

Конверзија српских дугова: Карлсбадски аранжман 1895. године

Апстракт: Средином деведесетих година деветнаестог века Србија је запала у кризу сервисирања спољних дугова. Влада је у пролеће 1895. године одабрала агресивну стратегију у правцу смањења каматне стопе и продужења рокова отплате зајмова. Партнери Владе Србије биле су три стране банке уз подршку немачке и аустроугарске владе. Аранжман је закључен 20. јуна у Карлсбаду у виду протокола конференције Владе Србије и банака. Конверзија дугова донела је растерећење државне касе, али је принудна замена обвезница нанела штету угледу Србије и веома отежала пласман слободних обвезница. Стога је буџетска криза продужена, да би била окончана тек 1902. године.

Кључне речи: Србија, зајмови, банке, обвезнице, каматна стопа, конверзија.

У првој половини деведесетих година деветнаестог века српске државне финансије запале су у тешку кризу. Порески приходи били су недовољни за покриће расхода, гомилали су се дефицити и летећи дугови,¹ а ануитети по државним дуговима плаћани са великим тешкоћама и закашњењем. Србија се у претходну деценију и по доста олако задуживала у иностранству,² како за цивилизацијско унапређивање тако и за покриће текућих буџетских дефицита, све због популистичке одбојности према повећању пореза. Како је рекао Херберт Фејс: „Неискуство и финансијска неодговорност земље били су очигледни од почетка, па ипак су банке преузеле ризик ради профита, а улагачи су их следили. Свака независна земља може купити довољно конопца да се обеси уколико довољно плати.“³

¹ Летећи дугови су доспели, а неплаћене обавезе буџета. У периоду 1892–1895. кретали су се између 30.000.000 и 35.000.000 динара, Архив Србије (у даљем тексту: АС), Фонд Стојана Новаковића (у даљем тексту: СН), 116, бр. 84 д и 84 њ.

² Стандардни начин задуживања била је продаја државних обвезница на европском финансијском тржишту, уз помоћ банака посредница; купци обвезница обично су били грађани развијених земаља. За преглед спољних дугова видети Гњатовић, Драгана, *Стари државни дугови, прилог политичкој и економској историји Србије и Југославије, 1862–1941*, Београд 1991.

³ Feis, Herbert, *Europe the World's Banker 1870–1914*, (1930) 1965, стр. 263.

Један од начина олакшања терета спољних, често неповољних зајмова јесте конверзија дугова, данас би се рекло реструктурисање, где би постојећи неповољни зајмови били замењени једним великим и знатно повољнијим зајмом и тако се растеретила државна благајна и поништили стари греси финансијске управе. Прву конверзију неуспешно је покушао Михаило Вујић 1891, када је Србија донекле средила државне финансије, па је изгледало да може добити тај велики повољни зајам. Крајем 1894. покушао је Вукашин Петровић, али због очаја услед лоше ситуације. Његов предлог конверзије пропао је у Скупштини половином априла⁴ 1895, претежно због политичких разлога. На реду да покуша био је Стеван Д. Поповић, нови министар финансија.

Курсеви⁵ српских државних обвезница знатно су флукутирали у пролеће 1895. године, између 70% и 80%, што је био јасан знак неизвесности о начину разрешења кризе државних финансија.

Шта даље?

После неуспеха Петровићеве конверзије, млади краљ Александар Обреновић био је веома забринут: „Највеће тешкоће прави финансијско питање, јер смо у врло рђавом стању... Нипошто не смемо мислити на банкротство. То би нас убило. Ја се надам да ћемо ми и без њега испливати из финансиске невоље.“⁶ Пошто је требало размотрити насталу ситуацију и видети шта се за Србију најбоље може учинити, Александар је 25. априла 1895. године сазвао друштво из различитих странака: Стојана Новаковића, Ђорђа Вајферта, Љубомира Каљевића, Владимира Јовановића, Михаила Вујића, Марка Стојановића и Тихомира Марковића, адвоката. Најпре се вечерало, а затим су „имали с краљем дуге разговоре о нашим финансијама“.⁷

Краљ је стање државних финансија представио као кобно. Дошло се дотле да се не могу измиривати ни најпотребнији издаци. Ако се исплате ануитети, нема новца за чиновничке плате и обрнуто, што за Србију није прихватљива дилема. Поменуто су две стратегије. Прва би била класична, са реализацијом зајма раније уговореног зајма, па би се од банака затражило да изврше опцију по уговору о зајму из 1893. године⁸ од 26.000.000 динара и да се сав примљени

⁴ Сви датуми дати су по Јулијанском календару, који се од Грегоријанског разликовао 12 дана.

⁵ Курс је однос тржишне и номиналне вредности обвезнице. На пример, обвезница за дуг од 100 динара продаје се за 70 динара, што даје курс од 70%.

⁶ Жујовић, Јован, *Дневник, I*, Београд 1986, стр. 50–51. (у даљем тексту: Жујовић, Ј., *Дневник, I...*)

⁷ Тодоровић, Пера, *Дневник*, 1990, стр. 218; Јовановић, Владимир, *Успомене*, 1988, стр. 485. (у даљем тексту: Јовановић, В., *Успомене...*)

⁸ Зајам је уговорен на 44.000.000 номиналних, од чега је само 18.000.000 било извршено, док је ових 26.000.000 остало на опцијском праву банака.

новац употреби за исплату ануитета. Затим да се види са Народном банком о могућем кредиту и да се преиспита буџет не би ли се могли повећати неки приходи.

Ако банке не прихвате реализацију другог дела зајма из 1893. године, што је било вероватно пошто нису пристајале током две претходне године, присутни су на питање краља *шта чинити* одговорили да је потребно смањење каматне стопе на постојеће зајмове, па макар и без споразума с повериоцима. Главни заговорник принудне конверзије дугова био је Стојан Новаковић, пошто је веровао да је нужна хитна интервенција. Једини је Владимир Јовановић, по сопственим речима, био против редукације без сагласности поверилаца, тврдећи да би то било „маскирано банкротство“ које би уништило кредит Србије на европској новчаној пијаци и да би зато текући добитак био мањи од дугорочне штете, а због тежих услова на будуће зајмове.⁹

После два гласања присутних, закључено је да се предузме друга, оштрија стратегија: да се повериоцима испостави захтев: „Да на мању меру сведу интерес и да се обуставе отплате. Ако би се тај посао могао извршити драговољним пристанком поверилаца, то би било најбоље решење. Не може ли се тако, сва је прилика да ће се морати извршити законом.“ Да би се та важна операција обавила на прави начин, закључено је и да се створи „картел земаљских партија да колабирају на овом послу, оставивши на страну борбу партијску“.¹⁰ Решено је и да се формира, као мали корак ка помирењу сукобљених странака и као саветодавни орган, деветнаесточлани Финансијски савет при Министарству финансија. Међутим, убрзо су радикали дали оставке, праћени заједљивим коментарима да „одричу својој земљи помоћ која не кошта ни крви ни новаца“,¹¹ док су либерали делом поднели оставке, а делом остали у савету, као унутрашња опозиција. Ова је установа „убрзо угинула“ а да ништа урадила није.¹²

Значи, основна стратегија Српске владе у једном тешком финансијском тренутку била је споразумно или једнострано смањење каматне стопе на српске зајмове, уз једно време мировања отплате главнице. Редукација камате видно би смањила износ обавеза Србије, док би привремени престанак отплате олакшао, или омогућио решење текућих финансијских тешкоћа до дефинитивног уређења државних финансија у неколико наредних година. Та се стратегија наслањала на уверења: „Поверилац гледа своју корист, али ни он *нема интереса да дужник баиш подлегне*... Они ће пристати, ако се ми навући дамо, да им обећамо све што

⁹ Записник саветовања од 25. 4. 1895, концепт сачинио Стојан Новаковић, АС, СН 116, бр. 84/б; Јовановић, В., *Успомене...*, стр. 485.

