

ИНСТИТУТ ЗА НОВИЈУ ИСТОРИЈУ СРБИЈЕ
Библиотека „Студије и монографије“
књига бр. 131

За издавача
Др Миле Бјелајац

Редакција
Др Бојан Симић (главни и одговорни уредник)
Проф. др Саша Мишић
Др Мирослав Перишић
Др Борис Милосављевић
Др Петар Драгишић
Др Александар Стојановић
Др Сања Петровић Тодосијевић (секретар)

Рецензенти
Проф. др Верољуб Дугалић
Проф. др Жарко Лазаревић
Др Владан Јовановић

Лектура и коректура
Данијела Пунишић

Техничко уређење и дизајн корица
Ђорђе Секерезовић

На корицама је примерак обвезнице из приватне колекције
проф. др В. Дугалића

ISBN 978-86-7005-181-2

Штампање ове књиге помогло је Министарство просвете, науке
и технолошког развоја Републике Србије

ДРАГАНА ГЊАТОВИЋ
ВЕСНА С. АЛЕКСИЋ

ПАРИСКИ КОМПРОМИС

Решавање спора о регулисању дугова
Краљевине Србије између Француске
Републике и Краљевине Југославије

Београд, 2023.

САДРЖАЈ

ПРЕДГОВОР	9
УВОДНЕ НАПОМЕНЕ	21
ФРАНАК И ДИНАР ПРЕ И ПОСЛЕ ВЕЛИКОГ РАТА	29
Монетарни хаос	29
О „златном франку“	41
О динару	48
Француски франак и динар Краљевине СХС/Југославије на папирном стандарду	58
ОШТЕЋЕНИ ФРАНЦУСКИ ПОРТЕРИ	61
Удруживање оштећених портера	61
Асоцијација француских портера после Великог рата	72
Оштећени француски портери обвезница Краљевине Србије	76
СПЕЦИЈАЛНИ СПОРАЗУМ О АРБИТРАЖИ	91
Дипломатија и компромис: мирни начини решавања спора	91
Садржај <i>Париског компромиса</i>	95
Финансијски аспекти <i>Париског компромиса</i>	108
ДИПЛОМАТСКИ ПОКУШАЈИ ПОРАВНАЊА ПРЕ ПРЕСУДЕ	113
О Судијском већу Сталног суда међународне правде у Хагу у <i>Случају српских зајмова</i>	113
<i>Случај српских зајмова</i> – почетак и одлагање судског процеса	122
Румунски преседан	125
Контрадикторне вести о преговорима о нагодби	132

СПОР ПРЕД СТАЛНИМ СУДОМ	
МЕЂУНАРОДНЕ ПРАВДЕ У ХАГУ	137
Аргументи страна у спору.....	137
Пресуда у <i>Случају српских зајмова</i>	
и издвојена мишљења.....	145
Одједи Хашке пресуде из 1929. године	155
ПРЕГОВОРИ О НАГОДБИ	159
Припреме за преговоре.....	159
Тајна дипломатија.....	163
Званични преговори.....	166
КОМПРОМИС О РЕГУЛИСАЊУ	
СРПСКИХ ДРЖАВНИХ ДУГОВА	181
Довршетак преговора.....	181
Конвенција од 5. априла 1930. године.....	185
Одједи <i>Париског компромиса</i>	196
ЕПИЛОГ	205
SUMMARY	213
ИЗВОРИ И ЛИТЕРАТУРА	219
ИНДЕКС	235

*„Не треба заборавити
да нема скоро ни једне француске породице
која није уписала српске зајмове.“
Асоцијација француских портера, јануар 1926.*

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.¹ 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 задужења било проглашење националног банкрота који је могао да траје од неколико година па до чак неколико деценија.² 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.³

Главни финансијски инструмент за званична задужења 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%.⁴ 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.⁵

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: C. Suter, *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: C. Suter, *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).⁶

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.⁷ 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.⁸

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 писало⁹, 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 одреде 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 регулисању 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 регулисању 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

УВОДНЕ НАПОМЕНЕ

Службене новине Краљевине Југославије објавиле су дана 31. децембра 1930. године Закон о регулисању предратних дугова Краљевине Србије.¹⁰ Овим законом била је ратификована Конвенција између владе Краљевине Југославије и представника француских ималаца (портера) српских зајмова, потписана у Београду 5. априла 1930. године. Члан 1. овог закона гласио је:

