

1.01
Prejeto 23. 12. 2009

UDK 336.27(497.11)"1862/1914"

Dragana Gnjatović*

Srbski državni dolgovi 1862-1914

IZVLEČEK

V razpravi avtorica obravnava srbske državne dolgove do prve svetovne vojne. V prvem delu razprave predstavlja razloge zadolževanja srbske države v tujini. Pospešeno zadolževanje srbske države je postavljeno v kontekst spremenjenih političnih in gospodarskih razmer na Balkanu po berlinskem kongresu leta 1878. V drugem delu analizira institucionalni okvir upravljanja dolgov (odplačevanje, reprogramiranje ...) in sodelovanje tujcev kot predstavnikov upnikov v teh postopkih. V tretjem delu pa je na vrsti obravnava pogojev zadolževanja (gibanje cen oz. obresti), ki jih je morala sprejeti srbska vlada v postopkih najemanja posojil v tujini ob koncu 19. in v začetku 20. stoletja.

Ključne besede: Srbija, gospodarska zgodovina, zadolževanje, odplačevanje, državni dolgovi

ABSTRACT

FOREIGN LONG TERM GOVERNMENT LOANS OF SERBIA 1862-1914

The paper present the serbian foreing governmental loans up to WW I. The first part of the paper explains the reasons for which Serbia borrowed capital abroad before 1914. Heavy government borrowing is considered within the framework of changed political and economic conditions on Balkans after Berlin Congress in 1878. The second part of the paper discusses institutional arrangements for the participation of foreign representatives in Serbian government debt management. The third part of the paper deals with the price Serbian government had to pay for foreign loans until the end of 19th and at the beginning of 20th century.

Key words: Serbia, economic history, soveriegn debt, dept management, national debt

* Dr., redna prof., Geoekonomski fakultet, Megatrend univerzitet, Obilićev venac 12, RS-1000 Beograd

Uvod

V času od mednarodnega priznanja srbske države na berlinskem kongresu leta 1878 pa do prve svetovne vojne je srbska vlada najela 23 dolgoročnih posojil v tujini pri bankah s sedeži na Dunaju, v Parizu in Berlinu. Te banke so se tudi obvezale dati dolgoročne obveznice srbske vlade na evropski kapitalski trg. Dolžniki so lahko svoje obveznice prodali na kapitalnem trgu posredno ali neposredno. Pred letom 1914 je bila neposredna prodaja obveznic na kapitalnem trgu za balkanske države bolj teoretična možnost kot stvarna izbira. Potencialni investitorji so namreč kupovali dolgoročne obveznice teh držav le prek posrednikov, prek uglednih in uveljavljenih evropskih bank. Njihovo posredovanje je bilo zagotovilo dolgoročne plačilne sposobnosti vlade izdajateljice obveznic.¹ Banka je nastopila kot poverjenik in upnik srbske vlade oz. države hkrati. Investicijska banka (ali bančni sindikat) je na začetku prevzela celotno emisijo srbskih vladnih obveznic in prevzela tveganje pri ponudbi oz. prodaji srbskih obveznic na evropskih kapitalnih trgih oz. borzah. Tveganje se je zrcalilo v višjih efektivnih obrestnih merah, ki so jih morale plačevati srbske vlade pri najemanju posojil v tujini. Banke so odkupile emisijo vladnih obveznic za tuja posojila krepko pod nominalno vrednostjo posojil.

V prvem delu razprave bomo spoznali razloge zadolževanja srbske države v tujini. Pospešeno zadolževanje srbske države je postavljeno v okvir spremenjenih političnih in gospodarskih razmer na Balkanu po berlinskem kongresu leta 1878. V drugem delu predstavljamo institucionalni okvir upravljanja dolgov (odplačevanje, reprogramiranje ...) in sodelovanje tujcev kot predstavnikov upnikov v teh postopkih. V tretjem delu pa analiziramo pogoje zadolževanja, to je gibanje cen oz. obresti, ki jih je morala plačevati srbska vlada v postopkih najemanja posojil v tujini proti koncu 19. in na začetku 20. stoletja.

Zakaj zadolževanje v tujini

Dolgoročna tuja posojila je srbska vlada najemala zato, da bi v prvi vrsti financirala mednarodne obveznosti, ki jih je morala sprejeti na berlinskem kongresu: gradnja železniškega omrežja in odškodnina za zemljo razlaščenih turških fevdalcev, spahij. Drugi razlog je bila vojska. Kot država je Srbija morala vzpostaviti redno vojsko in jo tudi oborožiti v skladu z evropskimi vojaškimi standardi. Hkrati so zadolževanje narekovale tudi skokovita rast državne administracije in potrebe lokalnih skupnosti. Da bi zadovoljila velike potrebe, je srbska vlada redno imela proračunski primanjkljaj, ki ga je pokrivala z zadolževanjem v tujini. In končno, Srbija je bila nekajkrat prisiljena v odkup prihodkov državnih monopolov, ki jih je predhodno zastavila kot zavarovanje za vračilo že najetih posojil.

¹ R. P. Esteves: *Quis custodiet quem? Sovereign Debt and Bondholders' Protection Before 1914*. University of Oxford Economics Series Working Papers, 2007, str. 4.

