru omotnice predviđeni su posebni manji pod-programi, kao na primjer 2 milijarde eura garancija za kredite startupovima (pokriće do 90% rizika zavisno o ročnosti kredita), 15 milijardi za reosiguranje izvoznih kredita, itd. Stopa pokrića kreće se od 70% do 90% zavisno o apsolutnoj vrijednosti kredita. Francuske mjere su najzanimljivije, jer su: (a) vrlo izdašne, (b) zaobilaze specijalizirane javne agencije (jamstvo je izravno, državno) i (c) kao što će se pokazati u nastavku analize, Francuska je imala daleko najsnažniju kreditnu ekspanziju u dosadašnjem tijeku COVID-19 krize, što se vjerojatno može objasniti izravnim državnim jamstvom za nove kredite u duljem vremenskom razdoblju. Pitanju kreditnog tempa vratit ćemo se nakon prikaza još nekih garancijskih shema u EU i Hrvatskoj.

Njemačke mjere za likvidnost i garancijske sheme procijenjene su na 24,3% njemačkog BDP-a 2019., što iznosi 838 milijardi eura. Očekivani učinak se zasniva na:

a) 400 milijardi eura koji su alocirani na Fond za ekonomsku stabilizaciju u svrhu državnih jamstava za dugove poduzeća, pri čemu spomenuti Fond raspolaže sa dodatnih 100 milijardi eura za kapitalne intervencije (od kojih je već poznata dokapitalizacija Lufthanse u iznosu od gotovo 10 milijardi) i 100 milijardi za refinanciranje dospjelih kredita razvojne banke KfW;

b) 356 milijardi eura državnih jamstava za izravne nove programe KfW-a;

c) 6 milijardi eura sličnih programa na razini federalnih jedinica.

Talijanske mjere za likvidnost i garancijske sheme procijenjene su na 32,1% BDP-a 2019., što iznosi 574 milijardi eura. U podlozi očekivanog učinka nalaze se:⁹

a) 200 milijardi garancija za izvozne kredite putem talijanske izvozne kreditne agencije SACE, pri čemu agencija pokriva 70% do 90% rizika zavisno o veličini kompanije uz uvjete da (a) kompanija ne isplaćuje dobit/dividende, (b) već je iskoristila javni garancijski fond pod točkom i (c) kompanija je bila zdravu dužnik na dan 31.12.2019.;

b) dodatnih 200 milijardi garancija za izvoz, od čega 10% pokriva SACE, a 90% vlada;

c) 100 milijardi iznosi javni garantni fond za kredite MSP;

Javne garancijske sheme u mnogim državama članicama zamišljene su kao glavni odgovor na krizu COVID-19 mjereno očekivanim učinkom u postotku BDP-a.

⁸ U valonskoj shemi kombiniraju se stope pokrića 50% i 75%.

⁹ Zbroj prikazanih mjera može odstupati od procjene u postotku BDP-a zbog revizija BDP-a ili izbacivanja programa osiguranja likvidnosti koji nisu izravno namijenjeni poduzećima.

d) 45 milijardi eura za CDP fond za dokapitalizacije kroz instrumente mezzanine financiranja (konvertibilne zajmove i povlaštene udjele);

e) 10 milijardi kredita za velika poduzeća na temelju garantnog fonda od 500 milijuna (očekivani multiplikator 20);

f) 4 milijarde alocirane za otkup korporativnih obveznica kroz specijalizirani PMI fond.

Riječ je o garancijskim shemama i direktnim instrumentima za likvidnost koji se pretežito odobravaju kroz javne financijske razvojne institucije (Francuska je iznimka) u različitim tržišnim segmentima i uz različite uvjete i parametre te veoma različite očekivane multiplikatore. Raznolikost je velika, pa iz ovog ad hoc pregleda nije moguće identificirati najbolje prakse. U tu svrhu pokušali smo se poslužiti EBA-inim pregledom.

Riječ je o garancijskim shemama i direktnim instrumentima za likvidnost koji se pretežito odobravaju kroz javne financijske razvojne institucije (Francuska je iznimka) u različitim tržišnim segmentima i uz različite uvjete i parametre te veoma različite očekivane multiplikatore. Raznolikost je velika, pa iz ovog ad hoc pregleda nije moguće identificirati najbolje prakse. U tu svrhu pokušali smo se poslužiti EBA-inim pregledom.

[EBA \(2020\)](#) je u srpnju objavila Listu 47 javnih garancijskih shema koje su nastale kao odgovor na pandemiju COVID-19. 43 sheme se odnose na članice EU, a 4 na Island i Norvešku kao članice Europskog gospodarskog područja (engl. EEA). Klasifikacijom ovih garancijskih shema također je utvrđena njihova velika raznolikost, uz manji broj pravilnosti koje se pojavljuju kod većeg broja shema:

1. Velika većina garancijskih shema namijenjena je pokriću rizika novih kredita, i to ne samo za mikro, mala i srednja poduzeća. Široko polje djelovanja COVID-19 krize iziskivalo je široko uključivanje svih kredita, ili kredita za financiranje izvoza i sektorskih kredita za posebno pogođene aktivnosti (npr. turizam, prijevoz). Veliki broj poticajnih shema uključuje i kredite većim poduzećima. Krediti za refinanciranje postojećih obaveza najčešće se izriekom isključuju te se propisuje kreditiranje klijenata koji su prije COVID-19 krize imali besprijekoran bonitet. Time se apriori limitira rizik kojem će javna sredstva biti izložena, potiče se kreditiranje (vjerojatno) zdravog segmenta poduzeća bez obzira na veličinu, ali se s druge strane isključuju poduzeća koja možda imaju šanse preživjeti krizu iako imaju problema. Stoga neke garantne sheme (npr. Litva) omogućuju kombiniranje novih kredita i refinanciranja starih u kreditnom portfelju za koji jamči država, uz uvjet da najmanje 20% kredita budu novi krediti.

