

PROBLEM KREDITA VEZANIH UZ ŠVICARSKI FRANAK:

O ŠIRIM EKONOMSKIM I FISKALNIM UČINCIMA PREDLOŽENIH RJEŠENJA

Sažetak

Problem kredita vezanih uz švicarski franak akteri su do sada promatrali kao igru nulte sume - preraspodjele između kreditora i dužnika. Takav je pogled propustio obuhvatiti složene ekonomske i financijske odnose koji su povezani s ovim problemom. Na primjer, gubitci na teret banaka znače da će banke manje uplatiti u proračun na temelju poreza na dobit. S druge strane, olakšanje tereta otplata znači veću osobnu potrošnju i izbjegavanje pada prihoda od PDV-a i drugih javnih prihoda. Postavlja se pitanje odnosa između ukupnih gubitaka i dobitaka za proračun, ali i za gospodarstvo u cjelini.

Dok se statički gubitci i dobitci za pojedine aktere razmjerno lako mogu identificirati, dinamički odnos dobitaka i gubitaka za proračun i gospodarstvo u cjelini za sada nije moguće izračunati. Oblik i neto iznos ukupnih učinaka zavisi o nizu ekonomskih relacija koje nitko nije pokušao procijeniti. Ova analiza ne daje takvu procjenu, ali ukazuje na konceptualnu strukturu modela i metodološke puteve kojima bi se do takve procjene moglo doći u budućnosti. Za takvu procjenu nije kasno, jer će pitanje konačnog obračuna troškova rješavanja problema franka još dugo biti otvoreno.

Mišljenja i rezultati koji se iznose i prikazuju u ovom dokumentu ne predstavljaju službena stajališta Hrvatske udruge banaka. Analizu je pripremila Arhivanalitika za Hrvatsku udruhu banaka.

UVOD

Pregled rješenja problema švicarskog franka pokazao je velike razlike među zemljama (HUB Analiza br. 53)¹: od prepuštanja dogovora kreditorima i dužnicima (Austrija, BiH, Slovenija i Rumunjska), preko snažne državne intervencije (Mađarska, Hrvatska), do hibridnih rješenja koja kombiniraju dogovore kreditora i dužnika s „mekom“ ulogom države (Srbija).

U međuvremenu nakon objave HUB Analize br. 53 (srpanj 2015.), Hrvatska je pribjegli krajnjem interventnom rješenju s vraćanjem dužnika u položaj kao da je kredit bio podignut uz valutnu klauzulu u euru (uz povrat „preplaćenog“ iznosa). Interventno rješenje u ovom se trenutku raspravlja i u Sejmu u Poljskoj. Prvo rješenje sličilo je hrvatskom rješenju konverzije u EUR, ali je modificirano kroz pregovore uključenih strana. Prema informacijama koje su raspoložive u trenutku pisanja ovoga rada, Poljaci su odlučili podijeliti trošak konverzije kredita uz CHF u omjeru pola-pola između kreditora i dužnika, i to samo za kupce nekretnina normalnih veličina, što znači do 100 kvadratnih metara za stanove, odnosno 150 za obiteljske kuće.

Nakon prihvaćanja konačnog rješenja konverzije u EUR po početnom tečaju u Hrvatskoj su se u prvom planu našla pravna pitanja: jesu li propisi² u skladu s Ustavom, može li se rješenje osporiti na nekom inozemnom sudu ili arbitraži, i tko će u konačnici platiti trošak konverzije ako se propis pokaže neodrživim? U ovoj se analizi nećemo baviti tim pitanjima. Zanima nas druga tema koja se do sada nije uspjela probiti u središte rasprave. Riječ je o ukupnim društvenim (prvenstveno proračunskim i ekonomskim) učincima predloženih rješenja. Naime, dok se statički gubitci i dobitci za pojedine aktere odnosno skupine aktera razmjerno lako mogu identificirati, dinamički odnos dobitaka i gubitaka za proračun i gospodarstvo u cjelini za sada nije moguće izračunati. Oblik i neto iznos ukupnih učinaka zavisi o nizu ekonomskih relacija koje nitko do sada nije pokušao procijeniti.

Da se propisi donose uz odgovarajuće procjene učinaka i javne konzultacije, te da su procjene učinaka zasnovane na kvalitetnim ekonomskim analizama (kao što je i predviđeno zakonima i poslovnica o radu tijela vlasti), za ovakvom analizom ne bi bilo potrebe. Međutim, izostanak takvih alata doveo je do toga da se rješenja (ne samo u ovom slučaju) donose isključivo na temelju odnosa političke moći u datom političkom trenutku, bez pogleda na neto društvene učinke (prvenstveno one proračunske i šire ekonomske).

Čitatelju se može činiti da sada – kada su sve bitne odluke već donesene – ova vrsta rasprave odnosno analize nema smisla. Međutim, takav je stav pogrešan. Ex post analizom slučaja franka mogu se izvući pouke o načinima kako bi se rješenja trebala pronalaziti u budućnosti. Njome se također može pružiti i dublji uvid u pitanja o podjeli troškova u društvu (a to će se pitanje još dugo postavljati vezano uz slučaj franka).

¹ <http://www.hub.hr/hr/hub-analize-broj-53-problem-kredita-vezanih-uz-%C5%A1vicarski-franak-pregled-dosada%C5%A1njih-rje%C5%A1enja-u>

² Riječ je o izmjenama i dopunama Zakona o kreditnim institucijama i Zakona o potrošačkom kreditiranju koje je Hrvatski Sabor prihvatio na sjednici 18.9.2015.

Ova se analiza bavi postavljanjem metodološkog okvira za cjelovitu procjenu društvenih troškova i koristi rješavanja problema konverzije kredita vezanih uz švicarski frank.

U širu sliku posljedica rješavanja problema franka nije lako proniknuti. Problem je do sada bio predstavljen i percipiran isključivo kroz odnos kreditora i dužnika - kao igra s nultom sumom u kojoj bi, u konačnici, moralne i pravne (dakle, političke) kategorije trebale „presuditi“ pri donošenju zaključka o tome tko je u pravu, a tko u krivu.

Međutim, način raspodjele troškova rješavanja problema franka među uključenim stranama nije moguće razumjeti bez uklapanja u širu sliku u kojoj se pokazuju ekonomski motivi, interesi i reakcije uključenih aktera. To uključuje i šire interese poreznih obveznika. Učinci na državni proračun pojavljuju se naime i kada akteri nemaju namjeru izazvati takve učinke (jer je najčešće riječ o učincima drugog i višeg reda).

Osim toga, sagledavanje širih učinaka ne može se ograničiti samo na državni proračun zbog varijacije potrošnje dužnika (i zbog varijacije prihoda od PDV-a po toj osnovi), te zbog varijacije uplata poreza na dobit što ga plaćaju banke. Potrebno je analizirati puno šire fiskalne i ekonomske učinke, uključujući i učinke na tržište kredita, kamatne stope, međunarodne pričuve, tečaj, financijsku stabilnost i induciranu ekonomsku aktivnost.