Овлашћује се Краљевска Влада да — саобразно ставу 2 члана 2 Компромиса потписаног у Паризу 19 априла 1928 године између Владе Француске Републике и Владе Краљевине Југославије, а с обзиром на одлуку Сталног суда међународне правде у Хагу од 12 јула 1929 године — са француским имаоцима предратних државних зајмова: 4% зајма од 1895, 5% зајма од 1902, 4 1/2% зајма од 1906, 4 1/2% зајма од 1909 и 5% зајма од 1913; 4 1/2% зајма Управе фондова (хипотекарне облигације) од 1910 и 4 1/2% зајма Управе фондова (комуналне обвезнице) од 1911, и зајма Српског друштва црвеног крста, закључи споразум у погледу напред поменутих зајмова под условима изложеним у § 2 овог Закона, који садржи Конвенцију потписану 5 априла ове године у Београду.

У потрази за садржајем и значењем „Компромиса потписаног у Паризу 19. априла 1928. године између Владе Француске Републике и Владе Краљевине Југославије“, који се у овом закону помиње, а који је био међународно правни основ за регулисање дугова Краљевине Србије по зајмовима пласираним претежно у Француској, пут је водио, с једне стране ка грађи Архива Југославије, а с друге ка документима Сталног суда међународне правде у Хагу. У Архиву Југославије постоји грађа Министарства финансија Краљевине Југославије која се односи на дугове Краљевине Србије, а које је наставила да отплаћује Краљевина СХС/Југославија. Обиман

10 Закон о регулисању предратних дугова Краљевине Србије, *Службене новине Краљевине Југославије*, бр. 301-CVI, 31.12.1930.

део ове грађе односи се на преговоре и међународно правне акте о регулисању ових дугова, пласираних на француском финансијском тржишту. Међутим, сам текст Компромиса на који се ослања поменути Закон о регулисању предратних дугова Краљевине Србије налази се само међу документима Сталног суда међународне правде који су објављени у дигитализованом архиву Међународног суда правде у Хагу.¹¹

Као што је записано у члану 1. Закона о регулисању предратних дугова Краљевине Србије, Краљевина СХС/Југославија је наследила седам спољних зајмова Краљевине Србије, који су претежно били пласирани на француском финансијском тржишту: пет државних зајмова (4% Конверзиони зајам из 1895, 5% Монополски зајам из 1902, 4,5% Зајам за грађење железнице и преоружање војске из 1906, 4,5% Зајам за грађење железнице и преоружање војске из 1909. и 5% Зајам за покриће трошкова Балканских ратова 1913), као и два зајма Управе фондова (4,5% Зајам из 1910. и 4,5% Зајам из 1911). Такође, Краљевина СХС је прихватила да буде гарант отплате Зајма Црвеног крста из 1907. године.¹²

Конверзиони зајам у номиналном износу од 355.292.000 динара, са каматном стопом 4% и роком отплате од седамдесет две године, закључен је 1895.

11 Текст *Париског компромиса* на француском и енглеском језику може се наћи у дигитализованој архиви Сталног суда међународне правде (правног претходника Међународног суда правде у Хагу), на адреси Permanent Court of International Justice (PCIJ): <https://www.icj-cij.org/en/pcij>

12 D. Gnjatović, *Stari državni dugovi, Prilog ekonomskoj i političkoj istoriji Srbije i Jugoslavije 1862–1941*, Jugoslovenski pregled, Beograd, 1991, 66–84, 89–109.