2. Velika većina garancijskih shema uključuje javno pokriće rizika između 70% i 90% koje se kombinira s ograničenjima iznosa pojedinih kredita (ili ukupne izloženosti prema grupi povezanih poduzeća). Veza između iznosa kredita i pokrića rizika je najčešće negativna: veće pokriće rizika povezano je s manjim pojedinačnim iznosima. Tako se u nekoliko garancijskih shema pojavljuju pokrića od 100% rizika (Austrija, Island), ali za male iznose kredita (do 500 odnosno 700 tisuća eura) i uz sektorsko ograničenje na Islandu (turistički sektor na Islandu naglo se razvio proteklih godina te je potpuno pokriće rizika od strane države rezervirano za kreditiranje turizma kako bi tvrtke premostile potpuni kolaps turizma koji na udaljenom otoku zavisi o avio-prijevozu). Međutim, postoji manji broj shema u kojima ne postoji negativna veza između pokrića i pojedinačnih iznosa kredita tako da nije riječ o isključivom pravilu.

3. Nije rijetkost da se nekim garancijskim shemama pokriva manji dio rizika od najčešćeg intervala 70-90% (pojavljuju se pokrivača od 25%, 35% i 50-70%). Zanimljive su i kombinirane sheme koje kreditorima pružaju veću slobodu upravljanja u pogledu strukturiranja portfelja unutar tri propisana parametra: (i) limita na pojedinačne iznose kredita, (ii) limita na pokrivače rizika po pojedinom kreditu i (iii) limita na ukupno pokrivače portfelja. Na primjer, jedna češka shema kombinira maksimalna pokrivača pojedinih kredita na 90% za MSP i 80% za poduzeća od 250 do 500 zaposlenih s limitom pokrivača na ukupan kreditni portfelj od 30%, dok jedna grčka shema na sličan način kombinira individualni limit pokrivača do 80% s ukupnim limitima od 40% na kreditni portfelj za MSP i 30% za velika poduzeća.

Hrvatska na žalost nije uključena u ovaj EBA-in pregled. Slični programi u Hrvatskoj ostvareni su preko HAMAG-BICRO i HBOR-a koji se prikazuju u nastavku.

HAMAG-BICRO. Ova vladina agencija je prije krize pokrenula programe ESIF ograničenih portfeljnih i pojedinačnih jamstava čiji su uvjeti nakon izbijanja COVID-19 krize poboljšani. Stopa pokrivača rizika povećana je sa 60 na 80%, uz rok otplate od 10 godina i maksimalne iznose od 150,000 eura u okviru programa portfeljnih jamstava odnosno 2,000,000 eura u okviru pojedinačnih jamstava (1,000,000 eura za program kreditiranja za obrtna sredstva koji se realizira putem 17 kreditnih institucija). U srpnju je objavljen novi program za kreditiranje kulture i kreativnih industrija s omotnicom od 300 milijuna kuna te za sektor mora i prometa s omotnicom od 600 milijuna (realizacija još nije započela). Riječ je o pojedinačnim kreditnim jamstvima do 800,000 eura uz rok od 5 godina uz početak, kamatnu stopu do 2% i premiju od 0,1%. Programi se realiziraju objavom javnih natječaja na koje se javljaju banke koje provode kreditnu analizu i selekciju sukladno vlastitim kriterijima procjene rizika. Ostali programi za nove kredite¹⁰ odnose se na direktne instrumente HAMAG-BICRO: ESIF mikro zajmove za obrtna sredstva, čiji su uvjeti nakon izbijanja koronakrize poboljšani (do 25,000 eura uz početak i kamatnu stopu od 0,5 do 1%), te na dva nova instrumenta uvedena nakon izbijanja koronakrize - COVID-19 zajam za obrtna sredstva i mikro zajam za ruralni razvoj. COVID-19 zajam za obrtna sredstva odobran je do iznosa od 100,000 eura na 5 godina uz početak i kamatnu stopu od 0,25%, a kolaterali nisu potrebni - dužnik potpisuje zadužnicu. Mikro zajmovi za ruralni razvoj odobravaju se do 25,000 eura.

Prijave za COVID-19 zajam za obrtna sredstva zaključene su već 5. svibnja 2020. zbog ispunjenja kvote, a prilagođeni ESIF mikro zajam za obrtna sredstva iskorišten je 8. svibnja, prema objavi na internetskoj stranici HAMAG-BICRO. Ukupne financijske učinke ovih programa teško je procijeniti. Kada su novi programi objavljeni u drugoj polovici ožujka komuniciran je očekivani učinak od više od milijardu kuna, a nakon što je od 5. do 8. svibnja objavljeno da su novi programi zaključeni, 21. svibnja je objavljena procjena na internetskoj stranici da je HAMAG-BICRO pomogao oko 2500 poduzetnika s iznosom od 230 milijuna kuna, što uključuje i moratorije; od toga je odobreno 165 milijuna kuna novih kredita za 500 poduzetnika.

Za našu temu važniji su jamstveni programi. Osim (značajne) omotnice od 900 milijuna sektorske jamstvene potpore za kulturu, kreativne industrije, more i promet kroz pojedinačna kreditna jamstva čija se realizacija tek očekuje, tek će se nakon proteka vremena i prikupljanja statističkih podataka moći zaključiti koliki je kreditni tok pokrenut programima HAMAG-BICRO te usporediti djelotvornost direktnih i indirektnih instrumenata koji se realiziraju u suradnji s drugim kreditorima.

