

## ПРЕДГОВОР

Током претходне деценије велики број емпиријских и теоријских истраживања на тему државног дуга инспирисан је Великом рецесијом и дужничком кризом у Еврозони након 2008. године, што је тренд врло сличан оном који је настао након дужничке кризе током осамдесетих година XX века. Питања на која се све до данас покушава да да одговор, односе се на разлоге за државно кредитирање и неизвршење обавеза, начине обрачуна дуга и трошкова кашњења. До сада је емпиријски утврђено да је спољни дуг периферних и полупериферних држава током XIX и XX века имао карактер цикличних флукуација које су се односиле на (1) фазу експанзије страних кредита, затим (2) на избијање кризе плаћања и коначно (3) на фазу преговора о споразумима о измирењу дуга између земаља дужника и њихових кредитора. Ови дугорочни циклични обрасци потешкоћа у сервирању дуга, са великим дужничким кризама на сваких педесет до шездесет година били су повезани са другим цикличним процесима који су се одвијали у оквиру светске економије.<sup>1</sup> На основу тога, установљено је

---

1 Економиста Кристијан Ситер утврдио је да су циклуси дуга везани за ток Кондратијевог циклуса раста који траје 45-60 година и Кузњецовог циклуса у трајању од 18 до 25 година. Тако, избијање глобалне дужничке кризе пада у фазе стагнације Кондратијевог циклуса раста током читавог XIX и XX века (односно крајем 1820-их година; 1870-их; раних 1930-их и раних 1980-их), као и Кузњецовог циклуса за период од око 1860. до 1930. године (средина 1870-их, средина 1890-их, током Првог светског рата, почетак 1930-их), с тим да на нивоу појединачних земаља дужника, постоје значајне разлике у погледу специфичног обрасца дуга, види: С. Suter, *Debt Cycles in the World-*

да се током XIX и XX века догодило пет периода глобалне неспособности држава за отплату јавног дуга, односно да више од сто тридесет економски мање развијених земаља у периоду од 1820. па све до 1945. године, није било у могућности да исплати свој спољни јавни дуг. Другим речима, само мали број суверених држава успешно је отплатио своје спољне дугове током последњих сто педесет–двеста година, укључујући Сједињене Америчке Државе, Канаду, Аустралију, Јужну Африку и Јапан. Много је чешћи исход спољног задужевања било проглашење националног банкрота који је могао да траје од неколико година па до чак неколико деценија.<sup>2</sup> Радило се о државама које су припадале тзв. европској периферији попут Грчке, Португала, Шпаније као и држава Балкана, затим латиноамеричким држа-

---

*Economy, Foreign Loans, Financial Crises, and Debt Settlements, 1820–1990*, Routledge, 1992, 3.

- 2 Врхунци криза су се дешавали у XIX веку у периоду од касних 20-их до раних 40-их и од средине 70-их до раних 80-их година, а у XX веку од почетка 30-их и касних 40-их, као и 1980-их година. Током ових кризних периода, број земаља које нису испуњавале обавезе или су биле предмет споразума о репрограмирању у односу на укупан број суверених држава износио је 29% (крај 1820-их), 37% (средина 1870-их), 40% (почетак 1930-их) и 27% (средина 1980-их), види више: M. Flandreau, J. Flores, "Bonds and Brands: Foundations of Sovereign Debt Markets, 1820–1830." *The Journal of Economic History* 69 (3), 2009, 646–684; исти, "Conflicts of Interest, Reputation, and the Interwar Debt Crisis: Banksters or Bad Luck?" *CEPR Discussion Paper 7705*, 2010; C. Reinhart, V. Reinhart, K. Rogoff, "Public Debt Overhangs: Advanced-Economy Episodes since 1800." *Journal of Economic Perspectives* 26 (3), 2012, 69–86; C. Suter, U. Pfister, "Global Debt Cycles and the Role of Political Regimes", *Markets, Politics, and Change in the Global Political Economy, International Political Economy Yearbook* William P. Avery and David P. Rapkin (eds.), *Markets*, Vol. 4, Boulder, 1989, 17–55.