Takvo cjelovito sagledavanje učinaka rješenja problema franka zahtijeva primjenu modernih ekonomskih tehnika i znanja. Oni su u ovom radu samo načelno opisani. Izračuni koji su potom prikazani nemaju narav procjena; njihov je cilj poslužiti u svrhu ilustracije primjene modela bez čijih rezultata više nije moguće zamisliti informirano rješavanje problema u razvijenom demokratskom društvu.

U nastavku se prvo na konceptualnoj razini prikazuje model koji opisuje ekonomske učinke, uključujući i one fiskalne. Prikaz u prvom poglavlju započinje primjenom igre nulte sume na problem odnosa kreditora i dužnika. Zatim se u drugom poglavlju model proširuje na konceptualni prikaz cjelovitih učinaka. U trećem se poglavlju neki elementi toga modela pokušavaju kvantificirati, ali ne radi izvođenja relevantnih procjena, nego radi ilustracija izračuna. Na kraju se izvode zaključci i naputci za buduće analize.

Problem franka je do sada predstavljen i percipiran isključivo kroz odnos kreditora i dužnika. Većina je pristala uz takvo gledanje, pri čemu su šire društvene posljedice – i ekonomske i fiskalne – zanemarene.

I IGRA NULTE SUME

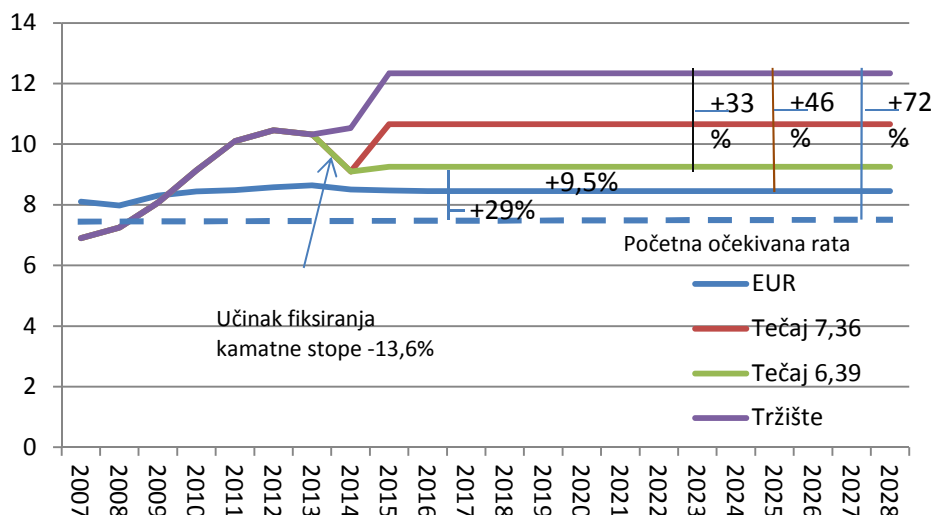
Trenutno dominantan pogled na problem – u kojem se vidi samo sukob interesa kreditora i dužnika – možemo nazvati igrom nulte sume.

Igra nulte sume uključuje samo dva „igrača“ – kreditore i dužnike. Oni se bore oko raspodjele kolača čija je veličina navodno zadana. Odnos je opisan perspektivom dužnika koja je detaljno objašnjena u HUB Analizi 53 (stoga ovdje nećemo detaljno objašnjavati tehničke aspekte obračuna tipskog kredita iz kojeg je izveden prikaz na donjim slikama). Bitno je uočiti da dužnik teži otplatama po početnoj plavoj (isprekidanoj) liniji, sukladno očekivanjima u trenutku sklapanja kreditnog ugovora kao da na sebe nije uzeo nikakav tržišni rizik promjena tečaja ili kamatnih stopa. Kreditor s druge strane smatra da novac ne bi ni bio povjeren dužniku koji nije informiran i poslovno sposoban. Dakle, svaka otplata po liniji višoj od isprekidane plave, za dužnika predstavlja (subjektivni) gubitak. S druge strane, za kreditora je svaka otplata po liniji nižoj od najviše tržišne također „gubitak“. Naizgled, to je sve što je bitno; drugih aktera na čije se ponašanje prelijevaju razni aspekti ovog poslovnog odnosa, na ovoj slici nema.

Puna plava linija na slici 1 prikazuje otplatu ekvivalentnog kredita podignutog uz valutnu klauzulu u eurima. Međutim, dužnici u početku svoju aktualnu ratu nisu uspoređivali s hipotetičkom, kao da su podigli kredit uz euro. Početni zahtjev Udruge franak bio je konverzija u kune uz tečaj u trenutku odobrenja kredita. Stoga u prostoru između donje isprekidane i pune plave linije postoji određena zona nesigurnosti u kojoj dužnik nije siguran koju veličinu koristiti kao referentnu (početnu, željenu) ratu za usporedbu iz koje izvodi svoj politički zahtjev za kompenzaciju (na kraju je kompenzacija napravljena do pune plave linije, što je zadovoljilo dužnike ako je suditi po tome kako je Udruga franak pozdravila rješenje).

Ranije intervencije u kamatnu stopu i obračunski tečaj bitno su umanjile stvarnu u odnosu na tržišnu ratu reprezentativnog kredita. Omjeri podjele tereta između kreditora i dužnika zavise o tome kako dužnik interpretira referentnu početnu (željenu) ratu.

Slika 1. Odnosi godišnjih anuiteta u različitim varijantama otplate reprezentativnog kredita



Vertikalne linije na prethodnoj slici prikazuju razliku između najveće tržišne rate (one koja nikada nije ostvarena jer podrazumijeva plaćanje tržišne kamatne stope uz tržišni tečaj HRK za CHF), početne, i stvarno plaćenih rata. Hipotetička tržišna rata veća je od početne uz švicarski franak za 72%, a od referentne uz euro za puno nižih 46%.³ Stvarna rata koju su dužnici plaćali prije rujanske konverzije bila je manja od tržišne zbog obračuna snižene (fiksne) kamatne stope od 3,23% od siječnja 2014. (ceteris paribus, učinak fiksiranja kamatne stope iznosio je 13,6% reprezentativne rate kredita⁴) i fiksiranja obračunskog tečaja na 6,39 kuna za CHF od siječnja 2015. Zbog toga je hipotetička tržišna rata bila veća od one koja se stvarno plaćala do kolovoza 2015. za 33%, a razlika ovih rata predstavljala je trošak za banke koje su tako još od početka 2014. snosile dio troška promjene tržišnih uvjeta.⁵

Također treba primijetiti da je nakon privremenog rješenja uz fiksiranje obračunskog tečaja na 6,39 HRK za CHF iz siječnja 2015. stvarna rata za kredit uz CHF bila za samo 9,5% veća od hipotetičke (ekvivalentne) rate u eurima. No, rješenjem konverzije iz rujna 2015. uveden je princip ekvivalencije prema kreditima uz euro. De facto, otklonjena je razlika od oko 9,5% između rate prema uvjetima iz siječnja i rate ekvivalentnog kredita uz euro. Dužnici će nastaviti otplaćivati kredit po donjoj punoj plavoj liniji, uz jedan važan dodatak: dužnicima se vraća „preplaćeno“. (Kreditori moraju dužnicima vratiti iznos kao da su kredit od početka vraćali uz valutnu klauzulu obračunatu u eurima).