HBOR-ovi novi programi opisani su u Tablici 2.¹¹ Njihov ukupan iznos od 9,2 milijardi kuna

¹⁰ Mjere poput refinanciranja odnosno moratorija na ranije odobrene kredite nisu obuhvaćene ovim pregledom. HAMAG-BICRO je u odgovoru na krizu uveo moratorij na sve rate ESIF Mikro i Malih zajmova te Mikro i Malih zajmova za ruralni razvoj do 31. prosinca 2020. te prolongat otplate/roka korištenja kredita za koje je izdano jamstvo.

¹¹ Ovaj pregled se također ne odnosi na moratorije i reprogramiranje kredita koje HBOR omogućuje od kraja mjeseca ožujka na razdoblje do 16 mjeseci. U pregled nisu uključeni otprije aktivni HBOR-ovi programi, uglavnom za investicije.

Tablica 2. Novi programi HBOR-a - odgovor na COVID-19

Program	Kreditni potencijal u mln HRK	Pogodnost	Odobrenje
Obrtna sredstva (OBS) COVID-19 ¹²	1 500	Kamatna stopa 0% na HBOR-ov dio od 50%	Putem 14 banaka do 31.12.2020. ili do iskorištenja
OBS prerada drva i proizvodnja namještaja	220	Kamatna stopa 0% na HBOR-ov dio	Putem 14 banaka do 31.12.2020. ili do iskorištenja
OBS putem okvira bankama	1 200	Umanjenje kamatne stope za 0,75 p.b.	Putem 8 banaka
OBS ruralni razvoj	130	Kamatna stopa 0,5%	Izravno
OBS za turističke djelatnosti	600	Kamatna stopa 0%, do 5g. uz 12m poček	Zaključeno
Osiguranje portfelja kredita	5 561	Do 50% iznosa kredita	Putem 15 banaka
UKUPNO	9 211		

Izvor: HBOR

Kreditni za likvidnost uz HBOR-ovo osiguranje do 50% iznosa glavnice i kamata realiziraju se u suradnji s poslovnim bankama za kredite s rokom do 5 godina i počekom do 12 mjeseci. Krediti su namijenjeni izravnim i neizravnim izvozniciima koji nisu u većinskom državnom vlasništvu što uključuje i turistički sektor, a program traje do 31.12.2020.¹³

HBOR u suradnji s EIF-om pokreće i ulaganja u tri fonda rizičnog kapitala¹⁴ u iznosu od 70 milijuna eura (0,13% BDP-a 2019.) od kojih se očekuje do 205 milijuna eura (0,5% BDP-a 2019.) ulaganja u mala i srednja poduzeća uz tipične investicije između 2 i 8 milijuna eura po poduzeću. Međutim, ove programe private equity ulaganja ne treba promatrati kao neposredan odgovor na COVID-19 krizu.

Mjere za likvidnost i garancijske sheme nastale kao novi odgovori na krizu COVID-19 u Hrvatskoj mogu se procijeniti na 3-4% BDP-a što je usporedivo s Danskom i Nizozemskom ali predstavlja velik zaostatak u odnosu na zemlje koje pojačano koriste ovaj vid intervencije. Uz proširenje za povećanja iznosa za ranije programe, maksimalna procjena za Hrvatsku ne prelazi 5% BDP-a. Prostor za unaprjeđenje shema postoji u pogledu iznosa i u pogledu konstrukcije samih shema koje bi trebale biti fleksibilnije radi prilagodbe potražnji.

¹² Program obuhvaća dio u suradnji s poslovnim bankama prema modelu podjele rizika (pojedinačna jamstva) uz HBOR-ov udio od minimalno milijun kuna pri čemu je gornji limit određen financijskim pokazateljima dužnika (dvostruki iznos godišnjih rashoda za plaće, 25% prošlogodišnjih prihoda), te izravni dio u kojem se HBOR pojavljuje kao kreditor u iznosu pojedinih kredita iznad 37 milijuna kuna (kamatne stope ovisno o roku, najviše do 5 godina, i veličini poduzetnika od 0,51% do 2,26%).

¹³ Izravni izvoznik je poduzeće koje ostvaruje najmanje 20% prihoda na inozemnom tržištu, a neizravni izvoznici su poduzeća-dobavljači izvoznika koji ostvaruju najmanje 40% prihoda od prodaje roba i usluga izvozniciima i turistička poduzeća.

¹⁴ Prosperus Growth Fund, Adriatic Structured Equity Fund i Croatian Mezzanine Debt Fund.

Teško je precizno procijeniti anti-COVID učinke dosadašnjih programa HAMAG-BICRO i HBOR-a. Novi programi se ugrubo mogu procijeniti između 3 i 4% BDP-a 2019. (ukupno obje javne agencije), a kada se uzmu u obzir proširenja ranijih programa, maksimalistička procjena ukupnog učinka ne prelazi 5% BDP-a, osobito kada se uzme u obzir ranije spomenuta metodološka nejasnoća u pogledu razlike između visine javnog jamstva i ukupnog očekivanog učinka koji uključuje multiplikativne efekte. Usporedi li se ova procjena s podacima za jedanaest odabranih europskih zemalja iz Tablice 1, hrvatski iznos potpora likvidnosti i garancijskih programa može se usporediti s iznosima u Danskoj i Nizozemskoj. Hrvatska malo zaostaje za Portugalom, a znatno zaostaje za zemljama koje su pokrenule izdašne garancijske programe i programe za likvidnost poput Belgije, Francuske, Njemačke i Italije.