вама, као и оним азијским и афричким државама које су стекле независност током XIX и XX века.<sup>3</sup>

Главни финансијски инструмент за званична задуживања у иностранству чиниле су државне обвезнице које су издавале владе страних држава тако што су их продавале заинтересованим купцима на тржиштима капитала најважнијих међународних финансијских центара. Кредитне трансакције су тада уређивали приватни предузетници, банкарни, трговци и брокери који су служили као финансијски посредници. Услови страних обвезница утврђивани су уговором о кредиту и објављивани потенцијалним инвеститорима кроз проспекат зајма. У већини случајева, стране државне обвезнице су продаване јавности испод номиналне вредности, обично уз попуст од 10 до 40 процената. Имале су релативно дуге рокове доспећа (до тридесет година) и фиксне каматне стопе које су варирале углавном између 4% и 8%.<sup>4</sup> Од кредитне способности земље која је зајам узимала и процене ризика инвеститора зависиле су цене емисије и каматне стопе. Током XIX и почетком XX века вредност појединачних хартија од вредности била је релативно ниска што је омогућавало да се на тржишту капитала појави велики број појединачних власника страних државних обвезница.<sup>5</sup>

---

3 Статистике показују да је држава Еквадор, дужник са најлошијим учинком сервисирања дуга у укупном трајању од 97 година, затим Хондурас са 93 године као и Грчка са 88 година, види: С. Сутер, *Debt Cycles in the World-Economy...*, 1.

4 Исто, 3.

5 Тако је, примера ради, 1914. године дуг царске Русије према Француској износио 11 милијарди долара према 1,6 милиона власника обвезница, види: С. Сутер, *Debt Cycles in the World-Economy...*, 3.

Истовремено, санкционисање неплаћања државних обвезница било је изузетно слабо институционализовано. Државе које су узимале зајмове, уколико би се нашле у кризи, готово по правилу су кршиле одредбе уговора једностраном суспензијом камате или отплатом амортизације. Једини начин да се измири дуг подразумевао је да се формално понове преговори између дужника и власника обвезница. Међутим, овакве аранжмане је било релативно тешко реализовати. Процес преговарања компликовала је дисперзија поверилаца на велики број власника обвезница који су уједно били и лоше организовани. Када би дошло до кашњења у исплати дугова, покушавали су да оснивањем *ad hoc* одбора заштите своје интересе током преговора са представницима државе дужника. Проблем је био у томе што су такви одбори имали само ограничену надлежност, односно нису имали право да склапају обавезујуће споразуме са државом дужником. Чак и ако би већина власника обвезница прихватила аранжман, он није био обавезујући за појединачне власнике обвезница. Поред тога, одборима су недостајали неопходни финансијски ресурси, инфраструктура и приступ информацијама о економској и политичкој ситуацији земаља дужника. Преговарачка моћ представника власника обвезница често је била додатно ослабљена ривалством између неколико конкурентских одбора. Тако је ребаланс неизмирених дугова подразумевао дуготрајне преговоре који су могли да трају и деценијама. Као реакција на ове проблеме координације и сарадње поверилаца, од касног XIX века па надаље, у најважнијим земљама кредиторима успостављена су стална централна национална тела. Први

и најважнији од ових националних комитета настао је у Великој Британији формирањем Савета корпорације власника страних обвезница 1868. године. Слична тела су потом основана и у другим земљама кредиторима као што су Француска и Белгија (1898), Швајцарска (1912), Немачка (1927) и Сједињене Америчке Државе (1933).<sup>6</sup>

