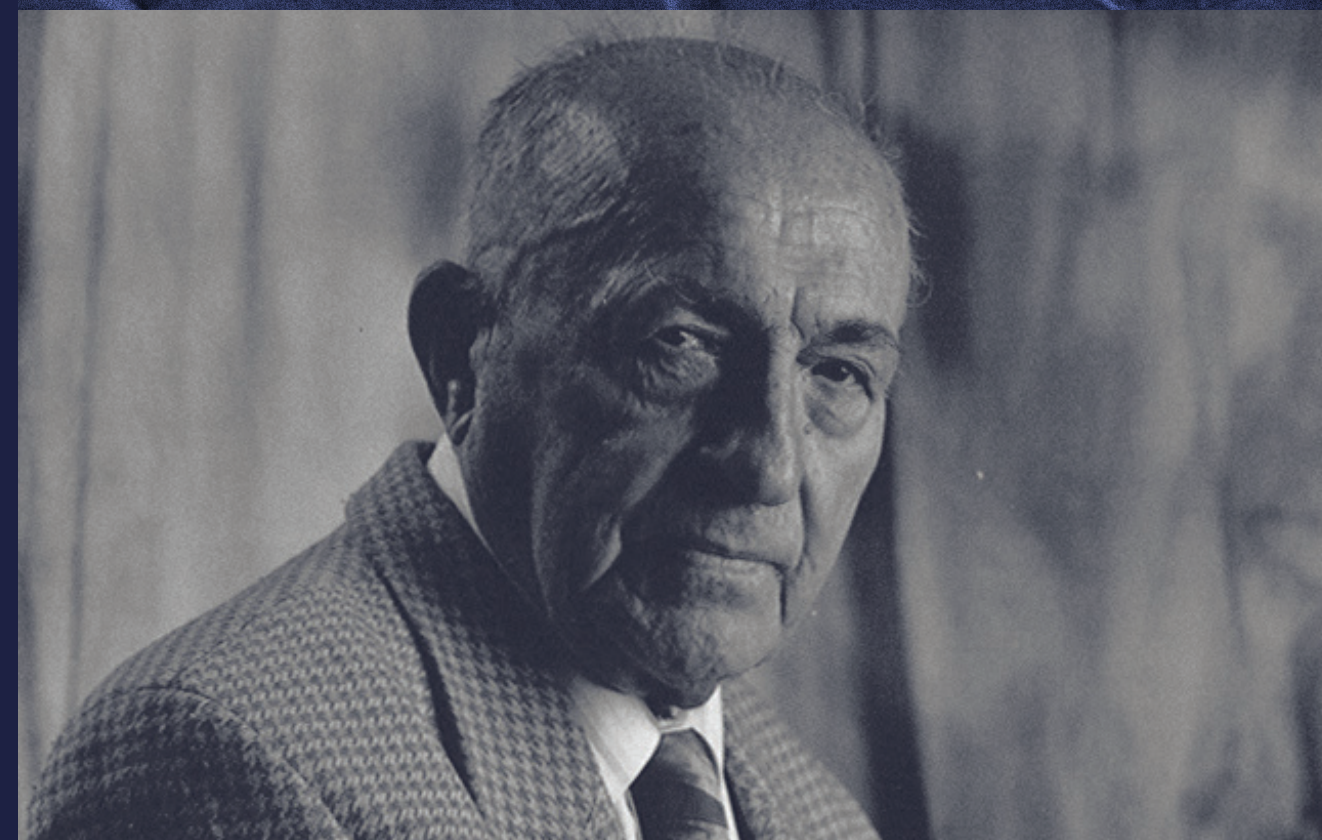




СРПСКА АКАДЕМИЈА НАУКА И УМЕТНОСТИ

АВРАМОВИЋ: ХИПЕРИНФЛАЦИЈА,
СТАБИЛИЗАЦИЈА И РЕФОРМЕ



АВРАМОВИЋ:
ХИПЕРИНФЛАЦИЈА,
СТАБИЛИЗАЦИЈА
И РЕФОРМЕ

АВРАМОВИЋ:
ХИПЕРИНФЛАЦИЈА,
СТАБИЛИЗАЦИЈА И РЕФОРМЕ

SERBIAN ACADEMY OF SCIENCES AND ARTS

SCIENTIFIC CONFERENCES

Book CXCIV

DEPARTMENT OF SOCIAL SCIENCES

Book 46

AVRAMOVIĆ:
HYPERINFLATION,
STABILIZATION AND REFORMS

100th Anniversary of Birth
Dragoslav Avramović (1919–2001)

PROCEEDINGS OF THE SCIENTIFIC CONFERENCE
HELD ON NOVEMBER 25, 2019

Accepted for publication at the Electronic Session of the Department
of Social Sciences, held on July 6, 2020

Editor

PAVLE PETROVIĆ, Corresponding Member

BELGRADE 2021

СРПСКА АКАДЕМИЈА НАУКА И УМЕТНОСТИ

НАУЧНИ СКУПОВИ

Књига СХСV

ОДЕЉЕЊЕ ДРУШТВЕНИХ НАУКА

Књига 46

АВРАМОВИЋ:
ХИПЕРИНФЛАЦИЈА,
СТАБИЛИЗАЦИЈА И РЕФОРМЕ

Поводом 100-годишњице рођења
Драгослава Аврамовића (1919–2001)

ЗБОРНИК РАДОВА СА НАУЧНОГ СКУПА
ОДРЖАНОГ 25. НОВЕМБРА 2019.

Примљено на електронском скупу Одељења друштвених наука,
одржаном 6. јула 2020.

Уредник

ПАВЛЕ ПЕТРОВИЋ, дописни члан САНУ

БЕОГРАД 2021

Издаје
Српска академија наука и уметности
Кнеза Михаила 35, Београд

Лектор
Младенка Савичић

Коректор
Рајка Павловић

Технички уредник
Никола Стевановић

Тираж 300 примерака

Штампа
ЈП Службени гласник

ISBN 978-86-7025-892-1

САДРЖАЈ

<i>Предговор</i> – Павле Петровић	9
ХИПЕРИНФЛАЦИЈА И СТАБИЛИЗАЦИЈА	
Љубомир Маџар, <i>Политичка економија економске политике</i> – <i>Програм монетарне реконструкције (Србија 1994)</i> <i>као студија случаја</i>	17
Ljubomir Mažar, <i>Political Economy of Economic Policy</i> – <i>The Monetary Reconstruction Program (Serbia 1994)</i> <i>as a Case Study</i>	51
Диана Драгутиновић, Жељко Богетић, Павле Петровић, <i>Анатомија хиперинфлације и покушај стабилизације</i> <i>у СР Југославији: 1992–1994</i>	53
Diana Dragutinović, Željko Bogetić, Pavle Petrović, <i>Anatomy of Hyperinflation and the Beginning of Stabilization</i> <i>in Yugoslavia 1992–1994</i>	98
Даница Поповић, <i>Југословенске хиперинфлације и наши савиоци</i>	101
Danica Popović, <i>Yugoslav Hyperinflations and Our Saviors</i>	121
Дејан Поповић, <i>Оливера, Танзи, Милошевић:</i> <i>зашто је прихваћен Аврамовићев програм</i>	123
Dejan Popović, <i>Olivera, Tanzi, Milošević:</i> <i>Why was Avramović's Program adopted</i>	132
Дејан Шошкић, <i>Проблеми и изазови Аврамовићевој стабилизационој</i> <i>програма четвртог века касније</i>	133
Dejan Šoškić, <i>Problems and Challenges of Avramović Stabilization</i> <i>Program Quarter of a Century Later</i>	149

СТРУКТУРНЕ РЕФОРМЕ

Милица Увалић, Аврамовићев допринос економским реформама и транзиције у Југославију	153
Milica Uvalić, Avramović's Contribution to Transition-Related Economic Reforms in Yugoslavia	173

Милојко Арсић, Макроекономска стабилност у условима санкција и слабе државе	175
Milojko Arsić, Macroeconomic Stability Under Sanctions and Weak Government	205

Бранко Урошевић, Бошко Живковић, Никола Васиљевић, Хиперинфлација и банке	207
Branko Urošević, Boško Živković, Nikola Vasiljević, Hyperinflation and Banks	225

Милан Недељковић, Небојша Савић, Преливања монетарних шокова на финансијска тржишта током кризе: Србија и Евро зона	227
Milan Nedeljković, Nebojša Savić, Spillovers of Monetary Policy Shocks on Financial Markets: Serbia and Euro Zone	251

Милош Божовић, Утицај племених метала са Балкана на отплату јавног дуга Млеичке републике	253
Miloš Božović, The Influence of Precious Metals from the Balkans on Venetian Public debt Servicing	275

ДИСКУСИЈЕ

Душан Вујовић, Драгослав Драги Аврамовић: прави човек на правом месту – Свјетска банка 1953–1978.	279
--	-----

Јуриј Бајец, Аврамовићева издубљена бијелка за „ишврдо буџетско ојраничење“	295
--	-----

Марко Секуловић, Два свједочења о гувернеру Аврамовићу	303
--	-----

ПРИЛОЗИ

Канцеларија историчара групе Светске банке, Иштервју са Драгославом Аврамовићем, (Јохен Краске, Вашингтон, 1996. године)	313
--	-----

Драгослав Аврамовић, <i>Проїрам реконсїрукије монетарної сисїема, децембар 1993</i>	333
Бечки институт упоредних студија, <i>Оцена Аврамовићевої Проїрама</i>	339
Драгослав Аврамовић, <i>Проїрам II: Либерализација и тїрансформација јуїославенске тїривреде, 1995</i>	341

АНАТОМИЈА ХИПЕРИНФЛАЦИЈЕ И ПОКУШАЈ СТАБИЛИЗАЦИЈЕ У СР ЈУГОСЛАВИЈИ*: 1992–1994.**

ДИАНА ДРАГУТИНОВИЋ¹,
ЖЕЉКО БОГЕТИЋ², ПАВЛЕ ПЕТРОВИЋ³

А п с т р а к т. – Рад анализира битне карактеристике, узроке, монетарне и социјалне последице екстремне југословенске хиперинфлације у периоду 1992–1994. као и покушај њене стабилизације. Југословенска епизода била је историјски значајна и у међународном контексту, као треће рангирана хиперинфлација у економској историји по висини максималне (и просечне) месечне стопе. Иако је било бар седам епизода које су дуже трајале, комбинација висине максималне (просечне) стопе и дуготрајности даје најекстремнију хиперинфлацију у економској историји. Анализа је показала да су постојала два главна, међусобно повезана окидача југословенске хиперинфлаторне епизоде: један политички, други економски. Свакако, главни политички окидач био је распад земље и нагли губитак међурепубличког тржишта набавки и испорука, који је покренуо колапс економске активности и јавних прихода. У каснијој фази, ратне операције и прогресивно пооштравање и проширење спољашњег ембарга додатно су смањили економску активност и јавне приходе. Последично, економски окидач био је огроман буџетски и квазибуџетски дефицит који се у потпуности финансирао емисијом новца Централне банке, али и из других, неформалних канала емисије. У раду су, на бази шире литературе и сопствених истраживања, идентификоване и анализирани монетарне карактеристике које су уочене и у другим хиперинфлаторним епизодама. Прво, пад реалне тражње за новцем објашњен је Кејгановом једначином тражње за

* Заједничка држава Србије и Црне Горе – Савезна Република Југославија, формирана је у априлу 1992. Како је учешће Црне Горе у заједничкој држави око 5%, мерено различитим макроекономским индикаторима, то се *de facto* овај рад односи на анатомију хиперинфлације у Србији.