¹⁰ Записник саветовања од 25. 4. 1895. године.

¹¹ *Видело*, 4.6.1895.

¹² Живановић, Живан, *Политичка историја Србије, III*, 1924, стр. 301; Новаковић, Стојан, *Двадесет година уставне политике у Србији 1883–1903*, 1912, стр. 126–127. (у даљем тексту: Новаковић, С., *Двадесет година...*); Јовановић, В., *Успомене...*, стр. 486.

нам остане после сухе коре хлеба; али ни они нису ради да ми баш и ту кору хлеба изгубимо, да пропаднемо. Дође ли до банкротства – које ако није ту, а оно вири и кроз прозор и кроз оцак – јуримо у пропаст и ми и они. И то они знају. А ми, ако смо паметни, треба да се тиме користимо.“¹³

Мало теорије и праксе

Србија је била пред банкротством. Оно је наоко најлакши начин да се дужник ослободи дугова, али крајње последице могу бити врло тешке, чак погубне. За разлику од стечаја приватних лица, банкротство једне државе није регулисано међународним правом, нити се са сигурношћу могу предвидети реакције других заинтересованих, односно оштећених страна у том послу, ни њихових влада.

Питање *зашто државе плаћају своје дугове* тема је којом се економска наука бави више од века.¹⁴ Најстарије објашњење је да се труде да сачувају репутацију, пошто им она олакшава приступ кредитном тржишту под повољним условима (нижа каматна стопа и слично). Али емпиријска истраживања показала су да у време пре Првог светског рата ово није довољно јак разлог.¹⁵ Тако је Португалија 1892. унилатерално смањила каматну стопу на спољне дугове, што је донело искључење са финансијског тржишта све до закључења споразума са повериоцима 1902. године.¹⁶

Остали механизми представљају потенцијалне казне, које би требало да одврате земљу дужника од неплаћања дугова. Прве су трговинске санкције, од умерених (повећање царина, квоте) до тоталног трговинског ембарга, али ни њихова ефикасност није велика пошто су оне у то време биле углавном билатералне, те стога што су погађале и земљу која их уводи. Додуше, у неким ситуацијама (велика упућеност трговине дужника на земљу повериоца) претња трговинским санкцијама могла је дати жељени подстицај. Најбоље резултате¹⁷ дали су и најтежи облици санкција: прво, „дипломатија топовњача“, тј. војни притисак на дужника да плати дуг, и, друго, завођење стране управе над финансијама земље дужника, у целини или парцијално.

¹³ *Видело*, 14.4.1895.

¹⁴ За теорију видети Eatwell, Jonathan; Fernandez, Raquel, „Sovereign Debt“, у: *Handbook of International Economics*, Ch. 39, 2003.

¹⁵ Flandreau, Marc; F. Zumer, Frédéric, *The Making of Global Finance*, 2004, стр. 49.

¹⁶ Lains, Pedro, „The power of peripheral governments: coping with the 1891 financial crisis in Portugal“, у: *Historical Research*, no. 213, August 2008.

¹⁷ Mitchener, Kris James; Weidenmier, Marc, „Supersanctions and sovereign debt repayment“, у: *Journal of International Money and Finance*, February 2010, стр. 34.

Употреба топовњача ради наплате дугова била је прихваћена пракса у XIX веку и почетком XX века, на основу признатог права заштите оправданих интереса сопствених грађана од погрешне политике земље дужника. Најчешће поприште оружаних интервенција била је Латинска Америка, а најпознатији случајеви су у Венецуели 1902. године (Велика Британија, Немачка и Италија) и Гватемали 1904. године (САД). Преоријентацију на арбитражу донела је тек Хашка конвенција из 1907. године.

Увођење међународне финансијске контроле било је претежно коришћено у медитеранском окружењу. Почетком осамдесетих година деветнаестог века Британци су преузели египатске финансије и средили их, а истовремено је турску фискалну управу преузео савет састављен од шест представника поверилаца, такође са добрим успехом. И Грчка је током тих година запала у кризу и унилатерално смањила отплате, па јој је, после пораза у рату са Турском, 1897. године, мировним уговором наметнута међународна финансијска комисија (сачињена од шест представника великих сила). Она је ради поуздане отплате дуга преузела приходе свих пет државних монопола и пирејске царинарнице, додуше уз смањење оригиналне каматне стопе (различито по зајмовима) и право грчког вета на важне одлуке комисије. Сличне комисије имали су и Тунис, Мароко, Либериа.

Пред Србијом су се, значи, налазили ризични сценарији ако банкротира или предузме озбиљне једностране мере. Прво, ко зна за колико година или деценија не би могла рачунати на нове зајмове, који јој могу затребати (у ратним околностима, због глади или модернизације). Друго, лако је могуће да би велике силе, на челу са Аустроугарском, завеле трговинске санкције, што би нанело тежак ударац привредном животу уопште.¹⁸ И треће, није извесно да не би било војне интервенције, коју би можда предузела Аустроугарска. Понеки су у Србији чак веровали да би страна окупација могла помоћи да се државне финансије среде.¹⁹ Најгоре од свега било би могуће да после неке или свих наведених мера, Србија буде присиљена да попусти и пристане да редовно отплаћује дугове по старом, што би представљало тежак политички пораз и узалудно проћердало и оно мало поверења света у Србију.

Различита мишљења

Расположење држнијег дела јавности добро је у новинском чланку изразио Светозар Зорић, професор Велике школе, у коме је одбачено државно банкротство као неприхватљиво „морално убијство“ и „највећа срамота“, а „инћарење

¹⁸ Милутин Гарашанин Стојану Новаковићу, 20.6.1895, АС, СН 1269.

¹⁹ Жујовић, Ј., *Дневник, I...*, 13. 12. 1893.

