



UNIVERZITET U NIŠU
EKONOMSKI FAKULTET

Časopis "EKONOMSKE TEME"

Godina izlaženja XLVI, br. 1, 2008., str. 67-76
Adresa: Trg kralja Aleksandra Ujedinitelja 11, 18000 Niš
Tel: +381 18 528 601 Fax: +381 18 523 268

KAKO SE MOGU SMANJITI TROŠKOVI DUŽNIČKE KRIZE?

Dr Ivan Marković*

***Rezime:** Između većeg broja ekonomista postoji koncenzus da je restrukturiranje suverenih dugovanja težak i skup posao i za poverioce i za dužnike, i da bi međunarodna finansijska arhitektura trebalo da bude reformisana na način koji smanjuje te troškove. Postoje neslaganja od čega se sastoje takve reforme. Visoki troškovi restrukturiranja su dobra zamena za eksplicitnu zakonsku prednost, i da bi moglo da budu smanjeni ako je zakonskoj prednosti na tržištima suverenih dugova omogućeno da se razvija bilo kroz statutarna ili ugovorna sredstva.*

***Ključne reči:** kriza dugova, međunarodna finansijska arhitektura, problem ekskluziviteta*

Inicijative za reformu međunarodne finansijske arhitekture su još od ranih osamdesetih godina prošlog veka uključivale: stvaranje statutarnog režima za rešavanje glavnih dužničkih kriza, promovisanje korišćenja odredbi zajedničkih (kolektivnih) akcija i odredbi obveznica koje predviđaju šta bi trebalo raditi u slučaju krize, poboljšanje zajedničkog predstavljanja poverilaca, trenutnih zastoja u vezi sa zvaničnim pozajmljivanjem, stvaranje kodeksa vođenja i direktno stabilizovanje cena dugova kroz zvanično pozajmljivanje (kreditiranje) ili kroz neki vid centralizovanog fonda. Sve ove inicijative se međusobno ne isključuju, ali se veoma razlikuju, i ispoljavaju različita shvatanja prirode ovog problema.

* Ekonomski fakultet Niš
UDK 339.7; Pregledni naučni članak
Primljeno: 02.04.2008.

Najrasprostranjeniji pogled restrukturiranja troškova duga je onaj koji iskazuje nedostatke trenutne međunarodne finansijske arhitekture, odnosno skup postojećih institucija, ugovornih sporazuma i političke prakse na međunarodnom nivou. Ova arhitektura se smatra datom, tj. njene komponente se vide ili kao egzogene ili kao parametri politike koji se mogu menjati, mada vrlo verovatno sa određenom cenom. Iz tih razloga analiza se usredređuje na to kako podvući crtu između potpuno egzogenih aspekata arhitekture i parametara politike i kako bi ovo drugo trebalo promeniti (ako bi uopšte trebalo). Ono što je uobičajeno za ovakav način razmišljanja je spremnost da se stavi po strani pitanje zašto su ugovorni sporazumi, institucije, politika na međunarodnom nivou takvi kakvi su. Endogene varijable po ovoj školi su ponašanje učesnika na tržištu (uključujući nacionalno vođenje politike) koji funkcionišu u okviru ove arhitekture, pri čemu arhitektura sama po sebi nije endogena.