Несолвентне државе дужници могле су да буду и под политичком и економском контролом својих поверилаца. Један од најчешћих облика политичке и економске контроле било је оснивање поверилачких савета за управљање дугом и контролу јавних финансија земаља дужника од стране представника поверилаца. Земље дужници су обично морале да им уступе редовне изворе фискалних прихода, као што су државни монополи, порези и царине, који су коришћени за финансирање камата и отплате амортизација. У већини случајева, додељене приходе прикупљали су сами савети. Степен утицаја поверилаца на ове савете за управљање дугом варирао је у зависности од састава савета. Према тврђењу немачког економисте Карла Ериха Борна, у случају Србије 1895. године, поверилачким саветом, односно Самосталном монополском управом доминирали су представници дужничке владе и утицај власника обвезница је био релативно слаб, за разлику од случајева у неким другим периферним европским државама.<sup>7</sup> На другим местима су повериоци директно надгледали наплату

---

6 B. Eichengreen, "Historical Research on International Lending and Debt" *Journal of Economic Perspectives*, 5(2), 1991, 151.

7 K. Born, "Erfahrungen aus internationalen Finanzkrisen der Vergangenheit", *Die Internationale Schuldenkrise*, Armin Gutowski (yp.), Berlin: Duncker & Humblot, 1986, 9–29, податак преузет из: Suter, C, *Debt Cycles in the World-Economy*, 92.

пореза и дажбина и реорганизовали јавне финансије што је доводило до тога да поједине владе потпуно изгубе своју финансијску аутономију. Поред ових савета за управљање дугом од стране власника обвезница и земаља поверилаца, историја је забележила и два случаја отворене војне интервенције због неизвршења обавеза земаља кредитора против држава дужника које су одбиле да испуне своје обавезе сервисирања дуга.<sup>8</sup>

Поред политичких и ретких војних притисака, измирење дугова је понекад укључивало елементе искључиве економске контроле која је подразумевала да дужници уступе имовинска права повериоцима. Тада се, најчешће, власницима обвезница уступало земљиште или право на железницу у замену за делимичну ликвидацију постојећих дугова. Ипак, историјска истраживања су показала да су ове врсте политичких и економских контрола поверилаца над државама дужницима биле изузетно ретке. С обзиром на то да су кашњења у просеку трајала више од десет година, најважнија компонента у погледу степена отплате дуга било је његово репрограмирање. Показало се да поједине земље, иако су се значајно задуживале у иностранству, нису биле суочене са потешкоћама у сервисирању дуга, док су дру-

---

8 Једна од њих је била инвазија Француске на Мексико 1863. године, коју су у почетку подржавале и Шпанија и Британија. Француска је тада за цара Мексика поставила аустријског надвојводу Максимилијана, брата аустријског цара Франца Јосифа. У другом случају, Немачка, Британија и Италија заједно су блокирале венецуеланске луке 1902/03. године због одбијања нове венецуеланске владе да настави са отплатом дуга након завршетка грађанског рата. Француска интервенција против Мексика се показала прилично неуспешном, док су европске силе углавном успеле да се нагоде са Венецуелом, види: C. Suter, *Debt Cycles in the World-Economy*, 92.

ге деценијама остале несолвентне иако је њихов спољни дуг био релативно мали. Ово заправо значи да су се поједине државе и одређене националне администрације различито односиле према свом спољном дугу, што свакако скреће пажњу и на чињеницу да је неопходно истражити и релевантне процесе који су се одвијали и на нивоу националних држава. Истраживања специфичних економских и политичких структура унутар задужених земаља постала су временом изузетно важна у објашњавању образаца дугова као и начини на који су се ти дугови унутар промењених државних структура враћали.