једног дела или целог дуга убило би наше финансије и наш кредит за дуги низ година, ако се не би чак изродиле друге непријатности“. Зорић је предложио „да *поштено* платимо оно што смо узајмили и добили“, дакле стварну, а не номиналну суму дуга (ово би смањило износ дуга за око 30%), те „поштен интерес, баш онолико колико најпоштенији међу европским народима плаћају“. Другим речима, „хоћемо редукацију интереса“, а на 3,5% годишње, с тим да рок отплате дугова буде 50 година. Тиме би се годишњи ануитет смањило са 21,7 на 11,3 милиона, односно свео на половину. Под паролом *Audacem fortuna juvat*, Зорић је подсетио на искуство Грчке, која је „мирно и добро прошла“, мада је „далеко приступачнија европским силама за оружану интервенцију“.²⁰ Остаје тугаљиво питање да ли је поштено, како тврди Зорић, једнострано мењати одредбе уговора склопљених са зајмодавцима или би баш поштење налагало да се ти уговори изврше онако како су потписани.

Постојала су и другачија мишљења. Вишеструки министар финансија Чедомиљ Мијатовић веровао је да би једнострана редукација каматне стопе или чак саме главнице представљала „политичко самоубиство“, „фаталну погрешку“ и уништење државног кредита, да би донело тренутан добитак, али би искључење са европске новчане пијаце ликвидирало могућност привредног напретка, који може бити заснован једино на страном капиталу, и финансирања предстојећих националних задатака. Предлагао је да се не иде одмах на конверзију, већ да се, споразумно са повериоцима, олакша Србији отплата ануитета у три до пет година, до када ће повећање прихода од монопола и царина обезбедити плаћање ануитета из домаћих извора. Тиме би био отворен пут потпуној конверзији државних дугова у догледној будућности.²¹ И Вукашин Петровић је тврдио да „нема ни једног јединог разлога који би оправдавао банкротство“ и уверавао да би Србију презрео цели цивилизовани свет.²²

Идеје о једностраним мерама за олакшање државних финансија брзо су допрле до страних банака и страних новина, изазивајући забринутост и стварајући неповерење према Србији и намерама Српске владе. Курсеви српских обвезница на иностраним берзама су на ове вести из Србије опет пали почетком маја 1895. године са око 75% на око 70%.²³ За посматрача је било нејасно да ли је српски политички врх озбиљно мислио да једностраним потезом смањи терет отплате дугова или је у питању била само тактика заоштравања с повериоцима, делимично и преко новина, како би попустили и добровољно прихватили смањење српских дугова. Србија је јавно тврдила да више није у стању да одговори својим финансијским обавезама и да је њено банкротство

²⁰ *Дневни лист*, 26. 4. 1895.

²¹ *Трговински гласник*, 13. 5. 1895.

²² *Мале новине*, 19.5.1895.

²³ *Српске новине*, разни бројеви.

пред вратима. Ако се не би нашао начин да јој се помогне, то је главна порука, она ће бити присиљена да банкротира и тиме тешко оштети све власнике српских папира, како општу публику тако и банке. Значи, Србија је држала над повериоцима реалну претњу банкротства, док су повериоци имали своје, већ поменуте казнене аргументе.

Противник банкротства Милутин Гарашанин је, из париске даљине, видео могућност да државни врх блефира: „Може бити да се у нас уопште не мисли на банкротство као дефинитивну солуцију, него као на неку принудну меру која би натерала банке на попуштање [...] добро је што су притегнуте, али не треба, опет, прећи границе“. Основну опасност код банкротства Гарашанин је видео у свима јасној чињеници да Србија није стварно банкротирана, јер она може да плаћа своје обавезе било повећавањем пореза, било смањењем претераних расхода: „Банкротство Србије не би произашло из неспособности плаћања, него просто из одвратности да се распикућство умери. У приватном животу то се зове лажно банкротство.“ „Кад Србија изађе па каже немам, њој ће се њеним рођеним цифрама доказати да има“, додајући да би банкротством „Србија била политички сарањена“.²⁴

Београдска конференција са банкама

Као почетак реализације своје стратегије влада је упутила дипломатску ноту владама Аустроугарске, Немачке и Француске, у којој се наводи да је Србија, како би повратила финансијску равнотежу, принуђена да изведе конверзију и унификовање дугова, укључујући и продужење рока отплате, али да је спремна да обезбеди гаранције за власнике српских државних хартија, и то тако што ће образовати једну „аутономну власт“ у којој ће бити заступљени и страни повериоци и која ће руковати заложеним пореским приходима независно од државне управе. Влада је изражавала уверење да ће губитак страних поверилаца бити брзо надокнађен растом цена српских обвезница. Домаћи критичари су напали ову ноту као знак сервилности, док су је заговорници бранили као добар маневар којим се избегава страна државна интервенција.²⁵

Идеја о редукацији дугова и олакшању терета Србије ухватила је корена не само у домаћој јавности него и у једном делу иностраних финансијских кругова. Грчка акција претходних година сматрала се у финансијским круговима као пример који треба избегавати. Идеја о реализацији старог зајма из 1893. брзо је напуштена, пошто банке за њу нису хтеле ни да чују.²⁶

²⁴ М. Гарашанин С. Новаковићу, *Исто*.

²⁵ Недељковић, Милорад, *Историја српских државних дугова*, Београд 1909, стр. 161. (у даљем тексту: Недељковић, М., *Историја српских...*)

²⁶ Према Ноје Фраје Пресе, *Мале новине*, 26.5.1895.

Несумњиво уз подршку влада Аустроугарске и Немачке, пред крај маја 1895. одржана је у Београду конференција чији су главни учесници били мини-стар финансија Стеван Поповић и делегат банака поверилаца Карл Диренбергер из берлинског Ханделсгезелшафта, на којој је практично договорено да Србија конвертује своје дугове и где је положен темељ Карлсбадског аранжмана.

Поповић и Диренбергер сагласили су се, а имајући у виду и услове конверзије које им је писмом саопштио Карл Фирстенберг, директор Ханделсгезелшафта, „да је у интересу и државе српске и ималаца српских папира да се финансије Србије што пре тако среде да она своје терете може лако сносити и да је, тога ради, од преке потребе да се буџет њен доведе у равнотежу. Ради тога, потребна је конверсија њених сталних и консолидовање њених привремених дугова“. Поред унификације и конверзије постојећих дугова, што подразумева смањење каматне стопе и продужење рока отплате, постигнут је споразум и о повећању тога зајма за једну своту из које би се исплатили привремени дугови и тако српске финансије поставиле на солидан темељ.

Међутим, споразумом је предвиђена и санкција за старе грехе, односно средство којим би се убудуће решио стални проблем редовности наплате ануитета. То је био план да се створи „савршено самостална, од свих политичких чинилаца независна Управа монопола у жељи да рукује гарантијама“ (приходи-ма намењеним отплати дугова). Тиме би требало да се онемогући повремено коришћење прихода намењених отплати дугова за друге сврхе, због чега нису на време уплаћивани ануитети. Самостална монополска управа требало је да обезбеди предност уредној отплати зајмова и тиме поврати поверење европске публике у српске обвезнице, јер, како су се сложили Поповић и Диренбергер, берзански курсеви државних хартија одавно не одговарају висини њихове каматне стопе, што потиче од губитка поверења. Договорено је да у управи доминирају српски поданици – предвиђено је њих шест (плус директор монополске управе по положају), према двојници представника банака поверилаца.