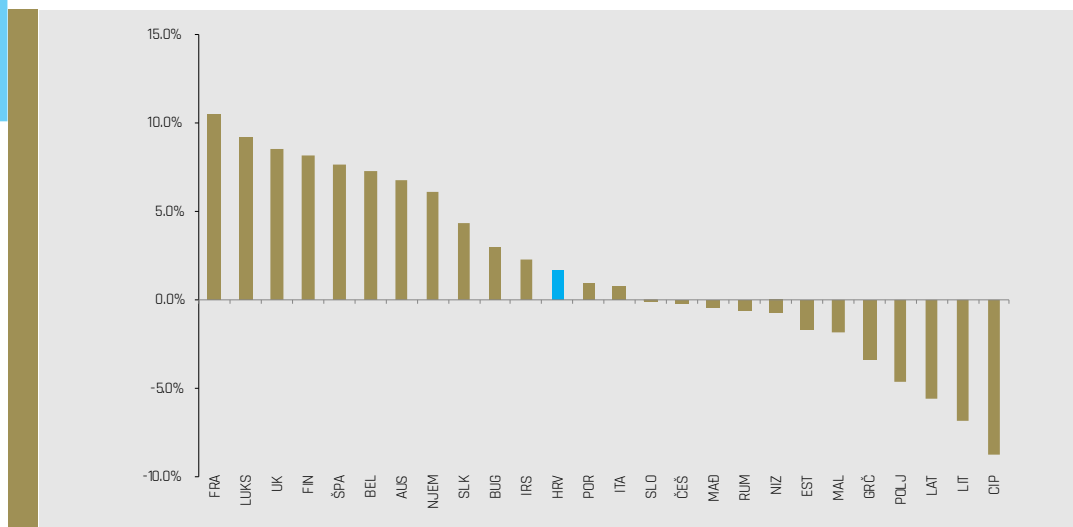
Uzmemo li u obzir činjenicu da su programi koji su pokrenuti nakon izbijanja koronakrize relativno brzo korišteni (što upućuje na činjenicu da ne postoji opći nedostatak potražnje, naprotiv), očito je da u Hrvatskoj postoji prostor za daljnji rast i razvoj garancijskih shema. To se ne odnosi samo na povećanje kapaciteta za pokrivanje rizika, već i na kakvoću tehničkog oblikovanja samih programa.

Iz gornjeg je pregleda vidljivo da su garancijski programi fragmentirani. Imaju uži namjenski karakter (pa se ugovaraju zasebno, što znatno uvećava jedinični trošak i vrijeme koje je potrebno za uspostavu sheme). Limiti na iznose kredita su niski, osobito u okviru portfeljnih jamstava, većih kredita ili nema ili ih HBOR rješava izravno, a portfeljna jamstva i osiguranja dobivaju na značaju tek u novije vrijeme. Do sada nisu korištene fleksibilne (kombinirane) sheme jamstava ili osiguranja koje bi omogućile prilagođavanje strukture kreditnih portfelja «u hodu», kao što je slučaj s ranije spomenutim shemama u Litvi, Češkoj i Grčkoj koje imaju limit pokrića rizika na kreditni portfelj, dok pokriće kroz pojedinačna jamstva može značajno odstupati od ukupnog odnosno prosječnog pokrića za čitav portfelj, a moguće su i značajnije varijacije iznosa pojedinačnih kredita unutar portfelja te različite namjene kredita.

Općenito, hrvatske jamstvene sheme trebale bi biti fleksibilnije i ugovarane tako da kreditnim institucijama bez pravnih odnosno regulatornih rizika omoguće rasterećenje kapitalnih zahtjeva u proporciji javno preuzetog jamstva. Jamstvene sheme se u praksi u Hrvatskoj koncipiraju uz premalo sudjelovanja kreditora od početka procesa. To odgađa rješavanje niza pitanja do kasne faze realizacije, kao što je slučaj sa spomenutim pitanjem tumačenja kapitalnog zahtjeva prema CRR/CRD-u. Postojanje dvije državne agencije koje se bave ovim poslovima doprinosi fragmentaciji programa te poskupljuje i produžuje procese oblikovanja i operativnih priprema, a nerijetko dovodi i do nerazvidnosti shema za krajnje dužnike koji plaćaju veći trošak angažmana specijaliziranih savjetnika.

U ovom trenutku nije moguće dati detaljne preporuke u pogledu oblikovanja jamstvenih shema. Nedostaju mikroekonomska istraživanja iz kojih bi se takve preporuke mogle izvesti. Naime, djelotvornost shema se ne može ispitati uz pomoć makroekonomskih podataka. Neophodna je mikroekonomska analiza sličnih poduzeća koja su koristila i koja nisu koristila pristup ovoj vrsti sredstava (eng. difference-in-difference pristup, Bertoni i dr., 2019). Samo se tako može ustanoviti ne samo jesu li sheme djelotvorne, nego i koje sheme imaju veći učinak na multiplikator te pozitivne dugoročne učinke na alokaciju resursa i rast poduzeća (prisjetite se Sheme 1). Ta vrsta analiza prelazi okvire ovog rada ali se može preporučiti njihovo redovito provođenje i informiranje industrije i kreatora financijske politike na temelju rezultata takvih analiza u budućnosti.

