

*Dr Đorđe Popov, redovni profesor  
Pravnog fakulteta u Novom Sadu*

## SVETSKA EKONOMSKA KRIZA I RESTRUKTURIRANJE DUGOVA<sup>1</sup>

**Sažetak:** *Jasno je imajući u vidu s jedne strane stanje privrede Srbije, i s druge strane evidentnu ekonomsku krizu u svetu da Srbija u budućnosti neće moći da izbegne zaduživanje u inostranstvu. To će biti nužno da bi se održao nivo potrošnje i investicija u uslovima kada je nemoguće pronaći druge izvore za finansiranje uvoza. No, u budućnosti će Srbija uzimati kredite pod uslovima koji su uobičajeni za zemlje korisnice „stend-baj“ aranžmana Međunarodnog monetarnog fonda. Teško je očekivati značajnije poboljšanje položaja Srbije na ovome planu pre početka intenzivnog oporavka svetske privrede.*

*Slom globalnog finansijskog tržišta čiji smo svedoci poslednje dve godine je mnogo više od obične prolazne finansijske krize. Po svemu sudeći to je početak kraja verovanja u neograničenu moć tržišta i uvođenja na njega sve novih i novih finansijskih derivata koji će sami po sebi bez direktne veze sa realnom ekonomijom omogućiti neograničeni rast dohoda i cena nekretnina.*

*Dobro je poznato da još nema međunarodnog konsensusa kako da se uspostavi regularan i transparentan mehanizam za restrukturiranje međunarodnog finansijskog sistema. Na drugoj strani kriza dugova upućuje na to da je sistemsko rešenje za krizu dugova neophodno što pre pronaći. Teško je pronaći ispravan odgovor na pitanje: koje rešenje je to koje će obezbediti restrukturiranje uz podjednako poštovanje prava kako dužnika, tako i poverilaca.*

*Postoji više koncepta kako realizovati kolektivnu akciju koja bi ublažila krizu dugova. Oni su predlagani od strane komercijalnih banaka,*

---

<sup>1</sup> Rad je posvećen projektu „Pravo Srbije u evropskoj perspektivi“ br. 149042 koji finansira Ministarstvo za nauku i tehnološki razvoj Republike Srbije

*Međunarodnog monetarnog fonda, OECD-a, nevladinih organizacija, ministara finansija velikih zemalja kao i nekih centralnih banaka.*

**Ključne reči:** *Dugovi, Međunarodni monetarni fond, spoljnotrgovinski bilans, finansijska tržišta, „moralni hazard“, realna ekonomija, državni dugovi, finansijski derivati, regulacija, špekulativni poslovi, of-šor centri, kreditori, dužnici, restrukturiranje.*

## I

Srbija se u prvoj deceniji novog milenijuma suočava sa permanentnim problemom velikog deficita spoljnotrgovinskog bilansa. I u 2009. godini ta tendencija je nastavljena, tako da je spoljnotrgovinski deficit u prvih osam meseci iznosio 4.224,2 milijarde dolara.<sup>2</sup> Iznos deficita je istina značajno manji nego u istom periodu 2008, no nažalost to nije rezultat povećanja izvoza, nego pre svega smanjenja uvoza. Izvoz je takođe opao i u prvih osam meseci iznosio je 70,9% iznosa izvoza iz istog perioda 2008.<sup>3</sup>

Pad izvoza je s jedne strane rezultat pada tražnje na svetskom tržištu usled svetske ekonomske krize, ali s druge strane smanjenja ionako niskog nivoa proizvodnje u Srbiji. Bruto domaći proizvod u Srbiji je u 2009. opao za 4%. No da bi se stekla prava slika o zaista niskom nivou ekonomske aktivnosti u Srbiji u sektoru realne ekonomije treba uzeti u obzir još neke podatke. Industrijska proizvodnja u Srbiji je u januaru 2009. godine u apsolutnom nivou bila jednaka industrijskoj proizvodnji u 1999. godini, a to je bila godina bombardovanja i agresije NATO pakta na Srbiju. Odnosno bila je za 37% manja nego u 2000. godini.<sup>4</sup> Ili upoređujući sa poslednjom godinom pre početka raspada prethodne Jugoslavije, tj. početaka tranzicije ona sada iznosi oko 40% ostvarene industrijske proizvodnje iz 1989. godine.

Nažalost, kao što se moglo i očekivati u uslovima globalne ekonomske krize došlo je i do pada stranih ulaganja u Srbiju tako da su u prvih osam meseci 2009. godine neto-direktne investicije iznosile 1.2882,4 miliona \$, ili samo nešto više od 800 miliona evra. To je duplo manje nego u istom periodu 2008.<sup>5</sup> Poređenja radi вреди podsetiti da su strane direktne investicije 2006. iznosile 4.286,379 miliona dolara.