** Изворна верзија рада написана је у септембру 1994. (види: Bogetic, Željko, Diana Dragutinović and Pavle Petrović 1994). У односу на њу, текст је у свим поглављима значајно скраћен и прилагођен. Такође, за ову прилику дописан је део о доприносу Драгослава Аврамовића валутној реформи и стабилизацији. За разлику од изворне верзије рада, где год је то било могуће, коришћени су званични коначни подаци. Остали подаци су додатно проверени, пречишћени или су их аутори проценили у складу са променама методологије обрачуна Републичког завода за статистику.

¹ Економски факултет Универзитета у Београду, и-мејл: diana.dragutinovic@ekof.bg.ac.rs

² Светска банка, и-мејл: zbogetic@worldbank.org

³ Економски факултет Универзитета у Београду, и-мејл: pavle.petrovic@ekof.bg.ac.rs

новцем, према којој количина новца коју држе економски актери искључиво и инверзно зависи од стопе инфлације (тзв. феномен бекства из новца). Друго, функционални облик Кејгановог модела претпоставља да зависност између емисионог прихода и инфлације има облик Лаферове криве, тако да са растом стопе инфлације, инфлациони приход прво расте до тачке на којој је приход максималан и након тога опада. Све док је у стању да обезбеди растући или макар не опадајући емисиони приход, држава наставља са експлозивном емисијом новца, иако је свесна да је ова политика дугорочно неодржива. Тек кад се суочи са опадајућим приходима, држава напушта неодрживу политику и окреће се обуздавању инфлације. Овај резултат потврђује да конфликт око поделе трошкова реформе утиче на наставак вођења неодрживе политике, чак иако се зна да постоји политика која би обезбедила бољи исход за све (Alesina и Drazen, 1991). На крају, идентификован је и анализиран феномен недостатка новца. Проучавање трансмисионог механизма и анализа узročности указује на то да је раст новца непосредно утицао на депрецијацију динара, која је потом довела до раста цена (инфлације).

Неортодоксни стабилизациони програм Драгослава Аврамовића који се темељио на валутној реформи успео је брзо да заустави инфлацију. Анализа овог програма заслужује посебну пажњу зато што је започет и спроведен док је земља била суочена са потпуним ембаргом Уједињених нација (УН) свих комерцијалних трансакција и саобраћаја, чиме је практично било онемогућено стицање било каквог значајнијег прихода од легалне спољне трговине. Емисија старих динара је заустављена и уведен је нови динар. Како је његова емисија била везана за постојеће златне и девизне резерве, примењена је варијанта валутног одбора у оперативне активности централне банке. Програм се такође ослањао и на пореску реформу с краткорочним циљем рехабилитације прихода и средњорочним циљем побољшања њихове структуре. Раст јавних прихода као последица инверзног Танци ефекта и пореске реформе није елиминисао буџетски и квазибуџетски дефицит као крајњи узрок хиперинфлације. Иако политика контроле зарада није била иницијално планирана, зараде у државном сектору су замрзнуте у јуну 1994.

Упркос одржавању стабилности цена и фиксног курса, након првих шест месеци 1994. године, појавили су се и први знаци озбиљних неравнотежа. Новчана маса се није ни приближно вратила на пред-хиперинфлаторни ниво, а економски актери и даље нису користили домаћу валуту – нови динар, за штедњу. Неформалне каматне стопе које су многе банке наплаћивале, биле су знатно веће од званичних стопа. Осим тога, у августу 1994. године, Централна банка је званично променила монетарни режим валутног одбора напуштањем (непотпуне) покривености монетарне базе девизама и отворила редовни дисконтни прозор. Велики јавни сектор предузећа у државном и друштвеном власништву остао је неререформисан а тиме је и кључни проблем квазифискалних губитака ових предузећа остао нерешен.

Месечне зараде су порасле скоро 10 пута за мање од годину дана. Почетно повећање производње се зауставило и достигло границе које намећу ниски укупни расположиви ресурси, који су ограничили привреду. Све претходно

изнете неравнотеже су представљале озбиљну претњу стабилности у тешким спољним и домаћим структурним ограничењима.

Изнето искуство стабилизације показује да је у кратком року могуће зауставити екстремну хиперинфлацију у изразито неповољним спољним околностима и одржавати је без спољне финансијске подршке. Међутим, за дугорочну одрживост било је нужно отклонити узрок хиперинфлације. Креатори економске политике за то нису били спремни, али нису били спремни ни за нову хиперинфлацију. Они су стога емисију новца тако дозирали да генерише довољан инфлаторни приход за финансирање буџетског и квази-буџетског дефицита, имајући у виду ниску реалну количину новца (услед брзо заустављене ремонетизације), високо учешће готовине, те курс као оријентир за емисије новца, истовремено одлажући неопходно реструктурирање државних и друштвених предузећа и са тим везаним смањење квазифискалног дефицита. Како је то био ход по жици, повремено је долазило до убрзања депрецијације и инфлације. Услед страха од поновне хиперинфлације, креатори економске политике су реаговали периодичним успоравањем или чак заустављањем емисије, што је са своје стране утицало на кашњење државе у извршењу обавеза и монетизацију само дела дефицита.

Кључне речи: југословенска хиперинфлација, карактеристике, узроци, последице, стабилизација

1. УВОД

„Улични разговор у Београду:
– Колико је (немачка) марка?
– Три марке.”

НИН, београдски недељник,
31. децембар, 1994, стр. 11

Хиперинфлације и њихове стабилизације привлачиле су пажњу као ретке економске појаве. Традиционално, хиперинфлација се дефинише као период у ком инфлација премашује 50% месечно, односно око 13.000% годишње (Саган, 1956).⁴ Прве модерне хиперинфлације догодиле су се током и након Првог и Другог светског рата. Потом су нестале са светске позорнице, да би се поново појавиле почетком осамдесетих година 20. века и то у земљама Латинске Америке, некадашњег СССР-а, али и неким земљама захваћеним ратом. Свакако је најекстремнија била друга мађарска хиперинфлација између августа 1945. и јула 1946. са максималном стопом од $4,19 \times 10^{16}$, док су у целом

⁴ Дефиниција је арбитарна. Поређење се врши на основу дискретних стопа. Дискретна стопа од 50% једнака је континуираној стопи од око 41%. Дефиниција једне и друге стопе налази се у напомени, испод табеле 1.

хиперинфлаторном периоду цене порасле 10^{27} пута. Хиперинфлација у Зимбабвеу између марта 2007. и средине новембра 2008. са максималном стопом од $7,96 \times 10^{10}$ (и кумулативним порастом цена од 6×10^{26} пута) приближила се, али није достигла другу мађарску. Најновија, актуелна хиперинфлација у Венецуели, која је почела у новембру 2016. још увек је са својих 10.000.000% (1×10^7) на годишњем нивоу у 2019. далеко испод најекстремнијих. Овај рад описује и анализира југословенску хиперинфлацију 1992–1994. и покушај њене стабилизације. Трајала је 24 месеца. У фебруару 1992. године, месечна инфлација у Србији и Црној Гори⁵ достигла је конвенционалних 50%, чиме је означен почетак хиперинфлације. Врхунац је достигнут у јануару 1994. године, непосредно пред почетак стабилизације, кад је месечна стопа инфлације износила 313 милиона процената⁶ ($3,13 \times 10^8$).

Југословенска хиперинфлација је историјски значајна и у међународном контексту и у том смислу овај рад доприноси ограниченом међународном корпусу детаљних анализа великих хиперинфлационих епизода и њихових стабилизација. У поређењу са осталим познатим хиперинфлаторним епизодама, она је трећерангирана по висини максималне месечне стопе инфлације, након друге мађарске хиперинфлације и хиперинфлације у Зимбабвеу.⁷ Додатно, иако тек осма по дуготрајности, она је свакако најекстремнија уколико се посматра комбинација висине максималне (просечне) стопе и трајања. Ове карактеристике је чине екстремнијом и разорнијом од далеко познатијих и изучаванијих епизода, као што је немачка (1922) и аустријска (1923) хиперинфлација.

У фебруару 1994. године, почела је стабилизација која се темељила на валутној реформи. Уведена је нова валута са фиксним односом према немачкој марки, првобитно уз подршку златних и девизних резерви од око 300 милиона долара, скромних у апсолутном износу али знатних у односу на новчани оптицај старог динара. Истовремено, задржан је и стари динар у оптицају и фиксиран однос између старог и новог динара, уз престанак емисије старог динара. За само недељу дана, инфлација је заустављена. Нова валута, одмах названа „супер–динар“, постепено је истиснула стари динар из оптицаја. Ово је утицало да се роба, која је претходно нестала из продавница, у њих врати, а многе цене су пале.

Југословенска епизода је значајна и због изузетно неповољних околности под којима је реализована стабилизација, као и због њеног почетног успеха. Током хиперинфлације и касније стабилизације, југословенска економија суочавала се са великим ограничењима. Слично другим земљама у транзицији,

⁵ У априлу 1992. године, ове две републике формирале су заједничку државу – Савезну Републику Југославију (скраћено СРЈ).

⁶ Стопа инфлације од 313 милиона процената у јануару је званична процена. Међутим, када се она упореди са стопом депрецијације динара на црном девизном тржишту (2,35 милиона процената), што је далеко поузданији податак, чини се да је стопа инфлације значајно прецењена.

⁷ У септембру 1994. када је написана изворна верзија рада, југословенска хиперинфлаторна епизода била је другорангирана по висини максималне месечне стопе инфлације.

југословенској привреди је било неопходно реструктурирање. Међутим, за разлику од њих, земља се суочавала додатно и са (I) великим трансфером ресурса за субвенционисање територија које су биле укључене у оружане сукобе у Хрватској и Босни и Херцеговини, (II) трошковима велике наслеђене бирократије који су били димензионирани за претходну, далеко већу савезну државу и (III) свеобухватним међународним ембаргом свих комерцијалних трансакција и транспорта. Као последица ембарга УН, југословенски програм стабилизације није могао да се ослања на спољну помоћ, као што је то историјски био случај са другим успешним стабилизацијама. Непотребно је рећи да су ове околности, посебно свеобухватни екстерни ембарго и недоступност девиза, биле веома неповољне за спровођење дугорочне стабилизације.

Текст је организован на следећи начин. Одељак 2 описује динамику и волатилност хиперинфлације. Одељак 3 анализира узроке хиперинфлације: политичке догађаје који су довели до хиперинфлације и њене експлозивне динамике, као и фискалне узроке кризе. Одељак 4 истражује трансмисиони механизам између повећања новчане масе, депресијације девизног курса и инфлације. Део 5 приказује монетарне последице хиперинфлације. Прво је описано бекство из новца као реакција економских актера (становништва и привреде) на растућу инфлацију. Потом је описана интеракција инфлације и понуде новца и процењен инфлаторни порез. На крају је описан феномен недостатка новца. Поглавље 6 даје полит-економско објашњење истрајности у вођењу неодрживе политике и одлагања стабилизације, које се заснива на аргументу „рата исцрпљивањем“. Одељак 7 фокусира се на сам програм стабилизације и његов почетни успех. Одељак 8 наглашава допринос Драгослава Аврамовића валутној реформи и стабилизацији, имајући у виду да је он био не само главни комуникатор програма, већ и аутор концепта и неко ко је дао кредибилитет програму. Одељак 9 разматра зашто је програм успео да обезбеди привремену стабилност у веома неповољним условима, али не и трајну.

2. ДИНАМИКА И ВОЛАТИЛНОСТ ЈУГОСЛОВЕНСКЕ ХИПЕРИНФЛАЦИЈЕ

У фебруару 1992. године, месечна инфлација у Србији и Црној Гори достигла је конвенционалних 50% (Саган, 1956), чиме је означен почетак хиперинфлације, да би у 1993. дошло до њене експлозије. Месечне стопе инфлације кретале су се од 200 процената на почетку године, 400 процената у јуну и јулу, 2.000 процената у августу и октобру, 20.000 процената у новембру до 180.000 процената у децембру. Током готово читавог периода фебруар 1992 – јануар 1994, инфлација је стално постављала нове рекорде са врхунцем од *званичних* 313 милиона процената оствареним у јануару 1994. Уз све то, она је била и екстремно нестабилна. О развоју и волатилности стопе инфлације (мерене индексом цена на мало) најбоље сведочи табела 1.