Slika 1. Stopa rasta kredita poduzećima od lipnja 2019. do lipnja 2020. u EU

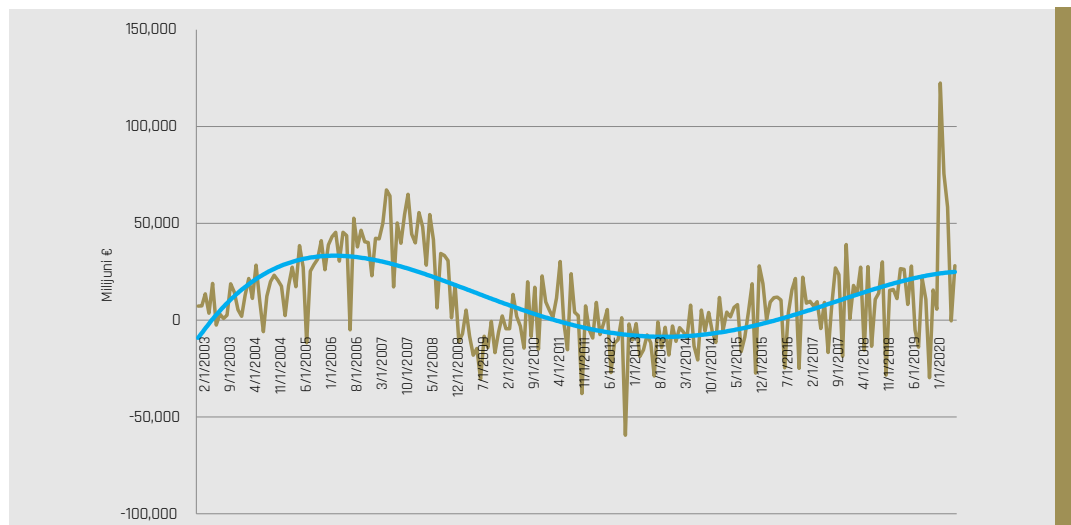


Izvor: ECB Datawarehouse

Prikazana stanja kredita u bilancama kreditora mogu zavarati. Učinci vrednovanja kredita, prodaje portfelja i drugi utjecaji mogu zamagliti stvarni tempo kreditne aktivnosti. On se pouzdanije procjenjuje na temelju neto kreditnih transakcija koje isključuju spomenute učinke kao i učinke refinanciranja postojećih kredita (koji mogu zamagliti treći statistički pristup - novoodobrene kredite). Statistička baza Europske središnje banke omogućuje usporedbu tempa neto kreditnih transakcija u EU. Neto kreditne transakcije najtočnije mjere stvarnu kreditnu aktivnost jer od novoodobrenih kredita oduzimaju otplaćene glavnice, čime isključuju učinke refinanciranja, te tako dobiveni iznos dodatno korigiraju za efekte prodaja i vrednovanja kreditnog portfelja.

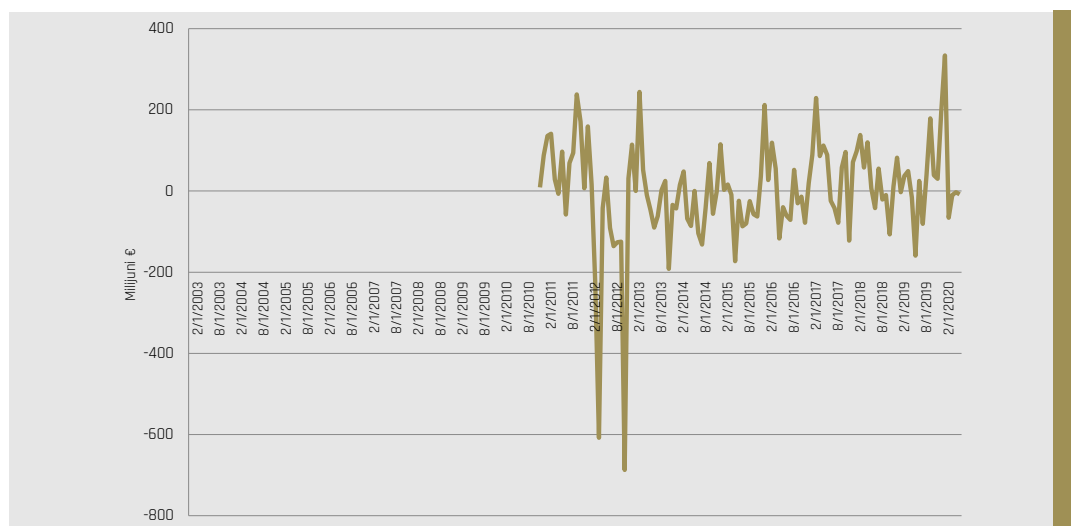
Slika 2. pokazuje poznato kretanje kreditnog tempa u europodručju: nakon snažne i kasnije nikad ponovljene ekspanzija kredita prije krize 2008./09., uslijedio je dugi silazni dio kreditnog ciklusa 2009.-2012. te dno 2013., nakon čega je slijedio postupni oporavak kreditne aktivnosti od 2014. godine. Ono što iznenađuje je snaga kreditne ekspanzije na samom početku koronakrize. U ožujku i travnju kratko je postignut povijesni maksimum neto kreditnih transakcija u europodručju, nakon čega je uslijedila normalizacija trenda. Očito je da su banke na samom početku izdašnom ponudom odgovorile na krizu, u čemu su i kreditne garancijske sheme mogle biti od pomoći. Međutim, sada se postavlja pitanje hoće li kreditno sažimanje biti izbjegnuto u nastavku krize, odnosno u najgorem trenutku kada se očekuje početak gospodarskog oporavka.

Slika 3 pokazuje isti podatak za Hrvatsku: slijedili smo trend europodručja i u ožujku dosegnuli povijesni maksimum kreditne aktivnosti.



Slika 2. Neto kreditne transakcije banaka i poduzeća u europodručju 2003.-2020.

Izvor: ECB Datawarehouse



Slika 3. Neto kreditne transakcije banaka i poduzeća u Hrvatskoj 2011.-2020.