Монографија која је пред вама посвећена је резултатима једног таквог истраживања и представља редак пример илустрације рада међуратне југословенске економске дипломатије, кроз решавање судбине српских државних дугова у оквиру новоосноване Краљевине Срба, Хрвата и Словенаца (Краљевина СХС). Након Првог светског рата, репрограмирање дугова није се дешавало само због кашњења у исплатама, већ и због много важнијих питања: валуте зајмова и услова њихове даље отплате. О историји српских државних дугова се већ писало<sup>9</sup>, али је до сада пажњи научне заједнице измицао период који се односи на судбину ових дугова након оснивања Краљевине СХС. У овом контексту посебно важна тема јесте регулисање дугова Краљевине Србије пласираних на француском финансијском тржишту, односно узетих у Француској, јер су она чинила две трећине свих српских иностраних зајмова. Ова тема посебно

---

9 D. Gnjatović (1991) *Stari državni dugovi, Prilog ekonomskoj i političkoj istoriji Srbije i Jugoslavije 1862–1941*, Jugoslovenski pregled, Beograd.

добија на значају ако се има у виду да је Краљевина СХС наставила да отплаћује спољне зајмове Краљевине Србије пласиране у Француској, обезвређеним папирним француским францима, што је довело до великог монетарног спора између француских портера (ималаца обвезница) српских државних зајмова и Краљевине СХС, и то управо по питању валуте и услова даље отплате.

У настојању да што прецизније изложимо процес којим су текли преговори и којим је установљен тзв. *Париски компромис*, рукопис је подељен на седам поглавља. У сваком поглављу се разматра одређени сегмент овог комплексног питања које је истовремено задирало не само у економске, већ и у дипломатске и политичке односе две земље. Након **Уводних напомена**, у којима је дат кратак осврт на српске државне дугове пласиране на француском финансијском тржишту током друге половине XIX и почетком XX века, прво поглавље под називом **Франак и динар пре и после рата** посвећен је анализи монетарног хаоса насталог након завршетка Првог светског рата. Питања ратних репарација уз враћања на златни стандард и оснивање *Банке за међународне обрачуне* представљају важан оквир унутар којег се решавало питање валута. Зато је задатак овог поглавља био да омогући лакше разумевање дубљих узрока избијања монетарног спора две државе 1924. године.

У другом поглављу под називом **Оштећени француски портери** изнет је детаљан приказ судбине ималаца обвезница током XIX века, уз посебан осврт на француске имаоце обвезница и начин на који су се удруживали да би заштитили своје интересе. Он обухвата период пре и након Првог светског рата када францу-



ски портери добијају државну подршку која се огледала у све конкретнијим дипломатским притисцима, о чему детаљно сведочи и архивска грађа Министарства финансија Краљевине СХС.

Треће поглавље под називом **Специјални споразум (компромис) о арбитражи** и четврто, под називом **Дипломатски покушаји поравнања пре пресуде** представљају окосницу ове монографије. У њима су описани догађаји који су, након више од две године покушаја француске владе да Краљевини СХС наметне усвајање предлога Асоцијације француских портера, довели до тога да се обе стране определе да овај монетарни спор реше уз помоћ међународне арбитраже. Из сасвим новог угла осветљени су познати политички и економски актери историје Краљевине СХС, овога пута у улози преговарача око најважнијих државно-финансијских и монетарних питања. Истраживања су показала колико су њихово знање, искуство и професионална зрелост имали важну улогу у склапању споразума, који је требало да пружи задовољење имаоцима обвезница, а да истовремено буде подношљив за финансије Краљевине СХС. Пошто је на основу *Париског компромиса* одлучено да од пресуде Сталног суда међународне правде у Хагу зависи да ли ће уступке чинити влада Краљевине СХС или француски портери, пето поглавље ове монографије под називом **Спор пред Сталним судом међународне правде у Хагу** детаљно је посвећен аргументима обе стране у спору као и самој пресуди. Такође, не мање важна била су и издвојена мишљења међународно признатих судија која представљају одличну илустрацију преговарачких вештина југословенске стране,

али и разлога због којих је Суд на крају прихватио становиште француске стране у овом спору.