Analogija sa arhitekturom je veoma sugestivna. Postoji u svojoj sadašnjoj formi zato što je napravljena na određen način u prošlosti, kao odgovor na podsticaje ili potrebe koje nemaju nikakve veze sa potrebama sadašnjih stanovnika. Stvari koje se smatraju delom arhitekture se generalno ne menjaju same od sebe. To praktično znači da se one moraju menjati kroz politiku ili kroz institucionalni reformski trud. Ali pozitivna strana je da se takvim trudom, većina struktura može srušiti i ponovo izgraditi, ili barem obnoviti i „očistiti“. Za razliku od Duha iz Kantervila Oskar Vajlda, čišćenje tepiha neće dovesti do toga da se fleka misteriozno pojavljuje iznova svakog narednog jutra. Dok se eksplicitno ne odgovori na pitanje zašto sadašnja arhitektura odoleva vremenu, implicitno se odgovara ukazivanjem na kombinaciju istorije i inercije. Institucije koje su tako postavljene, nespремne su da odgovore sadašnjim problemima. Naime, ugovori prate modele koji su nasleđeni ili prepisani sa drugih tržišta. Na primer, državne obveznice izdate pod određenom jurisdikcijom ne moraju generalno da sadrže odredbe kolektivne akcije zato što korporacijske obaveznice pod istom jurisdikcijom ne mogu da ih imaju, a državne obaveznice prate taj model. Očigledno je da su promene *status quo* teške iz razloga što zahtevaju koordinaciju. U međunarodnim institucijama, trebalo bi osigurati većinu koja podržava izmene i reforme politike. Čak i na nivou individualnih ugovora, teško je suprostaviti se tržišnoj praksi. Stiče se utisak, da ima puno problema oko toga ko će načiniti prvi korak.

Sa stanovišta političke rasprave, postoji implikacija da u postojećoj arhitekturi ima malo toga što se može smatrati efikasnim. Shodno tome, argumentovani prag za pokretanje reforme arhitekture uopšte, nije toliko visok. Može se čak reći da ovakva arhitektura podstiče skupe i neefikasne

Kako se mogu smanjiti troškovi dužničke krize?

ishode. Na primer, ako praksa izdavanja državnih obaveznica koje je teško restrukturirati oslikava istoriju i inerciju, malo je verovatno da će biti efikasna u širem smislu. Na taj način, praksa koja podstiče kolektivnu akciju stvaranja i prolongiranja dužničke krize može biti dovoljna da opravda predlog reforme. Rasprava o arhitekturi je bila tradicionalno vođena, i u zvaničnoj i u akademskoj zajednici.

Tradicionalni pogled je prijemčiv iz dva razloga. Prvo, smatra se da paradigma "istorija i inercija" sadrži veliku dozu istine. Svako ko radi u velikoj međunarodnoj ili državnoj instituciji će to reći. Drugo, čak i kada je paradigma netačna, ignorisanje pitanja „zbog čega“ u vezi sa trenutnom arhitekturom može biti prihvatljiva prečica. Predlozi politike zasnovani samo na primećenim ishodima mogu biti grubo prema mogućim pričama koje racionalizuju *status quo*. Ali postoji rizik da to možda nije slučaj. Onda predlozi reforme mogu biti kontraproduktivni ili jednostavno neupotrebljivi. Kao u Vajldovoj priči, naponi da se očisti tepih bi samo doveli do ponovnog javljanja fleke narednog jutra, iako možda u drugoj boji. Da bi se rešili fleke, morali bi smo da isteramo duha. U najmanju ruku, morali bi smo da uzmemo u obzir postupke sa kojima će se duh možda vratiti, pošto smo napustili sobu.

Endogeni troškovi neplaćanja duga

Jedan vid analize strukture dužničke krize polazi od činjenice da se troškovi dužničkih kriza javljaju kao rezultat optimalne reakcije poverilaca i dužnika na fundamentalne poremećaje i načine rešavanja. Zbog ovih problema, tržišni učesnici namerno biraju dužničke forme koje je teško restrukturirati. Očigledan primer su široko rasprostranjene obaveznice bez odredbi kolektivne akcije. Ovo je neefikasno *ex post*, po javljanju propusta, ali može biti efikasno *ex ante*. U svakom slučaju, ishod je uravnotežen. Troškovi neplaćanja duga ne mogu biti smanjeni, osim ako se na fundamentalne razloge zbog kojih se javlja ravnoteža troškova neplaćanja duga ne usmeri pažnja ili budu barem ublaženi.