---

<sup>2</sup> Podaci Narodne banke Srbije.

<sup>3</sup> Ibid.

<sup>4</sup> Narodna banka Srbije-Sektor za ekonomske analize i istraživanja.

<sup>5</sup> Podaci Narodne banke Srbije- Odeljenje Statistike i platnog bilansa.

Visok deficit spoljnotrgovinskog bilansa i pad investicija iz inostranstva za logičnu posledicu je imao porast zaduživanja u inostranstvu tako da je spoljni dug Srbije na dan 31. avgusta 2009. iznosio 21.725,1 milijardi evra, ili nešto više od 30. milijardi \$, što je za zemlju veličine Srbije sa ekonomskim performansama koje su navedene, vrlo visoka cifra. Očito je imajući u vidu s jedne strane stanje privrede Srbije, i s druge strane evidentnu ekonomsku krizu u svetu da Srbija u budućnosti neće moći da izbegne zaduživanje u inostranstvu. To će biti nužno da bi se održao nivo potrošnje i investicija u uslovima kada je nemoguće pronaći druge izvore za finansiranje uvoza. No, u budućnosti će se Srbija uzimati kredite pod uslovima koji su uobičajeni za zemlje korisnice „stend- baj“ aranžmana Međunarodnog monetarnog fonda. Teško je očekivati značajnije poboljšanje položaja Srbije na ovome planu pre početka intenzivnog oporavka svetske privrede.

Stoga su za Srbiju vrlo značajne dve stvari: kako i kojim merama stabilizovati stanje na svetskim finansijskim tržištima koja su bila glavni generator svetske ekonomske krize, i kako i pod kojim uslovima će se u budućnosti vršiti restrukturiranje dugova zemalja dužnika.

## II

Slom globalnog finansijskog tržišta čiji smo svedoci poslednje dve godine je mnogo više od obične prolazne finansijske krize. Po svemu sudeći to je početak kraja verovanja u neograničenu moć tržišta i uvođenja na njega sve novih i novih finansijskih derivata koji će sami po sebi bez direktne veze sa realnom ekonomijom<sup>6</sup> omogućiti neograničeni rast dohoda i cena nekretnina.

„Moralni hazard“<sup>7</sup> kao dominantna crta poslovnog ponašanja menadžera finansijskih institucija krajem devedesetih godina prošlog veka i u prvoj deceniji novog milenijuma za rezultat je imao krah finansijskog sistema koji je favorizovan naročito u razvijenim zemljama poslednje dve decenije. Rezultat stvaranja takvog okruženja u finansijskom sektoru je bila svetska ekonomska kriza. Razlozi za krah su sada poznati i za mnoge ekonomiste ne i neočekivani,<sup>8</sup> no pravo pitanje je koje bi to mere trebalo preduzeti da se ovakve situacije, bar ne u ovom obimu, više ne ponavljaju.

---

<sup>6</sup> Pod „realnom ekonomijom“ podrazumeva se ekonomska aktivnost koja za rezultat ima neku materijalnu vrednost za čiju su proizvodnju potrebna odgovarajuća znanja, bilo da se radi o industriji ili poljoprivredi.

<sup>7</sup> O pojmu moralnog hazarda sam pisao u svome radu objavljenom u Zborniku radova Pravnog fakulteta u Novom Sadu, br. 1–2 2008.

<sup>8</sup> O tome sam pisao u svome članku objavljenom u Zborniku radova Pravnog fakulteta u Novom Sadu, br.3 iz 2007.

Reforma postojećeg sistema mora otpočeti što pre sa merama koje za osnovni cilj imaju nastojanje da se onemogućí destabilizirajući uticaj inflatornih očekivanja na tržištu nekretnina na realni sektor.

Drugo potrebno je smanjiti obim špekulativnih radnji na tržištima imovine. Špekulativne radnje sa cenama nekretnina i drugih oblika aktive nemaju nikakav pozitivan doprinos razvoju celokupne ekonomije. Stoga cilj mora biti da se prekine špekulativni lanac između rastućih cena nekretnina i rastuće tražnje koja se razvija na špekulativnom rastu cena. Krajnji rezultat ove mere trebao bi da bude drastično smanjenje obima špekulativnih poteza.

Kao treće treba ukazati da se poslednje dve decenije stalno podgrevala iluzija da se rizik kroz kupovinu ulaganjem u investicione fondove koji dalje investiraju praveći različite kombinacije ulaganjem u više regiona i/ili grana može podeliti i umanjiti. U krajnjoj konsekvenci ovo je vodilo utisku da se stalnim kombinovanjem i pravljenjem odgovarajućih mešavina rizik može učiniti bezopasnim. Teoretski je tačno da se rizik za portfolio kreiranjem inteligentne kombinacije ulaganja različite oblike može reducirati. Ali to nikako ne znači da on ne postoji.