„Preplaćeno“ se na slici definira kao razlika između ljubičaste linije koja se po zelenoj spušta prema dolje nakon korekcije kamatnih stopa 2014., i pune plave linije. Ta razlika približno odgovara 8% početne glavnice kredita.⁶ Prema tome, rješenje konverzije iz rujna 2015. uključuje trošak za banke u iznosu od oko 8% početne glavnice kredita, i to treba uvećati za 9,5% preostale vrijednosti godišnjih anuiteta. HNB je procijenila taj ukupni trošak do 8 mlrd HRK.⁷

Kao što se s gledišta dužnika postavilo pitanje referentnih uvjeta prema kojima se određuje pregovarački položaj (početni uvjeti ili ekvivalentni uvjeti u eurima), isto se pitanje postavlja s gledišta kreditora. Ako je referentni anuitet za kreditora onaj kojeg bi dužnik plaćao da se kredit nastavio otplaćivati prema tržišnim uvjetima, onda uvećanje iznosi 46% preostale vrijednosti godišnjih anuiteta. Međutim, uz tržišne

Zavisno o odabiru referentne rate, podjela tereta jačanja franka između dužnika i kreditora postaje neodređena, jer i dužnik i kreditor imaju svoju „zonu nesigurnosti“ u kojoj nije jasno koju ratu, uz koje uvjete, treba odabrati kao referentnu za izračun.

³ Tržišnu ratu nikada nitko nije plaćao. To je rata koju bi dužnici plaćali uz tržišnu kamatnu stopu od 5,35% i pretpostavljeni tržišni tečaj od 7,36 kuna za CHF, koliko je tečaj iznosio potkraj siječnja 2015. nakon što je Švicarska narodna banka prestala braniti vrijednost valute od jačanja.

⁴ Za detalje o reprezentativnom kreditu vidjeti HUB Analizu br. 53.

⁵ To je bruto trošak. Do neto troška se (u teoriji) može doći tako da se bruto trošak umanji za troškove neplaćanja koji bi uz tržišne uvjete sigurno bili veći od ionako velikih troškova neplaćanja kredita uz CHF.

⁶ Još jednom naglašavamo da čitatelj mora imati na umu da su svi izračuni koji su ovdje predstavljani ilustrativni i ne mogu se tumačiti kao relevantne procjene. Oni vrijede samo u specijalnom slučaju kredita koji je korišten u primjeru. Kako će se svi stvarni krediti više ili manje razlikovati od ovog primjera, jedini način za dolaženje do relevantnih procjena je konzultacija s kreditorom.

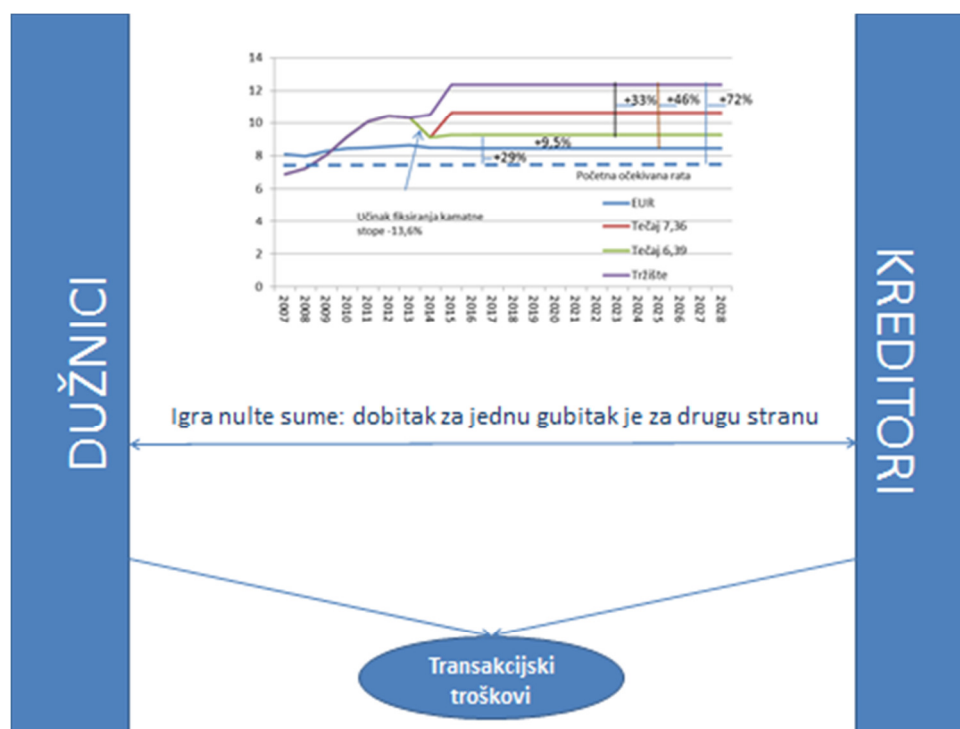
⁷ Izvješće HNB-a od 15.9.2015.: http://www.hnb.hr/priopc/2015/hrv/hp15092015_CHF.pdf

uvjete ne bi se vraćali svi krediti s kamatama. Gubitci zbog neplaćanja i ovrha bili bi znatni. Koliki točno, teško je procijeniti. Jedino u što možemo biti sigurni je da se referentna rata za kreditora na gornjoj slici nalazi negdje ispod tržišne (najviše) linije i iznad zelene linije po kojoj su otplate računane nakon siječnja 2015.⁸ Zbog toga kreditori i bez državne intervencije imaju motiv za popuste prema dužnicima (npr. reprogramiranje kreditnih uvjeta za dužnike s poteškoćama u otplatama ili financiranje različitih shema pomoći kao što su *sale and lease back* aranžmani).

Kreditore i bez državne intervencije imaju motiv za popuste prema dužnicima, uz uvjete da su transakcijski troškovi visoki, a pogoršanje stope naplate nakon promjene uvjeta na tržištu dovoljno snažno.

Suočeni smo s problemom koji pokazuje složenost i djelomičnu neodređenost iako je za sada još uvijek definiran u najjednostavnijem mogućem okviru koji nazivamo pogledom na igru nulte sume (slika 2). U igri nulte sume postoje samo kreditor i dužnik. Drugih aktera nema, a jedina bitna „komplifikacija“ su troškovi neplaćanja koji rastu nakon pogoršanja tržišnih uvjeta za dužnika. Zbog toga se za kreditora javljaju različiti troškovi koji nisu samo izravni troškovi neplaćanja, nego obuhvaćaju i reputacijske troškove, transakcijske troškove ovrha i oportunitetne troškove vremena koje menadžeri troše na rješavanje starih umjesto na kreiranje novih poslovnih rješenja. Ti su troškovi prikazani u donjem dijelu slike 2.

Slika 2. Pogled na igru nulte sume



⁸ Referentna rata za kreditora je tržišna rata umanjena za očekivane gubitke koji su hipotetički, jer riječ je o gubitcima koji bi se pojavili da su dužnici nastavili otplaćivati kredite prema tržišnim uvjetima.