Najpopularnija varijanta priče endogenih troškova neplaćanja dugova je ideja da su troškovi neplaćanja duga posledica problema voljnosti da se plati od strane dužnika. Iskaz da su troškovi neplaćanja duga razlog zašto veliki dužnici vraćaju dug je sasvim ustanovljena. Time je praktično otpočela literatura o velikim dugovanjima ranih osamdesetih godina prošlog veka. Iz tih razloga očigledno je da bi posmatrani troškovi neplaćanja duga trebalo da budu posmatrani kao egzogeni. Poverioci i dužnici imaju „neku“ kontrolu nad troškovima neplaćanja duga putem načina na koji pišu svoje

ugovore. Shodno tome, oni će izabrati ugovore koji prave balans između doprinosa visokih troškova neplaćanja duga - sprečavajući otpisivanje duga - i velikih troškova koji se javljaju ako se neplaćanje duga javlja gde dužnik nema udela.

Posledice ovakvog pogleda o reformi međunarodne finansijske arhitekture su veoma duboke. Na prvom mestu, ruši se predubedenje da ako dužničke strukture dovode do neefikasnih ishoda, one će verovatno takođe biti neefikasne u bilo kom razumljivom širem kontekstu. Ako su dužničke strukture izabrane sa razlogom, onda će one vrlo verovatno biti efikasne *ex ante* i ako su neefikasne *ex post*, i voditi se njima moglo bi učiniti stvari gorim. Drugo, do te mere do koje su dužničke strukture endogene, pokušaji da se reformom promene međunarodne finansijske arhitekture mogu se smatrati iluzijom. Osim ako duboki problemi primenjivanja na koje one reaguju nisu takođe pod uticajem reformi. Ovaj argument je oslikan analogijom fleke na tepihu. Odredbe kolektivne akcije su najočiglednija primene ovog pesimizma, kao što je to sam *Dooley* primetio u svom radu iz 2000. godine. Prema njemu, pokušaji da se reformišu međunarodna finansijska arhitektura podsticanjem široke upotrebe odredbi kolektivne akcije ne mogu biti uspešni. Osnovni razlog je taj što su odredbe bile dostupne tržišnim učesnicima ranije a ipak nisu namerno izabrane. Prema ovom pristupu pritiskanje tržišnih učesnika da usvoje ovakve odredbe imaće za ishod ili povećane troškove pozajmljivanja (što može biti neefikasno *ex ante*) ili nikakvu promenu ako tržišni učesnici iznova stvore troškove propusta koji neutrališu uticaj ovih odredbi.

Statutarni pristup kao što je Mehanizam Restruktuiranja Javnih Dugova (u okviru Međunarodnog Monetarnog Fonda) je teško opravdati sa aspekta endogenih troškova neplaćanja duga, ali je ovo malo bolji put od odredbi kolektivne akcije. Tradicionalni argument da je stvaranje institucija koje smanjuju troškove i vreme restruktuiranja duga dobra stvar ne primenjuje se više automatski. Međutim, čini se da statutarni predlozi mogu da poboljšaju dobrobit iz dva razloga. Prvo, oni mogu da ukažu na duboku distorziju, što je nesposobnost ugovora da. Na primer, neki statutarni predlozi ukazuju da bi redovne procedure nesolventnosti trebalo da budu dostupne samo onim zemljama koje demonstriraju održiv teret duga nekim objektivnim kriterijumom. Kriterijum grubo ocrta razliku između strategijskog neplaćanja duga, odnosno otpisivanja duga i „nesrećnog neplaćanja duga“. Kada bi mogao da bude implementiran, to bi eliminisalo teške gubitke koji se javljaju zbog činjenice da su učesnici hvataju u koštac sa ugovorima koje je teško redefinisati čak i kada se neplaćanje duga javlja bez greške dužnika.

Kako se mogu smanjiti troškovi dužničke krize?

Drugo, čak iako statutarne mehanizam ne pravi razliku između „nesrećnog neplaćanja duga“ i otkazivanja, to bi doprinelo dobrobiti ako su troškovi propusta pod *status quo* ogromni ne samo u *ex post* smislu već i u *ex ante*. Činjenica da su troškovi neplaćanja duga endogeni ne znači da su neophodni na *ex ante* efikasnim nivoima. Nepovoljni ugovori i dodatna opterećenja, uzrokuju da troškovi neplaćenog duga mogu biti toliko visoki, čak i iz perspektive *ex ante* neplaćanja dugova.