Табела 1. Месечне стопе инфлације (мерене индексом цена на мало) у току југословенске хиперинфлације и стабилизације: јануар 1992. – децембар 1994.

1992.	Инфлација		1993.	Инфлација			Инфлација	
	дискретна	контин.		дискретна	дискретна		контин.	дискретна
Јануар	29.1%	25.5%	Јануар	100.6%	69.6%	Јануар	313563558.0%	1495.8%
Фебруар	50.7%	41.0%	Фебруар	211.8%	113.7%	Фебруар	2143.3% ^{а)}	311.1%
Март	41.9%	35.0%	Март	225.8%	118.1%	Март	-6.7%	-6.9%
Април	77.5%	57.4%	Април	114.1%	76.1%	Април	-0.4%	-0.4%
Мај	80.8%	59.2%	Мај	205.2%	111.6%	Мај	-0.3%	-0.3%
Јун	102.3%	70.4%	Јун	366.7%	154.1%	Јун	-1.4%	-1.4%
Јул	62.0%	48.2%	Јул	431.6%	167.1%	Јул	-1.3%	-1.3%
Август	42.4%	35.4%	Август	1880.6%	298.6%	Август	-0.5%	-0.5%
Септембар	64.4%	49.7%	Септембар	643.2%	200.6%	Септембар	0.2%	0.2%
Октобар	49.8%	40.4%	Октобар	1895.6%	299.4%	Октобар	1.4%	1.4%
Новембар	33.3%	28.7%	Новембар	20190.1%	531.3%	Новембар	7.0%	6.8%
Децембар	46.6%	38.3%	Децембар	178882.0%	749.0%	Децембар	2.5%	2.5%

Извор: Савезни завод за статистику

Напомена: Дискретне стопе су израчунате као $(p_t / p_{t-1}) - 1$, а континуиране као разлика између природног логаритма : $\ln p_t - \ln p_{t-1}$, где p_t и p_{t-1} означавају ниво цена у текућем (t) и претходном периоду (t-1), респективно; а) месечна стопа у фебруару 1994. прецењује инфлацију, јер укључује пренесену инфлацију. Недељни подаци, који су као пример дати у табели 6 показују да је инфлација заустављена недељу дана након увођења програма 24. јануара, те да је била готово равна нули у фебруару.

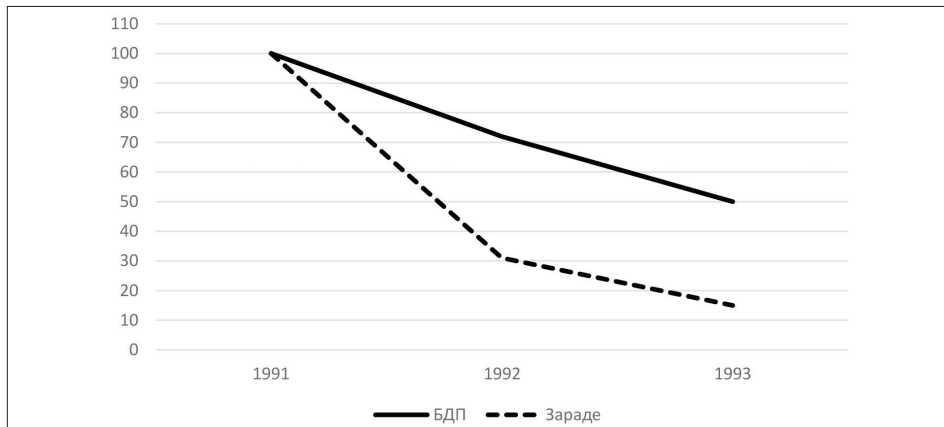
На нестабилност инфлационих стопа током читавог хиперинфлаторног периода додатно су утицала и два покушаја административног регулисања цена⁸: у јуну 1992. године, и у августу 1993. Чињеница да су ове интервенције (административне мере) биле концентрисане на последицу (инфлацију) а не на узрок (буџетски дефицит и емисију новца), одражавала је дубоко неразумевање инфлационих процеса и последица контроле цена у условима високе инфлације од стране креатора економске политике. Резултати су били предвидиви. У првом случају, 1992, цене виталних производа су замрзнуте, док је већина цена остала у режиму контроле. Испоставило се да је комбинација замрзавања и контроле цена успела да смањи месечну стопу инфлације од преко 100% у јуну на 62% у јулу. Месечна инфлација се стабилизовала на том нивоу у периоду од неколико месеци, али уз распрострањене несташице многих производа, укључујући и егзистенцијалне. Неколико месеци касније, контрола је напуштена, а већ у јануару 1993. године, месечна инфлација поново је премашила 100% и наставила је убрзано да расте. Други случај свеобухватног замрзавања цена, у августу 1993. године, резултирао је новим, великим несташицама основних роба као што су шећер и брашно на пример, инфлација је привремено пала са готово 1.900% у

⁸ Треба разликовати контролу од замрзавања цена. Док се замрзнуте цене не смеју мењати, цене производа које су у режиму контроле, могу се променити, уз образложење, као резултат повећаних трошкова инпута.

августу на 643% у септембру. Међутим, у октобру, када је замрзавање цена било *de facto* напуштено, инфлација је већ премашила ниво из августа и била на узлазној путањи.⁹ Велика нестабилност стопе инфлације, типична за хиперинфлацију, у суштини је уништила информациону основу за формирање релативних цена у домаћој валути и утицала на скоро потпуну „маркизацију”¹⁰. Ово значи да се штедело у маркама, све цене су биле одређене у маркама, и већина трансакција се обављала у маркама. Динар је практично изгубио своје основне функције валуте, као средства за плаћање, обрачунске јединице и средства за штедњу.

Није изненађујуће, али подједнако драматично погоршање економске ситуације се одвијало у реалној привреди где је реални друштвени производ у року од три године, кумулативно пао на 50 процената нивоа из 1991. (слика 1). Ово је било праћено огромним растом скривене незапослености и падом плата изражених у УСД у формалном сектору на 15% нивоа из 1991. Међутим, пад куповне снаге плата био је мањи (приближнији паду БДП), имајући у виду да су цене инфраструктурних услуга и кључних прехранбених производа биле под контролом. У сваком случају, хиперинфлација је била праћена стварном „великом депресијом“ у реалном сектору привреде.

Слика 1. Реални пад БДП и просечних зарада: 1990–1993. (1990=100)



Напомена: Пад БДП израчунат је на основу БДП у сталним ценама, док је пад зарада израчунат на основу зарада изражених у текућим УСД.

Извор: Процена аутора на основу података Статистичког годишњака Савезне Републике Југославије и табеле 2

⁹ То је слично покушају да се обузда хиперинфлација помоћу контроле цена током Chiang Kaishek владе у Кини, у августу 1948. Слично као у Југославији, стабилизациони покушај у Кини је пропао за само неколико месеци (Friedman, 1992).

¹⁰ Термин *маркизација* има исто значење као и термини *доларизација* или *евроизација*, само ближе одређује у коју валуту из националне беже економски актери. У случају Југославије, то је била немачка марка. У случају Пољске, земаља Латинске Америке и Зимбабвеа, то је био амерички долар.

3. ПОРЕКЛО ХИПЕРИНФЛАЦИЈЕ

Наведене карактеристике југословенске хиперинфлације отвориле су следећа питања. Који су то кључни догађаји који су били повезани са избијањем и експлозивном динамиком југословенске хиперинфлације? Која је улога јавних финансија и других фактора инфлације? У наставку текста се трага за одговорима на ова питања.

3.1. *Политички окидачи хиперинфлације*

Траг до окидача хиперинфлације обично води до неког посебног догађаја у прошлости (или скупа догађаја) који је покренуо спиралу све нестабилнијих промена цена, курса и новца. Најчешће, примарни узроци су такви догађаји као што су ратне операције и распад земље (што је праћено емисионим финансирањем буџетског дефицита), али они могу бити и кризе дуга или нагло погоршање односа размене у мирним временима.¹¹ Хиперинфлација у СР Југославији није била изузетак. У ствари, њен почетак и редослед догађаја који су довели до њеног избијања били су упадљиво слични аустријској епизоди у периоду 1919–1923. након распада Аустроугарске империје (Dornbusch, 1992).

Распад југословенске државе био је праћен ратним операцијама и потпуним обустављањем међурепубличке трговине (јединственог југословенског тржишта), на које су српска и црногорска привреда биле ослоњене у далеко већој мери него на спољну. Ово је утицало на оштар пад производње у многим делатностима. Додатно, у мају 1992. године, УН су увеле међународне санкције на скоро све комерцијалне трансакције, укључујући спољну трговину, финансијске трансакције и транспорт са СР Југославијом. Девизна и физичка имовина државних субјеката у иностранству је замрзнута за време трајања ембарга. Ембарго је прво проширен и поштртен у новембру 1992. године на све трансакције и транспорт, осим хуманитарне помоћи, а потом и у априлу 1993. Међутим, његов утицај се почео значајно осећати у привреди тек у другој половини 1992. године, тако да је допринео економској кризи која је почела много раније. Такође, не може се рећи да је ембарго изазвао хиперинфлацију, јер је она почела пре почетка ембарга. Међутим, са увођењем и поштравањем ембарга, општа економска и социјална криза се заштравала.

¹¹ Након Кејгановог утицајног папира, дошло је до наглог пораста литературе о хиперинфлацијама и стабилизацијама хиперинфлација. Референце укључују, на пример, Bernholz (1989, 1993), Dornbusch and Fischer (1986). Такође, постоје бројне студије за одређене земље, као нпр. Siklos (1989, 1991) о мађарској хиперинфлацији, Sachs (1986), Bernholz (1988), и Morales (1991, 1993) о Боливији, Wicker (1986) и Dornbusch (1992) о аустријској хиперинфлацији.

3.2. Фискални узроци хиперинфлације: *буџетски дефицит и потреба државе за емисионим приходом*

Од почетка распада бивше Југославије било је врло тешко створити тачну слику о величини и структури консолидованог буџета СР Југославије, нарочито о величини и структури јавних расхода. Недостатак поузданих званичних података попуниле су процене аутора.¹²

Значајан истраживачки напор аутори су уложили и у процену БДП. Као и у већини земаља Источне Европе, Савезни и републички заводи за статистику, обрачунавали су и објављивали само материјални концепт „домаћег производа“ (скраћено БМП), који из обрачуна искључује здравствене, образовне, финансијске, услуге становања, као и друге услуге. Постојале су оцене да БМП СР Југославије представља приближно 80–90% бруто домаћег производа (скраћено БДП).¹³ Прелазак Републичког завода за статистику на обрачун бруто домаћег производа од 1995. уз задржавање обрачуна бруто материјалног производа до 2002. показао је да је БДП већи од БМП у просеку за 25% када се упоређују први подаци. Додатно, БДП је био предмет честих ревизија, за разлику од БМП-а. Те ревизије су показале да је коначни податак за БДП већи од почетног за 19% у просеку.

За недостајуће податке о БДП у периоду 1990–1994. који су важни за разумевање економских тенденција у хиперинфлаторном периоду, сидро за процену аутора био је званични податак за БДП у 1995. и динамика БМП-а на основу које је реконструисана серија уназад, до 1990. године. Контролно, званични подаци за словеначки БДП у 1990. и 1991. (пошто је Словенија тада била у саставу заједничке државе) упоређен је са реконструисаним подацима за Србију, уважавајући разлике у развијености између Словеније и СРЈ. Добијени БДП у периоду 1990–1991, процењен на основу словеначког БДП-а, идентичан је изведен на основу динамике БМП.