Neodređenost položaja strana u prikazanom odnosu proizlazi iz njihovih subjektivnih interpretacija koje na ovoj razini analize nemaju veze s pravnim interpretacijama. Latentan sukob koji proizlazi iz subjektivnih interpretacija prirodan je u svakom trajnom odnosu razmjene. Međutim, postojanje toga sukoba ne znači da se odnos između uključenih strana ne može objektivizirati.

Međutim, uključene strane ne mogu postići objektivnost. Potreban je novi akter – treća strana ili poštenu posrednik – koji će pokušati primiriti ili razriješiti latentan sukob uvažavajući poglede objiju strana u mjeri u kojoj ti pogledi imaju smisla u odnosu prema nekom unaprijed dogovorenom, objektivnom kriteriju.

Vlada i/ili regulator u uvjetima igre nulte sume može igrati ulogu medijatora (kao u Hrvatskoj 2011. pri izradi Memoradnuma – vidjeti HUB Analizu br. 53). Može i intervenirati kada procijeni da kreditori i dužnici iz nekog razloga nisu u stanju postići razuman sporazum (kao u Hrvatskoj prigodom fiksiranja kamatnih stopa 2014. ili obračunskog tečaja iz siječnja 2015. ili konačnog rješenja iz rujna 2015.).

U svim takvim slučajevima vlada može nastupiti na dva načina. Prvi je da nastupi kao poštenu posrednik koji će sagledati cjelovitu sliku, sa svih strana, pažljivo odvagujući moguća rješenja i njihove posljedice na uključene strane i društvo u cjelini.

Drugi je da nastupi kao ultimativni politički arbitar u politiziranom sporu u kojem sudjeluju igrači u igri nulte sume. U tom slučaju, Vlada u rješenje nužno unosi i vlastitu političku kalkulaciju koja se materijalizira kroz očekivani broj glasača. No, takva uloga vlade predstavlja problem. Jer, stvarni ekonomski tokovi i odnosi daleko su širi i važniji od tokova koji se vide u gornjem modelu igre s nultom sumom.

Vladine intervencije trebale bi počivati na artikuliranom javnom interesu koji uključuje sve društvene aktere, a ne samo jednu interesnu skupinu. Međutim, da bi vlada odigrala ulogu poštenog posrednika i artikuliratora cjelovitog javnog interesa, mora raspolagati odgovarajućim analitičkim alatima koji joj omogućavaju cjelovito sagledavanje problema i posljedica različitih rješenjima. O tim je alatima riječ u nastavku analize.

II KONCEPTUALNI PRIKAZ CJELOVITOG EKONOMSKOG MODELA

Širok je spektar ekonomskih pitanja koja se otvaraju u vezi s rješenjem problema franka. Odgovori na ta pitanja ni danas, nakon što je rješenje problema konverzije već poznato, ne postoje, jer riječ je o pitanjima koja do sada nitko u raspravi o franku nije artikulirao. Na primjer:

1. Koliko je jak bilančni učinak (efekt bogatstva), odnosno, kako pad neto sadašnje vrijednosti imovine dužnika (zbog aprecijacije franka i/ili smanjenja vrijednosti nekretnina) utječe na odluke dužnika o potrošnji i ulaganjima (odnosno, kako rast neto sadašnje vrijednosti imovine dužnika zbog

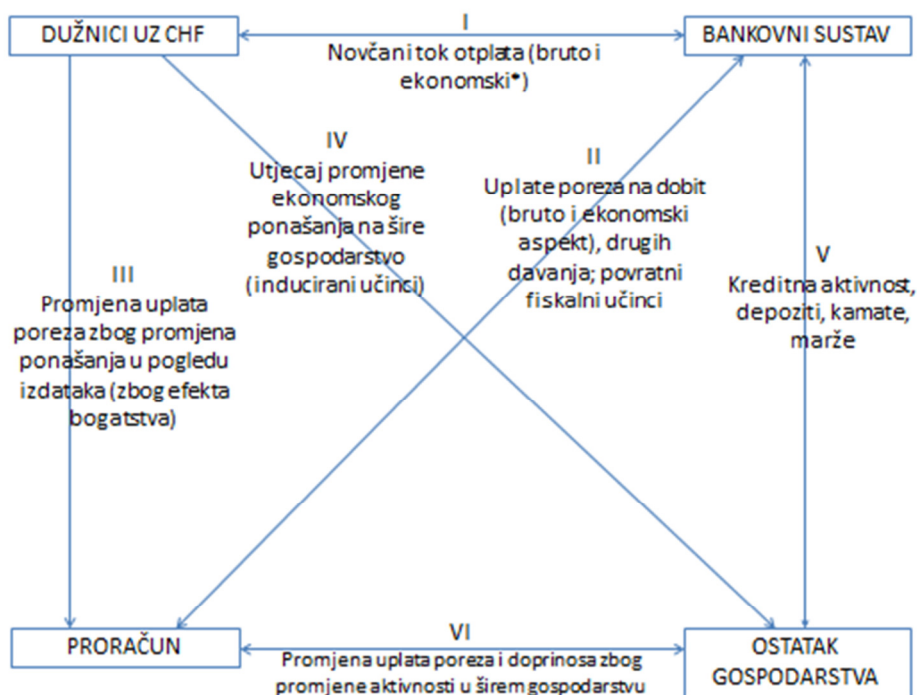
Vlada se pojavljuje i u igri nulte sume, ali ne kao igrač koji unosi novu (širu) ekonomsku perspektivu, nego kao medijator ili arbitar koji „presuđuje“ u sporu ili olakšava postizanje sporazuma, vođen isključivo političkim motivima.

- deprecijacije franka ili rasta vrijednosti nekretnina ili državne intervencije u rate kredita utječe na odluke dužnika o potrošnji i ulaganjima)?
2. Povezano s prethodnim, kako inducirani pad privatne potrošnje i ulaganja utječe na porezne prihode (i obratno: kako inducirani rast privatne potrošnje i ulaganja utječe na porezne prihode)?
 3. Kako tereti koje moraju platiti banke utječu na porezne prihode i ponašanje banaka na tržištu?
 4. Kako rješenje problema franka vrednovati s gledišta utjecaja na ukupnu potrošnju, investicije, tržište nekretnina i stabilnost bankovnog sustava, osobito s gledišta učinka na tečaj i međunarodne pričuve?
 5. Povezano s prethodnim, kako se očekivani učinci prevode u fiskalne i šire ekonomske učinke?

Pri rješavanju problema franka, osim odnosa dužnika i vjerovnika, potrebno je uzeti u obzir odraze toga odnosa na još pet vrsta ekonomskih odnosa između banaka i proračuna, dužnika i proračuna, dužnika i ostatka gospodarstva, ostatka gospodarstva i proračuna, te banaka i ostatka gospodarstva.

Donja slika 3 zamjenjuje shemu igre s nultom sumom i pokazuje da je bilateralni odnos kreditor-dužnik uklopljen u puno širu mrežu ekonomskih i društvenih odnosa. Mreža uključuje nove aktere: vladu odnosno proračun, bankovni sustav i „ostatak“ gospodarstva. U toj mreži postoji šest velikih skupina veza. Dobitci i gubitci nastaju duž svake od tih skupina veza.