Основна решења конверзије била би следећа. Издаће се нова обвезница са каматном стопом од 4% којом ће бити замењене постојеће обвезнице које носе каматну стопу од 5%. За замену старих обвезница потребно је нових за 286,7 милиона динара, затим десет милиона како би се тренутно исплатили руски и солски зајам, пошто имају високе ануитете, и 60.000.000 за исплату летећих дугова, што укупно даје 356,7 милиона динара/франака. Годишњи ануитет који би Србија имала да плаћа, укључујући и онај посебан за дувански зајам, израчунат је на 14,75 милиона динара. Рок исплате конвертованог зајма договорен је на 70–75 година, почевши од 1900. године, с тим да се до тада плаћа само камата.

Монополској управи били би, према договору, предати на управљање приходи од монопола дувана (5,25 милиона), монопола соли (2,25 милиона), моно-

пола петролеума (1,2 милиона), монопола шибица (0,75 милиона), монопола цигаретпапира (0,75 милиона, а монополи укупно 10,5 милиона), затим приход од такса и крчмаринских марака (три милиона), чистог прихода железнице (1,5 милиона) и Управе фондова (0,72 милиона), што укупно даје 15,72 милиона динара процењених прихода. Пошто је већина тих прихода у сребру, а исплате државних дугова обављају се у злату, то је договорено да се царински приходи, који се наплаћују у злату, сливају у Управу монопола, а да она држави исплати једнаку суму у сребру. Пошто царине достижу само осам милиона динара, то ће преостало злато куповати Управа монопола на тржишту.²⁷

Тако су банке и Српска влада успели да постигну договор како да се ублаже финансијске недаће Србије. Банке су мање у своје име, а више у име власника обвезница, показале спремност да се сада поднесе један губитак, изражен смањењем каматне стопе, како би обезбедиле будућу контролу отплате дугова која ће им боље гарантовати потпуну наплату. Предвиђено смањење каматне стопе не би требало да буде чист губитак за власнике обвезница, већ би повериоцима требало да буде, можда и у целини, надокнађено повећањем цена српских државних обвезница на новчаном тржишту, које би уследило после санирања стања државне благајне и повећања извесности исплате ануитета путем Самосталне управе монопола. Како је писао лист Ноје Фраје Пресе, „сигурних 4% били би повериоцима милији од несигурних 5%“.²⁸

Споразум у Карлсбаду

Завршни преговори између српске владе и банака (Отоманске, Ханделсгезелшафта и Лендербанке) требало је да се одрже у Паризу, али су пребачени у бању Карлсбад, где се лечио члан српске делегације Ђорђе Вајферт, гувернер Народне банке. У делегацији су се још налазили министар Стеван Поповић и директор Народне банке Петар Манојловић, док су им саговорници били стари познаници барон Лесак из Отоманске банке, Карл Фирстенберг, директор Ханделсгезелшафта, и Самуел Хан, директор Лендербанке. Преговори су трајали само три дана – од 6. до 8. јуна и завршени су споразумом, односно потписивањем Протокола од 8. јуна, којим је углавном озваничен претходно постигнут договор на конференцији министра Поповића и Диренбергера.

У Протоколу је наведено да је министар финансија преузео обавезу да све приходе из заложених извора „на првом месту и искључиво употреби за службу тога зајма“. Истовремено, пристао је да се „законом установи једна потпуно самостална и од свију политичких фактора независна Монополска управа како

²⁷ Протокол конференције у Министарству финансија, 25.5.1895, АС, СН, 116.

²⁸ *Видело*, 2.6.1895.

би се одређеним залогома за конвертисани зајам самостално управљало“. Представници банака изјавили су да говоре само у своје име, а не и у име осталих поверилаца, те да „налазе да ће предлози Њ. Екселенције Министра Финансија знатно учврстити поверење према српском државном кредиту и накнадити повериоце српске државе за редукцију стопе интереса, која настаје услед замене садашњих 5% вредности са облигацијама од 4%“. Затим следе ове одредбе:

- Србија емитује обвезнице за 355.292.000 динара, са 4% камате годишње, на 72 године; ануитети се исплаћују два пута годишње, у злату;
- конверзија се односи на следеће зајмове: железничких А, Б и Ц у износу од 120.805.000 динара, железничке ренте из 1890. године од 26.230.500 динара, Таксене ренте из 1884. године од 39.324.500 динара, Дуванске ренте из 1885. године од 37.663.000 динара, Обртног зајма од 28.755.000 динара, Аграрног зајма од 5.531.000 динара, зајма из 1893. године од 44.000.000 динара²⁹ и Железничког зајма за инвестиције од 8.000.000 динара, свеукупно 310.292.000 динара;
- конверзија ће се обавити простом заменом старих 5% за нове 4% обвезнице тако што ће Српска влада одредити рок до кога се замена мора извршити, а после тога рока неће се исплаћивати обавезе по старим обвезницама;
- из додатних 45.000.000 динара исплатиће се руски зајам из 1876. године од 3.286.000 и солске обвезнице од 4.075.000 динара, а остатак ће се употребити за исплату привремених дугова, који су достигли 40.220.000 динара;³⁰
- нове 4% обвезнице издају се на рок од 72 године, што значи продужетак рока отплате за старе зајмове за пар деценија;
- за осигурање тачне исплате новог зајма од 355.292.000 динара, српска влада даје у залогу чист приход државних железница и приходе од таксених и крчмаринских марака, монопола дувана, соли и петролеја, царинских дажбина и обртног пореза;
- ако ови извори не буду довољни за исплату ануитета, српска држава ће средства која недостају обезбедити из других извора, а ако наведени извори донесу више него што је потребно за исплату ануитета, вишак ће бити предаван државној благајни;
- биће створен резервни фонд од 750.000 динара ради обезбеђивања уредне исплате ануитета;

²⁹ Од тога, обвезнице у вредности од 18.000.000 динара су се у својини банака потписница, док су преостале, у вредности од 26.000.000 динара, биле депоноване код њих као залога за дате позајмице.

³⁰ Недељковић, М., *Историја српских...*, стр. 160.