Izvor: ECB Datawarehouse

Podaci u Tablici 3 pokazuju promjenu neto kreditnih transakcija za pojedina razdoblja unutar 2020. Prva kolona (3-7/3-7) pokazuje vrijednost neto kreditnih transakcija u razdoblju ožujak-srpanj 2020. u odnosu na isto razdoblje 2019. godine. Snažna neto kreditna ekspanzija dogodila se gotovo svuda u EU, osim u Belgiji i Poljskoj. Međutim, kada se kritično razdoblje koronakrize podijeli na dva pod-razdoblja, dobiva se drugačija slika. Kreditna ekspanzija je koncentrirana u periodu lockdowna (ožujak-svibanj, 3-5/3-5). Radi se o očekivanoj reakciji kreditnog tržišta na potrebu za premošćivanjem korporativne likvidnosti u tom razdoblju. S protekom vremena, podaci za lipanj i srpanj otkrivaju da sve veći broj zemalja ulazi u zonu kreditne kontrakcije. Čak i u zemljama gdje su sheme iznimno izdašne (Francuska, Italija), kreditni tempo značajno usporava i usklađuje se s očekivanim kretanjima BDP-a. S druge strane, «strši» slučaj Nizozemske koja nije imala osobito izdašne

garancijske sheme. Nizozemska je, moguće i zbog toga, prošla kroz kreditnu kontrakciju u vrijeme lockdowna, ali kreditni tempo nakon relaksacije prelazi u pozitivnu zonu. Razlika između Nizozemske, Belgije i Francuske osobito je indikativna u pogledu otvorenih pitanja vezanih uz kratkoročne i dugoročne učinke državnih jamstvenih shema: maksimalizacija odobrenih kredita u kratkom roku ne znači da će zemlja u kojoj se to dogodilo postići brži rast u budućnosti. Sve zavisi o kvaliteti alokacije resursa.

Tablica 3. Razlike neto kreditnih transakcija za pojedina razdoblja unutar 2020. u odnosu na neto kreditne transakcije zabilježene u istim razdobljima 2019. godine

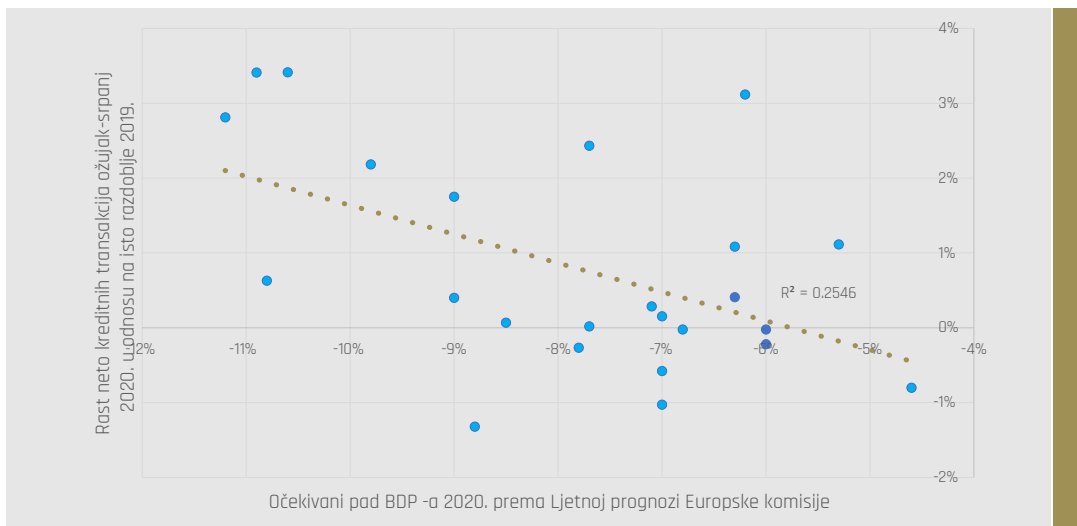
€ mln	3-7/3-7	3-5/3-5	6-7/6-7
AUS	1,135	2,142	-1,007
BEL	-6,257	2,212	-8,469
CIP	534	-158	692
ČEŠ	-598	161	-759
NJEM	14,052	22,547	-8,495
EST	5	-15	20
ŠPA	42,459	47,085	-4,626
FIN	2,606	3,561	-955
FRA	82,821	69,406	13,415
GRČ	3,284	2,445	839
HRV	339	175	164
MAĐ	-1,479	-415	-1,064
IRS	239	1,325	-1,086
ITA	50,232	31,986	18,246
LUKS	1,980	5,944	-3,964
LAT	46	12	34
MAL	-3	-83	80
NIZ	-188	-5,074	4,886
POL	-4,246	-1,008	-3,238
POR	4,635	3,004	1,631
RUM	-495	-701	206
ŠVE	5,278	5,057	221
SLO	-278	59	-337
SLK	375	145	230
EUROPODRUČJE	184,065	192,436	-8,371

Izvor: ECB Datawarehouse, vlastita obrada.

Hrvatska se, ponovimo još jednom, uklapa u opći trend europodručja. Dobra je vijest što se primjećuje sličan tempo neto kreditnih transakcija u dva ovogodišnja pod-razdoblja. Međutim, na temelju ove statistike ne može se zaključiti niti da je zdrava kreditna potražnja zadovoljena, niti da su jamstvene sheme odigrale ključnu ulogu u prvom razdoblju krize. Jednako tako se ne može zaključiti da su postojeće jamstvene sheme adekvatne za fazu izlaska iz krize. Slika 4 pokazuje da su razlike neto kreditnih transakcija iz Tablice 3, kada se iskažu u postotku BDP-a, negativno povezane s očekivanim padom gospodarske aktivnosti.

Međutim, veza je slaba, za praktične svrhe je beznačajna i najvećim dijelom uzrokovana pozicioniranjem Francuske, Italije i Španjolske u sjeverozapadnom uglu dijagrama rasipanja. Ako se očekivani pad BDP-a tumači kao mjera potražnje, negativna veza nije neočekivana jer veći pad BDP-a znači veću potražnju za kreditima. Više od toga iz ove analize nije moguće zaključiti.