Slika 3. Šira slika uzajamnih odnosa aktera (nije više igra s nultom sumom)



*Ekonomski tok otplata jednak je bruto potraživanjima banaka umanjenima za nemogućnost naplate. Neplaćanje raste kada temeljna valuta u podlozi klauzule aprecira. Veza br. 1 na gornjoj shemi ekvivalentna je prikazu na slici 2.

Prvu skupinu veza, označenu rimskim I, već smo raspravili. Riječ je o odnosu kreditora i dužnika.

Drugu skupinu veza čine veze banaka i proračuna. Na primjer, 20% od svakog gubitka koji tereti banke predstavlja izgubljeni porezni prihod odnosno trošak poreznih obveznika. To je iznos poreza na dobit koji se neće naplatiti zbog manje dobiti ili gubitka banaka, a koji nastaje uslijed troškova koji predstavljaju porezno priznati rashod.⁹

Nadalje, promjena modela otplate utječe i na ekonomsko ponašanje dužnika (potrošnju, ulaganja, štednju), a to će opet imati učinke na proračun (skupina veza III: na primjer, zbog povećanja potrošnje plaća se više PDV-a). Učinci se dalje šire u koncentričnim krugovima: ostatak gospodarstva ima koristi od povećane osobne potrošnje jer se povećava prodaja (skupina veza IV), a to povratno utječe na dobit banaka (skupina veza V: na primjer, raste potražnja za bankarskim kreditima) i na proračun (ponovo veza II te veza VI), itd. Međutim, ako pozitivni učinci na banke ne pretegnu nad negativnima (gubiticima), postavlja se pitanje kako će banke reagirati politikom kamatnih stopa (hoće li povećati kamatne marže -opet veza V) i ponudom kredita (hoće li se ona smanjiti – također veza V na slici 3). Postavlja se i pitanje utjecaja na potražnju za devizama, tečaj i devizne rezerve.

Učinci se tako šire kroz drugi, treći i više krugove učinaka. Štoviše, promjene koje se odražavaju na proračun mogu uzrokovati neku promjenu fiskalne politike, pa i taj čvor može postati generator emisije valova u prikazanoj mreži. Riječ je dakle o iznimno složenom sustavu i modelu prostiranja učinaka.

Pomoću ovako postavljenog konceptualnog modela lakše je razumjeti i tumačiti učinke različitih mjera. Možemo zamisliti neko rješenje (npr. bitno rasterećenje otplata dužnika na teret banaka) koje u prvom koraku proizvodi pozitivne učinke (koji preko veza III, IV i VI poništavaju negativan učinak koji djeluje preko veze II), ali se banke potom destabiliziraju, što preko veza V, VI i II poništava pozitivne učinke i ukupan neto učinak dovodi u minus. To znači da igra s nultom sumom može postati igra s pozitivnom ili negativnom sumom.

Destabilizacija banaka pri tome može poprimiti razne oblike; od prevelikog trošenja međunarodnih pričuva koje može narušiti povjerenje u sustav i pogodovati dugoročnoj deprecijaciji domaće valute (što će proizvesti drugi krug učinaka na većinu ekonomskih aktera, osobito na dužnike u drugim valutama), preko pretjeranog gubitka koji narušava kapitalnu adekvatnost i slabi kreditne uvjete na tržištu (npr. rast kamatnih stopa, smanjenje ponude kredita), do pretjeranog otpisa koji će potaknuti strateško ponašanje (moralni hazard) drugih dužnika.

*Promjene očekivanih
otplata utječu na
proračun preko
efekta bogatstva, jer
ljudi prilagođavaju
osobnu potrošnju
subjektivnoj procjeni
promjene neto
vrijednosti osobne
imovine (veze III, IV i
VI). No, ukupni se
učinci dalje prostiru.*

⁹ Niti ta kalkulacija nije tako jednostavna. Kao što je ranije naglašeno, stvarno propuštena naplata poreza na dobit biti će manja, jer bruto gubitak poreza na dobit (20% od čiste osnovice) treba umanjiti za dio poreza na dobit koja se ionako ne bi stvorila, jer se više potraživanja ne bi naplatilo po tržišnim uvjetima u usporedbi s uvjetima nakon konverzije.

S druge strane, moguće je zamisliti odmjereno rješenje koje će pogoditi pravu ravnotežu između pozitivnih učinaka na ponašanje dužnika – potrošača i negativnih učinaka koji djeluju kroz financijski sustav, tako da ukupni neto učinak na kraju bude pozitivan. Postizanje takvog ravnotežnog rješenja nije stvar genijalnosti ili političkog umijeća, nego simulacija i proračuna koji prolaze iz ekonomske analize. Bez analize se do dobrog rješenja može doći samo slučajno.

Prikazani konceptualni model (slika 3) ne omogućava proračune, ali otvara prostor za raspravu o nekim rješenjima koja smo imali prilike vidjeti u zemljama u kojima su dužnici bili pogođeni jačanjem švicarskog franka. Primjerice, prva mjera primjenjena u Mađarskoj 2011. bila je prijevremeno vraćanje kredita po povlaštenom tečaju što je značilo otpis od 25%¹⁰. Bilo je zamišljeno da će mjera proizvesti pozitivan učinak preko veza II, IV i VI. Očekivalo se da će učinci duž tih veza djelovati jače od negativnih učinaka preko veza II i V. Međutim, nije se računalo da će se destabilizirati tržišni tečaj forinte, što je proizvelo negativan povratni učinak preko veze V, i još važnije, preko veze I: slabija forinta povećala je kreditno opterećenje (smanjila je neto vrijednost osobne imovine) većine dužnika koji nisu koristili povlasticu za prijevremenu otplatu 2011. Zbog toga je došlo do kontrakcije osobne potrošnje nakon naglog pada vrijednosti forinte (vidjeti HUB Analizu br. 53).

Slično bi djelovala prisilna konverzija u domaću valutu u uvjetima kada međunarodne pričuve nisu adekvatne. Takva bi konverzija dovela do pada vrijednosti domaće valute i, opet, do povećanog tereta otplata za sve preostale dužnike s ugovorima uz valutnu klauzulu.