Na, drugoj strani iskustvo pokazuje da dešavanja na tržištima ne podležu obavezno nekim pravilima kao i da tržišta između kojih na prvi pogled ne postoji korelacija iznenada mogu pokazati visok stepen međuzavisnosti. Ovo se najčešće dešava upravo u vremenima kriza na finansijskim tržištima. To znači da modeli podele rizika koji se praktikuju u investicionim fondovima funkcionišu uglavnom u vremenima ekonomskog prosperiteta i stabilnosti, ali nažalost otkazuju u vremenima krize. Odnosno to potvrđuje konstataciju da se disperzijom ulaganja putem investicionih fondova teško mogu izbeći sistemski rizici i obezbediti zaštita od njih.<sup>9</sup>

Mnogo toga govori u prilog činjenici da sadašnji finansijski sistem sa svojim visokim učešćem hartija od vrednosti i izuzetno razvijenim tržištem za trgovanje kreditnim rizicima nije stabilan. Po svemu sudeći tradicionalni finansijski sistem, karakterističan za razvijene zemlje kontinentalne Evrope, zasnovan pre svega na bankama pokazao se u prošlosti mnogo stabilnijim, od sistema koji je razvijan poslednje dve decenije na osnovama teoretske dominacije liberalne dogme u ekonomiji<sup>10</sup>.

---

<sup>9</sup> Vidi: Greenspan, Alan, We Will Never Have a Perfect Model of Risk, in: FT.com, March 2008.

<sup>10</sup> Poslednje dve decenije pod uticajem „čikaške“ škole, odnosno popularnim rečnikom rečeno „reganomike“, kao i nosilaca političke moći izvršena je značajna prekompozicija filozofije i načina poslovanja u kontinentalnoj Evropi.

Četvrto, potrebno je vrlo pažljivo voditi računa da regulativna funkcija cena za šta je potrebna informisanost učesnika na tržištu ne bude ugrožena kroz drastično umanjenje transparentnosti. Nekontrolisani, slabo regulisani i netransparentni segmenti finansijskog tržišta, na kojima ekskluzivni akteri skrivenim operacijama sa namerno ugrađenim elementima misterioznosti sebe promovišu u arbitre regulacije predstavljaju jedan od osnovnih uzroka izbijanja i trajanja savremene ekonomske krize. Izostanak kontrole kao jedini rezultat je obično imao neverovatan rast menadžerskih premija i dohodaka, tj. onih koji su te operacije organizovali. Sve to je ipak moguće i potrebno regulisati i kontrolisati bez loših posledica za ostale „obične“ učesnike na finansijskim tržištima.

Da bi se obezbedila realizacija napred navedenih opštih ciljeva potrebno je takođe sprovesti čitav niz pojedinačnih mera. Pri sprovođenju ovih mera svima mora biti jasno da se one moraju implementirati u celini, jer jedino tako mogu ostvariti željeno dejstvo.

### **A. Sprečavanje inflacije i deflacija na tržištu imovine.**

1. Centralne banke moraju odrediti kompanijama, bankama i preduzećima procenat najmanjeg učešća sopstvenog kapitala kod kupovine aktive, a naročito nekretnina. Ovo naročito važi u slučajevima refinansiranja. Inflacija na tržištima aktive može se suzbiti pre svega kroz ograničavanje mogućnosti zalaganja vrednosnih papira, kao i kroz fleksibilno ali efektivno ograničavanje hipotekarne vrednosti vrednosnih papira.

2. Potrebno je propisima o minimalnom učešću sopstvenog kapitala to učešće učiniti nezavisnim od cikličnih kretanja. Naime, postojeća regulativa o učešću sopstvenog kapitala za rezultat ima da u periodima „buma“ to učešće pokazuje tendenciju rasta, dok u depresiji ono opada usled rastućeg obima otpisa i sl. A upravo u periodima depresije i tržišnih kolebanja značajan udeo sopstvenog kapitala bi trebao da poveća stabilnost sistema. Odgovarajućom regulativom ovakva kretanja je ako ne moguće sprečiti, ono u svakom slučaju ublažiti.<sup>11</sup>

3. Degresivno oporezivanje porasta vrednosti ulaganja u aktivu bez obzira da li se radi o akcijama ili nekretninama prema dužini zadržavanja u vlasništvu. Odnosno što je neko duže vremena vlasnik odre-

---

<sup>11</sup> Vidi: Palley, Thomas, Asset Price Bubbles and the Case for Asset- Related Reserve Requirements, in: Challenge 46 (2003), str. 53–72.