године са *Отманском банком* из Париза, берлинским *Трговачким друштвом* и *Лендер банком* из Беча. Овим зајмом је унифицирано више разнородних дугова Краљевине Србије у један нови јединствен дуг и снижавањем каматне стопе смањени су годишњи трошкови амортизације. Образована је Самостална монополска управа која је добила задатак да управља монополинама и другим државним приходима датим као залога Конверзионом зајму. Управни одбор Самосталне монополске управе имао је шест чланова. Четири члана били су представници српске државе, од којих су двојица морала да буду гувернер и вице гувернер *Привилеговане народне банке КС*, а два члана су били представници страних поверилаца. Управни одбор је био овлашћен да потпуно самостално управља државним приходима који су се сливали у Самосталну монополску управу, а његова обавеза је била да вишак прихода, после измирења дванаестине целокупне суме потребне за плаћање ануитета Конверзионог зајма, сваког месеца предаје главној државној благајни.¹³

Монополски зајам у номиналном износу од 60 милиона динара, са каматном стопом 5% и роком отплате од педесет година, закључен је 1902. године са конзорцијумом француских банака. Зајам је био закључен испод паритета, његов емисиони курс био је 80%. Зајам је био намењен за покриће буџетских дефицита. Као гаранција редовној отплати овог зајма послужили су сви вишкови прихода којима је руковала Самостална монополска управа, а као супергаранција вишкови железнич-

13 Исто, 66–71.

ких прихода. Било је одређено да службу зајма врши Самостална монополска управа. Због тога је и зајам добио назив Монополски.¹⁴

Зајам за изградњу железнице и преоружање војске у номиналном износу од 95 милиона динара, са каматном стопом 4,5% и роком отплате од педесет година, закључен је 1906. године са конзорцијумом француских и швајцарских банака, на чијем је челу била *Отоманска банка* из Париза. Зајам је био закључен испод паритета, његов емисиони курс је био 85%. Од ефективно примљене суме зајма у износу од 81 милион динара, за изградњу нових железничких пруга било је намењено 35 милиона динара, а за набавку војне опреме 46 милиона динара. За гаранцију отплате зајма као залога су послужили вишкови чистих прихода Самосталне монополске управе који су преостајали после отплате Конверзионог и Монополског зајма. О редовној отплати зајма добила је задатак да брине Самостална монополска управа.¹⁵

Нови зајам за градњу железнице и преоружање војске у номиналном износу од 150 милиона динара, са каматном стопом 4,5% и роком отплате од педесет година, закључен је три године касније са новим конзорцијумом француских, швајцарских, немачких и холандских банака, на челу са *Отоманском банком* из Париза. Зајам је био закључен испод паритета, његов емисиони курс је био 73,3%. Као и у случају Зајма из 1906. године, за гаранцију отплате зајма као залога су послужили вишкови чистих прихода Самосталне монополске упра-

14 Исто, 86–87.

15 Исто, 90–93; А. Митровић, *Стране банке у Србији 1878–1914, политика, прогрес, европски оквири*, Стубови културе, Београд, 2004, 61–66.

ве који су преостајали после отплате Конверзионог и Монополског зајма. Од ефективно примљене суме зајма у износу од 110 милиона динара, за изградњу нових железничких пруга било је намењено 56 милиона динара, а за набавку војне опреме 54 милиона динара. О редовној отплати зајма такође је добила задатак да брине Самостална монополска управа.¹⁶

Зајам за покриће трошкова Балканских ратова у номиналном износу од 250 милиона динара, са каматном стопом 5% и роком отплате од педесет година, закључен је 1913. године са конзорцијумом француских банака на чијем се челу налазила *Француско српска банка*. Као гаранција редовне отплате овог зајма послужили су вишкови чистих прихода Самосталне монополске управе који су преостајали после отплате Конверзионог зајма, Монополског зајма и Зајмова за грађење железнице и преоружање војске. Зајам је већим делом био реализован 1914, а мањим делом 1921. године.¹⁷

Овде је важно истаћи да је први, Конверзиони зајам из 1895. године емитован претежно у Паризу, а делимично и у Лондону и Берлину. Транше у Паризу и Берлину емитоване су у три монете: у француској, немачкој и аустроугарској монети; лондонска транша емитована је у француској и енглеској монети. Исто тако, отплата зајма (исплата купона и извучених обвезница) могла је да се врши у разним монетама, и то по избору портера: париска и берлинска транша у француској, немачкој или аустроугарској монети, по курсевима фиксираним према паритету злата; лондонска транша могла се