Stiče se utisak da endogeni troškovi neplaćanja duga pružaju teoriju o tome kako mogu da se jave skupe dužničke krize kao posledica optimalnog ponašanja. Kao rezultanta javlja se potreba za radikalnijim reformisanjem međunarodne finansijske arhitekture. Rešenje se mora pružiti u pravcu koji će voditi poboljšanju ne samo *ex post* već i *ex ante*. Njegovo glavno ograničenje je to što isuviše ističe ugovornu i institucionalnu inerciju, pretpostavljajući da ugovorne strukture optimalno biraju svaki put, i zanemarujući probleme koordinacije koji mogu ograničiti takve izbore. Kao rezultat, neki njegovi zaključci - naročito, odredbe kolektivne akcije - su isuviše snažni. Iz ideje da ugovori iskazuju optimalne izbore, lako je zaključiti da su takođe efikasni, i da je iz tog razloga, svaki pokušaj da se reformišu međunarodna finansijska arhitektura besmislen. Kao što je ilustrovano u sledećem delu, to nije neophodno slučaj.

Troškovi neplaćanja duga i problem ekskluziviteta

Pristup koji je usredsređen na problem ugovora na tržištima dugova, u literaturi je poznat često pod nazivom „problem ekskluziviteta“. Suština je u tome, da problem ekskluzivnosti proizilazi iz činjenice da se dužnici ne mogu povinovati da u budućnosti ne stvaraju dodatne dugove. Ako to rade, to će imati efekat umanjenja vrednosti zahteva postojećih dužnika. Postoji više kanala putem kojih se ovo može dogoditi. Najočigledniji je onaj da ako se ekstra pozajmljivanje koristi za potrošnju, ostajće isti fiksni iznos za nadoknadivu aktivu dovoljnu kod neplaćanja duga, koja će morati da bude podeljena između poverilaca. Uopštenije, ublaživanje putem čistog uticaja kvantiteta pojaviće se ako ekstra pozajmljivanje ne stvara proporcionalno višu aktivu koja se može distribuirati u slučaju neplaćanja duga. Drugi kanali uključuju izdavanje novih kratkoročnih dugova, ili dugova koje je teže restrukturirati. Na taj način dužnici imaju efektivnu prednost u smislu da će biti poslednji koji će osetiti neplaćanje duga. Kako prvi dužnici shvataju mogućnost da njihovi zahtevi mogu biti ublaženi, oni će to pokazati u originalnom značenju pozajmljivanja. Očigledno, tako izražen problem ekskluziviteta ima u potpunosti suprotan efekat na dužničku zemlju.

Ako uzmemo u obzir da su troškovi neplaćanja duga fiksni, postoje dve moguće posledice - kamatne stope su više u odnosu na to kada bi se zemlja založila da ne pozajmljuje više ili zemlja može biti sasvim isključena sa tržišta dugova. Međutim, ako zemlja ima kontrolu nad troškovima sa kojima se suočava u slučaju neplaćanja duga, može ublažiti posledice problema ekskluziviteta sprečavanjem viših troškova neplaćanja duga. Na primer, ona može izdati početni dug u formi koju je teško restrukturirati čime je podložna opadanju vrednosti akcija. Ovo izaziva ogromne gubitke ako se neplaćanje dugova javlja zbog „loše sreće“. To dakle nije samo neefikasno *ex post* već i *ex ante*. Suočen sa problemom ekskluziviteta troškovi ravnoteže neplaćanja duga bi bili viši od (ograničenih efikasnih) troškova neplaćanja duga koji bi se javili kao reakcija na standardni problem voljnosti da se dug plati. Zato što problem ekskluziviteta povećava ugovore dugovanja koji su neefikasni *ax ante*, promene u finansijskoj arhitekturi mogu načiniti pozitivni iskorak.