đene akcije ili nekretnine utoliko bi manja trebala da bude poreska stopa koju na tu imovinu plaća. Degresivna stopa kreirana prema dužini zadržavanja odgovarajućih imovinskih oblika u vlasništvu za rezultat bi imala smanjivanje podsticaja za kupovine i prodaje iz špekulativnih razloga u vremenima rastućih cena, a time bi se smanjivala opasnost od neopravdanog rasta cena imovine i naduvavanja finansijskog sektora u odnosu na realni<sup>12</sup>.

## **B. Sprečavanje špekulacija**

1. Transakcioni troškovi pri kupovini akcija, nepokretnosti i deviza.

Postojeći relativno visoki transakcioni troškovi naprimer na nemačkom tržištu nekretnina ipak još nedovoljno utiču na regulisanje destabilizovanih finansijskih tržišta. Ako se ima u vidu da je na primer promet na deviznim tržištima iznosio 2005 godine 1,88 biliona američkih dolara što je tri puta više nego pre petnaest godina, a što je 42 puta više od obima svetske trgovine teško je oteti se utisku da je svakako barem jedan deo tih novčanih tokova motivisan kratkoročnim špekulativnim radnjama. Ove radnje su motivisane i najmanjim promenama cena u kraćim vremenskim periodima, ali mogu izazvati dugoročne negativne kumulativne efekte. Stoga neki ugledni ekonomisti plediraju za podizanje nivoa poreza na transakcije na deviznim tržištima<sup>13</sup>. Vredi podsetiti da se i Kejns, još u svojoj „Opštoj teoriji zaposlenosti kamate i novca“, jednoj od najuticajnijih ekonomskih studija ikada napisanih, zalagao za uvođenje poreza na promet na berzanske transakcije.<sup>14</sup>

2. Povišavanje nivoa margine varijacija cena pri kojima postoji obaveza za uplate na posebni konto kod poslova sa finansijskim derivatima.

Otvaranjem jednog konta za odvijanje poslovanja sa finansijskim derivatima (Margin account) zahteva i utvrđivanje margine npr. 3 ili 5% na dnevnom nivou. Konto na koji bi se vršile ove uplate služio bi kao garancija zadovoljavajuće likvidnosti tržišta prilikom većih kolebanja cena. Troškovi menadžmenta rizika promena cena (npr. kursa, kamata ili deviznih rizika) bi se pri ovom obliku dodajnog obezbeđenja osnovnih ekonomskih transakcija samo neznatno povećali.

---

<sup>12</sup> Prema nekim procenama finansijski sektor je iskazivao 5 puta veću vrednost od realnog u momentu kada se aktuelna ekonomska kriza pojavila.

<sup>13</sup> Tobin, James, A Proposal for International Monetary Reform, *Eastern Economic Journal*, 1978/4, pp. 153–159.

<sup>14</sup> Džon Majnard Kejns, *Opšta teorija zaposlenosti kamate i novca*, Kultura, Beograd, 1955, str. 209–220.

## V. Regulisanje nekontrolisanih područja

### 1. Konstituisanje konsolidovanih bilansa.

Finansijske institucije se moraju obavezati da sve svoje aktivnosti prezentuju u okvirima jednog konsolidovanog bilansa. Ovo podrazumeva i obavezno obuhvatanje društava koja se osnivaju radi realizacije samo jednog posla, ali isto tako i još važnije of-šor institucija. Kada bi se uvela jedna takva obaveza vrlo je verovatno da jedan broj banaka usled nedovoljnog učešća sopstvenog kapitala ne bi mogao da ispuni odgovarajuće kriterijume. U tom slučaju mogla bi im se pružiti šansa da se kratkoročno oslobode obaveze ispunjenja obaveze o minimalnom učešću sopstvenog kapitala sa obavezom da ih ispune u srednjem roku. U istom pravcu su usmereni i predlozi koji potiču od Banke za međunarodna poravnanja iz Bazela.<sup>15</sup>

2. Pravo na informaciju i žalbu prilikom prodaje potraživanja. Problem nastaje kada novčani instituti prodaju potraživanja bez da je to dužniku poznato. Možda bi bilo dobro u takvim slučajevima uvesti mogućnost prava žalbe dužnika.

3. Proširenje prava nadzora i regulacije i na ostale finansijske posrednike.

Klasična banka koja prima uloge i odobrava kredite je poslednjih decenija usled čitavog niza inovacija na finansijskom tržištu dosta izgubila na značaju.