Gradnja železnic

Prva obveznost, ki jo je morala sprejeti srbska vlada na berlinskem kongresu, je bila izgradnja srbskega dela železnice, ki je sodil v načrt Vzhodne (Orientalске) železnice, to je povezave Turčije z Evropo. Hkrati je šlo tudi za vitalno potrebo srbske države, saj se je z navezavo na evropsko železniško omrežje tudi srbskemu gospodarstvu nudila priložnost vključevanja v evropske ekonomske tokove. Za nerazvite predele je železnica postala vprašanje pospeševanja gospodarskega razvoja, za evropske gospodarske in politične sile pa učinkovito orodje krepitev lastnega političnega in gospodarskega vpliva tudi na evropskem obrobju. Do konca šestdesetih let 19. stoletja je bilo železniško omrežje v Zahodni in Srednji Evropi v najpomembnejših smereh že bolj ali manj končano. Zunaj tega omrežja je ostal Balkan, zlasti predeli pod turško oblastjo.

V okviru ukrepov modernizacije turške države je turška vlada podpisala koncesijski sporazum z Moritz von Hirschem za izgradnjo in upravljanje železniške povezave med Carigradom in Dunajem. Gradnja te 1686 km dolge železniške prometnice je trajala vse do 1888.² Do leta 1875, ko so začasno ustavili gradbena dela, so zgradili 1150 km proge. Po rusko-turški vojni (1877-78) in po berlinskem kongresu je srbska vlada po turški državi nasledila obveznosti. Morala je zgraditi železnico med Beogradom in Nišem, s povezavo do Vranja in Pirota.³ Leta 1881 je srbska vlada podpisala t. i. "železniško konvencijo" s pariško bančno hišo Société de l'Union Générale, ki jo je vodil tedaj znani Eugène Bontoux. Konvencija je bila sestavljena iz dveh sporazumov. S prvim so določili pogoje 5-% posojila za izgradnjo železnic (Železniško posojilo A), z drugim so opredelili pogoje in obveznosti izgradnje železnice prek Srbije. Kot inženir je bil Bontoux v letih 1860 do 1877 zaposlen pri družbi Južna železnica. Po koncu rusko-turške vojne je odpovedal službo pri Južni železnici in leta 1878 ustanovil družbo Société de l'Union Générale. Njegov namen je bile enostaven. Novonastale razmere, to je obveznost mednarodno priznanih balkanskih držav, da bodo dokončale odseke Vzhodne železnice na svojih ozemljih, je želel obrniti sebi v prid. S posredovanjem in prodajo vladnih obveznic balkanskih držav na račun posojil za izgradnjo železnic na pariški borzi si je obetal hitro obogatitev. A dogodki so ubrali drugo pot. Na začetku leta 1882 je družba Société de l'Union Générale bankrotirala in povzročila tudi zlom pariške borze.⁴ Srbska vlada je nato v sili sklenila sporazum z drugo pariško banko, Comptoir d'Escompte de Paris, ki je tudi ustanovila posebno Družbo za izgradnjo in upravljanje srbskih državnih železnic.

V prvem desetletju srbske državnosti so tako zgradili železnico med Beogradom in Nišem, s povezavo do Vranja in Pirota. Zgradili so tudi povezavo Lapovo-Kragujevac skozi dolino reke Lepenice in povezavo Velika Plana-Smederevo skozi dolino Morave. Srbija je najela še dve 5-% železniški posojili (Železniško posojilo B in C) prek banke Comptoir d'Escompte de Paris. Omrežje bilo zgrajeno so-

² Peter Hertner: The Balkan Railways, International capital and Banking from the End of the 19th Century until the Outbreak of the First World War, Bulgarian National Bank Discussion Papers, DP 53, 2006, str. 7.

³ Člen XXXVIII Berlinske pogodbe, 13. julij 1878. Berlinski ugovor, Istorijaska čitanka, Beograd 1948.

⁴ Eugene Nelson White: The Krach of 1882, the Bourse de Paris and the Importance of Microstructure, Working Paper Series, November 2006, str. 9, (<http://srn.com/abstract=948993>).

razmerno hitro in v manj kot desetih letih je imela Srbija že 500 km "železne ceste". Nato je sledil zastoj, saj v letih 1887 do 1906 niso širili železniškega omrežja. V tem času so se zadolževali za vojaške potrebe in kritje proračunskega primanjkljaja.⁵ Z dvema 4,5-% posojiloma iz let 1906 in 1909 pri sindikatu pariških bank pod vodstvom banke Franco Banque ottomane so financirali gradnjo pristaniškega nasipa na Donavi, povezavo pristanišča z Nišem in vrsto lokalnih železnic.⁶ Navezava obdonavskih pristanišč na srbsko železniško omrežje je nudila alternativno povezavo s svetovnimi tržišči prek Črnega morja. Srbija je z dodatnimi posojili v tujini razširila svoje železniško omrežje za 700 km in je tako imela pred prvo svetovno vojno omrežje v obsegu 1200 km.