16 D. Gnjatović, н.д., 90–93; А. Митровић, н.д., 61–66.

17 D. Gnjatović, н.д., 102–106.

отплаћивати у француској или у енглеској монети, по унапред утврђеном курсу фиксираним према паритету злата. Остала четири зајма емитована су у Паризу, у француској монети (односно у француском франку). У истој монети исплаћивали су се и купони и амортизоване обвезнице. Сама исплата могла је да се врши на разним местима: у Београду, Паризу, Брислу и Женеви – у француској монети: у Берлину, Бечу и Амстердаму – у монети дотичне државе, а по курсу *vista Paris*.¹⁸

Зајам Управе фондова у номиналном износу од 30 милиона динара, са каматном стопом 4,5% и роком отплате од педесет година, закључен је 1910. године са *Француском банком за трговину и индустрију*. Зајам је био закључен испод паритета, његов емисиони курс је био 83%. Ефективни износ зајма од 24,9 милиона динара, Управа фондова искористила је за измирење својих краткорочних обавеза и пласман у дугорочне хипотекарне кредите. Зајам је отплаћивала Управа фондова, а његову редовну отплату гарантовала је држава. Нови Зајам Управе фондова у истом номиналном износу од 30 милиона динара, и са истом каматном стопом 4,5% и истим роком отплате од педесет година, закључен је годину дана касније, 1911. године са *Француском банком за трговину и индустрију* и *Француско српском банком*. И овај зајам је био закључен испод паритета и његов емисиони курс је био 84%. Управа фондова искористила је ефективни износ зајма од 25,2 милиона динара за кредитирање Београдске општине која је новац инвестирала у изградњу градске комуналне инфраструкту-

18 Исто, 67–71.

ре. Као и у случају Зајма из 1910. године, Зајам из 1911. године је отплаћивала Управа фондова, а његову редовну отплату гарантовала је држава.¹⁹

До Великог рата, Краљевина Србија је све помену-
те спољне зајмове редовно отплаћивала. За време рата,
када су Енглеска и Француска преузеле финансирање
јавних расхода српске државе, једна од обавеза која се
финансирала из савезничке помоћи било је вршење ану-
итетске службе по предратним дуговима Србије. Новоо-
снована Краљевина СХС преузела је да отплаћује спољне
зајмове Краљевине Србије, пласиране у Француској, обе-
звређеним папирним француским францима. Због тога
је 1924. године настао монетарни спор између францу-
ских ималаца (портера) обвезница српских државних
зајмова и Краљевине СХС по питањима валуте зајмова
и услова њихове даље отплате. Спор, у којем је интересе
француских портера заступала француска влада, решен
је потписивањем Конвенције од 5. априла 1930. године,
а на основу Компромиса који су представници две вла-
де потписали у Паризу, 19. априла 1928. године. На ос-
нову слова Компромиса, процес регулисања државних
дугова Краљевине Србије одвијао се у две фазе. У првој
фази, Стални суд међународне правде у Хагу је нало-
жио да се дугови Краљевине Србије вреднују у „златним
францима“. У другој фази, две стране су се преговори-
ма споразумеле о условима отплате ових зајмова. Ком-
промис, који је био крунисан потписивањем поменуте
Конвенције, био је миран начин решавања спора у тро-
углу у којем су се нашли представници крупног францу-

19 Исто, 98–100; А. Митровић, н.д., 93–95.

ског капитала, француске и југословенске владе. Да би се у ширем историјском контексту разумео значај овог компромиса за односе Француске Републике и Краљевине Југославије, неопходно је сагледати његову политичку, правну и економску страну. У овој монографији највећи акценат је на анализи његове економске стране, и то првенствено са аспекта историје монетарних и јавних финансија Краљевине Југославије.

ЕПИЛОГ

Теоријски модели међународног кредитирања у присуству неизмирења обавеза намећу логичан закључак да земље које нису испуниле своје финансијске обавезе могу због тога да изгубе приступ тржишту капитала. Ови модели су изграђени на претпоставци да неизвршење обавеза нарушава репутацију земље дужника и уништава његову способност даљег задуживања, док земље које редовно сервисирају свој дуг уживају континуиран приступ међународним тржиштима капитала. Испоставило се да ову претпоставку демантују историјски докази, па тако државе које су редовно отплаћивале своје дугове током одређених периода кризе, нису касније уживале повлашћенији приступ кредитном тржишту. Заправо, у временима када се гасило међународно тржиште капитала подједнако су патиле и редовне платише и несолвентни дужници.²⁷⁴ О овој чињеници сведочи пример преуређивања спољног дуга Краљевине Југославије у време Велике светске економске кризе. Захваљујући смањивању одлива девиза на име отплате спољног дуга, југословенске државне финансије тада се нису урушиле, да би пред сам Други светски рат биле у потпуности стабилизоване.