- „да би се од сваке сумње обезбедила дата јемства“, наведеним приходима ће управљати потпуно самостална и независна Управа монопола, а управни одбор чини шест чланова, од којих су четворица српски поданици (међу њима су гувернер и вицегувернер Народне банке), док преосталу двојицу поставља Српска влада на предлог власника обвезница, председник Управног одбора увек је гувернер Народне банке;
- Монополска управа ће сама убирати све приходе од монопола, с тим што ће све приходе од монопола шибица и цигарет-папира (који нису предвиђени за сервисирање ануитета) одмах предавати државној благајни, а обавезују се одговарајуће српске управе да све чисте приходе од железница и приходе од царина и обртног пореза прослеђују Монополској управи у року од месец, односно десет дана;
- Српска влада је на себе преузела обавезу обезбеђивања котације нових обвезница на европским берзама;
- банке потписнице сложиле су се да се и зајам из 1893. године (чије се обвезнице у целини налазе код банака – 18.000.000 на име позајмица, а 26.000.000 као гаранција) укључи у конверзију и каматна стопа од 5 % замени са 4%;
- за исплату купона и облигација плаћаће Српска влада 0,25% провизије.³¹

Опозиционе новине жестоко су напале Карлсбадски аранжман, знајући да би његова пропаст у Скупштини довела до пада владе. Али Никола Христић је сам дао оставку владе неколико дана пред скупштинско разматрање аранжмана. Поред тога што је двор стално био у комбинацијама и преговорима са радикалима, пред Христићем је био задатак да у Скупштини прогура Карлсбадски аранжман, који није баш разумео и који су други сачинили.³² Краљу Александру била је потребна влада из редова напредњака, који су имали већину у скупштини, јер је желео сигурно усвајање аранжмана, а напредњаци су упозоравали да би тај аранжман тешко прошао ако им влада не би била по вољи. И Александар је одабрао Стојана Новаковића. У разговору са Новаковићем краљ је рекао да су главне тешкоће у земљи „заплетено финансијско стање и уставна реформа“. Сматрао је да је Карлсбадски аранжман бољи од Петровићевог, али да „тражи неге и дужег рада, да би успео да своје добре стране покаже“.³³ Новаковић је 25. јуна образовао владу.

³¹ Текст протокола може се наћи у *Збирци закона, уговора и погодаба о консолидованим зајмовима Краљевине СХС*, Министарство финансија, 1924. година.

³² Новаковић, С., *Двадесет година...*, стр. 135–136.

³³ Новаковић, С., *Двадесет година...*, стр. 138–139.

Аранжман у Скупштини

Све наведене одредбе Протокола из Карлсбада пренете су у *Закон о конверсији државних дугова*, уз мање важне допуне и једну мању измену: за конверзију старих зајмова предвиђено је 310.543.775, а за руски и солски зајам и привремене државне дугове 44.748.225 динара, а уз непромењени укупан износ од 355.292.000 динара.

Стојан Новаковић био је присталица Карлсбадског аранжмана и „лично уверен да је уговор неопходни почетак лечења српских финансија, и зато се није колебао нимало, готов да одступи, чим уговор не би прошао. То није крио ни од кога“, каже Стојан сам за себе. Извесног колебања било је у Напредној странци: неки дворски службеници, присталице краљице Наталије, агитовали су против тог аранжмана и Новаковић се жалио Александру. Овај је поцрвенео и рекао да о томе ништа не зна.³⁴ Убрзо је отпор нестао, делимично услед пословичне Новаковићеве непопустљивости и крутости, и успоставило се јединство владе, краља и странке.

Скупштинско заседање започето је 27. јуна, а опозиција је доста похвално говорила о финансијској страни Карлсбадског аранжмана, сматрајући га добрим и бољим од ранијег Петровићевог предлога. Ипак, напала је одредбу уговора о самосталној монополској управи, сматрајући да је то „понижење за нашу државу, да то ни мало не одговара достојанству земље, а не служи на част ни самој влади, јер она тиме признаје да није у стању, нити је способна да сама рукује државним приходима, него мора да дође неко други са стране и да јој подвикне: ‘даље руке од касе’ [...] Баш и кад би то у ствари и било, ми не смемо то јавно да признамо“ (либерал Коста Јездић).³⁵ Јездић је сасвим прецизно описао ситуацију и његова прва реченица је потпуно тачна: понижавајуће је када странци утичу на послове Српске владе. Међутим, из тога је извео неуверљив закључак – да је потребно одбацити страни утицај како би се сакрила сопствена брука. Српска влада имала је јасан избор: или да сама ваљано скупља државне приходе и редовно плаћа спољне дугове или да, под страним утицајем, уведе једно самостално, од министра финансија независно тело које ће радити посао министра финансија. Пошто је стално показиван висок степен недостатка жеље да се редовно плаћају спољни дугови, остала је само друга опција: самостална монополска управа. Како је рекао Драгомир Рајевић, „ми смо познати на страни као људи који не плаћамо. То знају финансисте, знају сви наши повериоци; а

³⁴ Новаковић, С., *Двадесет година...*, стр. 146–148.

³⁵ *Стенографске белешке ванредне Народне скупштине*, 1895, стр. 89. (у даљем тексту: *Стенографске белешке...*)

знају и то да ми позајмљујемо кад дође време да интерес плаћамо [...] То је цео свет видео, и то је убило кредит наше земље³⁶.

Самосталност монополске управе је, како је тачно рекао министар Стеван Поповић, врло добра особина, јер заклања једну важну управу од партијске борбе и сталних промена чиновника и политике, дајући јој толико потребну стабилност и независност.³⁷

Карлсбадском уговору приписана је, поводом монополске управе, једна далекосежна и озбиљна мана – да је ограничио финансијску самосталност Србије, па тиме и њену политичку самосталност и да „ћемо ми бити једна држава у њиховој држави, да ћемо зависити од њих, да ће они управљати нама како хоће, а ми ћемо бити само слаба сенка те споредне државе“ (посланик Ђока Станојевић).³⁸ Да је ово мишљење погрешно, доказивао је Драгутин Протић,³⁹ тврдећи да је Карлсбадски аранжман један приватноправни, а не међународноправни уговор, пошто у њему није учествовала ниједна страна држава, већ су уговорне стране Српска влада и банке повериоци. Самим тим се Србија није одрекла, нити се могла одрећи своје суверености, јер се сувереност може окрњити само у корист неке друге државе или заједнице држава, а не у корист приватног лица. У споразумима са приватним лицима, макар и страним, важи домаће законодавство и држава у потпуности задржава своју сувереност.

Штавише, Србија није Карлсбадским аранжманом дала повериоцима ништа више од онога што су имали и по ранијим уговорима о зајмовима. Гаранције, изражене врстама прихода које је аранжман предвидео за уједињени зајам, постојале су и раније за поједине зајмове.⁴⁰ Додуше, међу гаранције је додат монопол соли (зато што је и солски зајам укључен у конверзију) и петролеја, али је тај други давао скроман приход.

И важније, улазак двојице странаца у управни одбор Монополске управе никако није првина: до тада су постојале ануитетске касе за зајмове,⁴¹ које су контролисали, и по један кључ имали, један представник поверилаца и један представник Министарства финансија. Тако је контрола странаца, у ствари,

³⁶ *Стенографске белешке...*, стр. 157.

³⁷ *Стенографске белешке...*, стр. 172.

³⁸ *Стенографске белешке...*, стр. 62.

³⁹ Протић, Д., „Карлсбадски аранжман и страна контрола у Србији“, у: *Недељни преглед*, бр. 11–14/1908.