Odškodnina za "spahijsko" posest

Druga obveznost srbske vlade je bilo izplačilo odškodnine za fevdalno posest na ozemljih, ki jih je Srbija pridobila na berlinskem kongresu.⁷ Spoštovati je morala lastninsko pravico turških fevdalcev. Razlaščenje je bila srbska praksa vse od 1820 dalje, ko je bila Srbija še pod gospostvom turške države. S politikom kolonizacije in delitve zemlje malim kmetom so želeli krepiti strukturo majhnih in srednjih kmetov kot najštevilnejšega sloja. V skladu s prakso, da je lahko lastnik zemlje samo tisti, ki jo tudi obdeluje, so kmetom delili ne samo zapuščeno, temveč tudi zemljo turških fevdalcev, ki je niso obdelovali sami.⁸ Lastništvo zemlje je bilo nato formalno urejeno v tridesetih letih 19. stoletja. Takrat so kmetje postali tudi formalni lastniki svojih zemljišč. Fevdalne obveznosti, ki jih priznala tudi srbska oblast leta 1835, so bile vključene v dajatev Kneževine Srbije Visoki porti.⁹ Po berlinskem kongresu pa je bilo drugače. Srbski kmetje, ki so dobili zemljišča turških fevdalcev na novo pridobljenih območjih, so morali v petih letih sami odplačati odškodnino za ta zemljišča.¹⁰ Ker večina kmetov tega ni zmogla, je vlada prevzela vse tovrstne kmečke dolgove in terjatve do kmetov zavarovala s hipotekami. Vlada je za odplačilo odškodnine leta 1882 najela 5-% "kmečko" posojilo pri pariški Comptoir d'Escompte de Paris in dunajski banki Länderbank.

Vojaška posojila

Srbija se je v tujini zadolžila, še preden je postala mednarodno priznana država, ko je bila še v vazalnem odnosu do turške države. Kot neobstoječa entiteta v mednarodnem prostoru se sicer ni mogla zadolževati v tujini, kot avtonomno ozemlje znotraj turške države pa se je lahko zadolževala doma. Vendar se je vlada

⁵ V klasični teoriji ne manjka nasprotovanja tovrstnemu zadolževanju, ki ga opredeljujejo kot povsem neproduktivnega oz. nesmotrnega, saj je vodilo samo v povečevanje deficitov. Gl. P. Leroa Bolije: O javnom kreditu /Državnim dugovima. Beograd 1905.

⁶ Dragana Gnjatović: Stari državni dugovi. Prilog ekonomskoj i političkoj istoriji Srbije i Jugoslavije. V: Jugoslovenski pregled, Beograd 1991, (dalje, Gnjatović, Stari državni dugovi) str. 92-93.

⁷ Berlinska pogodba, člen XXXIX.

⁸ Života Đorđević: Mali seljački posed kao ograničenje ekonomskog razvoja Srbije u XIX veku. V: Ekonomska misao, 1989, št. 3, str. 336-359.

⁹ Dragana Gnjatović: Ekonomija Srbije - Privredni sistem, struktura i rast nacionalne ekonomije. Beograd 2007, str. 54.

¹⁰ Zakon o agrarnim odnošajima u novooslobođenim predelima od 3. februara 1880, Zbirka zakona i pogodaba Kneževine Srbije, Beograd 1880.

po nekaj neuspešnih poskusih zadostne zadolžitve doma¹¹ odločila poklicati na pomoč Rusijo, ne da bi o tem obvestila turške oblasti. Z domačimi finančnimi sredstvi nikakor nismo mogli okrepiti lastnih oboroženih sil. Z jamstvom ruskega carja je nato Srbija dobila posojila v letih 1862 (tega so odplačali še istega leta), 1867 v Londonu in leta 1876 v St. Peterburgu. Posojila so bila zaradi prvovrstnega jamstva ugodna in prevzeta v nominalni vrednosti. Ko je Srbija postala na berlinskem kongresu mednarodno priznana država, je v mednarodno skupnost stopila že s 7,4 milijona dinarjev tujih dolgov.¹²

Do prve svetovne vojne je Kraljevina Srbija financirala krepitev vojaške moči s tujimi posojili trikrat. Leta 1882 je najela 5-% posojilo pri banki Anglo Austrian Bank na Dunaju, da je vzpostavila redno vojsko in uvedla obvezno vojaško obveznost. Z namenom modernizacije in okrepitve vojaške opreme in oborožitve je vlada delno uporabila dve 4,5-% posojili, najeti pri sindikatu pariških bank (železniško in vojaško posojilo I in II).¹³ Leta 1885 je pri banki Comptoir d'Escompte de Paris najela 5-% posojilo za vojaške potrebe. Z njim je financirala srbsko-bolgarsko vojno, ki jo sicer izgubila.¹⁴ Naslednje 5-% posojilo so leta 1913 po demobilizaciji vojaških enot najeli pri konzorciju pariških bank pod vodstvom Banque Franco - Serbe, da bi pokrili stroške priprav in vodenja balkanskih vojn (posojilo za balkanske vojne). Do tedaj je srbska vlada krila stroške balkanskih vojn iz rednih proračunskih dohodkov in kratkoročnih posojil državnih in zasebnih bank doma. Stroški za balkanske vojne so bili knjiženi v posebnem vladnem proračunu.¹⁵