Конвенцијом од 5. априла 1930. године завршена је друга фаза реализације *Париског компромиса* који су 19. априла 1928. године потписали Аристид Бријан и Мирослав Спалајковић. Међутим, већ 1933. године, у

274 B. Eichengreen, "Historical Research on International Lending and Debt" *Journal of Economic Perspectives*, 5 (2), 160–161.

новонасталим околностима Велике светске економске кризе, краљевска влада није била у могућности да одговори обавезама утврђеним одредбама ове конвенције. У годинама које ће уследити, овај билатерални, међудржавни споразум добијаће све више на значају јер ће бити полазиште у поновном уређивању дужничко поверилачких односа Краљевине Југославије са Асоцијацијом француских портера.

Отплата предратних српских зајмова по условима Конвенције од 5. априла 1930. године започела је у годинама у којима су девизни приходи земље били у наглом паду. Прво, Краљевина Југославија је морала да прихвати закључење билатералних клириншких споразума са Аустријом, Чехословачком, Белгијом и Луксембургом, Италијом, Француском, Швајцарском и Немачком. Захваљујући клириншким споразумима, у годинама кризе била је олакшана размена са готово свим најважнијим трговинским партнерима, али, истовремено, земља није могла да рачуна на половину девизних прихода од извоза, односно на трећину укупног девизног прилива. Друго, када је Немачка 1931. године обуставила репарациона плаћања, држава је била лишена једног годишњег прихода од приближно 450 милиона динара у девизама. Треће, са јачањем кризе, исељеници су слали све мање новца, па је до 1932. године држава остала без још једног девизног прихода од преко 500 милиона динара годишње. Због свега наведеног, од 1929. до 1932. године, девизни прилив на текућем рачуну платног биланса Краљевине Југосла-

вије смањен је са 11,6 милијарди динара на 3,9 милијарди динара.²⁷⁵

Суочена са несташицом девизних средстава у време пораста трошкова отплате спољних зајмова, југословенска влада је октобра 1932. године одлучила да привремено обустави сва плаћања у девизама и затражи од поверилаца смањивање терета отплате ових зајмова.²⁷⁶ Др Војин Ђуричић, директор *Државне хипотекарне банке* био је именован од стране министра финансија др Милорада Ђорђевића, да поведе преговоре најпре са француским портерима „као првим и најглавнијим повериоцима наше државе“.²⁷⁷ Преговори су окончани 26. јула 1933. године закључењем Споразума са Асоцијацијом француских портера под условима који су обезбедили значајне уштеде у девизама у трогодишњем периоду:

Амортизација [отплата главнице] свих предратних и послератних дугова у Француској обуставља се за време од три године, т.ј.од 14. октобра 1932. до 14. октобра 1935. године... У погледу наплате доспелих купона

275 D. Gnjatović, *Stari državni dugovi...*, 169–170.

276 Због несташице девиза, у време Велике светске економске кризе, само неколико година после регулисања спољних зајмова пласираних на француском финансијском тржишту пре Великог рата, балканске земље, међу њима најпре Бугарска, затим Румунија, Грчка, а потом и Југославија биле су принуђене, једна за другом, да обуставе њихово сервисирање и склопе двогодишње или трогодишње споразуме са Асоцијацијом француских портера о новим, олакшаним условима њихова отплате. види: АЈ, 70-295-551, Француски портери, Закључци Комитета стручњака на челу са др Војином Ђуричићем, 5. септембар 1935.

277 АЈ, 70-294-550, Сумарни извештај др Војина Ђуричића министру финансија др Милораду Ђорђевићу о резултатима преговора за регулисање дугорочних спољних финансијских обавеза Краљевине Југославије, 18. јул 1933.