Postoji nekoliko puteva koji mogu dovesti do uspešnih reformi. Prvo, do mere do koje se smanjenje vrednosti akcija ostvaruje čineći nova dugovanja težim za restrukturiranje od starih dugovanja. Takođe, statutarni mehanizam nesolventnosti kao što je SDRM - pod kojim cena restrukturiranja je efikasno izjednačena za sva dugovanja bez pokrića – može otkloniti problem. Kako je cena restrukturiranja niža pod SDRM-om, zemlja će uvek *ex post* biti u boljoj poziciji oslanjajući se na njega. Prisustvo SDRM-a bi efikasno zatvorilo jedan kanal kroz koji se može javiti smanjenje vrednosti akcija. To praktično znači izdavanje duga sa visokim troškovima restrukturiranja. Međutim, SDRM kako je trenutno napravljen ne bi izašao na kraj sa smanjenjem vrednosti akcija preko čistog efekta kvantiteta kako pod SDRM-om raniji dužnici ne bi imali prednost, već bi bili tretirani kao i svi naredni dužnici.

Pojedini autori ističu da reforma koja bi mogla da se nosi sa problemom ekskluziviteta u svim njegovim implikacijama je mehanizam koji bi omogućio starom dugu da dostigne eksplicitno prvenstvo nad novim dugom. Ovo ima isti efekat kao premeštanje distorzije direktno omogućavajući dužnicima da se povinuju određenom nivou duga, tj. čineći stvaranje budućih dugovanja nemogućim. Sa eksplicitnom prednošću, dužnik bi još uvek mogao da izdaje dug u budućnosti, ali to bi bilo podređeno starom dugu. Iz tog razloga, mogućnost budućeg zaduživanja nije briga početnih dužnika, i neće se ogledati u početnim strukturama pozajmljivanja koje je veoma teško restrukturirati i koje prouzrokuju skupe dužničke krize ako se stvari ne odvijaju po planu.

EksPLICITNA PREDNOST U SUVERENOM (JAVNOM) DUGOVANJU

Trenutno, postoji samo jedan mehanizam putem koga zemlje mogu da izdaju dug koji ima eksplicitnu prednost, i to putem stvaranja kolateralnog jemstva od strane postojećih aktiva ili budućih potraživanja. Međutim, pozajmljivanja pod kolateralnim jemstvom ne može biti rešenje problema ekskluziviteta iz dva razloga. Prvo, sa nekoliko izuzetaka (uglavnom zemlje izvoznici nafte i gasa) ono je malo kao udeo javnog eksternog duga na tržištima i zemljama u razvoju (oko 6.5 procenata svih obveznica i pozajmica). Ovo je verovatno posledica suverene prirode dužnika. Drugo, do mere do koje vlade ne uzimaju u potpunosti u obzir buduće interese poreskih obveznika prilikom zaduživanja, ne bi trebalo nametati oblik pozajmljivanja koji isključuje neplaćanje duga kao zadnje utočište posle neodgovornog ponašanja pozajmljivanja u prošlosti. Kako se vlade nekada suočavaju sa značajnim podsticajima da se prezadužuju, kolateralni dug može imati veću prednost iz domaće perspektive.

Osim stvaranja kolateralnog jemstva, glavni oblik stvaranja zakonske prednosti na korporativnom nivou je kroz subordinaciju – podređivanje. Poverilac naročito može stvoriti prednost kroz odredbu ugovora u njegovom/njenom ugovoru dugovanja koji zabranjuje dužniku da izdaje bilo kakav naredni dug osim ako nije podređen početnim zahtevima dužnika. Oblik subordinacije može biti i fleksibilan. Ne podrivajući njegovu osnovnu namenu, određene forme kredita, kao što je trgovinski kredit, mogu biti isključene. Na taj način regularno planirana plaćanja glavnice i plaćanja kamate novim dužnicima izvan situacije neplaćanja duga mogu biti odobrena. Trenutno, prednost putem ugovorne subordinacije nije primećena na tržištima suverenog duga iz dva razloga. Prvo, potrebno je da postoji stalno praćenje dužnika od strane početnog poverioca. Kao što to *Bolton* i *Skeel* primećuju, ako dužnik uspeva da izdaje buduće dugove koji nisu podređeni, onda početni poverilac ne bi mogao da primeni svoje pravo prvenstva u slučaju neplaćanja duga. Drugo, potrebno je da postoji zakonska regulativa koja sprovodi prvenstvo, koje je implicitno u ugovorima u slučaju neplaćanja duga.