Slika 4. Rast neto kreditnih transakcija u razdoblju COVID-19 u odnosu na isto razdoblje 2019. u % BDP-a u odnosu na očekivani pad BDP-a 2020. (zemlje su točke)



UMJESTO ZAKLJUČKA: PREPORUKE

Kriza COVID-19 afirmirala je javne garancijske sheme kao važan instrument anti-kriznog djelovanja. Jamstveni fondovi znatno su povećani, osobito na jugu EU. Stope pokrića rizika također su povećane, a uvjeti poboljšani. Pojavile su se čak i, nazovimo ih tako, radikalne javne garantne sheme u kojima vlada izravno, mimo specijaliziranih javnih agencija pruža neselektivnu kreditnu potporu kreditnim institucijama (Franuska).

U strahu od kreditnog loma vlade su nastojale minimizirati isključenja iz takvih shema. Isključenja su uglavnom ograničena na najveća poduzeća i poduzeća koja su nastavila isplaćivati dividendu ili dobit u krizi. Pojavile su se i fleksibilne (okvirne) garancijske sheme koje kreditorima ostavljaju manevarski prostor za prilagođavanje potražnji za kreditima. Neka javna jamstva su okvirno parametrizirana, na primjer prosječnim odnosno ukupnim jamstvom na ciljani kreditni portfelj dok se individualni ugovori unutar okvira sklapaju uz slobodu ugovaranja između kreditora i dužnika (neke sheme dopuštaju i kombiniranje novih i kredita za refinanciranje starih obaveza). Zanimljivo je da se, sukladno ranijim nalazima EIB-a (2017), potvrdilo kako se u EU ne pojavljuje alokacija pokrića rizika kroz aukcijske mehanizme.

Postoje indicije da su javne garancijske sheme pogodovale odobravanju novih kredita u prvoj fazi COVID-19 krize. No, to je daleko od čvrstog zaključka. Daljnja istraživanja tek treba provesti. Otvorena su pitanja o multiplikativnim i krajnjim učincima na rast poduzeća odnosno alokaciju resursa, kao i o krajnjoj važnosti kreditnih shema na putu izlaska iz krize. Najbolja praksa - kamen mudraca ne postoji, no realno je očekivati da eksperimentiranje i pažljivo mjerenje učinaka u razumnom roku mogu dovesti do optimizacije javnih garantnih shema, kako u pogledu iznosa izlaganja države riziku tako i u pogledu njihovog tehničkog oblikovanja kako bi se maksimizirali učinci na gospodarski rast i zapošljavanje. Za sada se može zaključiti da takav potencijal ovih shema postoji, ali ako su dobro konstruirane - razvidne, fleksibilne, troškovno prihvatljive i administrativno ne odveć zahtjevne te dovoljno izdašne.

Iz analize proizlazi pet glavnih preporuka:

1. Uvesti strukturirano učenje i eksperimentiranje s javnim garancijskim shemama, uz pravovremenu uključenost kreditora i drugih dionika u dijalog. Prilikom uspostavljanja novih shema slabo se provode prethodne stručne konzultacije s uključenim stranama, osobito s kreditorima i regulatorima. Ako se glavnina dijaloga vodi tek naknadno, kada je shema u potpunosti ili većim dijelom već oblikovana, realizacija će patiti jer shema ili neće imati očekivani učinak, ili će se produžiti naknadno razdoblje usuglašavanja i promjena kako bi se postigao željeni učinak. Primjeri tema koje treba prethodno usuglasiti su prilagođavanje programa (osobito naknada odnosno premija) potražnji za kreditima i prilagođavanje detaljnih pravnih odredbi bankarskoj regulaciji (CRR/CRD) u dijelu karakteristika jamstva, procedura prisilne naplate i sl.,¹⁵ a sve kako bi se postiglo smanjenje kapitalnog zahtjeva proporcionalno jamstvu i pogodovalo multiplikaciji.

¹⁵ Posebno je važno je li jamstvo bezuvjetno i kako se vodi postupak prisilne naplate, je li za to potrebno odobrenje javne strane ili ne, i sl.

2. Javna intervencija treba biti zasnovana na dokazima (eng. evidence based policy).

Sheme treba oblikovati na temelju analiza učinaka ranijih shema kako bi se postupno konvergiralo prema najboljoj praksi. Mikroekonomske analize učinaka ove vrste javnih intervencija zahtijevaju vrijeme, posebno kada se želi odvojeno pratiti kratkoročni efekt multiplikacije javnog izlaganja riziku i dugoročni efekt na rast i alokaciju resursa (na razini pojedinih poduzeća).

3. Veća fleksibilnost javnih garancijskih shema. Portfeljna i okvirna jamstva predstavljaju prvi korak u pravcu stvaranja fleksibilnih garancijskih shema. Takve sheme je potrebno prilagođavati i unaprjeđivati. Korištenje EU sredstava predstavlja idealan izvor proširenja inače nevelikog hrvatskog fiskalnog kapaciteta za takve namjene. U tom okviru preporuča se veća fleksibilnost u pogledu iznosa kredita (npr. povećanje aktualnih pojedinačnih limita za uklapanje u kreditni portfelj za koji je odobreno portfeljno jamstvo ili povećanje individualnih iznosa iznad kojih se javna agencija uključuje u kreditni proces), pokriva (varijacije individualnih stopa pokriva – slobodno ili unutar raspona – uz prosječno postizanje ciljanog pokriva na razini portfelja), a u slučaju nastavka većeg broja jamstvenih shema može se razmotriti mogućnost kombiniranja većeg broja jamstvenih shema na istom kreditu do gornjeg limita od npr. 90%. Veća fleksibilnost se može postići i u pogledu namjene (npr. preusmjeravanje namjene na kredite za obrtna sredstva bez pokretanja posebnih shema samo u tu svrhu i uključivanje kredita za refinanciranje ranije preuzetih obaveza), kao i u pogledu sektora (umjesto posebnih sektorskih shema uvesti opće sheme, a sektore se može poticati drugim mjerama ili povećanjem stope pokriva rizika iznad prosjeka portfelja za ciljani sektor).