Велике разлике између БМП-а као индикатора економске активности у време писања чланка и данашње оцене БДП-а за исти период, у знатној мери мењају учешће макроекономских променљивих у индикатору економске ак-

¹² Из јавно доступних података није било лако сагледати тачно стање јавних финансија. Прво, уместо консолидованих, били су доступни бруто подаци, добијени као збир прихода и расхода појединачних нивоа фискалне власти (буџета Федерације, Република, Покрајина и локалних заједница, као и фондова социјалног осигурања), што је преувеличавало и приходну и расходну страну буџета, због међусобних трансфера. Друго, подаци о расходима представљали су далеко већи проблем од приходне стране будући да су биле доступне и алтернативне информације о приходима од стране пореске управе на основу којих је било могуће консолидовати приходну страну и добити јасну слику о структури прихода. Нажалост, на другој страни, структура расхода ни по економској, ни по функционалној класификацији није била доступна, тако да је била предмет различитих процена.

¹³ У периоду писања и објављивања изворне верзије овог чланка, БМП је коришћен као индикатор економске активности за период 1991–1993. с обзиром да нису постојале поуздане процене БДП-а било са приходне или расходне стране.

тивности, али што је још значајније, мењају закључке. Тако, на пример, данас се може рећи да је проблем тог периода била неусклађеност јавних прихода и расхода, а не величина јавне потрошње *per se*, како се тада говорило.

Табела 2, на основу процењених података, даје преглед кључних тенденција, пре и током хиперинфлације, које су важне за разумевање фискалних узрока југословенске хиперинфлације. Прво што се може приметити је пад учешћа и пореских прихода и расхода државе у БДП. Друго, пад учешћа пореских прихода био је знатно већи од пада учешћа расхода, што је довело до тога да буџетски дефицит остане скоро непромењен у доларском износу (око 3 млрд. УСД), али је учешће дефицита порасло од 10,8% БДП (1991) на 22,6% (1993). Ово је карактеристика већине хиперинфлаторних епизода. Треће, на пад учешћа јавних расхода пресудно је утицала инфлација која је обезвредила издатке државе, посебно издатке за плате, пензије и остала социјална давања. Четврто, знатно мањи пад јавних расхода од прихода може се објаснити чињеницом да је СР Југославија, у одсуству уплата осталих република, преузела финансирање надлежности Федерације (Југословенске народне армије, дипломатије, савезне администрације, економског развоја недовољно развијених република и покрајина и субвенције компанијама). Рат у суседству (ескалација борби у Хрватској и Босни и Херцеговини и рапидно погоршање регионалне безбедносне ситуације), утицао је на повећање расхода државе због трансфера Крајинама¹⁴, али и повећаних трошкова збрињавања избеглица и рањеника. Пето, порески приходи су пали из три разлога: (I) услед прекида међурејубличке трговине и спољног ембарга, дошло је до слома производње и још драматичнијег пада зарада, што је директно смањило расположиву пореску основицу; (II) услед трансфера активности из редовне у „сиву” привреду која не плаћа порез (пореске евазије), као и праксе избегавања плаћања пореских обавеза;¹⁵ (III) услед снажног Кејнз–Оливера–Танци ефекта који је деловао у

¹⁴ Термином су обухваћени ентитети унутар административних граница Хрватске (Република Српска Крајина) и Босне и Херцеговине (Република Српска). У недостатку међународно препознатљивих термина, за потребе овог рада користио се термин „Крајине” (за оба ентитета), да би се означили ентитети ван СР Југославије, који су били главни примаоци трансфера.

¹⁵ „Сива” привреда укључује нерегистровани доходак у производњи легалних роба и услуга, без обзира да ли се ради о финансијским или бартер трансакцијама. Дакле, укључује све економске активности које су могле бити предмет опорезивања, да су биле пријављене пореским ауторитетима. Треба, такође, направити разлику између евазије и избегавања плаћања пореза. Док пореска евазија укључује нерегистровани доходак samozапослених, као и приходе или стицање имовине од нерегистрованих активности, избегавање подразумева коришћење законских могућности за смањење пореског оптерећења (плаћање дела зарада у природи; готовинска исплата само неопорезивих личних примања као што су били топли оброк, регрес и дневнице; повремено ангажовање додатних радника чије је ангажовање мање оптерећено порезима и доприносима у поређењу са стално запосленима). Због високих пореских стопа *de jure* и велике користи од неусклађености и непоштовања прописа, (тј. ниских трошкова њиховог непоштовања) било је екстремно лоше извршења пореских обавеза. Отворена евазија и избегавање плаћања били су широко распрострањени.

раздобљу 1992–1993. У условима високе инфлације, уколико је дуг временски размак између стицања дохотка, пријаве пореским властима (обрачуна) и уплате (односно у условима кашњења у прикупљању пореза у односу на обрачун и стицање дохотка) долази до знатног губитка реалних пореских прихода. Дејство овог ефекта је било снажно упркос мерама фискалних власти које су довеле до смањења периода заостајања од стицања дохотка, преко обрачунавања до прикупљања пореза. У случају стабилизације, овај ефекат делује у супротном смеру, тако да долази до раста реалне вредности пореских прихода.

Табела 2. СР Југославија: макроекономски индикатори у периоду 1991–1993.

Макроекономске променљиве	1991.	1992.	1993.
Инфлација – годишњи просек ^{а)}	116.8	9,437.9	1.145 X 10 ¹⁴
Инфлација – месечни просек ^{а)}	10.7	56.7	17,095.6
Просечна месечна инфлација, на годишњем нивоу ^{а)}	238	21,888.0	6.70 X 10 ²⁸
БДП (\$ млрд.)	28.4	20.4	13.4
Реална стопа раста	-11.62%	-27.90%	-30.76%
Број становника, у мил.	10.41	10.45	10.48
БДП р.с. (\$)	2,728	1,952	1,279
Просечне зараде (\$)	165	51	24
Реална новчана маса (1991=100)	100	31,5	1,2
Реални девизни курс 1989=100 ^{б)}	67	112	733
Емисиони приход на М1 (% БДП)	12.8%	11.9%	17.7%
Емисиони приход на Н (% БДП)	8.5%	7.4%	8.2%
Порески приходи, на основу месечних података (% БДП)	23.5%	13.6%	9.6%
Порески приходи, на основу годишњих података (% БДП) ^{в)}	27.6%	16.1%	9.6% ^{в)}
Јавни расходи (% БДП) ^{г)}	38.4%	32.1%	32.2%
Буџетски дефицит (% БДП) ^{г)}	10.8%	15.9%	22.6%

Извор: аутори на основу података Народне банке Југославије и Савезног завода за статистику:

а) Стопе инфлације су дискретне.

б) Повећање индекса реалног девизног курса означава депрецијацију реалног девизног курса.

Када се децембарски податак искључи из процене реалног курса, тај број је знатно мањи: 156.

Склони смо да искористимо овај број као меру реалне депресијације у хиперинфлаторној 1993, пошто је званична процена инфлације у децембру 1993. године донекле непоуздана.

в) Годишњи подаци за пореске приходе за 1993. нису објављени, тако да су коришћени месечни подаци Службе друштвеног књиговодства.

г) Процене аутора

Процењено заостајање наплате по основу пореза на промет и доприноса за социјално осигурање (који су чинили главнину државних прихода) износило је 20 дана у првом тромесечју, 15 дана у другом тромесечју, 10 дана у

трећем кварталу и 5 дана у четвртном кварталу 1993.¹⁶ Према табели 3, губици пореских прихода услед Танци ефекта у кварталној динамици износили су 48,8%, 43,4%, 52,3% и 58,4% респективно.

Табела 3. Инфлаторна ерозија пореских прихода у СРЈ 1993. године (у %)

Квартал	Просечна месечна инфлација*	Кашњење у данима			
		5 дана	10 дана	15 дана	20 дана
Први	173				48,8
Други	212			43,4	
Трећи	822		52,3		
Четврти	19.112	58,4			

Напомена: геометријски просек дискретних стопа.

Да би се смањио пад пореских прихода, а у недостатку политичке воље да се обори инфлација, фискалне власти су предузеле и додатне мере у раздобљу од 1992–1993, укључујући: (I) повећање пореских стопа, пре свих стопа пореза на промет у малопродаји; (II) увођење нових пореза, као што је на пример порез на финансијске трансакције.¹⁷ Међутим, предузете мере нису могле спречити губитке у реалним пореским приходима. Ипак, до привременог повећања пореских прихода дошло је у трећем и четвртном у односу на друго тромесечје 1992. године, услед кратког покушаја административне контроле цена, када је стопа инфлације пала са 103% у јуну 1992. године на 56% и 43% месечно у трећем и четвртном тромесечју респективно. То сутерише да инверзни Танци ефекат, чак и у условима екстремне инфлације, до неке мере, може привремено обуставити драматичан губитак реалних пореских прихода.

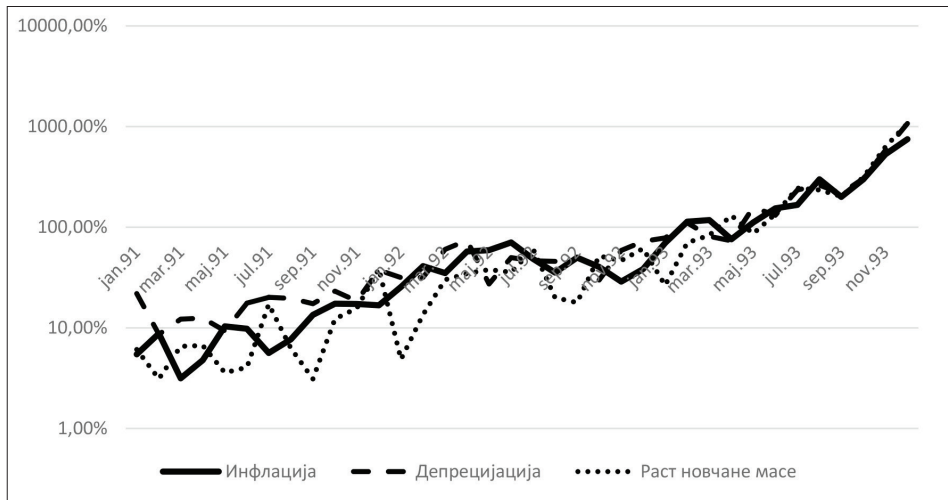
4. ТРАНСМИСИОНИ МЕХАНИЗАМ ИЗМЕЂУ ДИНАМИКЕ НОВЧАНЕ МАСЕ, ДЕВИЗНОГ КУРСА И ЦЕНА

Визуелна инспекција инфлације, депрецијације динара и раста новчане масе упућује на то да је раст новчане масе који је био потребан за финансирање буџетског дефицита претходио депрецијацији до октобра 1993, као и да се инфлација прилагођавала депрецијацији (слика 2). У периоду октобар–децембар 1993. помаци између раста новчане масе, депрецијације и инфлације постају све краћи. Дакле, потпуни пренос утицаја пораста новчане масе обавља се у веома кратком временском периоду, скоро синхронизовано. Ово је универзална појава, уочена и у другим епизодама хиперинфлације.

¹⁶ Оцена CES MECON (1993).

¹⁷ Порез на финансијске трансакције уведен је у јесен 1993. Све финансијске трансакције које су се обављале посредством банака и Службе платног промета (уплате/исплате са текућег рачуна, пребацивање новца са рачуна на рачун) опорезоване су по линеарној стопи од 2%.