Nebankarski posrednici kao naprimer investicioni fondovi, i osiguravajuća društva su na drugoj strani povećali svoje učešće na finansijskim tržištima. To znači da bi u budućnosti njih trebalo podvrgnuti istoj regulativi i kontroli kao i banke. Naročito bi hedž-fondovi trebalo da budu posebno kontrolisani. Od nebankarskih finansijskih instituta bi takođe trebalo zahtevati posedovanje odgovarajućeg minimuma sopstvenog kapitala, kao i obavezu nadzora i javnosti rada.

### 4. Standardizacija finansijskih proizvoda.

Postoje finansijski proizvodi koje usled njihove kompleksnosti čak i eksperti ne razumeju u potpunosti. Na taj način se značajno umanjuje transparentnost finansijskih tržišta. Za takve proizvode bi svakako najpre trebalo uvesti odgovarajuća pravila za pojavu na tržištu, kao i značajno uvećati zahtevani minimalni iznos sopstvenog kapitala.<sup>16</sup>

---

<sup>15</sup> Bank for International Settlements: Financial Stability Forum Recommends Actions to Enhance Market and Institutional Resilience, April, 2008, Basel.

<sup>16</sup> Preporuke BIS (Banke za međunarodna poravnanja) iz 2008.

#### 5. Nezavisnost agencija za procenu rejtinga.

Ocena je da su i agencije za procenu rejtinga doprinele nastanku aktuelne finansijske krize. One nisu uvek u situaciji da zadovoljavajuće ocene kvalitet vrednosnih papira koji im se prezentiraju. Osim toga često puta između agencija za procenu rejtinga i finansijskih instituta postoje odnosi zavisnosti. Stoga Code of Conduct agencija za procenu rejtinga zahteva hitno inoviranje.<sup>17</sup>

Takođe možda bi se moglo razmisliti i o formiranju nezavisne državne agencije koja bi se bavila procenama rejtinga. Jedna ovakva agencija bi se u svakoj državi mogla finansirati od taksi koje naplaćuje za svoje usluge.

#### 6. Ograničavanje polja poslovanja za javne institucije i osiguravajuće kuće.

Za specifične finansijske institucije trebala bi da budu propisana i specifična područja njihovog delovanja. Jedan od prvih koraka mogao bi biti da se bankama koje se nalaze u javnom vlasništvu, npr. kao Landesbanken<sup>18</sup> i KfV u Nemačkoj ne dozvoli učešće u špekulativnim poslovima.

Takođe bi aktivnosti specifičnih finansijskih institucija koje postoje u nekim zemljama Evropske Unije, kao npr. nemačke Sparkasse<sup>19</sup> ali i Landesbanken, trebalo drastično ograničiti kada je reč o prostoru koji ne obuhvata pre svega evropska monetarna unija, ali i Evropska unija uopšte. Isto bi trebalo da važi i za osiguravajuća društva i fondove koji se nalaze u nekom od oblika javnog vlasništva.

#### 7. Povećanje učešća sopstvenog kapitala kod finansijskih instituta i preduzeća.

Veće učešće sopstvenog kapitala, po pravilu, za rezultat ima veći stepen stabilnosti finansijskih institucija i preduzeća. Stroža kontrola poslovanja, paralelno sa uvođenjem obaveze povećanja učešća sopstvenog kapitala trebala bi da se uvede pri regulisanju specifičnih finansijskih poslova koje često obavljaju nebankarski posrednici. Takođe bi kupovinu sopstvenih akcija trebalo ograničiti samo na izuzetne slučajeve.

Jedan od osnovnih razloga zašto su kupovane sopstvene akcije u tako visokom obimu kao što je to bio slučaj u poslednjoj deceniji je i prak-

---

<sup>17</sup> O tome takođe preporuke BIS.

<sup>18</sup> U Nemačkoj npr. i pored postojanja odgovarajućih propisa Evropske Unije koji se odnose na bankarski sektor i u kojima se insistira na privatizaciji i dalje postoje Landesbanken koje su u većinskom vlasništvu nemačkih pokrajina.

<sup>19</sup> Sparkasse (odnosno štedionice) su deo vekovne germanske tradicije, nešto što je specifično u odnosu na klasični američki liberalni model. Međutim, one sve više u poslednje vreme u svome poslovanju razvijaju i ostale bankarske proizvode, osim klasične štednje i pozajmljivanja štedišama.



sa da menadžeri dobijaju bonuse, odnosno nagrade, za kupovinu akcija. Prema nekim izvorima za vreme čitavog „buma“ sa akcijama takozvane „nove ekonomije“ u SAD je vrlo malo novca ušlo u preduzeća kroz emisiju novih akcija, nego su preduzeća kupovala prevashodno sopstvene akcije, i na taj način su menadžeri maksimirali sopstvene bonuse.<sup>20</sup>

#### 8. Regulacija transakcija sa privatnim vlasništvom.

Uvođenjem odgovarajućih poreskih mera mogla bi se smanjiti atraktivnost „leveraged-buy-out“ (iskoristi- kupi-prodaj) transakcija sa privatnim kapitalom i na taj način smanjiti obim špekulativnih poslova i istovremeno postići viši nivo stabilnosti finansijskih tržišta.