⁴⁰ Чист приход од железнице и приходи од царине, уз залогу саме железнице, за железничке зајмове из 1881. и 1884, бруто-приход од железнице, порез на обрт и таксене и крчмаринске марке за железничку ренту из 1890, таксене и крчмаринске марке за златну ренту из 1884, монопол дувана за дуванску ренту из 1884, порез на обрт за обртну ренту из 1888, потраживање аграрних дужника, уз интабулацију њихових имања за аграрни зајам из 1882, прирез и вишак монопола соли за зајам из 1893. године.

⁴¹ Каса железничког зајма, Каса српске ренте 5%, Каса 5% ренте дуванског монопола, Каса зајма ујемченог порезом на обрт, Каса аграрног зајма и Каса зајма од 44.000.000.

смањена Карлсбадским аранжманом – по њему су странцима препуштена два гласа у управном одбору од седам чланова, при чему се управни одбор одлучивао простом већином гласова, док су код старих ануитетских каса страни делегати имали могућност вета на основу односа један домаћи један представник поверилаца.⁴²

На крају, развој догађаја током наредне две деценије показао је да самостална Монополска управа није преузела Србију у своје руке, нити је било како ограничавала њену политичку акцију. Она се искључиво бринула о наплати пореских прихода и отплати дугова, и то бринула се добро и на корист Србије и њеног финансијског угледа.

Једна одлика Карлсбадског аранжмана остала је помало непримећена, а на њу је упозорио Драгутин Мијушковић. Забринуто је упитао неће ли чињеница да је Карлсбадски аранжман закључен са банкама које поседују мањи део српских обвезница донети проблеме са осталима. И био је у праву, што се показало одмах, у случају Хоскијеа и протеста у јавности више земаља, али и касније, јер Србија током наредних година није успела да пласира обвезнице новог зајма на европском финансијском тржишту.

Скупштина је изгласала *Закон о конверсији државних дугова* од 8. јула 1895. године.

Оцена Карлсбадског аранжмана

Погледајмо најважније одредбе тог аранжмана и примедбе које су им упућивали критичари.

Смањење каматне стопе са уобичајених 5% на 4%. Ова је одредба свакако врло повољна, јер битно смањује дугове и терет њихове отплате. Редукцијом каматне стопе смањен је годишњи ануитет за 3,1 милион динара, што је био чист добитак и што су сви у Србији поздравили.

Продужење рока отплате на 72 године. Овом одредбом је годишњи ануитет смањен за нових 2.6 милиона динара, пошто продужење рока аутоматски доводи до смањења годишње отплате главнице, што је додатно олакшало сервисирање дугова и растеретило буџет.

Међутим, продужење рока отплате има још једну последицу: дужник ће у укупном износу исплатити више него што би платио при краћем року отплате. И критичари су се одмах дохватили ове наводне слабости и тврдили да је ова

⁴² Милорад Недељковић је тврдио да је монополска управа донела туторство странаца, што је образложио преласком са ранијег уговорног на законско утемељење стране контроле (Недељковић, М., *Историја српских...*, стр. 188). Ово се мишљење тешко може сматрати ваљаним, пошто у солидно уређеним земљама уговорни однос није слабији од законског. Напротив, закони се могу мењати, док уговори остају на снази.

одредба врло неповољна. Тако Милорад Недељковић каже да је реч о „наивном средству“ за тренутно олакшање буџета, пошто се увећани „терет распоређује на више генерација“. И израчунао је да ће се за старе зајмове (310 милиона) исплатити 950,8 милиона динара за 72 године при каматној стопи од 4%, док би се за исте зајмове исплатило по старим условима (5% каматне стопе и просечно 42 године отплате) само 748,6 милиона динара, што даје разлику од 202,2 милиона.⁴³

Недељковићев рачун је тачан, али не представља целу истину. Наиме, вредност исте суме новца није једнака данас и у будућности. Свако преферира да том сумом располаже данас, а не, на пример, за годину дана. Ако ништа друго, данас се новац може дати под камату како би се остварио додатни приход за годину дана. Стога новац данас има већу вредност него у будућности, чак и у свету без инфлације. Мера ове временске преференције изражава се тзв. дисконтном стопом, која представља накнаду коју појединац тражи да би се одрекао новца данас и примио га за годину дана.⁴⁴ Да би упоређење два наведена отплатна плана било ваљано, потребно је свести будуће отплате на садашњу вредност (тј. на 1895. годину) применом дисконтне стопе, односно дисконтовањем свих отплата током времена. У економској науци је честа претпоставка да нормална дисконтна стопа износи 5% годишње. Ако променимо ову стопу, добијемо резултат да је садашња вредност свих отплата зајмова за 72 године 256,2 милиона, док је за 42 године (уз каматну стопу од 5%) 310,5 милиона динара. Дакле, уштеда је по Карлсбадском аранжману изнела 54,3 милиона динара, односно једну шестину дуга. Сличне резултате дају и друге дисконтне стопе. Ова два плана се изједначају по садашњој вредности тек ако се претпостави нереално ниска дисконтна стопа од 2%.

Колика је била просечна дисконтна стопа у Србији тога доба, свакако није могуће установити, али се из чињенице да је каматна стопа у времену о коме говоримо била 6, 8, 10, 12 и више процената, може се закључити да је била виша од ових које смо претпоставили, тако да би и оцена садашње вредности два амортизациона плана морала бити још повољнија за Карлсбадски аранжман.

Министар финансија Поповић изнео је интелегентан аргумент: ако би се уштеде на ануитетима из првих година и деценија уложиле као депозит и вукле камату од 4%, тада би се Карлсбадски аранжман показао у још повољнијем светлу, тј. нестала би она разлика од 202.000.000 коју су потезали критичари. Лако се у тој његовој тврдњи може препознати верзија претходног аргумента о дисконтовању. Недељковић је тврдио, прво, да је ово бесмислена идеја пошто ће се та средства свакако потрошити и, друго, да би онда требало укључити и

⁴³ Недељковић, М., *Историја српских...*, стр. 183.

⁴⁴ Ако је појединац спреман да се одрекне 100 динара данас да би примио 105 динара за годину дана, онда је његова дисконтна стопа 5%.

исто укамаћивање ануитета за последњих тридесет година (од 43. до 72. године), који се по старом аранжману не плаћају, односно штеде.⁴⁵ Прва Недељковићева тврдња није основана, јер је потпуно смислено претпоставити да се уштеђена средства могу дати на камату, чак и када се то не чини – то је опортунитетна цена текуће буџетске потрошње. Друга опаска је сасвим на месту, али рачун даје превагу првом периоду (оном када се штеди на ануитетима у прве 42 године) над другим периодом (када се плаћају ануитети по новом, док се по старом не би уопште плаћали). Наиме, укамаћивање уштеда из прве 42 године даје на крају 72. године своту од 1.632,7 милиона, док укамаћивање уштеда из последњих 30 година даје на крају 72. године 1.039,6 милиона динара, што опет доноси предност Карлсбадском аранжману.