Слика 2. Инфлација, депрецијација и раст новчане масе (месечне стопе раста у %)



Извор: аутори на основу података Народне банке Југославије и Савезног завода за статистику

Очекивало се да на динамику хиперинфлације пресудно утичу инфлаторна очекивања, која се у „маркизованој” привреди изједначавају са очекиваном депрецијацијом домаће валуте. Свим економским актерима, црни курс динара у односу на марку је био главни оријентир, а не стопа инфлације. Питање које се најчешће постављало на београдским улицама било је „колико сада вреди једна немачка марка?”. Одговор је давао индикацију о очекиваној стопи инфлације за следећи дан. Не мање важна је и чињеница да су дневне промене курса на црном девизном тржишту биле универзално познате. Будно су их пратили сви: од уличних трговаца и домаћица, преко сељака на зеленим пијацама до менаџера банака и предузећа. Сви они су темељили своје економске одлуке на актуелном и очекиваном кретању курса динара. С друге стране, подаци о понуди новца и стопи инфлације били су познати само специјалистима, и то најмање с више од једног месеца кашњења. У овим условима било је очигледно да је динамика инфлације била претежно под утицајем очекиване депрецијације динара (очекиване инфлације у „маркизованој” привреди). Свако повећање понуде новца се брзо (са кратким помаком) и у потпуности преносило на црно девизно тржиште и директно утицао на курс динара.

Следећи цитат из београдских дневних новина, непосредно пред врхунац хиперинфлације и почетак програма стабилизације, даје илустративан пример интензитета дневне инфлације и улоге очекивања депрецијацију курса: „Јуче (ујутро) је цена (немачке) марке на црном тржишту била 2,0 милиона динара, а око 15.00 часова била је 2,5 милиона динара. Београдски дилери нису били вољни да продају марке, јер очекују да ће курс достићи 5 милиона динара (за једну немачку марку) до вечери. [...]” (Полиџика 16. јануар, 1994, стр. 9).

Визуелно и анегдотско објашњење претпостављеног трансмисионог механизма¹⁸ и узрока инфлације подржавају економетријске оцене.¹⁹ У систему који чине три варијабле: депрецијација динара, раст новчане масе, и стопа инфлације, идентификована су два коинтегрирајућа вектора: први, који показује да су депрецијација динара и стопа инфлације дугорочно усклађене; и други који показује дугорочну усклађеност депрецијације динара и раста новчане масе. У обе коинтеграционе једначине коефицијент уз објашњавајућу променљиву је близак јединици, што у случају једначине цена указује на потпуно преливање депрецијације курса динара на инфлацију. Тестови егзогености (Johansen, 1988) потврдили су да узрочност иде од депрецијације према инфлацији у првој једначини, односно од раста новчане масе према депрецијацији у другој једначини. Коначно, потврђено је да је у овом систему раст новчане масе једина егзогена, што значи да је узрочност ишла од новца према курсу, а затим ка ценама.

Коначно, оцена краткорочног модела са корекцијом равнотежне грешке брзине (раста) инфлације показала је да је након експлозије цена током лета 1993. године, утицај претходних вредности раста инфлације постао безначајан. Ово указује на потпуно одсуство инерције и велики значај очекивања као детерминанте хиперинфлације, што је конзистентно с тренутним заустављањем инфлације у року од недељу дана након фиксирања курса 24. јануара (види табелу 6). Дакле, у завршној фази, инфлација и њен раст су се покретали искључиво депрецијацијом на црном девизном тржишту и њеном брзином (њеним повећањем).

5. МОНЕТАРНА ДИНАМИКА ЈУГОСЛОВЕНСКЕ ХИПЕРИНФЛАЦИЈЕ

У тексту који следи, објашњени су монетарни феномени који су карактеристични за све хиперинфлаторне епизоде, укључујући и југословенску, уз неке специфичности. Први је „бекство” из новца или пад реалне тражње за новцем²⁰ до кога долази са растом инфлације. У условима хиперинфлације, цене расту брже од новчане масе, тако да се она своди на делић иницијалне вредности. Други је зависност монетарне динамике од емисионог прихода. Монетарна динамика се објашњава чињеницом да је емисија новца једноставан начин да држава дође до реалних ресурса, ослањањем на специјалну

¹⁸ Посматран је период од јануара 1991. до октобра 1993. године (месечни подаци). Након привремене стабилизације, инфлација се опет јавља крајем 1990. године, и убрзава 1991. (што оправдава укључивање 1991)

¹⁹ Pavle Petrović, Željko Bogetić, Zorica Mladenović, The Yugoslav Hyperinflation of 1992–1994: Causes, Dynamics, and Money Supply Process, *Journal of Comparative Economics*, Vol. 27, p. 335, 1999.

²⁰ Реална тражња за новцем има исто значење као реална новчана маса. То је новчана маса дефлационисана или индексом цена или девизним курсем.

врсту пореза – пореза на реалну новчану масу, за који нису неопходне ни законодавне промене, ни снажна администрација. Међутим, ефективност (делотворност) овог метода опада са растом инфлације, тако да је потребна све већа емисија да би се одржао исти приход. Трећи феномен је „недостатак новца”, упркос непрекидној емисији новца и паду тражње за новцем. Пораст цена је толико застрашујући да емисија новчане масе то није могла да прати. Људи чекају у редовима да би од банке добили чекове, па онда чекају у још дужим редовима да би купили немачке марке или се снабдели на зеленој пијаци на којој се примао једино готов новац.

5.1. Тражња за новцем

Пад реалне тражње за новцем током југословенске хиперинфлације најбоље илуструје чињеница да се реална новчана маса 24. 01. 1994. свела на само 1% предхиперинфлаторног нивоа.

Пад реалне тражње за новцем у хиперинфлацији директно следи из Кејганове функције тражње за новцем. Кејган је био први који је приметио да током хиперинфлације, инфлаторна очекивања „потоплавају” све остале утицаје на реалну тражњу за новцем. Ово у великој мери поједностављује модел тражње за новцем, пошто се могу занемарити промене реалног дохотка и реалне каматне стопе, чије су варијације веома мале у односу на монетарне факторе. Дакле, у Кејгановом поједностављеном моделу, реална тражња за новцем у потпуности зависи од инфлаторних очекивања – пада (расте) са растом (падом) очекиване инфлације.

Овај функционални облик претпоставља да зависност између емисионог прихода и инфлације има особине Лафер криве, што значи да постоји стопа (која је једнака инверзној вредности полуеластичитета тражње за новцем) на којој је инфлациони приход максималан, а динамика новчане масе у хиперинфлацији може се објаснити потребом државе за растућим или макар неоппадајућим емисионим приходом.

Динамика реалне новчане масе и стопе инфлације приказана је на слици 3. Упркос неким нестандардним опсервацијама, динамика реалне тражње за новцем има кретање које је конзистентно са Кејгановим моделом. Раст инфлације, дакле, доводи до пада реалне новчане масе коју становништво и привреда држе.

Слика 3. Реална количина новца и инфлација: хиперинфлација и стабилизација



Извор: аутори на основу података Народне банке Југославије и Савезног завода за статистику

Оцене функције реалне тражње за новцем у југословенској хиперинфлацији показале су да Кејганов модел тражње, оцењен на месечним подацима²¹, није могао објаснити хиперинфлаторни период у целини, посебно његов крај и најекстремнији део, од септембра 1993. до јануара 1994. Такође, према овом моделу, постојао је огроман јаз између стварне и оптималне месечне стопе инфлације од 27% (тзв. Кејганов парадокс). Међутим, оцена функције тражње за новцем на дневним подацима разрешила је Кејганов парадокс²². Модел је добро објаснио последњих шест месеци хиперинфлације, што указује на то да економски актери у екстремним условима своје одлуке прилагођавају дневно. Добијен је дневни еластичитет од 5,37 који одговара месечном од 0,18, тако да стопа од чак 555% месечно максимизира емисиони приход. Резултат показује да је тражња за емисионим приходом „гурала” привреду у хиперинфлацију која је трајала све док се могао прикупити неоппадајући емисиони приход.

5.2. Понуда новца и емисиони приход

Пракса значајне монетизације буџетског дефицита, тј. штампање новца ради покривања буџетског мањка започела је још 1991. Као што је то био случај и у другим хиперинфлацијама, повећање емисионог прихода претходило је хиперинфлацији. При томе, емисиони приход по основу експанзије новчане масе

²¹ Pavle Petrović, Zorica Mladenović (2000), “Money demand and exchange rate determination under hyperinflation: conceptual issues and evidence from Yugoslavia. *Journal of Money, Credit and Banking* 32.

²² Zorica Mladenovic, Pavle Petrovic (2010), “Cagan’s paradox and money demand in hyperinflation: Revisited at daily frequency”, *Journal of International Money and Finance*.

(M1) бољи је индикатор емисионог финансирања државног дефицита у односу на примарни новац или примарну емисију, због децентрализоване емисије депозитног новца. То значи да се дефицит све више финансирао неформалним „сивим” каналима емисије новца, изван директне контроле централне банке. Према речима тадашњег гувернера Божидара Газиводе, Централна банка није имала ни сазнање ни контролу над стварањем „жиро новца” или „сивог новца”.²³

Кредити централне банке чинили су заиста само део повећања понуде новца. Комплементарни канали монетарне експанзије могли су се уочити анализом биланса централне банке. Укупан примарни новац је сума кредита одобрених од стране централне банке и нето-иностране имовине. Његова емисија врши се одобравањем кредита држави и банкама, али и куповином девиза на девизном тржишту. У тадашњим околностима, није постојала формална могућност промене понуде новца путем девизних трансакција. Последично, пораст кредита централне банке требало је да буде једнак порасту примарног новца. Међутим, подаци за 1993. (види табеле 4 и 4а) показују знатан несклад између пораста примарног новца и повећања кредита централне банке. Вишак примарног новца над примарном емисијом је показатељ тзв. „сиве емисије” или емисије новца, изван контроле централне банке.

Главни канал овог неформалног издавања новца или „сиве емисије” функционисао је у троуглу који су чиниле: републичке (покрајинске) централне банке²⁴, служба друштвеног књиговодства (СДК), и одабрани клијенти (банке и предузећа). Конкретно, „сиви” новац је настајао када се депозитни рачун клијента (формално контролисан од стране СДК и републичких/покрајинских централних банака) незаконито повећа, а да није истовремено дошло до уравнотежавајућег смањења на неком другом рачуну. Тако нпр. стање на рачунима је често увећавано једноставним дописивањем нула већ постојећим износима. Клијент којем је „убачен” новац, подноси захтев СДК да му се са жиро рачуна исплати готовина и преко дилера купује девизе за готовину. Након извесног времена, разлика између номиналних депозита у банкарском сектору и оних наведених у билансу централне банке се уравнотежава *ex post* одобравањем кредита централне монетарне институције, или регионалних централних банака, који клијент (по истеку рока предвиђеног кредитним условима) враћа, продајући девизе по вишем курсу.

Такође, новац се емитовао и креирањем негативних стања (и фиктивних позитивних стања) на жиро рачунима државе и других организација, појединаца и банака. На овај начин легализовано је плаћање са празних рачуна. На пример, када појединац плаћа чеком за робу купљену у државној трговини, без одговарајућег износа на свом рачуну, резултат је повећање на банкарском депозитном рачуну те трговине, а тиме и повећање депозитне компоненте M1, што повећава понуду новца. Неколико дана (недеља) касније,

²³ *Економска јолићка*, 15. новембар, 1993.

²⁴ Односи се на Централну банку Србије, Централну банку Црне Горе и регионалне централне банке Војводине и Косова и Метохије.

пошто је инфлација смањила динарски дуг, појединац плаћа своје рачуне, уз знатно мањи реални износ новца. Разлика у повећању банкарских депозита државне трговине и смањења депозита појединца одражава нето повећање „сивог новца” или емисију новца изван формалних канала. У завршној фази хиперинфлације, ово је била широко распрострањена пракса.

Највећи део сиве емисије је пуштен у форми кредита за ликвидност банкама од стране регионалних централних банака. И саме банке су биле емитенти, уласком у обавезну резерву или преко негативне позиције резерви ликвидности банке.

Емисиони приход у доларском износу у 1993. који је прикупљен „опорезивањем” различитих монетарних агрегата приказан је у табелама 4 и 4а. Као дефлатор се користио девизни курс на црном девизном тржишту. У табели 4, месечне промене новца дефлационисане су одговарајућим просечним курсом у том месецу, док табела 4а даје месечну суму дневних промена новчане масе које су дефлационисане дневним курсевима.