Hrvatsko rješenje iz rujna 2015. koje počiva na konverziji u euro prema principu ekvivalencije (dužnik na kraju plaća koliko bi platio da je podigao kredit uz euro) vjerojatno neće imati slične učinke na tečaj kao u Mađarskoj, jer ne radi se o konverziji u domaću valutu. Međutim, s obzirom da je HNB procijenio troškove za banke do 8 milijardi kuna, što čini oko 15% kapitala banaka, u kontekstu prikazanog modela postavlja se pitanje učinka na proračun kroz izgubljene porezne prihode, zatim, na ponašanje banaka – na njihovu kamatnu i kreditnu politiku – i najvažnije, na ponašanje dužnika kao potrošača: koliko će oni povećati osobnu potrošnju i kakav će biti povratni učinak tog povećanja na prihode proračuna. A to su samo efekti prvoga reda. U drugome krugu, svaka od promjena ponašanja u prvome krugu utječe na sve druge povezane aktere u složenom sustavu. Na primjer, HNB je procijenio da će radi sprječavanja brze deprecijacije tečaja morati potrošiti oko 0,88 mlrd EUR deviznih rezervi, jer će banke morati zatvarati svoje devizne pozicije.¹¹

Prikazana promjena perspektive odnosno iskorak iz modela igre nulte sume u cjeloviti model posve mijenja percepciju problema. Sada se jasno vidi da ni u igri nulte sume rješenje koje bi bilo neutralno za državni proračun i gospodarstvo u cjelini nikada i nije bilo moguće. Proračunska je perspektiva isključena iz rasprave jer je nekome bilo u interesu da se o fiskalnim učincima ne raspravlja. Međutim, cjeloviti model

S obzirom da je HNB procijenio troškove konverzije za banke do 8 milijardi kuna, što čini oko 15% kapitala banaka, u kontekstu prikazanog modela postavlja se pitanje učinka na proračun kroz izgubljene porezne prihode, na ponašanje banaka – na njihovu kamatnu i kreditnu politiku – i najvažnije, na ponašanje dužnika kao potrošača

¹⁰ Vidjeti HUB Analizu 53.

¹¹ http://www.hnb.hr/priopc/2015/hrv/hp15092015_CHF.pdf

predstavlja okvir u kojem je sada moguće odrediti javni interes nakon sagledavanja svih bitnih učinaka. Cjeloviti model barem u teoriji omogućava razlikovanje dobrih rješenja – onih koja će sve aktere usmjeriti ka stvaranju veće dodane vrijednosti, od loših – onih koja će na kraju proizvesti igru s negativnom sumom. No, od teorije do praktične primjene dugačak je i težak korak.

III O PRIMJENI MODELA

Širu je sliku veoma teško pretočiti u brojke. Riječ je o dinamičnom kompleksnom sustavu. Izgradnja takvog modela – klasičnog ekonometrijskog modela ili modela mreže – zahtijeva duge mjesece rada tima stručnjaka. Kako sličnog modela koji bi integrirao makroekonomski model s modelom ponašanja financijskog sustava u Hrvatskoj nema, rad ograničenog dosega poput ovog nužno je limitiran na puke (i nepouzdanе, dakle, samo ilustrativne) naznake rezultata.

Na ovom se mjestu može istaknuti prigovor svim uključenim akterima – ponajprije vladi i Hrvatskoj narodnoj banci – što nisu razvili ekonomski model čiji bi rezultati informirali donositelje odluka i širu javnost o bitnim učincima rješenja franka. U tom je smislu ova analiza zakasnila, iako će ona imati svoju ex post vrijednost radi boljeg razumijevanja konačne podjele troška u slučaju franak.¹²

U ovom se poglavlju primjena modela ilustrira analizom odnosa između poreznih gubitaka koji nastaju zbog gubitaka banaka i poreznih dobitaka koji nastaju zbog dobitaka dužnika kojima se smanjuju rate kredita.

Riječ je o učinku bogatstva. Naime, promjene sadašnje vrijednosti očekivanog toka otplata kredita uslijed promjena tečaja po kojem se obračunavaju rate i/ili kamatnih stopa, mogu se prevesti u promjene sadašnje vrijednosti neto bogatstva. A promjene sadašnje vrijednosti neto bogatstva utječu na odluke kućanstava o potrošnji i ulaganjima: osjećaj rasta neto bogatstva potiče na izdatke, i obratno. Povećani izdaci pak imaju pozitivan učinak na rast ekonomske aktivnosti i prihode proračuna.

Promjene sadašnje vrijednosti osobnog neto bogatstva (neto imovine) mogu se promatrati kao ekvivalenti promjena tržišne vrijednosti nekretnina. Stoga se postojeće procjene učinka promjene vrijednosti nekretnina na osobnu potrošnju mogu koristiti kao prva aproksimacija učinka promjene sadašnje vrijednosti očekivanih otplata na osobnu potrošnju, BDP i prihode proračuna.¹³

Tablica 1 prikazuje promjene sadašnje vrijednosti neto imovine dužnika izračunate za preostalih 12 godina otplate 22-godišnjeg kredita uz diskontnu stopu jednaku

Promjene anuiteta zbog promjene tržišnih veličina mogu se prevesti u promjene sadašnje vrijednosti neto imovine dužnika. Te promjene induciraju promjene ekonomskog ponašanja, prvenstveno u dijelu odluka o potrošnji.

¹² Na kraju analize nabrojana su istraživanja koja je u budućnosti potrebno poduzeti ne bi li se bolje procijenili ekonomski učinci rješavanja problema franka.

¹³ Kako se promjene sadašnje vrijednosti očekivanih otplata događaju istovremeno s padom vrijednosti nekretnina upitno je mogu li se ti učinci promatrati kao aditivni. Analiza tog odnosa izlazi izvan okvira ovog rada.

početnoj kamatnoj stopi na kredit.¹⁴ Razlika rata u odnosu na početnu ratu iznosi 48% kada se rate obračunavaju prema tečaju od 7,36 kuna za CHF odnosno 29% ako se rate obračunavaju uz fiksni obračunski tečaj od 6,39 kuna za CHF. Dakle, ranija vladina odluka o fiksiranju obračunskog tečaja ispod tržišne razine smanjila je pad sadašnje vrijednosti neto imovine dužnika u odnosu na početnu ratu s 37% na 22%. Drugim riječima, da se rate obračunavaju prema tržišnom tečaju (crvena linija na slici 1), dužnici bi dodatno smanjili osobnu potrošnju (te bi se shodno tome smanjili prihodi proračuna od PDV-a). Promjena sadašnje vrijednosti neto imovine dužnika u modelu konverzije iz rujna 2015. u odnosu na ratu definiranu prema uvjetima iz siječnja 2015. iznosi dodatnih (oko) 9%.

Ukupni učinak vladinih intervencija iz 2015. prevodi se u rast sadašnje vrijednosti neto imovine dužnika za oko 16% u našem modelu 22-godišnjeg stambenog kredita čija je otplata počela 2007.

Tablica 1. Promjene sadašnje vrijednosti neto imovine dužnika zbog promjene kreditnih uvjeta

	Razlika rata u %	% promjena sadašnje vrijednosti neto imovine dužnika
U odnosu na početnu ratu uz tečaj:		
7,36	48%	37%
6,39	29%	22%
U odnosu na ekvivalentnu eursku ratu uz tečaj:		
7,36	26%	24%
6,39	10%	9%

Izvor: HUB Analiza 53.

Da bi se prikazane procjene promjena neto bogatstva mogle koristiti za procjenu učinaka na ponašanje dužnika u potrošnji, treba riješiti još dva problema. Prvo, treba definirati referentnu ratu za usporedbu koja utječe na ponašanje u potrošnji. I drugo, u promjenu neto bogatstva treba uključiti i učinak preplate koji je definiran rujanskim rješenjem, a koji je procijenjen na oko 8% početne glavnice u našem modelu kredita. (Ranija preplata se može koristiti za smanjenje budućih rata do 50% njihova iznosa, sve dok se učinak preplate ne iscrpi u potpunosti.)