Dividende koje se isplaćuju nakon kratkoročnog posedovanja akcija u formi najčešće iz kredita finansiranih „posebnih dividendi“ privatnim investitorima mogle bi se regulisati bez značajnih posledica odgovarajućim oporezivanjem. Npr. 100% nakon prve godine od sticanja svojine, 90% nakon druge godine, itd. To bi destimulisalo permanentan promet akcija u iz špekulativnih razloga.

U slučaju, koji je čest, da neko društvo kapitala bude kupljeno od strane samo jednog investitora koji je ustvari neki od oblika finansijskih fondova, a koji ne poseduje odgovarajuće reference u realnoj ekonomiji, mogao bi se uvesti minimalni period trajanja vlasništva, pre nego što takav investitor ima pravo da iskoristi svoje pravo glasa u preduzeću.

#### 9. Ponovno ocenjivanje of – šor centara.

Svakome ko hoće da vrši objektinu analizu je jasno da of-šor centri od Lihtenštajna pa do raznih kanalskih i karipskih ostrva nemaju pozitivnog uticaja na kretanja u realnoj ekonomiji. Oni su obično mesta izbegavanja poreza, pranja novca, a odatle se posrednim putem finansiraju i neke terorističke aktivnosti i međunarodni organizovani kriminal. Potpuno je jasno da sve ove aktivnosti ne da ne koriste, nego štete realnoj ekonomiji. To znači da suspendovanje of-šor centara niukom slučaju ne bi štetilo kretanjima u sektoru realne ekonomije. No, za početak bi možda bilo realnije sve novčane transakcije ka i iz ovih centara visoko oporezovati.

### III

Državni dugovi i dužničke krize su glavne teme kreatora međunarodne politike za duže vreme. Ovo pitanje došlo je do izražaja sa dužničkom krizom u Latinskoj Americi tokom 1980-ih. Problem je aktualizovan

---

<sup>20</sup> Vidi: H. Herr/R. Stachuletz, *Deregulierung, Finanzmarktdesaster und Reformoptionen: Die Hoffnung stirbt zuletzt*, Internationale Politik und Gesellschaft, 3/2008, Berlin, str. 25.

tokom azijske krize krajem 1990-ih i stavljen na zvanični dnevni red nakon nekoliko spektakularnih državnih bankrotstava, kao što je kriza u Argentini na početku dvadeset prvog veka. Posle argentinske krize nastao je veliki pritisak da se instalira neka vrsta formalnog mehanizma za suočavanje sa državnim bankrotom. Ali odgovarajuće težnje za regulatornim inovacijama su ostale slabe zbog opozicije iz američke administracije, moćnih aktera finansijskog tržišta, kao i predstavnika dinamičnih tržišta u nastajanju.

Danas, je globalni finansijski sistem ponovo u stanju nestabilnosti, iako je situacija nešto drugačija od stanja od pre deset godina. Sadašnja nestabilnost je najviše povezana sa kreditnom krizom koja je posledica najpre „šoka“ na tržištu nekretnina u SAD. Ostali kritični faktori su veliki globalni debalans između izvoznika i uvoznika kapitala sa mogućim uticajem na nastanak krize kredita na tržištima brzo rastućih ekonomija<sup>21</sup>. S tim što situacija na svim tržištima brzo rastućih ekonomija nije ista. Neke brzo rastuće ekonomije su u stanju da vraćaju državne dugove zahvaljujući rastućim prihodima od nafte, dok su druge konvertovale rastući spoljni dug u domaći dug nominovan o lokalnoj valuti nastojeći da se tako učine manje podložnim eksternim uticajima.

Dobro je poznato da još nema međunarodnog konsensusa kako da se uspostavi regularan i transparentan mehanizam za restrukturiranje međunarodnog finansijskog sistema. Na drugoj strani kriza dugova upućuje na to da je sistemsko rešenje za krizu dugova neophodno što pre pronaći. Teško je pronaći ispravan odgovor na pitanje: koje rešenje je to koje će obezbediti restrukturiranje uz podjednako poštovanje prava kako dužnika, tako i poverilaca.<sup>22</sup>

Da bi se realizovala efikasna kolektivna akcija radi rešavanja problema državnih dugova potrebno je suočiti se sa nizom teškoća.