Stvaranje institucionalnog i zakonskog okruženja koje će omogućiti ostvarenje ovih uslova za suveren dug je teško, ali izvodljivo. To se može izvesti u kontekstu novog statutarnog režima. Međutim, uvrštavanje eksplicitne zakonske prednosti u novi statutarni režim možda neće biti potrebno. Mnoge crte ovog režima dolaze od ciljeva koji prevazilaze sprovođenje prvenstva, eliminišući probleme kolektivne akcije, pre, tokom i posle restrukturiranja duga i obezbeđujući finansiranje u međuvremenu. I

MMF-ov SDRM predlog i predlozi *Bolton*-a i *Skeel*-a su usredsređeni na ove ciljeve kao način smanjenja troškova restrukturiranja duga *ex post*, tj. bez obzira na to kako su ugovori sačinjeni. Ali ako su veliki troškovi restrukturiranja duga deo odraza manjka prioriteta, onda sprovođenje samog prioriteta bi smanjilo troškove restrukturiranja indirektno, podsticanjem oblika duga koje je lakše restrukturirati. Kako statutarni predlozi kao što su SDRM (ili ambiciozni predlog Bolton-Skeel) trenutno nemaju potrebnu podršku u međunarodnoj finansijskoj zajednici, trebalo bi se držati individualnih reformi koje dozvoljavaju sprovođenje ugovornog prioriteta. Sprovoditi prvenstvo kod poverilaca ne zahteva bilo kakvu akciju koja bi se sukobila sa suverenitetom dužnika. Niti je potrebno štititi dužnika od zakonske akcije bilo tokom ili posle restrukturiranja duga, na način koji bi zahtevao promene državnog zakona. Sve što se zahteva je da „mlađi“ poverilac bude primoran da preda bilo kakvu naplatu dobijenu kršenjem subordinacije predviđenom u njegovom/njenom ugovoru. Ovo bi moglo biti sprovedeno od strane sudova u jurisdikciji u kojoj je podređeni dug izdat. Da bi se ovo ostvarilo nisu potrebne izmene članova Ugovora MMF-a. U stvari, nisu potrebne bilo kakve statutarne izmene uopšte. Naročito, ako su „stariji“ poverioci strana u narednim ugovorima dugovanja između zemlje i „mlađih“ poverilaca, onda bi se prioritet mogao ostvariti po čisto ugovornoj osnovi.

Uključivanje „starijih“ poverilaca kao strane u budućim ugovorima dugovanja moglo bi se zahtevati od strane početnog ugovora dugovanja. Ovim naknadnim ugovorima bi se zahtevalo da svako plaćanje koje dobija „mlađi“ poverilac¹ poverava starijem poveriocu. Ovakva struktura ugovora bi omogućila starijem poveriocu da tuži mlađeg poverioca u slučaju da se prioritet ne poštuje. Kao što je to naznačeno pre, kritički zahtev da bi ovaj oblik subordinacije funkcionisao - i verovatno jedan razlog zašto nismo na njega obratili pažnju u prošlosti - je nemogućnost praćenja ponašanja dužnika. To je mesto gde se traži glavna institucionalna promena. Nositi se sa problemom ekskluziviteta u suverenim dugovanjima, kroz eksplicitno prvenstvo ili drugačije, zahteva transparentnost u ponašanju dužnika - idealno, putem globalnog registrovanja suverenog dugovanja, kao što je to bilo periodično predlagano još od dužničkih kriza osamdesetih godina XX veka. Ovo ne bi trebalo da obuhvati samo obveznice, koje generalno imaju pulicitet, već i zajmove. Statutarna promena koja čini registraciju duga obaveznom može se razmotriti. Verovatnije je da sama tržišta kredita mogu da stvore dovoljne podsticaje za zemlje da registruju svoje dugove, kako će

¹ Osim sa izuzetkom regularnih planiranih plaćanja koja se javljaju dok se „starijim“ poveriocu takođe plaća ili pre nekog povoda koji oslikava solventnost zemlje kao što je celokupnog nivoa zaduživanja.