[камате] у истом периоду, портерима се нуди једна од следећих двеју могућности: 1/ замена доспелих купона за нарочите „фундинг“ обвезнице, уз исплату 10% вредности купона у готовом новцу – фр .францима; или 2/ наплата у земљи, у динарима, обрачунатих по њиховој законској златној вредности...„Фундинг“ обвезнице ...носе интерес од 5% годишње...и морају бити амортизоване у року од 25 година. Служба по “фундингу”, рачунајући ту и исплате 10% вредности купона у готовом новцу, има бити обезбеђена из државних средстава.²⁷⁸

После новог Споразума са француским портерима од 26. јула 1933. године, под готово идентичним условима били су регулисани и остали предратни директни и индиректни спољни државни дугови Краљевине Југославије, као и њени дугови по зајмовима реализованим на америчком и швајцарском финансијском тржишту у периоду између два светска рата.²⁷⁹ Захваљујући овој обимној финансијској операцији, у поменутом трогодишњем периоду, спољне обавезе југословенске државе биле су смањене са 1,22 милијарде динара на 120 милиона динара.²⁸⁰

Иако се спољнофинансијска ситуација побољшавала, после истека трогодишњег рока мораторијума на отплату главнице спољних зајмова испоставило се да се још увек нису стекли услови за њихову отплату по

278 Исто, Извештај министра финансија др Милорада Ђорђевића Министарском савету Краљевине Југославије, 5. септембар 1933. године.

279 D. Gnjatović, *Stari državni dugovi...*, 172–174.

280 *Министарство финансија 1918–1938*, 211.

раније уговореним условима.²⁸¹ Због тога је још у два наврата, 1936. и 1938. године, Краљевина Југославија прибегла емитовању „фундинг“ обвезница, најпре за период од октобра 1935. до октобра 1937. године, а затим за период од октобра 1937. до октобра 1939. године.²⁸²

Као резултат глобалне дужничке кризе из тридесетих година XX века, стране државне обвезнице су у великој мери нестале као финансијски инструмент на тржишту капитала. После Другог светског рата, само неколико економски напреднијих полупериферних земаља, попут Мексика, Шпаније и Бразила, имале су приступ међународном тржишту обвезница. У послератном периоду, иностране државне обвезнице су замењене зајмовима и кредитима који су постали главни финансијски инструменти на светском тржишту капитала а давали су их званични органи земаља кредитора, одобравани билатерално од стране агенција за развојну помоћ, затим међународне организације попут *Међународне банке за обнову и развој*.²⁸³ На тај начин, креди-

281 После истека двогодишњих односно трогодишњих споразума о смањивању терета девизних отплата спољних дугова, поред Југославије, ни друге балканске земље нису биле у стању да се врате ранијим условима њихове отплате, па су и оне затражиле од француских портера нове концесије види: AJ, 70-295-551.

282 Према споразумима из 1936. године, којима су преуређени спољни дугови за двогодишни период од октобра 1935. до октобра 1937. године, 15% вредности доспелих купона обвезница портери су могли да уновче у девизама, односно да наплате 45% у динарима. Према споразумима из 1938. године, за период од октобра 1937. до октобра 1939. године, проценат наплате у девизама био је повећан на 45%, а остатак дуга био је отписан. *Министарство финансија 1918-1938*, 213.

283 B. Eichengreen, P. R. Under, "After the Deluge: Default, Negotiation, and Readjustment During the Interwar Years", *The International Debt Crisis in*

тирање мање развијених земаља поприма све више политички карактер.

За време Другог светског рата, Југославија није отплаћивала спољне дугове. После рата, већ 1946. године, Федеративна Народна Република Југославија (ФНРЈ) је начелно признала спољне државне дугове Краљевине Југославије.²⁸⁴ Међународна банка за обнову и развој је 1951. године условила одобрење дугорочног зајма Југославији регулисањем отплата спољних државних дугова из периода пре Другог светског рата.²⁸⁵ Након вишегодишњих преговора са повериоцима, њихово коначно регулисање је започело 1958, а окончано је 1967. године. Са стањем на почетку преговора 1958. године, ФНРЈ је признала дугове Краљевине Југославије у износу од 238,3 милиона америчких долара, од којих се на дугове француским повериоцима односило 180 милиона америчких долара.²⁸⁶ Први коначни споразум потписан је 2. августа 1958. године са Комитетом за заштиту француских портера српских и југословенских државних зајмова. Споразум се односио на регу-

Historiall Perspective, B. Eichengreen, P. R. Undert (ур.), Cambridge, Mass.: MIT 1989, 12–47; K.J. Mitchener, C. Trebesch, *Sovereign Debt in the 21st Century: Looking Backward, Looking Forward*, CESifo Working Paper No. 8959, Munich Society for the Promotion of Economic Research – CESifo GmbH, 2021, 6–8.