– Kod finansiranja obveznicama poseban problem je koordinacija poverilaca, pošto baza poverilaca ima visok stepen decentralizacije, a osim toga mnogi vlasnici obveznica su anonimni.

– Protivrečne strategije dela individualnih investitora, u slučaju restrukturiranja duga usled mogućih različitih interesa, i postojanja „slobodnih strelaca“.

– U kriznim vremenima investitori nastoje da povuku svoj kapital što je moguće brže, a to ponekad čini stvari gorim.

---

<sup>21</sup> Vidi: IMF, *World Economic Outlook*, 2007.

<sup>22</sup> Roubini, Nouriel/Setser, Brad, 2004, *Bailouts or Bail-Ins? Responding to Financial Crises in Emerging Economies*, Washington, DC.

– Pojedinačni investitori nastoje da tuže svoje dužnike koji ne servisiraju dugove, na taj način oni rešavaju svoje individualne probleme, ali makroekonomski to može da bude kontraproduktivno.

Postoji više koncepata kako realizovati kolektivnu akciju koja bi ublažila krizu dugova. Oni su predlagani od strane komercijalnih banaka, Međunarodnog monetarnog fonda, OECD-a, nevladinih organizacija, ministara finansija velikih zemalja kao i nekih centralnih banaka.

Pažnju svakako zaslužuje ideja grupe nezavisnih eksperata koja u osnovi ima ideju fer i transparentnog arbitražnog procesa.<sup>23</sup> Ovaj pristup sugerise da rizik i odgovornost moraju biti ponovo uvedeni u međunarodne kreditne odnose da bi tržište moglo pravilno da funkcioniše.<sup>24</sup> Ovo je suprotno postojećem sistemu koji rizike prevaljuje isključivo na dužnike što podstiče „moralni hazard“ dela kreditora. Tako da su oni u nekim slučajevima spremni da pozajmljuju novac bez prethodne provere likvidnosti budućeg dužnika.

Jedan od osnovnih principa prava je da „niko ne može biti sudija u sopstvenoj stvari“ pa prema tome to ne mogu biti ni kreditori, uključujući i Međunarodni monetarni fond. Radi se ovde ustvari o odlučivanju pod kojim će se uslovima krediti vraćati u slučaju spora, kojom dinamikom, itd. Ne može to biti samo stvar davanja kredita pa makar on bio i Međunarodni monetarni fond. Grupa nezavisnih eksperata sugerise da se formira neutralna institucija, neka vrsta ad hoc arbitražnog panela, u koji bi i dužnik i poverilac imenovali po jednog ili dvojicu svojih predstavnika.

Ovaj pristup insistira na suverenom pravu dužnika da proglasi bankrotstvo, analogno američkom /USC par. 901 i 301/<sup>25</sup>. Po ovom konceptu novac koji je potreban za vraćanje državnih dugova ne može biti uzet nauštrb ekonomske budućnosti zemlje dužnika. Dužniku, tj. državi, moraju biti ostavljena sredstva neophodna za osnovne socijalne potrebe- za zdravlje, bezbednost, školstvo, itd.

Da bi se zaštitio od poverilaca dužnik ima pravo da zatraži mirovanje obaveza prema poveriocu opet analogno /USC par. 921/. Arbitri o kojima je bilo reči imaju za zadatak da posreduju između dužnika i poverilaca. Takođe prema par. 943 USC i predstavnici civilnog sektora imaju pravo da zatraže da prilože svoje mišljenje. Arbitri odlučuju samo i kada

---

<sup>23</sup> Fair and Transparent Arbitration Process /FTAP/.

<sup>24</sup> Raffer, Kunibert, Risks of Lending and Liability, in: Ethics and International Affairs, Vol. 21, Issue 1 /March 2007/, str. 85–106.

<sup>25</sup> US Bankruptcy Code je dostupan na internetu: [www.law.cornell.edu/uscode/html/uscodeII/usc\\_sup\\_01\\_11\\_10\\_9\\_201.html](http://www.law.cornell.edu/uscode/html/uscodeII/uscodeII_usc_sup_01_11_10_9_201.html)

dužnici i poverioci ne mogu da postignu dogovor, ili u slučaju kada bi zaključili da bi sporazum naneo suviše štete stanovništvu.

Takozvani „odiozni“<sup>26</sup> dugovi moraju biti izuzeti iz mase dugova za restrukturiranje. Potrebno je obezbediti minimum finansijske podrške dužniku da bi se obezbedilo preživljavanje njegove ekonomije. Takođe po ovom predlogu Međunarodni monetarni fond mora snositi i finansijsku odgovornost za savete koje daje i mora deliti rizike eventualnih gubitaka nastalih kao rezultat postupanja po njegovim savetima.