Табела 4. Емисиони приход у 1993, на темељу месечних података (у мил. УСД)

	Емисиони приход					
	Кредити држави	Кредити банкама	Укупни кредити	Примарни новац	Готовина	Новчана маса (М1)
Месечни просек	31	28	59	88	41	166
Укупно	369	335	714	1051	496	1988
% БДП ^{а)}	2.8%	2.5%	5.3%	7.8%	3.7%	14.8%

а) БДП, најновије процене аутора

Табела 4а. Емисиони приход у 1993, на темељу дневних података (у мил. УСД)

	Емисиони приход					
	Кредити држави	Кредити банкама	Укупни кредити	Примарни новац	Готовина	Новчана маса (М1)
Месечни просек	26,5	31	57,5	99	48	200
Укупно	318	371	689	1192	578	2406
% БДП ^{а)}	2.4%	2.8%	5.1%	8.9%	4.3%	18.0%

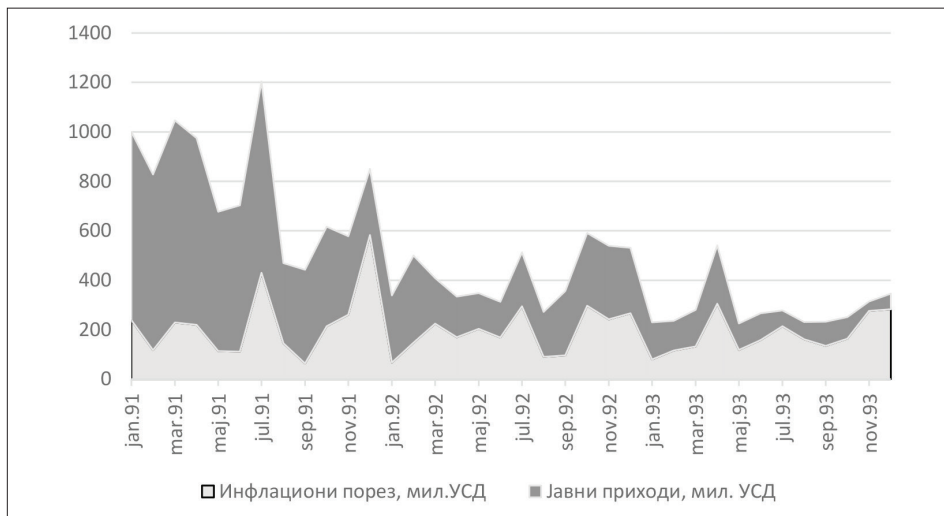
а) БДП, најновије процене аутора

Друга процена је поузданија, пошто је узета у обзир реалнија, дневна динамика варијабла, што је квантитативно значајно само у случају „опорезивања” М1, јер даје већу процену емисионог прихода за 20%. Просечна месечна вредност емисионог прихода у 1993. износила је око 58 милиона долара (мерено „опорезивањем” кредита које је одобрила централна банка), 100 милиона УСД (мерено „опорезивањем” примарног новца у последња четири месеца 1993. године) и 200 милиона долара (мерено „опорезивањем” новчане масе),

што представља 5,1%, 8,9% и 18% БДП, респективно. Разлика између 5,1% пореза на одобрене кредите који су једини извор званичне понуде новца, у односу на 18% пореза на М1 указује да хиперинфлације вероватно не би ни било да је дефицит буџета био једнак одобреним кредитима централне банке.

Слика 4 приказује кретање пореских прихода и инфлаторног пореза који је прикупљен експанзијом новчане масе из легалних и описаних нелегалних канала емисије. Упркос њиховој изразитој варијабилности на месечној основи, може се уочити оштра тенденција пада пореских прихода, док емисиони приход осцилира око вредности од 200 милиона долара у читавом периоду 1991–1993. године.

Слика 4. Порески и емисиони приходи током хиперинфлације и стабилизације



Извор: аутори на основу података Народне банке Југославије и Савезног завода за статистику

5.3. Недостатак новца

„Недостатак новца” је занимљива последица и пратећи феномен екстремних инфлаторних епизода. Упркос чињеници да инфлација, по дефиницији, значи да има превише новца који „лови” премало робе, током хиперинфлације се јављао парадоксални недостатак новчаница у оптицају. Fischer и Lee (1994), приметили су да је овај феномен био присутан у готово свим хиперинфлационим епизодама и понудили су два објашњења. Према првом, постојале су техничке потешкоће у временима екстремне хиперинфлације да се одштамп довољно новчаница, како би се држао корак са растућом инфлацијом. Како је емисија новца технички једноставнија од његовог штампања, проблем недостатка новца одражавао је у суштини неравнотежу између компоненти новчане масе:

готовине у односу на депозите или новчану масу у целини. Кредитна експанзија довела је до растућег учешћа депозита, а тиме и знатно нижег количника готовине и депозита од жељеног, што је стварало недостатак новца. Према другом објашњењу, проблем се односио на читаву новчану масу, а резултат је инфлације која је подстакнута очекиваном депрецијацијом динара (очекиваном инфлацијом), која није праћена повећањем понуде новца истом брзином.

Постоје аргументи који упућују на то да је феномен недостатка новца био присутан за време југословенске хиперинфлације и у односу на готов новац, али и новчану масу у целини.

У потрази за јасним објашњењем, Fischer и Lee (1994) су анализирали кретање односа између готовине и депозита за време хиперинфлације. Примењујући овај приступ, табела 5 приказује податке за СР Југославију и показује да је однос између готовог новца у оптицају и депозита знатно порастао у априлу 1992. године, са прелетом стопе инфлације преко хиперинфлаторног прага од 50%. Међутим, у периоду септембар–новембар 1992. године, уочена је јасна тенденција пада односа између новца у оптицају и депозита. Пад се убрзава крајем 1993. године, са све екстремнијом хиперинфлацијом. То је *prima facie* доказ валидности првог објашњења да су техничке потешкоће у емисији довољног износа новчаница биле главни разлог за недостатак новца, нарочито у каснијој фази хиперинфлације.

Табела 5. Однос између новчаница и депозита: јануар 1992. – децембар 1994.

Јануар 1992. – децембар 1994.												
Период	I	II	III	IV	V	VI	VII	VIII	IX	X	XI	XII
1992.	0,51	0,52	0,51	0,69	0,62	0,63	0,67	0,68	0,71	0,59	0,60	0,59
1993.	0,54	0,52	0,49	0,45	0,47	0,43	0,41	0,39	0,46	0,31	0,11	0,04
1994.	n.a.	0,28	0,31	0,36	0,32	0,59	0,67	0,63	0,74	0,84	0,86	0,79

Извор: процене аутора на основу података Народне банке Југославије

На другој страни, оцена трансмисионог механизма монетарне политике аргумент је валидности другог објашњења. Резултати коинтеграционе анализе су показали присуство коинтеграције између инфлације и депрецијације, али не и између инфлације и раста новца. Овај „развод” инфлације од раста новца потврђује да је феномен „недостатка новца” у југословенској хиперинфлацији у складу са ширим погледом на недостатак новца.

6. ЗАШТО ЈЕ СТАБИЛИЗАЦИЈА ОДЛАГАНА?

Позиција монетарне и фискалне политике током највећег дела периода 1991–1993. била је очигледно дугорочно неодржива, али је успела створити и развити једну од најекстремнијих хиперинфлација у економској историји

(по оствареним стопама и дуготрајности). Није неуобичајено да земље воде краткорочну политику која је од самог почетка дугорочно неодржива. Питање које се намеће је зашто не долази до стабилизације одмах по препознавању неодрживости политике. Alesina и Drazen (1991) су овакву ситуацију, односно одлагање спровођења очигледно неопходних реформи (стабилизације), објаснили хетерогеношћу социо-економских група и аргументом „рата исцрпљивањем” („рата живаца”) између интересних група са конфликтним дистрибутивним циљевима. Када стабилизација има значајне дистрибутивне последице, кључне интересне групе имају снажан мотив да свој део терета стабилизације пребаце на друге и тако изборе бољи исход за себе, на рачун погоршања опште економске ситуације. Крајњи резултат је одлагање стабилизације чак иако се зна да постоји политика која би обезбедила бољи исход за све. До стабилизације долази тек кад једна интересна група допусти да јој се наметну несразмерно високи трошкови. Ова анализа има своје импликације на улогу кризе као мобилизаторског фактора у охрабривању реформе. Ситуација у којој наставак политике има разарајуће ефекте може бити корисна јер доводи до реформе до које иначе не би дошло у другачијим околностима. Наведено објашњење је у значајној мери у складу с политичком економијом кључних интересних група (владе, руководиоца великих државних предузећа и запослених) за време југословенске хиперинфлације.

Нема сумње да је у Југославији лоби великих државних предузећа представљао једну од кључних интересних група која је имала стожерну улогу у одгађању стабилизације. У ствари, креатори економске политике су прихватили њихов аргумент да, у условима спољног ембарга, не може бити реструктурирања нити отпуштања у тим предузећима. Но, с обзиром на изгубљена спољна тржишта, посебно она у некадашњој Југославији, то је значило да је монетарна политика, нарочито експанзија примарног новца, постала извор за финансирање расхода пословања тих предузећа. Две недеље пре почетка програма, када је месечна инфлација премашила три стотине милиона процената, београдске дневне новине су извештавале да су:

„[...] директори ‘угледних’ социјалистичких предузећа у југословенској привредној комори изјавили како су им потребни динари [...] за стимулисање производње [...] ове године. Директори великих државних и друштвених предузећа су тврдили да је радикална редукција хиперинфлације (која је требало да буде приоритет према стручној јавности) тек на четвртном месту на њиховој листи жеља. Успешан директор се недавно жалио да је стабилизација усмерена *црпљив*²⁵ директора државних и друштвених предузећа”²⁶.

Даље, у околностима брзог пада реалних доходака у легалном сектору, препорука стручне јавности да стабилизација захтева смањење државних

²⁵ Аутори су реч „против“ истакли курзивом.

²⁶ *Борба*, 13. јануар, 1994, стр. 12.

издатака, била је непривхатљива за запослене у јавном сектору у целини, који су представљали другу по величини интересну групу. Постепено, међутим, креатори економске политике почели су да се уједињују око неопходности промена у режиму монетарне и фискалне политике, али без постигнутог споразума о расподели трошкова стабилизације о чему је сведочила дуга, узалудна расправа о „поступној стабилизацији”. На самом крају 1993. године, када је привреда била у потпуном хаосу, ризик од социјалних немира је постао веома озбиљан, а становништво доведено у стање да прихвати сваку промену политике којом би се зауставила инфлација. „Рат исцрпљивањем” се завршио и створени су услови погодни за спровођење нове стабилизације.