284 Исцрпан преглед регулисања свих државних дугова Краљевине Југославије које је признала ФНРЈ видети у: V. Kravić, *Jugoslovenski predratni inostrani javni dugovi i njihovo regulisanje*, *Finansije*, 15(1-2), 1960, 45–55.

285 Указ о ратификацији споразума о зајму између ФНРЈ и МБОР од 11. 10. 1951. *Службени весник президијума Скупштине ФНРЈ*, 1. 12. 1951.

286 V. Kravić, исто, 50.

лисање финансијских потраживања француских портера по свим зајмовима из времена Краљевине Србије који су били предмет Конвенције од 5. априла 1930. године, као и по дуговима везаним за Стабилизациони зајам из 1931. године и „фондинг“ зајмове из 1933. и 1936. године.²⁸⁷ На име паушалног, глобалног регулисања свих поменутих државних зајмова Краљевине Србије и Краљевине Југославије пласираних у Француској, влада ФНРЈ се обавезала да до краја 1970. године, у полугодишњим ратама отплати Француској свега 6,84% дуговане суме од 180 милиона америчких долара коју је признала 1958. године.²⁸⁸

287 Уредба о ратификацији Споразума између Југославије и Француске о регулисању француских финансијских потраживања, *Међународни уговори ФНРЈ*, бр. 6, 1959, 52.

288 V. Kravić, исто, 51.

SUMMARY

Throughout history, it has been shown that certain states, although they borrowed significantly abroad, were not faced with difficulties in debt servicing, while others remained insolvent for decades even though their external debt was relatively small. This is also the reason why in world historiography, thorough research of specific economic and political structures within certain indebted countries has been carried out for years in order to explain borrowing patterns as well as the ways in which debts within the changed state structures were returned. The monograph before you is dedicated to the results of one such research and represents a rare example of illustrating the work of interwar Yugoslav economic diplomacy, through solving the fate of Serbian government debts within the newly established Kingdom of Serbs, Croats and Slovenes. After the First World War, debt rescheduling did not only occur due to late payments, but also due to much more important issues: the currency of the loans and the terms of their further repayment. Until now, the attention of the scientific community was focused on the Serbian state debts of the Kingdom of Serbia, but the period related to the fate of these debts after the establishment of the Kingdom of SCS/Yugoslavia eluded them. As the debts of the Kingdom of Serbia taken out in France constituted two-thirds of all Serbian foreign loans, the topic of our book gains particular importance if it is taken into account that the Kingdom of SCS continued to repay the foreign loans of the Kingdom of Serbia placed in France.

It was done with devalued paper French francs, which led to a major monetary dispute between the French porters of Serbian government bonds and the Kingdom of SCS, precisely in terms of currency and terms of further repayment.

In an effort to present as precisely as possible the process by which the negotiations took place and by which the so-called *Paris Compromise* has been reached, the manuscript is divided into seven chapters. Each chapter discusses a specific segment of this complex issue, which at the same time affected not only the economic, but also the diplomatic and political relations of the two countries. Thus, after the “Introductory Notes” in which a brief overview of Serbian government bonds placed on the French financial market during the second half of the 19th and the beginning of the 20th century was given, the first chapter entitled “The Franc and the Dinar before and after the war” is devoted to the analysis of the monetary chaos that arose after the end of the First World War. The issues of war reparations along with the return to the gold standard and the establishment of the Bank for International Settlements represent an important framework within which the currency issue was resolved. That is why the task of this chapter was to facilitate an easier understanding of the deeper causes of the outbreak of the monetary dispute between the two parties in 1924.

The second chapter, entitled “The Damaged French Porters”, provides a detailed account of the fate of the bondholders during the 19th century, with particular reference to the French bondholders and how they banded together to protect their interests. It covers the period before and after the First World War, when French porters received state

support, which was reflected in increasingly specific diplomatic pressures, as detailed in the archives of the Ministry of Finance of the Kingdom of SHS.