Referentna rata za usporedbu koja utječe na ponašanje zasigurno nije rata izračunata prema tržišnim uvjetima (jer tu ratu nitko nikada nije plaćao). Stoga efekti promjene u odnosu na rate obračunate prema tržišnim uvjetima, imaju puki hipotetički značaj. One su podsjetnik kakvi bi se efekti mogli očekivati da intervencije nije bilo.

Obje pomoći dužnicima iz (siječnja i rujna) 2015. određene su prema očekivanim ratama na kraju 2014. i s početka 2015., prije prestanka intervencija Švicarske narodne banke. Stoga se učinak rujanskog rješenja može sagledati kroz promjenu

¹⁴ Za više detalja vidjeti HUB Analizu 53.

sadašnje vrijednosti neto bogatstva u odnosu na obračun uz tečaj od 6,39 kuna za franak (zadnja linija u gornjoj tablici – efekt od 9%).

Procijenjeni efekt iz tablice treba uvećati za učinak povrata preplaćenog. Kada se procijenjeni iznos preplate od 8% početne glavnice maksimalno koristi za umanjenje narednih rata za 50% sve dok se pretplata ne iscrpi, promjena sadašnje vrijednosti neto imovine dužnika u našem modelu 22-godišnjeg stambenog kredita iznosi 16% (cca 9% efekt sadašnje vrijednosti očekivanih rata plus cca 7% efekt smanjenja rata do 50% 2016. i 2017. dok se ne iscrpi preplata).

Postavlja se pitanje kako izračunata promjena sadašnje vrijednosti neto imovine dužnika utječe na ekonomsko ponašanje kućanstva, ponajprije na ponašanje u potrošnji?

Ahec Šonje, Čeh Časni i Vizek (2012, 2014)¹⁵ procijenile su (dugoročnu) elastičnost realne osobne potrošnje na cijene nekretnina na 0,07. To znači da će se osobna potrošnja (trajno) promijeniti za 0,07% za svaku postotnu promjenu cijena nekretnina.

Dakle, ako pad sadašnje vrijednosti razlike novčanog toka otplata protumačimo kao ekvivalent rasta cijene nekretnina za 16%, zaključujemo da je s tom promjenom povezana trajna promjena realne osobne potrošnje za oko 1,1% ($=0,07 \cdot 16$), što će imati pozitivne učinke na prihode proračuna. S druge strane, zbog manje dobiti banaka smanjit će se uplata u proračun po osnovi poreza na dobit.¹⁶ HNB je gubitke banaka procijenila na do 8 mlrd kuna.¹⁷ Pretpostavi li se porezno priznati rashod i uobičajena mogućnost prijenosa poreznog gubitka u naredne godine kroz razdoblje od pet godina tako da se cjelokupni gubitak može iskoristiti za umanjenje porezne obaveze, 20% procijenjenog gubitka predstavlja manji prihod proračuna. Na bazi osnovice od malo manje od 8 mlrd HRK, riječ je o iznosu od oko 1,5 milijardi kuna.

Pitanje dakle glasi: je li očekivani gubitak 1,5 milijardi kuna prihoda po osnovi poreza na dobit kompenziran očekivanim rastom prihoda od PDV-a zbog očekivanog rasta osobne potrošnje u procijenjenom iznosu od 1,1% (trajno) za obitelji koje imaju kredite vezane uz CHF?

Prvo treba procijeniti udjel kućanstava zaduženih uz franak u ukupnoj potrošnji hrvatskih kućanstava. Oko 4% hrvatskih kućanstava ima kredite vezane uz CHF. Tih 4% hrvatskih kućanstava imalo je u jednom trenutku kreditnu sposobnost. Sama

Procijenjeni realni učinak vladinih mjera 2015. na potrošnju zaduženih kućanstava iznosi 1,1%.

¹⁵ Ahec Šonje, A., Čeh Časni i M. Vizek (2012): *Does housing wealth affect private consumption in European post transition countries? Evidence from linear and threshold models*. Journal of Postcommunist Economies, 24(1): 73-85. I: Ahec Šonje, A., Čeh Časni i M. Vizek (2014): *The Effect of Housing and Stock Market Wealth On Consumption in Emerging and Developed Countries*. Economic Systems, 38(3): 433-450.

¹⁶ I uplate poreza i prireza prilikom isplata dobiti. No, kako se manji dio dobiti isplaćuje, a efekt dijela koji se isplaćuje u inozemstvo zavisi o primjeni sporazuma o izbjegavanju dvostrukog oporezivanja, riječ je o malom učinku koji se u ovoj fazi analize može zanemariti (iako bi ga u završnom obračunu trebalo istražiti i uzeti u obzir).

¹⁷ Priopćenje 27. kolovoza 2015., raspoloživo na www.hnb.hr (pregledano 9.9.2015.).

činjenica da su se odlučili zadužiti za kupnju nekretnine ukazuje na to da se u prosjeku radi o bolje stojećim obiteljima. Ne znamo koliki je njihov udjel u ukupnoj osobnoj potrošnji, no možemo benevolentno pretpostaviti da taj udjel iznosi znatno iznad 4%, recimo 10%. Prema tome, umnožak toga udjela, izračunatog učinka bogatstva (1,1%) i ukupne osobne potrošnje, daje pozitivan učinak na osobnu potrošnju koji proizlazi iz fiksiranja obračunskog tečaja švicarskog franka:

$$1,1\% * 10\% * 200,000 \text{ mln HRK} = 220 \text{ mln HRK.}$$

Dvije stotine dvadeset milijuna kuna približan je godišnji iznos pozitivnog učinka na osobnu potrošnju. Učinak na uplate PDV-a u proračun može se aproksimirati tako da se prihodi od PDV-a podijele s osobnom potrošnjom, čime se dobiva efektivna stopa od 21%¹⁸. Množenjem se dobiva pozitivan učinak na javne prihode u iznosu od 46 milijuna kuna.¹⁹ Oba su iznosa godišnja.

Ako bi se analiza zaustavila na učincima prvoga reda, preostalo bi usporediti proračunski gubitak od 1,5 mlrd kuna (za koji ćemo pretpostaviti da se proteže kroz tri godine u jednakim iznosima po 500 milijuna godišnje) sa dobitima po osnovi PDV-a. Sve je iznose potrebno svesti na sadašnju vrijednost, za što se, kao i u ranijim izračunima, koristi diskontna stopa od 4,4%, a vremenski horizont je kraj razdoblja otplate kredita (2028.). Već je na prvi pogled očito da 46 milijuna kroz preostalih četrnaest godina ne može kompenzirati propuštenu naplatu poreza na dobit.

Osobna potrošnja bi se trebala povećati tri puta više – za oko 3,3% - da efekt PDV-a nadjača efekt gubitka poreza na dobit.

Međutim, ovo nije konačan izračun. PDV nije jedini prihod proračuna. Omjer ukupnih prihoda od poreza i socijalnih doprinosa i BDP-a iznosio je 35,4% u 2014., pa je ispravnije cjelokupno povećanje BDP-a odnosno potrošnje pomnožiti ovim postotkom, a ne samo s 21%. Na bazi učinka od 220 milijuna kuna dolazi se do pozitivnog učinka na proračun od 79 milijuna kuna. Provlačenjem kroz 14 preostalih godina otplate u našem modelu kredita i svođenjem na sadašnju vrijednost dobiva se neto učinak čija sadašnja vrijednost iznosi minus 565 milijuna kuna, što je manje od izgubljenog poreza na dobit.