Пресудом Сталног суда међународне правде којом је наложено да се дугови по овим зајмовима морају изразити у златним францима, била је завршена прва фаза реализације *Париског компромиса* који су потписали Аристид Бријан, тада заменик министра иностраних послова Француске у име француских портера и Мирослав Спалајковић, краљевски посланик у Паризу у име Краљевине СХС. Након пресуде, започела је друга фаза реализације *Париског компромиса* па се шесто поглавље ове монографије под називом **Преговори о нагодби** односи на преговоре дипломатских представника Краљевине СХС са представницима француских портера о условима регулисања дугова Краљевине Србије. Поглавље је обухватило и фазу „тајних преговора“ током којих су на површину испливали различити интереси око услова нагодбе између француског Министарства иностраних послова и новог председника владе Аристида Бријана на једној, и портера, великих банака и француског Министарства финансија на другој страни. Показало се да је француско Министарство иностраних послова било вољно да у преговорима, што је могуће више, изађе у сусрет краљевској влади, док су портери, велике банке и француско Министарство финансија бранили интересе француског крупног капитала.

О опасностима прекида ових преговора у тренутку када је краљ Александар суспендовао Устав и распустио Парламент, односно увео диктатуру, као и о начинима да се избегне озбиљнији дипломатски спор, говори седмо и последње поглавље књиге под називом **Компро-**

**мис о регулisaњу српских државних дугова.** Оно се истовремено бави и процесом који је довео до тога да вишегодишњи преговори буду приведени крају у априлу 1930. године, када се Краљевина Југославија обавезала француској влади и портерима да ће кроз успостављени репрограма овај дуг вратити у наредних четрдесет пет година. Посебна пажња овде је посвећена и одјецима у југословенској и француској јавности као и реакцијама на нови зајам који је Краљевина Југославија узела од Француске непуних месец дана након завршетка ових преговора. **Епилог** књиге износи разлоге због којих је краљевска влада већ 1932. године одлучила да привремено обустави сва плаћања у девизама и затражи од поверилаца смањивање терета отплате свих зајмова, уђе у нове преговоре, направи нове споразуме, као и начину на који је проблем спољних дугова коначно решен тек седамдесетих година XX века.

\*\*\*

Књига *Париски компромис, Решавање спора о регулisaњу дугова Краљевине Србије између Француске Републике и Краљевине Југославије* настала је заједничким радом ауторки у оквиру Центра за економску историју, уз велику подршку и помоћ колега из истог Центра као и референтних институција, којима овом приликом желимо да се искрено захвалимо. Прикупљање документације и литературе, највећим делом се одвијало унутар Архива Југославије као и архива и библиотеке Народне банке Србије. Велику подршку у иницијалној фази истраживања добиле смо од директора Архива Југославије др Милана Терзића. Несебич-

ну помоћ у зрелој фази истраживања пружила је Сузана Срдновић, библиотекарка Архива Југославије, као и историчари др Соња Јерковић и др Саша Илић из Архива Народне банке Србије. Драгоцени путоказ у нашим истраживањима представљало је њихово познавање библиотечке и архивске грађе, као и чињеница да су колеге Јерковић и Илић и сами добри познаваоци економске и финансијске историје Србије.

Од великог значаја током израде ове монографије била је и чињеница да је архивска грађа економске провенијенције у западноевропским државама већ дигитализована и потпуно доступна, што нам је у истраживањима специфичних питања економске дипломатије и јавних финансија било од изузетно велике важности. Овде, пре свега, мислимо на документацију Сталног суда међународне правде у Хагу (Permanent Court of International Justice, Series C: Acts and documents relating to Judgments and Advisory Opinions given by the Court/Pleadings, Oral Arguments and Documents), као и документацију Уједињених нација (United Nations, Payment of Various Serbian Loans Issued in France). Упоредном анализом ових докумената са архивском грађом Министарства финансија Краљевине Југославије, по први пут се научно и широкој јавности пружа могућност детаљног упознавања са судбином већег дела српских државних дугова узетих и враћених током XIX и прве половине XX века.

У Београду, 11. априла 2023. године