The third chapter entitled “Special Agreement on Arbitration” and the fourth, entitled “Diplomatic Attempts at Pre-Judgment Settlement” form the backbone of this monograph. These chapters describe the events that, after more than two years of attempts by the French government to force the Kingdom of SCS to adopt the proposal of the Association of French Porters, led both parties to decide to resolve this monetary dispute with the help of international arbitration. The famous political and economic actors of the history of the Kingdom of SCS are illuminated from a completely new angle, this time in the role of negotiators regarding the most important state-financial and monetary issues. Research has shown that their knowledge, experience and professional maturity played an important role in the conclusion of the *Paris Compromise*, i.e. special agreement on arbitrage reached on April 19th 1928, which was supposed to provide satisfaction to the bondholders and at the same time be bearable for the finances of the Kingdom of SCS. Since, on the basis of the *Paris Compromise*, it was agreed that the Permanent Court of International Justice in The Hague would determine whether the Kingdom of SCS would continue to repay Serbian debts in paper French francs or in gold francs and, in that respect, should the concessions be made by the French porters or the government of the Kingdom of SCS, the fifth chapter of this monograph entitled “The Dispute before the Permanent Court of International Justice in The Hague” is devoted in detail to the argu-

ments of both parties to the dispute as well as the judgment itself. Also, no less important were the separate opinions of internationally recognized judges, which represent an excellent illustration of the negotiating skills of the Yugoslav side, but also the reasons why the Court ultimately accepted the position of the French side in this dispute.

With the ruling of the Permanent Court of International Justice of July 12th 1929, which ordered that the debts on Serbian loans must be expressed in gold francs, the first phase of the implementation of the *Paris Compromise* was completed. After the Court decision, the second phase of the implementation of the *Paris Compromise* began, so the sixth chapter of this monograph entitled “Negotiations on Settlement” refers to the negotiations of diplomatic representatives of the Kingdom of SCS with representatives of French porters on the conditions for regulating the debts of the Kingdom of Serbia. The chapter included the phase of “secret negotiations” during which different interests surfaced regarding the terms of the settlement between the French Ministry of Foreign Affairs and the new Prime Minister Aristide Briand on the one hand, and porters, big banks and the French Ministry of Finance on the other. It turned out that the French Ministry of Foreign Affairs was willing to accommodate the royal government as much as possible in the negotiations, while the porters, the big banks and the French Ministry of Finance defended the interests of French big capital.

The seventh and last chapter of the book entitled “Compromise on the Regulation of Serbian Government Debts” talks about the dangers of interrupting these negotiations at the moment when King Aleksandar suspended the Con-

stitution and dissolved the Parliament i.e. introduced a dictatorship, as well as ways to avoid a more serious diplomatic dispute. At the same time, it deals with the process that led to the negotiations being brought to an end on April 5th, 1930, when the Kingdom of Yugoslavia committed to the French government and the porters that through the established debt rescheduling, they would repay this debt in the next 45 years. Special attention is paid here to echoes in the Yugoslav and French public as well as reactions to the new loan that the Kingdom of Yugoslavia took from France less than a month after the end of these negotiations.

The “Epilogue” of the book presents the reasons why the royal government already decided in 1932 to temporarily suspend all payments in foreign currency and ask creditors to reduce the burden of repaying all loans, enter into new negotiations and make new agreements. Theoretical models of international lending in the presence of default impose the logical conclusion that countries that have not fulfilled their financial obligations may lose access to the capital market. These models are built on the assumption that default damages the debtor country’s reputation and destroys its ability to borrow further, while countries that regularly service their debt enjoy continued access to international capital markets. It turns out that this assumption is contradicted by historical evidence, so states that regularly paid off their debts during certain periods of crisis did not later enjoy more favorable access to the credit market. In fact, in the times when the international capital market shut down, both regular payers and insolvent debtors suffered equally. The example of the restructuring of the for-

eign debt of the Kingdom of Yugoslavia at the time of the Great Depression testifies to this fact. Thanks to the reduction in the outflow of foreign currency in the name of paying off the foreign debt, the Yugoslav state finances did not collapse at that time, and were fully stabilized before the Second World War.