Financiranje proračunskega primanjkljaja

Srbija je imela proračunski primanjkljaj od vojn v letih 1876-1878 pa do leta 1903. Vse do leta 1902 je bilo načrtovanje proračunskih prihodkov in izdatkov povsem brez stvarne podlage. Eden temeljnih problemov je bil zastarel davčni sistem, ki je temeljil na osebem pavšalnem davku, glavarini (5 grošev na osebo). Z davčno reformo so uvedli nov davčni sistem, ki je bil v skladu s sistemi, strukturo in prakso na evropski ravni.¹⁶ Davčna reforma in nastop finančnega ministra Lazarja Pečuja sta Srbiji prinesla preobrat v državnih financah. Za leto 1903 so še načrtovali primanjkljaj, vendar je bilo to zadnje proračunsko leto s primanjkljajem do prve svetovne vojne. Nato je nastopila doba proračunskih presežkov. Nestvarna proračunska politika do leta 1902 je bila mogoča samo zaradi zadolževanja v tujini. Zadolževanje je omogočalo kritje kroničnih deficitov. Srbija se je tako osemkrat zadolžila v tujini, da bi krila proračunske primanjkljaje: 3-% loterijsko posojilo (1881) in sedem 5-% posojil (1884, 1886, 1888, 1893, 1899, 1902).

¹¹ Za priprave na vojno so potrebovali 24 milijonov dinarjev, zbrali so jih komaj 1,7 milijona. Gnjatović, Stari državni dugovi, str. 21.

¹² Vladimir Jovanović: Era stranih zajmova u Srbiji. Beograd 1906, str. 196.

¹³ Za modernizacijo oborožitve so dejansko uporabili 46 milijonov dinarjev posojila iz leta 1906 in 54 milijonov dinarjev posojila iz leta 1909.

¹⁴ Slobodan Jovanović: Vlada Milana Obrenovića, Knjiga II., Beograd 1934, str. 55.

¹⁵ Završni račun državnih prihoda i rashoda Kraljevine Srbije za 1913. godinu, Beograd 1922, str. X.

¹⁶ Dva veka razvoja Srbije, Beograd 2008, str. 91-95.

Velik del zaslug za 3-% loterijsko posojilo leta 1881 ima Eugène Bontoux, saj ga je srbska vlada najela na njegov pritisk, ker je pogojeval začetek gradnje železniškega omrežja v Srbiji z novimi finančnimi sredstvi. Bontoux se je zgledoval po osamljeni praksi turške države iz leta 1870. Že takrat so bila posojila na osnovi loterijskih obveznic vprašljive kakovosti in jih je bilo uradno težko spraviti na kapitalne trge. Vendar so leta 1870 pri Turčiji naredili izjemo, da so se tovrstne obveznice pojavile na dunajski borzi. Zamislil si jih je Moritz von Hirsch, ki je potreboval svež denar za začetek gradnje Vzhodne železnice. Loterijske obveznice so bile sicer obrestovane nizko, vendar so investitorjem omogočale visoke dobičke ob dvomesečnih ali polletnih žrebanjih zaradi visoke odkupne cene. Priljubljene so bile zlasti pri delu investitorjev v Nemčiji in Franciji, medtem ko jih večina javnosti le malo cenila, celo več - šteli so jih za organizirano krajo. K temu je pripomogel Hirsch sam, ko je določil, da v polletnih žrebanjih sodelujejo tudi tiste obveznice, ki jih niso prodali. Možnost zaslužka, tudi majhnega, se je tako za veliko večino zmanjšala, celo zelo zmanjšala.¹⁷ Srbsko 3-% posojilo je bilo najprej namenjeno financiranju proračunskega primanjkljaja, a so ga že s tretjo emisijo namenili financiranju gradnje železniškega omrežja. Brez lastnega kapitala je Bontoux namreč izračunal, da bi trajalo predolgo, da bi vlada prodala obveznice 5-% posojila za izgradnjo železnic iz leta 1881. Nasprotno pa je pričakoval pri 3-% loterijskem posojilu, ki je delu investitorjev obetal zaslužek, kar se je tudi zgodilo.

5-% posojila za kritje proračunskega primanjkljaja so bila v javnosti zelo nepriljubljena. Srbija je kot kritje namreč zastavila še preostale pomembnejše proračunske vire za kritje dokaj neproduktivne porabe: dohodke od administrativnih taks, celotne davčne dohodke, dohodke posebnega 16-% davka za vojaške potrebe in tudi obveznice državne hipotekarne banke, tedaj še pod imenom Uprava fondova. Tuji upniki so že pred tem pri železniškem posojilu zahtevali kot jamstvo zastavo carinskih dohodkov, osebne davka in pričakovane dohodke od železnic. Pri posojilih za vojaške namene pa so tuji upniki dobili za jamstvo dohodke državnega monopola na tobak in sol.