Закључак ове мале и досадне анализе је следећи: продужење рока отплате старих зајмова на 72 године било је повољно за Србију.

Присилност конверзије. Карлсбадски споразум потписале су са српском владом само три банке, а не и сви остали власници српских државних папира на које се конверзија односила, за које је замена 5% обвезница 4% обвезницама била присилна. Мањина у Финансијском одбору Скупштине и неки посланици одмах су поставили питање правне ваљаности и будућих последица целог посла.

Принудна конверзија изазвала је озбиљне, неповољне последице на углед Србије у свету. Наиме, чињеница да је конверзија изведена у договору само са три банке изазвала је у суштини оправдану галаму у европској штампи, где се тврдило да Србија једностраном вољом, дакле насилно, крши један уговорни однос. Формално посматрано, банке потписнице могле су се са Србијом договорити о конверзији искључиво оних обвезница које су биле у њиховом власништву, а не и о онима у чијој су емисији посредовале, али које су у тренутку конверзије биле у власништву других. А банке су саме поседовале само једну седмину обвезница.⁴⁶ Чак су се у Протоколу из Карлсбада изјасниле „да се оне не сматрају за овлашћене да говоре у име ималаца српских државних вредности“. Додуше, три банке су, потписујући Протокол који је садржао све ове одредбе, дале макар моралну подршку Србији да изведе конверзију. Ипак, тешко је немати нимало разумевања за ставове једне утицајне немачке новине, Фосише Цајтунг, које су писале, критикујући Србију: „држава која није у стању да плаћа интересе на своје дугове нема следствено ни права да издаје својим министрима велике плате, или да држи војску. Повериоци су дали свој готов новац држави у вери да имају посла с поштеним људима, с поштеном владом. Покушај да се изиграју и насилно оштете државни повериоци недостојан је пристојних државних влада“, па сугеришу да се присилна редукација „сматра

⁴⁵ Недељковић, М., *Историја српских...*, стр. 183–184.

⁴⁶ *Трговински гласник*, бр. 163 из 1895, донео је распоред обвезница према аутентичним извештајима банака.

као гажење уговора и да се на њ одговори трговинско-политичким затварањем земље“, јер „неоспорно је да Србија може плаћати ако хоће“. Као једна од помоћних мера спомиње се ускраћивање давање дозволе за котирање на европским берзама,⁴⁷ што ће наредних година бити примењено против Србије.

Најжешћи отпор Карлсбадском аранжману пружио је стари српски пословни партнер париски банкар Хоскије, повевши заједно са банком Креди Лионе кампању против тог аранжмана.⁴⁸ Радикали су се чак надали да ће француски повериоци осујетити извршење Карлсбадског аранжмана. Но, Хоскије се није дуго борио: прво је од Србије добио накнаду штете од 500.000 динара, а затим је Русија, средином августа 1895, прихватила Аранжман преко Государствене банке и укључења руског зајма из 1876. године, тако да је отпор Хоскијеа, који је имао велике послове у Русији, престао.⁴⁹

Србија је очигледно прекршила уговорни однос са већином власника обвезница, али би се могло тврдити да је, као што је учинио Велимир Бајкић, „у иностранству учињена неправда Србији што је Карлсбадски аранжман од 1895. године назван без резерве банкротством, јер је редукација каматне стопе за 20% за највећи део (што чини садржину Карлсбадског аранжмана) постојећих дугова учињена уз пристанак банака које су емитовале те зајмове и које се сматрају за представнике портера⁵⁰“. И заиста, може се сматрати да су банке и даље представници власника обвезница, али у једном више моралном него правном смислу. Оне се јесу бринуле за власнике обвезница, јер је цео аранжман и склопљен да би се повећала извесност плаћања и тако повећала вредност обвезница. Други је проблем био тај што неке банке које су учествовале у ранијим емисијама обвезница нису биле заступљене у карлсбадском споразуму, па се тако међу три банке потписнице није налазила ниједна француска банка.

Самостална монополска управа. Самостална монополска управа била је у тренутку своје појаве у Србији једна крајње озлоглашена установа, у чијем су постојању сви, а нарочито опозиција, видели понижење народа, владе и земље и средство за страном уплитање у домаће послове. Међутим, током времена се увидело да ни ђаво није толико црн: Монополска управа вршила је савесно свој посао, прикупљајући поверене јој приходе и уплаћујући редовно ануитете. Србија се од појаве самосталне Монополске управе решила проблема уредног плаћања дугова на страни, док се зебње о великом страном уплитању у домаће послове нису обистиниле: она се, под управом већине српских грађана у управном одбору, строго држала свог техничког посла, а без икаквих амбиција да

⁴⁷ Према *Виделу*, 2.7.1895.

⁴⁸ *Мале новине*, 5.7.1895. и 30.8.1895.

⁴⁹ Новаковић, С., *Двадесет година...*, стр. 152–153.

⁵⁰ Власника обвезница.

⁵¹ Бајкић, Велимир, *Д-р Владан Ђорђевић*. (у даљем тексту: Бајкић, В., *Д-р Владан...*)

утиче на финансијску или општу политику земље. Страна контрола над српским финансијама била је знатно ужа него у Египту, Турској или Грчкој.

Гаранције редовности отплате ануитета пореским приходима. Ова је одредба наишла на жестоку реакцију у делу домаће јавности. Тврдило се да је превише прихода дато у залогу, јер се и са мање могла обезбедити солидна гаранција. Затим, говорило се да се на основу тог потенцијалног вишка могао добити неки нови зајам, што је, наводно, уступањем ових пореза у залогу онемогућено. Ове примедбе немају превише смисла, јер је Протоколом и Законом предвиђено да се сви сувишци заложених прихода преко средстава потребних за исплату ануитета имају предати српској државној благајни. Стога српска држава нити је стварно губила тај евентуални вишак, нити је јака гаранција карлсбадског зајма онемогућавала ново задужење, о чему јасно сведочи касније прављење зајмова баш на основу вишка монополских прихода.

Ново задужење. Од 355.292.000 динара конверзионог зајма, на замену обвезница по десет старих зајмова отишло је 281.543.775 динара. У рукама српске државе остало је обвезница у вредности од 73.748.225 динара:

- 26.000.000 на име конвертованог зајма из 1893. године,
- три милиона на име конвертованог железничког зајма из 1894. године, од кога је раније искоришћено само 3,5 милиона ефективних, односно пет милиона номиналних (укупан зајам осам милиона), и
- 44.748.225 динара из другог дела Карлсбадског аранжмана, намењеног исплати привремених државних дугова и руског и солског зајма, с тим што та два зајма нису конвертована, тако да је цела сума стајала на располагању.⁵²

Основна примедба тицала се начина емисије тих обвезница, пошто банке потписнице нису пристале да се обавежу да ће их преузети и пласирати на европско тржиште вредносних хартија. Свакако да би за Србију боље било да су банке преузеле емисију, али је сасвим јасно зашто то нису учиниле: било је извесно да ове обвезнице неће наићи на добар одзив код публике, а због штете коју је присилни карактер конверзије нанео кредитном угледу Србије на европској пијаци. Стога нема смисла оптуживати банке што избегавају веома ризичан подухват, а ни Српску владу што није успела да их наговори или натера. Касније вишегодишње неповољно искуство владе у покушају да раскрчми ове обвезнице јасно показује колико су банке биле у праву што су избегле емисију у сопственој режији.