Описане стилизоване чињенице, које су се искључиво односиле на домаћу полит-економску арену, обухваћене су Alesina–Drazen моделом. За потпуну слику југословенске хиперинфлаторне епизоде, корисно је такође размотрити утицај спољног ембарга на одлагање стабилизације. Можда мање очигледна, али свакако веома значајна, била је погрешна перцепција доносилаца политичких (и економских) одлука, најважнијих медија и становништва у целини, да спољни ембарго неће дуго трајати. Ефекат ове илузије био је двострук. Прво, то је омогућило да се међународна заједница прогласи кривом за домаће економске проблеме, и друго, утицало је на одлагање фискалног и монетарног прилагођавања које је било неопходно да би се избегла хиперинфлација. Спољни ембарго је био главни аргумент за одлагање не само стабилизације, већ и реструктурирања и отпуштања у великом сектору државних предузећа. Ситуација у којој се наша земља била је школски пример мале отворене привреде подвргнуте низу снажних и „перманентних” шокова који су захтевали дубоко прилагођавање. С обзиром да су шокови виђени или тумачени као привремени од стране креатора економске политике, сматрало се да није потребно темељно фискално и монетарно прилагођавање. Тако су ембарго УН и перцепција да ће он бити краткотрајан, помогли кључним домаћим интересним групама да одложе стабилизацију, док су они истовремено убирали погодности које произлазе из јефтених кредита и неформалних канала емисије новца. Инфлациони порез који је плаћало становништво, посебно најсиромашнији слојеви који су живели од фиксних доходака у домаћој валути су у највећој мери убирали држава и са њом повезане интересне групе, укључујући оне које су контролисале државна и друштвена предузећа. Међутим, у каснијој фази хиперинфлације током 1993. године, када је ембарго постајао све озбиљнији, заустављање хиперинфлације било је и у интересу великих државних и друштвених предузећа: нето користи од хиперинфлације су нестајале, у односу на потенцијалне користи од новог, стабилног средства плаћања које је требало да изнедри валутна реформа и стабилизација.

7. СТАБИЛИЗАЦИЈА И ВАЛУТНА РЕФОРМА: ПРВИ РЕЗУЛТАТИ

Стабилизацији су претходила још два покушаја заустављања хиперинфлације: у јуну 1992. године, и у августу 1993. Оба покушаја су технички и концепцијски била погрешна јер су се ослањала на свеобухватне контроле (и замрзавања) цена, занемарујући основне узроке инфлације и неопходност монетарног и фискалног прилагођавања. У обе епизоде, комбинација контроле цена и уобичајене праксе одложеног плаћања у условима хиперинфлације, довела је до све већих и распрострањенијих несташица. Услед недостатка поверења у такав програм, оба покушаја су завршена неуспешно за неколико месеци.

Пред почетак стабилизације, инфлација је већ престигла 313 милиона процената, а реални новац је пао на испод један посто предхиперинфлаторног нивоа. Просечна месечна плата је смањена на око 10 УСД. Спољни ембарго је додатно проширен у априлу 1993. године, што је утицало на ширење сивог тржишта. У овим околностима, нарушавао се социјални мир који се одржавао током већине периода 1992–1993, и порастао је ризик од отворених социјалних немира који би могли запрети стабилности власти и интересних група које су је подржавале. Као што је то често био случај, сама величина монетарног хаоса и оштрина кризе представљали су погодно тле за промену политике и стабилизацију.

7.1. Програм стабилизације

Програм стабилизације покренут је 24. јануара 1994. године, под вођством Драгослава Аврамовића, пензионисаног службеника Светске банке, који је касније постао гувернер Народне банке СР Југославије, након дуготрајних расправа о брзини и садржају стабилизационих мера²⁷.

Програм се ослањао на:

- увођење нове валуте (новог динара) са фиксним односом према немачкој марки у односу 1 : 1²⁸;
- фиксни курс је био подржан стоком златних и девизних резерви у земљи²⁹, у износу од око 300 милиона УСД³⁰, што је био кључни елемент нове

²⁷ Програм монетарне реконструкције и економског опоравка Југославије, Београд, април 1994. Алтернативни стабилизациони програм који је припремљен за Савезну владу од стране Центра за економске студије CES MECON, није добио коначни печат политичког одобравања, наводно зато што је био рестриктивнији од званичног програма, на пољу фискалне и монетарне политике. Програм CES MECON-а је нагласио потребу за темељнијом улогом фискалног прилагођавања у раној фази стабилизације и политике контроле доходака непосредно након стабилизационе фазе, а све то је било одсутно у званичном програму. Међутим, током спровођења, званични програм се знатно изменио и *de facto* применио је неколико предлога од стране CES MECON-а (Mađžar Ljubomir, 1994).

²⁸ Један нови динар изједначен је са једном немачком марком.

²⁹ Девизне резерве НБЈ и пословних банака у иностранству биле су блокиране и нису се могле користити, чак ни за заустављање хиперинфлације.

³⁰ Резерве НБЈ у земљи састојале су се од златних резерви (80 милиона УСД) и стране валуте (220 милиона УСД).

позиције макроекономске политике; иако скромне, резерве су биле вишеструко веће од реалног новчаног оптицаја, који се пред почетак програма свео на мање од 20 милиона УСД;

- нова емисија у износу од 200 милиона динара пуштена је у оптицај преко буџета, као јавни расход (а не преко банкарског сектора);
- задржан је стари динар у оптицају и фиксиран однос између новог и старог динара³¹, уз престанак емисије старог динара³².

Везивањем емисије новог динара за постојеће златне и девизне резерве, монетарна власт је увела варијанту валутног одбора у оперативне активности централне банке. Међутим, за разлику од стандардног девизног већа у којем је нова валута конвертибилна, југословенска варијанта је имала карактеристике асиметричне конвертибилности: појединци и предузећа су могли куповати нове динаре продајом чврсте валуте, али само ограничену количину чврсте валуте за нове динаре³³. Исто тако, банке су морале продати девизе да би добиле кредите од централне банке. Очигледно, примењена је мекша варијанта девизног већа као механизма за стицање поверења, а смањена могућност губитка девизних резерви постављањем ограничења на размену динара за чврсту валуту. Да би се што више ограничио девизни одлив (али нешто и повећали порески приходи), наметнут је гранични паушални порез који се плаћао у чврстој валути при сваком изласку из земље.

Емисија нове, делимично конвертибилне валуте, са покрићем у девијама и злату, требало је да обезбеди стабилност цена у новим динарима, а заустављање емисије старог динара требало је да заустави раст цена у старим динарима. У почетку није било јасно колико дуго ће се користити стари динар, и када ће бити елиминисан из оптицаја. Држава је старим динарима плаћала своје рачуне, али их је становништво све више замењивало новим динарима као практичнијим начином плаћања. Како је количина нових динара порасла, преостала количина старих динара је убрзо постала само занемарљив део новчане масе, тако да је стари динар службено уклоњен из оптицаја након шест месеци.³⁴

Емисија нових динара путем исплате редовних буџетских расхода, претежно плата и пензија, привреда је тренутно добила прву јаку „инјекцију”

³¹ Курс је фиксиран на 12 милиона старих за један нови динар (или, еквивалентно, за једну немачку марку).

³² Идеја о паралелној валути преузета је из руске хиперинфлаторне епизоде током 20-их година прошлог века. У околностима када се руска валута обезвређивала великом брзином, за трансакције и штедњу користила се страна валута и златници. Да би се ово спречило, емитована је конвертибилна валута червонец (црвена рубља), уз наставак емитовања старе рубље.

³³ За становништво је уведен лимит од 100 ДМ по трансакцији. Предузећа су морала затражити увозне дозволе од Министарства за спољноекономске послове и доказати да им је чврста валута потребна за кључне потребе.

³⁴ Стари динар уклоњен је из оптицаја 22. јула 1994. (Одлуком Централне банке Југославије, бр. 141, 21. јули 1994).

куповне моћи становништва од почетка хиперинфлације. Али за разлику од претходног неконтролисаног штампања старог динара, нова емисија је била заснована на реалној подлози девизних резерви, што је обезбедило валутну стабилност, упркос снажном порасту куповне моћи становништва са веома ниске основице. Као резултат тога, месечне зараде су скочиле са 10 до 15 долара на 110 долара у врло кратком року, што се директно одразило на пораст приватне и јавне потрошње у растућим легалним токовима привреде. Ова одлука, да се емисија новог динара пласира у привреду преко буџетских плаћања а не преко банака, које би онда размењивале стару за нову валуту, била је важна јер је она имала директнији и бржи утицај на куповну моћ становништва, приватну и јавну потрошњу и тренутни, ма како ограничени опоравак привредне активности.

Програм се такође ослањао и на свеобухватну пореску реформу с краткорочним циљем рехабилитације прихода и средњорочним циљем побољшања њихове структуре. Велики део наде у преокрет у кретању пореских прихода темељио се на очекиваном инверзном Танци ефекту. У циљу повећања прихода, уведени су и неки нови порези (као на пример, друмарине, таксе на излазак из земље и сл.), а неки постојећи порези маргиналног значаја, као што су фирмарине на пример, преобликовани су у значајан порески инструмент. Свакако најнепопуларнија пореска мера била је обликовање фирмарине у порески инструмент, високо диференциран у зависности од сектора и предузећа, што је праћено знатно појачаном контролом извршења и оштријим казнама, након почетка програма.

Истовремено, дошло је до заокрета ка нижим пореским стопама и једноставнијој пореској структури пореза на промет, добит и зараде. Затечене пореске стопе биле су тако високе да би сигурно дошло до масовних утаја чак и у знатно нормалнијим економским условима. На пример, пре свеобухватне пореске реформе³⁵, порез на промет је имао архаичну осмотарифну класификацију производа с високо диференцираним стопама, без експлицитне акцизе. Стандардна стопа пореза на промет износила је 44 посто, али су стопе за многе производе биле и двоструко веће. Међутим, ефективна основица за овај порез је била ниска због великог броја изузетака, што је оправдавало високе стопе на робу која је остала у пореској основици, имајући у виду неопходне приходе.

Свеобухватан пакет пореских реформских закона Србије донесен је у јулу 1994. Ова реформа поједноставила је структуру пореза на промет и увела само две стопе: стандардну стопу од 24% и смањену стопу од 7% на одређен број производа, укључујући храну и струју³⁶. База је такође проширена смањењем броја изузетака. Закон о порезу на добит смањио је стандардну

³⁵ Описана пореска реформа и дате информације односе се на Србију, али је слична пореска реформа спроведена и у Црној Гори.

³⁶ Осим тога, опорезивале су се игре на срећу по стопи од 30%, а коцкарске игре по стопи од 15%. Кључни порески закони, о порезу на добит, порезу на доходак, порезу на имовину,

стопу на 30%, истовремено одобравајући значајне пореске подстицаје за инвестиције и нова предузећа. То је укључивало нулту стопу пореза на добит (порески распуст) за нове компаније у прве три године пословања³⁷. Закон о порезу на доходак предвидео је три маргиналне стопе од 30%, 33% и 35%. Истовремено, формирана је радна група која је требало да припреми предлог Закона о порезу на додату вредност. Влада је објавила да има намеру да ојача пореску управу, иако није дошло до фундаменталних институционалних промена у Министарству финансија у том циљу.

Занимљиво је да у програму није било ни речи о неопходном смањењу великих структурних издатака државе и реструктурирању предузећа. Недостатак смишљене политике смањења расхода као кључног елемента фискалног прилагођавања био је у супротности с успешним програмима заустављања хиперинфлације и фискалне консолидације уопште. На главном телевизијском представљању званичног програма, у јануару 1994. године, Драгослав Аврамовић, у статусу будућег гувернера Народне банке, изричито је тврдио како је „у садашњим околностима, контрапродуктивно говорити о смањењу расхода”. Иако је гувернеру, као што ће се видети у одељку који је посвећен његовом доприносу, вероватно било јасно да је потребно дугорочно фискално прилагођавање, он је у почетним комуникацијама акценат превасходно ставио на формирање позитивних очекивања становништва према новом програму, знајући колики је значај тих очекивања за успех програма. Програм је, стога, у старту предвидео буџетски дефицит од око 10% БДП у 1994. што је очигледно било у супротности с процесом дезинфлације.³⁸ Да ли су аутори програма осим гувернера Аврамовића истински веровали у то да смањење расхода није неопходно или је недостатак тешке реторике био само начин продаје стабилизационог програма, тешко је судити. Међутим, током спровођења програма, трошкови су почели да се прилагођавају на ниже, а реторика владе је полако, мада не и доследно, почела да наглашава потребу за контролом расхода и смањењем буџетског дефицита.