Posojil za neproduktivne namene so se hitro oprijela imena glede na zastavljene dohodke. Take prakse poimenovanja posojil se je navzelo tudi finančno ministristvo in tudi v uradne dokumente vneslo ljudska poimenovanja.¹⁸ Za primer navedimo, da so tako govorili o solnem posojilu iz leta 1882, ker je vlada za posojilo za oboroževanje zastavila dohodke od monopola na trgovino s soljo. Posojilo za financiranje vojne z Bolgarijo pa so imenovali tobačno posojilo, ker je vlada zastavila dohodke državnega tobačnega monopola. In tako so tudi druga posojila dobila imena po obliki jamstva.¹⁹

Zadolževanje v tujini Uprave fondova

Državna hipotekarna banka z imenom Uprava fondova, ki je bila ustanovljena 1868, je najela 4,5-% posojila v letih 1910 in 1911 za financiranje infrastrukturnih projektov. V ta namen je izdala lastne hipotekarne obveznice. V dogovoru s fran-

¹⁷ Peter Hertner, n. d., str. 9-11.

¹⁸ Budžet Kraljevine Srbije za 1894, Beograd 1894; Budžet Kraljevine Srbije za 1903, Beograd 1903.

¹⁹ Gnjatović, Stari državni dugovi, str. 26-96.

coskimi upniki Banque française du commerce et de l'Industrie ter banko Franco-Serbe so za kritje teh posojil uporabili hipotekarna posojila, ki jih je pred tem Uprava fondova dodelila zasebnikom in pravnim osebam v Srbiji. Uprava fondova je sredstva iz prvega posojila uporabila za kreditiranje komunalnih investicij različnih lokalnih skupnosti, drugo je bilo namenjeno komunalnemu opremljanju Beograda. Po balkanskih vojnah so želeli najeti še eno posojilo pri pariških bankah, vendar zaradi prve svetovne vojne nikoli ni prišlo do realizacije.²⁰

Upravljanje dolgov

Za upravljanje tujih dolgov je vlada ustanovila posebna upravna telesa za upravljanje dolgov Kraljevine Srbije v tujini. Poimenovali so jih sila preprosto kot Samostojne zakladnice vladnih dolgov v tujini (Samostalna monopolska uprava spoljnih državnih dugova) Po bankrotu Kraljevine Srbije leta 1893 so ti organi za upravljanje dolgov prenehali delovati, na njihovo mesto pa je stopila Samostojna uprava monopolov.

Samostojne zakladnice vladnih dolgov v tujini

Da bi zagotovili poplačilo svojih terjatev, so tuji upniki, tj. banke, pri vladi Srbije dosegli, da je oblikovala posebne oddelke oziroma zakladnice za vsako posojilo posebej. V primeru da bi bili dohodki na zastavljeni postavki višji od vsakoletne anuitete, je šel presežek v državni proračun za druge vladne potrebe. V nasprotnem primeru, ko so bili dohodki zastavljenega vira dohodkov nižji od zapadle anuitete, je morala vlada poiskati nadomestni vir, da je lahko zadostila pogodbenim zahtevam. Vsaka zakladnica za posamezen dolg je bila pod nadzorom predstavnika vlade Srbije in predstavnika tujega upnika. To formalno in neformalno obliko nadzora in upravljanja so prvič preizkusili pri najetju posojila za gradnjo železnic leta 1881. Tako je bila Kraljevina Srbija že od vsega začetka intenzivnejšega zadolževanja pod nadzorom tujih upnikov, v položaju okrnjene fiskalne in proračunske suverenosti. Do bankrota Kraljevine Srbije leta 1893 so vzpostavili šest ločenih zakladnic za vladne dolgove v tujini. Se pravi za vsako posojilo, ki ga je srbska vlada najela v letih do bankrota države.

Ponoven odkup državnih monopolov

Posamezne zakladnice za poplačilo tujih dolgov so bile zunaj dejanskega nadzora srbske države. Ni presenečenje, da je bilo tudi veliko zlorab, zlasti na področju dohodkov od državnih monopolov. Dohodki državnih monopolov so bili praviloma zastavljeni za vračilo dolgov in tudi njihovo vodenje so dali v najem tujim bankam. Nema lokrat se je zgodilo, da je ista banka imela zakupno pravico na monopolnih dohodkih in hkrati nastopala kot upnik srbske države. Značilen in poučen je bil primer zakladnice za tobačni monopol. Dohodki tobačnega monopola so bili zastavljeni za 5-% tobačno posojilo leta 1885 pri bankah Comptoir d'Escompt de Paris in Länderbank. Banki upnici sta ustanovili posebno družbo za zakup monopolnih do-

²⁰ Sto dvadeset godina Investbanke, Beograd 1987.

hodkov, ki je upravljala monopolne dohodke pri tobaku in odplačevanje dolga bankama. Z različnimi knjigovodskimi metodami so sistematično zniževali realno vrednost dohodkov tobačnega monopola in neredko računovodsko prikazovali primanjkljaj, ki ga je morala nadomestiti srbska vlada iz drugih proračunskih postavk, kot se je to zgodilo leta 1885. Da bi se znebila hudega bremena in prekinila možnost zlorab, je srbska vlada leta 1887 odpovedala sporazum o zakupu tobačnega monopola. V naslednji etapi pa je pri dunajski banki Wiener Bankverein najela 5-% loterijsko posojilo in tako refinancirala dolg pri Comptoir d'Escompt de Paris in Länderbank. Za kakšen obseg zlorab in okoriščenja na račun srbske države je šlo, se je pokazalo že naslednje leto. Dohodki na račun tobačnega monopola ne samo, da so zadostovali za dospele anuitete, temveč so jih znatno presežali. Primanjkljaj pri tobačnem monopolu se je spremenil v krepak presežek. Razlika je bila velikanska, od 1,5 milijona dinarjev računovodskega primanjkljaja so v enem letu pridobili kar dodatne slabe 4 milijone dinarjev in dosegli presežek v višini dobrih 2 milijonov dinarjev.²¹