Банкротство? Питање да ли је Карлсбадски аранжман значио конверзију или полубанкротство, била је омиљена тема домаћих критичара, на пример, Милорада Недељковића. Овде је одговор лак: Карлсбадски аранжман није представљао конверзију у правом смислу, јер није реч о добровољној замени

⁵² *Извештај Управе државних дугова*, у: Недељковић, М., *Историја српских...*, стр. 192–193.

старих, неповољних дугова повољнијим, уз спремност државе да оне кредиторе који не пристају на конверзију тренутно исплати. Али аранжман није представљао ни банкрот Србије, јер она није престала да сервисира дуг, већ га је само умањила у договору са неким повериоцима. Може се рећи да је у питању био полубанкрот.

Епилог

Развој догађаја током наредних година ипак је дао за право онима који су упозоравали на озбиљне последице недобровољности. Присилна конверзија, праћена буком у иностраној штампи, оставила је лош утисак у европском јавном мњењу и коштала Србију многих тешкоћа током наредних година: слободне обвезнице од 74.000.000 тешко су пласиране, котације конвертованог зајма на берзама су касниле, а Србија остала у финансијској кризи под теретом дефицита и летећих дугова услед немогућности да било где нађе нови већи зајам. „А немогућност тог новог зајма само је погоршала финансиску мизеру“ државне благајне.⁵³ Једини остварени зајмови су омањи од 16.000.000 динара из 1896, који је предвиђен *fer-te* још Карлсбадским аранжманом, и лондонски од 14.000.000 динара из 1897, а затим и ситни делови опцијског аранжмана како би се опција продужила и разне привремене позајмице, све с врло неповољним условима.⁵⁴ Када се томе дода и несређено политичко стање, природно је што је цена српских обвезница стагнирала на око 70% још једну годину после аранжмана, да би до марта 1898. опала на око 60% и на тако ниским гранама дочекала 1900. годину.⁵⁵ Стојан Новаковић је, помало наивно, грдио банке пошто је, како рече, Влада „имала грдне тегобе с банкарима“ и да се „себичност банкара није дала ничим сломити“.⁵⁶

Посебно је незадовољна била Француска, у којој се налазило доста српских обвезница, а чија ниједна банка није била заступљена у Аранжману. Не само да је више година отезала са одобравањем котације слободних обвезница на париској берзи (што је отежавало њихов пласман) већ никако није било могуће договорити нови зајам у Француској. Томе је свакако допринела и спољнополитичка оријентација Србије на Аустроугарску. Тек после преоријентације Србије на Русију, савезницу Француске, а посебно после 1903, француско финансијско тржиште се отвара за Србију и следе велики зајмови с једнаким условима као за Русију.⁵⁷

⁵³ Бајкић, В., *Д-р Владан...*

⁵⁴ За историју ових напора видети Недељковић, М., *Историја српских...*, стр. 198–205.

⁵⁵ Париска берза, *Српске новине*, разни бројеви.

⁵⁶ Новаковић, С., *Двадесет година...*, стр. 153, 156.

⁵⁷ Cameron, Rondo, *France and the Economic Development of Europe, 1800–1914*, 1961, стр. 500.

Закључне напомене

Карлсбадски аранжман представљао је важан заокрет у српској финансијској политици. У претходној деценији и по српска се држава доста (о)лако задуживала и с временом западала у све веће тешкоће приликом отплате дугова. Не смејући, или избегавајући да предузме радикалније кораке у области пореза, владе су прибегавале позајмицама и другим ванредним и лошим техникама отплате ануитета. Овај аранжман прекинуо је такву праксу и дао отплати спољних дугова предност над домаћим потребама. Србија је дотерана у ред. Такав систем свакако није годио националном поносу Срба, али је невоља имала и добрих страна.

Овим аранжманом државна каса добила је велику уштеду, чиме је олакшана финансијска ситуација Србије. Порески обвезници могли су бити задовољни пошто је извесно растерећење државне благајне од обавеза значило да порези не морају бити повећани наредних година, док је повериоцима задовољство могла донети Самостална монополска управа, која ће обезбедити редовну отплату ануитета.

Због присилног карактера конверзије, уз политичке узроке, Србија годинама није успевала да закључи нови озбиљнији зајам и реши проблем летећих дугова. Стога је остала у мучним финансијским тешкоћама све до зајма из 1902. године.

Тих година пропуштена је прилика да Србија искористи ванредно повољне прилике на европском тржишту новца – изузетно ниске каматне стопе⁵⁸ – и да своје дугове конвертује знатно повољније него што је то учинила Карлсбадским аранжманом. Том неуспеху да се профитира без трошка крив је слаб углед Србије на европској финансијској пијаци. А довољно би било да је успела да претходне две-три године на време исплаћује ануитете и тако се представи као пристојан платиша. Слободан капитал и ниске каматне стопе на европском тржишту учиниле би своје.

Концизна оцена Карлсбадског аранжмана могла би бити следећа: био је повољан са становишта смањења терета постојећих зајмова, али и неповољан са становишта кредитног угледа Србије и остварења нових зајмова.

⁵⁸ Homer, Sidney; Sylla, Richard, *A History of Interest Rates*, 1996, Ch. 3.

Summary

Boško Mijatović, Ph.D.

Conversion of Serbian Debts: Carlsbad Arrangement, 1895

In the mid 1890s, Serbia started being unable to service foreign debts. In the spring of 1895, in agreement with the King, the government chose an aggressive strategy towards reducing interest rates and extending repayment periods of outstanding loans. The Serbian government negotiated with three partners - banks (Ottoman, Viennise Länderbank and Berliner Handels-Gesellschaft), with the support of governments of Germany and Austro-Hungary. The arrangement was made on June 20th in Carlsbad and resulted in a protocol between the Serbian government and the banks. As per protocol, a new 4% bonds with a maturity of 72 years were issued: (1) they compulsorily replaced outstanding 5% bonds with shorter maturities in the amount of 281.5 million francs, and (2) the amount of 73,7 million francs was left to the Serbian government to cover the budget arrears. The Independent Monopoly Administration was created in order to ensure the proper servicing of debts and was in charge of collecting of all revenues that guaranteed for new bonds. Five Serbian citizens and two banks' representatives were on its board of directors. The debt conversion brought relief to the state coffers, but the forced exchange of bonds damaged the reputation of Serbia and hampered later bonds sales. Therefore, the budget crisis was prolonged until a new major loan was granted in 1902.