Međutim, ako bi se osobna potrošnja povećala nešto više – oko 2% - neto učinak bi postao pozitivan. Ta se mogućnost ne može isključiti, jer procjene na temelju parametara iz starih studija koje su fokusirane na učinak cijena nekretnina na odluke o potrošnji, nisu pouzdane. No, jednako tako nisu pouzdane ni brojke o udjelu kućanstava pogođenih problemom franka u ukupnoj osobnoj potrošnji, pa ove procjene – kao što je ranije rečeno – treba tumačiti kao ilustrativne primjene metode, a ne konačne procjene stvarnih učinaka.

Ilustrativni izračun pokazuje učinak vladinih mjera na realnu osobnu potrošnju u iznosu od 220 mln HRK i na prihode od PDV-a u iznosu od 42 milijuna godišnje. No, to su tek učinci prvoga reda koji se sravnjuju s negativnim učincima (gubitak poreznih prihoda po osnovi poreza na dobit u iznosu od oko 1,5 mlrd HRK). I pozitivni i negativni učinci imaju daljnje reperkusije u složenom modelu stvarne ekonomije.

¹⁸ Prema podacima za 2014.

¹⁹ Za ekonomsku je analizu posve svejedno radi li se o stvarnom povećanju – materijaliziranom novčanom toku, ili izbjegnutom smanjenju – propuštenom prihodu. U oba slučaja riječ je o ekonomskoj koristi.

Prikazana logika vrlo malim dijelom (u mjeri u kojoj su u obračun uključeni i drugi porezni prihodi i doprinosi) uzima u obzir šire učinke - učinke višeg reda prikazane složenim vezama na konceptualnoj shemi 3 ranije u tekstu. Ti učinci također mogu imati i pozitivan i negativan predznak. Pozitivni su učinci nove potrošnje – moguće i investicijskih izdataka kućanstava - na druge gospodarske aktivnosti i poreze koje one plaćaju. Negativni učinci su reakcije banaka na gubitke; otvoreno je pitanje kako će se nakon gubitaka ponašati vlasnici banaka: hoće li zaključiti da je okružje u Hrvatskoj prerizično za njihov kapital, hoće li banke smanjiti kreditnu aktivnost ili povećati kamatne marže? I kakvi će biti učinci njihovih poteza na poduzeća i građane, odnosno, hoće li dužnici u budućnosti plaćati trošak rješavanja problema franka konverzijom kroz nepovoljnije uvjete kreditiranja od onih koji bi postojali da je odabrano neko drugo rješenje?

Bez ambicije da se odgovori na ovo pitanje važno je uočiti da se inducirani učinci javljaju i duž veze V: i kredita i depozita na kraju može biti manje (odnosno, mogu postati nepovoljniji za dužnike i štediše) nego što bi bili da nije bilo prebacivanja gubitaka na banke ili da su gubici prebačeni u manjoj mjeri. To znači da se učinci promjena modela otplate s veze I sele na tržište kredita i depozita duž veze V. Sve to, opet, povratno utječe na prihode proračuna.

U radu ovakvoga obuhvata teško je procijeniti učinke koji djeluju duž veze V. Pogotovo je teško ocijeniti njihovu dinamičku narav, učinke na povrat na kapital banaka, rizike, ponašanje vlasnika u pogledu alokacije kapitala i sl. Unatoč teškoćama, procjene ove vrste trebale bi uključiti i modele ponašanja banaka, ocjene funkcija potražnje za kreditima i depozitima (segmentirano po portfeljima odnosno skupinama proizvoda) i druge slične procjene, uključujući i povratne sprege (na primjer, ako će dužnici plaćati veće kamatne stope a štediše primati manje no što bi inače bio slučaj, treba procijeniti učinke i na njihovu potrošnju, pa povratne učinke na proračun u sljedećem krugu učinaka).

Svrha ovoga poglavlja bila je dvojaka: približiti čitateljima moguće primjene cjelovitog modela, te pokazati da se uzgredne koristi zbog učinka bogatstva i troškovi zbog promjene ponašanja banaka prelamaju kroz državni proračun. Povrh toga, cilj je bio naznačiti smjer cjelovite analize učinaka. Ona je izostala posvuda gdje je rješavan problem franka, iako bez nje vlada ne može ispuniti svoju ulogu artikuladora javnog interesa.

IV UMJESTO ZAKLJUČKA

Na temelju prikazane analize tek se preliminarno može zaključiti da, ako se pogled na igru nulte sume zamijeni realnijim, cjelovitim pogledom na fiskalne i ekonomske učinke, pokazuju se značajni širi učinci rješavanja problema franka na gospodarstvo i proračun. Danas, nakon što je konačno rješenje usvojeno, ova vrsta pogleda i analize mogu se činiti zakašnjelim. Međutim, još će se dugo analizirati posljedice izbijanja i

Ova analiza ne omogućava čvrste zaključke, ali pokazuje da različita rješenja podrazumijevaju različite učinke na državni proračun i gospodarstvo u cjelini.

rješavanja problema franka. Kasno ne mora značiti prekasno, jer se iz svega može puno naučiti kako bi politika u budućnosti bila kvalitetnija.

Bitno je naglasiti da se procjene o kojima je riječ mogu činiti komplicirane, ali one nisu izvan dosega ekonomske analize. Ekonomisti znaju kako:

- procijeniti funkcije neplaćanja odnosno gubitaka uslijed promjene uvjeta otplate kako bi se mogla ocijeniti profitna funkcija kreditora,
- procijeniti udjele potrošnje dužnika uz CHF u ukupnoj osobnoj potrošnji,
- razraditi modele za različite tipove kredita i otplata prema ročnosti,
- testirati učinak bogatstva drugim metodama (ankete) radi ocjene pouzdanosti ekonometrijskih rezultata i proširiti obuhvat ekonometrijskih analiza,
- ocijeniti ukupne makroekonomske učinke, što se odnosi i na inducirane multiplikativne učinke koji obuhvaćaju i investicijsku aktivnost sektora kućanstva,
- ocijeniti funkcije potražnje za kreditima i depozitima prema tržišnim segmentima određenima zavisno o poreznom tretmanu (minimalno odvojeno za poduzeća i stanovništvo),
- ocijeniti funkcije ponude kredita i
- ocijeniti veze između kreditnog tržišta i realne ekonomske aktivnosti.

Integracija dobivenih rezultata omogućila bi pouzdanije procjene od ilustrativnih koje su prikazane u ovom radu. Izostanak opisane analitičke podrške – tipičan za sve zemlje u kojima se problem pojavio - jednim dijelom objašnjava zašto su primijenjena rješenja bila toliko različita, zašto se pri njihovom donošenju toliko eksperimentiralo i zašto su se neka od tih rješenja na kraju pokazala štetnima za sve uključene strane, pa i za same dužnike.