Po odkupu tobačnega monopola se je srbska vlada odločila, da znova prevzame tudi zastavljene dohodke železnic. Razlog tega posega je bil bankrot banke Comptoir d'Escompt de Paris. Po propadu Société de l'Union Générale je namreč ta banka določala stanje in razvojne prioritete srbskih železnic. Tudi tukaj so prikazovali, da so bili dohodki od železniškega prometa redno nižji kot anuitete za dolg. V letih 1882 do 1889 je primanjkljaj dosegal tudi po 2,5 milijona dinarjev na letni ravni in srbska vlada je morala ta sredstva nadoknaditi iz drugih virov. Vlada je tudi v tem primeru najela pri konzorciju pariških bank dodatno posojilo (t. i. 5-% železniška renta) leta 1890, s katerim je izplačala dotedanjega upnika. Pri operaciji je sodelovala tudi nacionalna emisijska ustanova - Privilegirana Narodna banka Kraljevine Srbije.

Po odkupu zastavljenih dohodkov železnic je prišel na vrsto tudi odkup monopola soli, ki ga je imela za jamstvo Anglo Austrian Bank zaradi posojila iz leta 1882 za posodobitev vojaške opreme in oborožitve. Dohodki so bili zastavljeni za celotno dobo vračanja posojila, to je za 15 let. Razlog prekinitve sporazuma je bil v očitnih zlorabah. Družba, ki jo je banka ustanovila za upravljanje monopola, si je privoščila, da je v sol dodajala mleti pesek in tako višala lastne dohodke. Hkrati je seveda srbski vladi prikazovala znatno nižje dohodke od realnih.²² Tudi tokrat je srbska vlada posegla po ustaljenem načinu. Pri sindikatu pariških bank je najela novo posojilo (6-% solno posojilo iz leta 1890) in ob pomoči Narodne banke izplačala dotedanje upnike.

Samostojna uprava monopolov

Leta 1894 je finančni minister Vukašin Petrović javnosti in upnikom naznanil, da Kraljevina Srbija ni zmožna odplačevanja tujih dolgov pod sporazumno določenimi pogoji. Anuitete za tuje dolgove so v letu 1893 znašale kar 37,2% vseh proračunskih dohodkov Kraljevine Srbije.²³ Odločno preveč, da bi Srbija lahko nadaljevala z od-

²¹ Milorad Nedeljković: Istorija srpskih državnih dugova (dalje Nedeljković, Istorija srpskih državnih dugova), str. 153. Beograd 1909.

²² Odjek, št. 192, november 1890.

²³ Idejo reprogramiranja dolgov je najprej predstavil finančni minister Mihailo Vujić leta 1886, ker je proračunski primanjkljaj tega leta dosegel 30%, kar je bilo dolgoročno nevzdržno.

plačevanjem. Srbija se je tako pridružila Turčiji (1876) in Grčiji (1893), ki sta že razglasili plačilno nesposobnost. Pred prvo svetovno vojno, v času valutnega zlatega standarda, je bila razglasitev plačilne nesposobnosti običajna v državah, ki so si nabrle velike proračunske primanjkljaje. V sistemu fiksnih menjalnih tečajev si države niso mogle privoščiti zniževanja dolžniškega bremena z inflacijo, kar bi lahko označili za prikrito plačilno nesposobnost.²⁴ Sledil je poziv tujim upnikom po reprogramiranju dolgov, kar naj bi Srbiji omogočilo manj boleče odplačevanje dolgov. Decembra 1894 je bil sporazum dosežen z Banque ottoman iz Pariza, berlinsko Berliner Handelbank in dunajsko Länderbank. Dogovorjeno je bilo, da preostanek 5-% posojil (najetih v letih 1881-1893) združijo v eno s 4-% obrestno mero. 3-% loterijsko posojilo iz leta 1881 pa so spremenili v 2-%. Sporazum med navedenimi tremi bankami in srbsko vlado je bilo podpisan v Karlovih Varih junija 1895.