4. Povećanje vremenske i troškovne efikasnosti te razvidnosti jamstvenih shema (smanjenje broja shema i digitalizacija procesa odobrenja). Uključenost dvije vladine agencije, fragmentacija shema odnosno procesa (uska namjena), nedovoljne prethodne konzultacije, zahtjevna dokumentacija, nedostatak informacija o potporama i slični problemi produžuju i poskupljuju postupke, a same sheme čine teže razvidnima za mikro i male poduzetnike koji imaju ograničene resurse. Permanentne i strukturirane konzultacije, smanjenje broja i povećanje financijske izdašnosti jamstvenih shema (u teoriji se sve može svesti na dvije sheme – jednu veliku portfeljnu i jednu veliku za individualna jamstva) te digitalizacija postupaka i dokumentacije uz uvid kreditora i klijenata u centralni registar potpora radi provjere statusa, mogu znatno povećati učinkovitost jamstvenih shema.

5. Razlikovanje optimalnih shema u redovnim i kriznim uvjetima. Analiza je pokazala da su se kreditne garancijske sheme proširile nakon izbijanja krize 2008./09. Međutim, prije izbijanja COVID-19 krize nisu imale značajan učinak na tržište kredita u EU. Koronakriza je naglo povećala njihov značaj u odgovoru na prijetnju tržišnih neuspjeha uzrokovanih eskalacijom svih vrsta rizika. Stoga je važno razlikovati ulogu i oblikovanje shema koje služe otklanjanju tržišnih neuspjeha koji su trajno prisutni bez obzira na stanje kreditnog i poslovnog ciklusa (kao što je slučaj s poticanjem kreditiranja MSP i sektora od javnog značaja kao što je zelena energija, aktivnosti intenzivne istraživanjima i razvojem, startupovi, mladi poduzetnici, žene poduzetnici i sl.), od shema koje služe za prevladavanje kraćih eskalacija tržišnih neuspjeha u recesijama. Sada je potrebno usredotočiti se na drugi slučaj radi davanja poticaja izlasku iz krize, a za to je potrebna veća fleksibilnost garancijskih shema.

IZVORI

Anderson, J. et. al. (2020); Bruegel Datasets - The fiscal response to the economic fallout from the coronavirus. <https://www.bruegel.org/publications/datasets/covid-national-dataset/>

Arhivanalitika (2014); Problem identifikacije kreditnog loma - prepoznaju li banke zdravu potražnju za kreditima? HUB Analize br. 49. Zagreb: Hrvatska udruga banaka. https://www.hub.hr/sites/default/files/inline-files/hub_analize_49-creditcrunch.pdf

Arhivanalitika (2016); Suočavaju li se i dobra poduzeća s financijskim ograničenjima II. HUB Analiza br. 55. Zagreb: Hrvatska udruga banaka.

Bertoni, F., Brault, J., Colombo, M. G. i A. Quas (2019); Econometric study on the impact of EU loan guarantee financial instruments on growth and jobs of SMEs. EIF Working Paper 2019/54, EIF Research & Market Analysis. February 2019.

http://www.eif.org/news_centre/publications/EIF_Working_Paper_2019_54.htm

Brault, J. i S. Signore (2019); The real effects of EU loan guarantee schemes for SMEs: A pan-European assessment. EIF Working Paper 2019/56, EIF Research & Market Analysis. June 2019. http://www.eif.org/news_centre/publications/EIF_Working_Paper_2019_56.htm

Brault, J. i S. Signore (2020); Credit Guarantees in the COVID-19 crisis - Relevance and the Economic Impact. SUERF Policy Note, Issue No. 176. <https://www.suerf.org/policynotes/14869/credit-guarantees-in-the-covid-19-crisis-relevance-and-economic-impact#f2>

Chatzouz, M. et. al. (2017); Credit Guarantee Schemes for SME lending in Western Europe. EIB Working Papers 2017/02.

EBA (2020); List of public guarantee schemes issued in response to COVID-19 pandemic. <https://eba.europa.eu/eba-publishes-overview-public-guarantee-schemes-issued-response-covid-19-pandemic>

ECB Datawarehouse

Eurostat

Gozzi, J. C. i S. Schmukler (2016); Public Credit Guarantees and Access to Finance. Warwick Economics Research Paper Series No. 1122.

OECD (2010); Facilitating Access to Finance - Discussion Paper on Credit Guarantee Schemes. <https://www.oecd.org/global-relations/45324327.pdf>

OECD (2017); Evaluating Policy Supported Credit Guarantee Programmes for SMEs. <https://www.oecd.org/finance/Evaluating-Publicly-Supported-Credit-Guarantee-Programmes-for->

[SMEs.pdf](#)

[https://www.eif.org/what we do/guarantees/news/2020/eib-group-establishes-eur-25-billion-guarantee-fund-to-deploy-new-investments-in-response-to-covid-19-crisis.htm](https://www.eif.org/what_we_do/guarantees/news/2020/eib-group-establishes-eur-25-billion-guarantee-fund-to-deploy-new-investments-in-response-to-covid-19-crisis.htm)

www.hbor.hr

www.hamagbicro.hr