Kako se mogu smanjiti troškovi dužničke krize?

se zemlje za koje se smatra da kriju dugove od registrovanja suočiti sa visokim troškovima pozajmljivanja.

Rezime

Predlozi reformi koji pokušavaju da smanje troškove dužničke krize pokušavaju da usvoje implicitno da ugovori i institucije koje utiču na troškove restrukturiranja duga se javljaju zbog istorijskog slučaja i inercije. Iako ima neke istine u ovom pogledu, on ignoriše činjenicu da dužnički ugovori su napisani od strane tržišnih učesnika na način koji može biti odgovor na duboke distorzije na tržištu suverenog duga. Jedna od ovih dubokih distorzija je problem ekskluziviteta - problem kada poverioci ne mogu biti sigurni da njihova prava neće biti umanjena budućim pozajmljivanjem zadužene zemlje. Da bi se izbegli visoki troškovi pozajmljivanja (ili isključivanje sa kreditnog tržišta) koji se javljaju zbog problema ekskluziviteta, dužnici imaju podsticaj da izdaju dug koji omogućuje neefikasno visoke troškove neplaćanja duga. To je jedan od razloga zašto su dužničke krize toliko skupe, i zašto je bilo teško ubediti dužnike da usvoje fleksibilnije dužničke ugovore.

Čini se da je najefikasnije rešenje problema ekskluziviteta omogućiti stvaranje eksplicitne zakonske strukture prednosti u suverenom dugovanju. Sa eksplicitnom prednošću, početni dužnici se ne bi brinuli oko smanjenja vrednosti akcija, dok bi podsticaj da se ugovara u dužničkoj formi koju je teško restrukturirati bio umanjen. Stvaranje eksplicitne zakonske strukture prednosti zahtevaće reforme, ali ne i statutarnu promenu na međunarodnom nivou. To je zato što ciljevi ovih reformi ne bi bili smanjenje troškova restrukturiranja dugovanja *ex post*, tj. bez obzira na to kako su ugovori sačinjeni, nego samu promenu podsticaja na način da se ubede tržišni učesnici da usvoje fleksibilnije dužničke strukture. Najvažniji deo reforme bi bio registrovanje međunarodnog dugovanja koji stvara transparentnost o zaduženosti i uslovima dužničkih ugovora svake zadužene zemlje. Ovo bi moglo da pomogne poveriocima da prate ponašanje dužnika na način koji omogućava dužničkim ugovorima da ograniče ugovornu formu (a možda i kvantitet) budućih pozajmljivanja.

Literatura

1. James Grant, *Day of Reckoning? Foreign Borrowers May Have Trouble Repaying Their Debts.*, Barron.s (January 7,1980).
2. Jeffrey Sachs, *Resolving the Debt Crisis of Low-Income Countries*, Harvard University, 2002.
3. Margaret Garritsen DeVries, *The International Monetary Fund, 1972.1978: Cooperation on Trial* (1985).
4. Robert A. Eisenbeis and Paul M. Horvitz, *The Role of Forbearance and Its Costs in Handling Troubled and Failed Depository Institutions*, in *Reforming Financial Institutions in the United States*, ed. George G. Kaufman (1993).

HOW CAN THE COSTS OF DEBT CRISES BE REDUCED

Abstract: There is a consensus that sovereign debt restructuring is difficult and costly for both creditors and debtors, and that the international financial architecture should be reformed in ways that reduce these costs. There is less consensus on what such reforms consist of. High restructuring costs are a substitute for explicit legal seniority, and that they could be reduced if legal seniority in sovereign debt markets is allowed to develop through either statutory or contractual means.

Key words: debt crises, international financial architecture, exclusivity problem