Proti temu sporazumu so nastopili drugi upniki, saj so bile z njim znižane obrestne mere in tudi novo stanje so morali sprejeti kot izvršeno dejstvo. Razmere so bile dodatno otežene z dejstvom, da so omenjene tri banke podpisnice sporazuma imele v lasti le sedmino vseh dolgov, o katerih so se pogajale.²⁵ Veliko nejevolje je vzbujalo tudi določilo, da so tuji upniki dolžni zamenjati stare 5-% obveznice za nove 4-% v roku šestih tednov.²⁶ Nesporazumi niso ostali brez posledic. In bile so zgovorne. Tako je bil v naslednjih sedmih letih Srbiji onemogočen vstop na francoski trg kapitala, saj je pariška borza odklanjala trgovanje s srbskimi vrednostnimi papirji na svojem parketu. Z željo, da bi pomirila upnike, je srbska vlada z zakonom določila, da vse prejšnje dohodkovne postavke, ki so jamčile za poplačilo posameznih dolgov, po sporazumu v združenih vsotah še naprej jamčijo poplačilo novega združenega 4-% posojila. Upravljanje teh dohodkov, tujih dolgov in vseh monopolnih dohodkov, ki še niso bili zastavljeni tujim upnikom, so poverili novemu uradu, Samostojni upravi monopolov. Upravo monopolov je vodil upravni odbor, ki je imel šest članov. Štiri člane je imenovala srbska vlada (po funkciji sta bila člana guverner in viceguverner Narodne banke), dva člana pa so imenovali tuji upniki, ki so tako pridobili vpogled in nadzor upravljanja zastavljenih virov. Samostojna uprava monopolov je morala v prvi vrsti skrbeti za poplačilo tujih dolgov. Hkrati je morala vsak mesec nakazati morebitne presežke v proračun, a šele potem, ko je zagotovila dvanajstino letne anuitete novega enotnega 4-% posojila.

Centralizacija upravljanja državnega dolga prek Samostojne uprave monopolov je pomenila velik korak k sanaciji srbskih državnih financ. Institucionalna reforma je zagotovila redno odplačevanje tujih dolgov in hkrati tudi reden dotok presežka v državni proračun. Po reformi so namreč dohodki Samostojne uprave monopolov naraščali znatno hitreje kot letne obveznosti na račun 4-% posojila, kar je s prenakazili presežkov krepilo proračunsko bilanco.

²⁴ Peter Bernholz: Government bankruptcies of Balkan nations and their consequences for money and inflation before 1914: A comparative analysis, Bank of Greece Working Paper, SEEMHN, No. 74, 2008, str. 23; Milan Šojić, Ljiljana Đurđević: Dinar Exchange Rate in the Kingdom of Serbia 1882-1914, The Experience of Exchange Rate Regimes in Southeastern Europe in a Historical and Comparative Perspective, ONB Workshop No. 13, 2007, str. 303-329.

²⁵ Nedeljković, Istorija srpskih državnih dugova, str. 179.

²⁶ Zakon o konverziji državnih dugova, 8. juli 1895, Beograd 1895.

Tabela 1: *Dohodki Samostojne uprave monopolov*²⁷

Leto	Neto dohodki v milijonih dinarjev	Anuitete 4% enotnega posojila v milijonih dinarjev	Anuitete kot delež neto dohodkov	Presežek, nakazan v državni proračun v milijonih dinarjev
1896	20,0	16,7	83,5	3,3
1900	25,9	17,4	67,2	8,5
1905	32,9	20,2	61,4	12,7
1906	34,7	20,3	58,5	14,4
1907	38,2	23,4	61,2	14,8
1908	37,4	25,1	67,1	12,3
1909	36,9	25,9	67,7	11,9
1910	41,3	30,8	74,6	10,5
1911	48,1	32,4	67,3	15,7

Leta 1902 je srbski vladi uspelo urediti tudi odnose s francosko vlado, kar je omogočilo nastop srbskih državnih obveznic na francoskem trgu kapitala. Ob tem je srbska vlada tudi vključila v upravni odbor Samostojne uprave monopolov predstavnika francoskih upnikov.

Pogoji zadolževanja

V letih 1881 do 1913 je srbska vlada obljubila, da bo odplačala 1,354 milijona dinarjev za 23 najetih posojil v tujini, čeprav je dejansko prejela le 1,113 milijona dinarjev. Razlog tega je bilo dejstvo, da so, razen v primeru dveh posojil, obveznice posojil imele nižjo emisijsko vrednost od nominalne, kar je udeleženiim bankam omogočalo ustrezen zaslužek. Srbska država je tako učinkovito pri zadolževanju prejela manj denarja, kot se je nominalno zadolžila. V primeru da bi banke prevzele emisijo srbskih obveznic po nominalni vrednosti, bi lahko imele dobiček le na račun obresti, in še to v daljni prihodnosti. Edini posojili, ki so ju banke prevzele po nominalni vrednosti, sta bili "solni posojili" iz let 1882 in 1890. Da so tuji upniki pristali na take pogoje, je morala srbska vlada dati izjemno močna zagotovila, da so banke zmanjšale tveganje na minimum. Hkrati je morala vlada pristati tudi na zelo kratke odplačilne roke, na 15 oz. 10 let, kar je bilo v primerjavi s povprečnimi 50-letnimi odplačilnimi roki pri drugih posojilih kratko. V primeru "solnega posojila iz 1882" pa je morala srbska vlada celo predati v upravljanje solni monopol upniku, banki Anglo Austrian Bank. Pa tudi obresti so bile v takih primerih višje, pri "solnem posojilu iz 1890" 6-%, pri drugih posojilih pa 5-%.

Po letu 1870 je bila praksa prevzemanja emisij obveznic pod nominalno vrednostjo povsem običajna, saj drugače ni bilo mogoče najti investitorjev, ki bi bili pripravljeni sodelovati pri večjih kreditih posameznim državam.²⁸ Države, zlasti tiste s slabšo kreditno sposobnostjo ali celo s slovesom problematičnega dolžnika, so

²⁷ Završni račun državnih prihoda i rashoda 1911. Beograd 1912.