Interesantan je takođe i predlog za stvaranje „Okvira za međunarodne dugove“<sup>27</sup> koji je povezan pre svega sa G20. Osnovni koncept ovoga predloga je stvaranje takvog okruženja u kome vlada zemlje dužnika može pregovarati o dugovima uz priznavanje načela „dobre volje“ sa svim kreditorima. Ako se ovo uzme kao polazna tačka onda to znači da je jasno da postojeći sistem u sebi sadrži mnoge rizike. Sistem međunarodnog kreditiranja po ovom pristupu mora biti regulisan tako da se rizici mogu predvideti, a prilaz mora biti koncentrisan na prevenciju kriza.

Da bi se osigurala predvidljivost ekonomske situacije dužnika Institute of International Finance /IIF/<sup>28</sup> je predložio principe na kojima treba zasnivati dužničko- poverilačke odnose.

Principi se koncentrišu na četiri glavne oblasti: 1. transparentnost i pravovremeni tok informacija. 2. permanentan dijalog dužnika i poverilaca i njihova saradnja da bi se predupredila potreba restrukturiranja, 3. da se radnje preduzimaju u skladu sa načelom „dobre volje“, i 4. fer tretman.

„Okvir za međunarodne dugove“ bi kroz konstituisanje principa o kojima je bilo reči, predstavljao mehanizam za rekonstruisanje dugova koji predstavlja sredinu između pravno utemeljene procedure za utvrđivanje nesolventnosti i u osnovi dobrovoljnih „pravila ponašanja“ (Code of Conduct).

Deo ovako zamišljenog mehanizma je i formiranje permanentne institucije sa zadatkom prevencije kriza dugova, neke vrste Sekretarijata, sastavljene od male grupe eksperata koja bi radila u tesnoj koordinaciji sa državama G20. Ovaj sekretarijat bi radio na pripremi analiza i informacija o tržištu dugova i proceni rizika. On bi isto tako služio i kao

---

<sup>26</sup> „Odiozni“ dug je deo državnog duga koji su vlade napravile za korišćenje u nelegitimne svrhe. Schafter, Jonathan, *The Due Diligence Model: A New Approach to the Problem of Odious Debt*, u: *Chicago Journal of International Law*, Vol. 6, No. 1, pp. 49–67, 2005.

<sup>27</sup> *International Debt Framework /IDF/*.

<sup>28</sup> IIF je globalna asocijacija finansijskih institucija, kao što su velike komercijalne i investicione banke, osiguravajuća društva, investicioni fondovi, sa glavnim ciljem podrške finansijskoj industriji. Vidi: [www.iif.com/about](http://www.iif.com/about)

forum za regularni dijalog između dužnika, poverilaca i eksperata za finansijska tržišta.

Ovaj model predviđa i formiranje posebne Komisije koja bi u slučajevima kriza radila kao ad hoc telo za medijaciju. Komisija bi trebala da osigura pregovore uz poštovanje načela „dobre volje“ i da garantuje fer tretman učesnicima u pregovorima. Ako bi se kvalifikovana većina zemalja članica G20 sa time saglasila Komisija bi mogla zemljama dužnicima da odobri 90-dnevnu suspenziju obaveze servisiranja dugova.

Generalno rečeno princip ravnopravnog tretmana svih kreditora zahteva da sve vrste spoljnih dugova (multilateralni, bilateralni i privatni) budu uključene u proces rekonstrukcije.

*Đorđe Popov, Ph.D., Full Professor  
Novi Sad School of Law*

## **Global Economic Crisis And Restructuring Of Debts**

### ***Abstract***

The main problem of the Serbian economy is a permanent high level of the foreign trade deficit. The increasing foreign debt follows the foreign trade deficit. It's no expectations for Serbia to solve those problems in the near future.

There is every reason to suppose that deregulated financial markets harbor instability and constantly generate crises.

The reform priority must be to eliminate the mistakes of recent decades. A stable financial system must be created that promotes development of the real economy and that does not, in contrast to recent decades, stumble from one crises to another. A number of individual measures are needed, including regulation of banking system, regulation of the financial institutions, reform of the tax system, the drying up of offshore centers, the restriction of speculation of property market, and the containment of property market inflation.

A core problem of sovereign debt restructuring is the fact that creditor coordination has become increasingly difficult. Problems of collective action arise in the event of a sovereign default due to specific creditor behavior, such as creditors acting as free rides, sudden withdrawals, and the risk of litigation. Existing concepts concerning how to handle sovereign defaults have frequently failed. Therefore two promising alternative proposals are being evaluated.

Key words: debts, International Monetary Fund, trade balance, financial markets, „moral hazard“, the real economy, government debt, financial derivatives, regulation, speculative operations, offshore centres, creditors, debtors, restructuring