²⁸ Harris: *Government and the Economy, 1688-1850*. V: *The Cambridge Economic History of Britain since 1700, Volume I, 1700-1850*, Cambridge University Press, 2004, str. 204-237.

morale ob najetju posojila pristati na določen popust banki upnici glede na nominalno vrednost najetega dolga, da je ta takoj ustvarila dobiček in ne enkrat v prihodnosti. V tem položaju so bile seveda vse balkanske države v 19. stoletju.²⁹ V primeru Srbije je ta razlika med prejetim denarjem in nominalno vrednostjo dolgov znašala celih 18%.

Ko so se tuji upniki pogajali s srbsko vlado o najetju posojila, so obrestno mero in popust določali glede na predvidevanja o ceni srbskih dolgov oz. obveznic teh dolgov na kapitalskih trgih. Tako je bil njihov dobiček odvisen od utemeljenosti njihovih predvidevanj o gibanju cen srbskih obveznic na borzah. Pred reprogramiranjem dolgov so srbske obveznice prodajali na borzah v Parizu in na Dunaju po 65 do 72% nominalne vrednosti.³⁰ Tako nizka cena je bila posledica izjemno slabega ugleda Srbije kot dolžnice, ki so ga povzročali redni in veliki proračunski primanjkljaji. Cena srbskih dolgov na tujih borzah je začela rasti šele po reprogramiranju dolgov in centralizaciji upravljanja tuje zadolžitve v obliki Samostojne uprave monopolov. Ko so se pridružili še stvarno in uravnoteženo planiranje proračunskih odhodkov in prihodkov po letu 1902 ter ponavljajoči se proračunski presežki po letu 1904, so kapitalski trgi spremenili mnenje. Trgovanje z obveznicami srbskih dolgov se je potem ustalilo na 90% nominalne vrednosti. Edina izjema, ko je bila cena na borzah večja od nominalne vrednosti, je bil primer 5-% loterijskega posojila iz leta 1888, ki je dosegal celo ceno 130% izhodiščne vrednosti. To dejstvo je močno razburjalo javnost, saj je bilo to posojilo najeto ob najslabših možnih pogojih. Srbska vlada je morala pristati celo na oderuški polovični popust glede na nominalno vrednost, da je sploh lahko najela posojilo.³¹

Tabela 2: *Nominalne in efektivne obrestne mere srbskih državnih dolgov v letih 1881-1912*³²

	Nominalno najeta posojila	Dejansko prejeta vsota	Nominalna obrestna mera	Efektivna obrestna mera
Obdobje proračunskih primanjkljajev 1881-1903	398.936.500	308.198.300	5%	6,47%
Obdobje stabilnosti 1904-1912	305.000	240.800	4,5%	5,70%

Ugled srbske države kot dolžnika je mogoče, kot priča tabela 2, opazovati v dveh obdobjih. V drugem obdobju po letu 1904 se roki dospelosti tujih posojil niso spreminjali, še vedno so bili v povprečju v 50-letnih rokih. Se je pa zaradi krepitve dolžniškega ugleda Srbije znižala nominalna obrestna mera za 0,5%, efektivna pa celo za 0,77%. Še bolj pomembno pa je bilo, da je Srbija po zaslugi pro-

²⁹ Bernholz, n. d., str. 23.

³⁰ Trgovinski glasnik, 8. 12. 1901.

³¹ Nedeljković, Istorija srpskih državnih dugova, str. 99.

³² Gnjatović, Stari državni dugovi.

računskih presežkov lahko znižala diskontno mero pri emisiji obveznic novih posojil z 22,75% na 21,05%.

Iz angleščine prevedel Žarko Lazarević

Dragana Gnjatović

FOREIGN LONG TERM GOVERNMENT LOANS OF SERBIA 1862-1914

S u m m a r y

Great undertakings in Serbia at the end of the 19th century and at the beginning of the 20th century conditioned quick growth of government expenditures. War financing, army modernization, railroads construction and foreign debt repayments soaked more money than Serbia was able to collect through taxation. Thus government budget deficits became unavoidable. However, until 1903, budget deficits were not planned but they were the outcome of *ad hoc* government decisions short of financial sources. This policy of fictitious, unrealistic budgeting had negative impact on the creditworthiness of Serbia and on the price of Serbian government bonds on European stock exchanges. To obtain foreign loans Serbian government pledged all abundant sources of its revenues. Many of them were farmed out to the very same foreign banks that were creditors of Serbia. Under the threat of losing its fiscal sovereignty Serbian government took new foreign loans to repurchase leased government revenues. After Serbian government declared open state bankruptcy in 1893, Independent Monopoly Directorate was established to centralize the management of foreign debt repayments. Institutionalization of foreign debt management proved to be a viable solution. Independent Monopoly Directorate ran constantly net revenue surpluses that filled up government treasury. After fiscal 1903, which was last in a row that ended with government budget deficit, creditworthiness of Serbia started to recover. From 1904, and until World War I, new Serbian foreign government loans were still issued below par but under more favourable conditions. Policy of realistic budgeting made way to the creation of sound government finances.