У јуну 1994. године, премијер Србије Мирко Марјановић је изјавио: „Суштина (програма) је да одржи стабилан и конвертибилан динар, стабилизује цене и уравнотежи буџет, како би се створиле претпоставке за економски опоравак [...]” (*Политика*, 19. јуни 1994, стр. 9). Гувернер Аврамовић се такође залагао за нижи дефицит, али у комбинацији са већим платама³⁹. Наиме, изричита политика контроле доходака била је одсутна и у обликовању

акцизама и порезу на промет и Закон о доприносима за социјално осигурање објављени су у *Службеном гласнику* Републике Србије, бр. 43–44, 1. јул и 5. јул 1994. године.

³⁷ Порески празници су проширени на пет година за *start-up* компаније у неразвијеним подручјима, док су нова предузећа у трговини, банкарству и осигурању имала нулту стопу на добит само током прве године рада.

³⁸ *Борба*, 3. јун 1994, стр. 10. Предвиђен је дефицит у износу од 15% БМП, што одговара учешћу од око 10% БДП.

³⁹ *Политика*, 3. јун 1994, стр. 9.

програма и у првим месецима примене. Међутим, у јуну 1994. српска влада је донела одлуку о замрзавању плата у јавном сектору, као одговор на растући инфлаторни ризик управо због постхиперинфлаторног раста зарада.

7.2. Први резултати

Како је државна фабрика новца престала да емитује старе динаре последње недеље јануара 1994. године, инфлација је почела нагло падати. Табела 6 приказује стопу инфлације у раздобљу од 17. јануара до 10. марта 1994. одмах након почетка програма.

Табела 6. Недељна стопа инфлације мерена малопродајним ценама, након почетка програма

17.01–20.01	24.01–27.01	31.01–03.02	07.02–10.02	14.02–17.02	21.02–24.02	28.02–03.03	07.03–10.03
8.527%	890%	-0,5%	1,5%	0,3%	-1,8%	-0,3%	0,9%

Извор: Завод за статистику СР Југославије

Пад цена одмах након почетка стабилизације⁴⁰ била је прва изненађујућа чињеница која је имала важан позитивни психолошки учинак. Паду цена је, поред промене монетарног режима, допринела и значајна понуда претходно нагомилане робе која се вратила у трговине са увођењем новог динара.

Међутим, лоше изненађење за домаћинства био је скок цена инфраструктурних услуга током првог месеца стабилизације. Тако су цене једне јединице локалног позива (једног импулса) порасле 50 пута од 0,0004 ДМ на приближно 0,02 ДМ. Ситуација је била слична са електричном енергијом. Цена једног киловата је од 0,0002 ДМ у децембру достигла 0,02 ДМ, што значи да је порасла 100 пута. Није било неуобичајено да домаћинства са дохотком (у формалном сектору) од укупно 50–100 ДМ месечно добију телефонски рачун од неколико стотина нових динара (или, еквивалентно, неколико стотина марака). Када је већина једноставно одбила да плати ове рачуне, цене су се прилагодиле на ниже.

Инфлација је остала под контролом током 1994, а стабилност цена је омогућила брзу ремонетизацију, што је приказано у табели 7.

⁴⁰ На пример, цена једног кг кромпира била је једна марка у јануару, да би почетком фебруара пала на 0,67 марака. У истом периоду, цена једног кг лимуна је пала са 6,7 на 2,5 марака. Слично, један кг свеже рибе износио је 10 марака у јануару, да би цена пала на 7,3 марака, а цена једног кг замрзнутог грашка се од 4 марке у јануару спустила на 1,65 марака.

Табела 7. Монетарни агрегати и инфлација у периоду након стабилизације

Период	Примарни новац	Новчана маса	Готовина	Депозитни новац	Инфлација
	у милионима динара				%
Фебруар, 1994.	569.4	745.2	163.1	582.1	0.0/a
Март, 1994.	657.0	1,292.8	305.8	987.0	-6.7
Април, 1994.	662.6	1,345.4	359.0	986.4	-0.4
Мај, 1994.	691.3	1,519.1	369.1	1,150.0	-0.3
Јун, 1994.	768.9	1,546.7	574.4	972.3	-1.4
Јул, 1994.	897.9	1,742.4	697.3	1,045.1	-1.3
Август, 1994.	1,098.3	2,029.1	783.3	1,245.8	-0.5
Септембар, 1994.	1,247.4	2,352.4	1,003.2	1,349.2	0.2
Октобар, 1994.	1,326.5	2,439.1	1,112.4	1,326.7	1.4
Новембар, 1994.	1,340.1	2,445.6	1,134.0	1,311.6	7.0
Децембар, 1994.	1,331.0	2,435.1	1,073.8	1,361.3	2.5

Извор: Народна банка Југославије (НБ); инфлација је приказана у процентуалним променама индекса цена на мало

a / На темељу недељних података, као што је наведено у табели 6; месечни подаци, као што је објашњено у фусоти у табели 2, прецењују инфлацију у фебруару.

У периоду ремонетизације, од фебруара до јула 1994, новчана маса (реална, а не само номинална) нагло је порасла, а банке нису имале проблема са ликвидношћу. То је уобичајен постстабилизациони исход, који је уочен и у другим стабилizacionим епизодама. Емисијом новог динара у периоду ремонетизације покривен је буџетски дефицит. Ремонетизација је довела до формирања депозита што је омогућило кредитну активност. Међутим, већ у јулу, чим је укупна новчана маса достигла 1,7 милијарди динара (или, нешто преко 900 милиона УСД), што је свега 5,5% БДП, дошло је до успоравања, а потом и до заустављања ремонетизације, а банке су почеле да се суочавају с озбиљним ликвидносним проблемима. Ово није било случајно. У то време, дужнички лоби великих губиташа у сектору предузећа све више је критиковао политику каматних стопа која је ионако била неконзистентна са девизном стабилношћу. Црни курс је порастао и поново постао стална карактеристика монетарно девизног система. Признавајући *de facto* стање, Централна банка је званично променила монетарни режим у августу 1994. када је емитовала 288 милиона динара⁴¹ без покрића девизним и златним резервама. Емитовање

⁴¹ У ствари, може се пратити прогресивно ублажавање механизма девизног већа који је служио као привремено стабилizacionо средство у првим месецима стабилизације. Но, чак и тада, само је примарни новац био покривен девизним резервама, што је такође била мекша варијанта стандардног девизног већа у коме резерве обично покривају М1 у целини. У јулу и августу 1994. међутим, дошло је до јасне промене монетарног режима: Централна банка је отворила дисконтни прозор, напустила покривање монетарне базе девизним резервама

примарног новца без покрића златним и девизним резервама наставило се умеренијим темпом до краја године, што је довело и до пада реалне новчане масе крајем године.

Брзо заустављање ремонетизације значило је да се новчана маса држала искључиво за чисто трансакцијске сврхе што је била друга изненађујућа чињеница. Банкарски депозити, који су се састојали углавном од депозита по виђењу и депозита врло кратке рочности (по правилу од једног до три месеца) били су на веома ниском нивоу и изузетно споро су расли. Заправо, депозити су имали тенденцију пада након врха који је постигнут у априлу. Ово сугерише да је поверење у нови динар као чувара вредности, а посебно поверење у банке, било изузетно ниско у првој години спровођења програма.

Постојала су два разлога успоравања и заустављања ремонетизације и недостатка финансијске штедње. Први разлог био је нерешен проблем губитка девизне штедње становништва без којег није било могуће повратити ни део изгубљеног поверења становништва и привреде у домаћи финансијски систем и валуту. Други разлог била је необична путања номиналних каматних стопа која је била битно другачија од оних уочених у успешним стабилизацијама хиперинфлација.

Номиналне каматне стопе су необично брзо пале. За мање од шест недеља након покретања програма, оне су пале на око 9%, и на том нивоу су остале током 1994. године. Ово је била директна последица моралног и административног убеђивања и центлменског договора између централне банке и пословних банака, с важним (политичким) циљем финансирања раног пољопривредног циклуса, по стопама које су биле прихватљиве за пољопривредне произвођаче. Као резултат тога, пољопривреда је добила већину кредита током марта, по стопама од 9 до 12% годишње. Реалне *ex post* каматне стопе такође су пале с обзиром на стабилност цена и одсуство инфлације. Као што се наводи у одељку о доприносу гувернера Аврамовића, то је била кључна неконзистентност са одржавањем девизне и ценовне стабилности.

Повећање новчане масе праћено је повећањем плата. Механизам је био следећи: повећање кредита Централне банке резултирало је повећаним капацитетом за кредитирање банака, које су те кредите углавном одобравале великим предузећима у друштвеном власништву. Та предузећа користила су кредите за плаћање зарада. Инвестиције у јавном и приватном сектору су стагнирале. Буџет није имао развојну компоненту, а нереструктурирана државна и друштвена предузећа због огромних губитака нису имала могућност да инвестирају из сопствених извора. Додатно, спољни извори инвестиција били су драстично ограничени режимом санкција УН. Просечна месечна нето зарада порасла је са 10 УСД колико је износила у децембру 1993. више

и златом, и емитовала додатних 288 милиона динара. Од тог износа, 100 милиона динара је одобрено енергетском сектору као краткорочни кредит, 150 милиона је емитовано разним јавним предузећима, а 38 милиона пољопривреди.

од десет пута на неодрживих 110–120 УСД у последњем кварталу 1994. што је био изазов за одржање фиксног девизног курса.

Постало је очигледно да повећање понуде новца за финансирање квазифискалног дефицита и повећање плата, може поново покренути депрецијацију и инфлацију. Тако је у децембру 1994. повећање новчане масе било заустављено а плате стављене под контролу, до лета 1995.

Стабилност цена је била праћена снажним заокретом у јавним финансијама, углавном на приходној страни. Прво, променила се структура државних прихода тако да је раније доминантни инфлациони порез замењен пореским приходима (види слику 4). Друго, порески приходи, који су имали тенденцију раста, достигли су врхунац од око 550 милиона долара у последњем кварталу 1994. Инверзни Танци ефект показао се моћнијим од очекиваног. Док је у условима екстремне инфлације требало да прође седам месеци да се реални порески приходи смање са 100 милиона долара у јуну 1993. на 27 милиона у јануару, након само једног месеца, инверзни Танци ефект је повећао приходе више од осам пута. Као резултат инверзног Танци ефекта и пореске реформе, учешће пореских прихода достигло је скоро 30% БДП. Ово је несумњиво најзначајнији резултат стабилизације и, да је било политичке воље, на њему је било могуће градити дугорочнију стабилизацију и реструктурирање привреде, упркос веома тешким спољним условима.

Међутим, ни тако опорављени порески приходи нису били довољни за потпуно елиминисање фискалног дефицита који је тада износио 4% БДП (види табелу 8). Повећање буџетских субвенција од испод 1% БДП-а у 1993. на 4% БДП-а одражавао је значајну, али не и потпуну фискализацију имплицитних субвенција које су одобраване кроз монетарне и кредитне канале.⁴² Укључивањем квазифискалних издатака, дефицит се попео на 5,5% БДП.

Табела 8. Стање јавних финансија у 1994.

	% БДП
ЈАВНИ ПРИХОДИ	30,0
Порез на промет	5,7
Акцизе	1,4
Порез на доходак	6,0
Царине	1,3
Доприноси социјалног осигурања	12,5
Остало	3,1
ЈАВНИ РАСХОДИ, укључујући квазифискалне	35,5

⁴² Средином 1994, било је озбиљних притисака на буџет да би се „платила жетва”, односно, на коришћење примарне емисије да би се платили пољопривредници за попуњавање државних робних резерви. Као одговор на те притиске, централна банка је објавила да ће исковати златни динар, који ће се делимично искористити за плаћање жита пољопривредницима (*Побједа*, 20. јун 1994).

	% БДП
ЈАВНИ РАСХОДИ, искључујући квазифискалне	34,0
ТЕКУЋИ РАСХОДИ	32,6
Плате	5,9
Материјални расходи	6,6
Војни издаци	5,1
Социјално осигурање	10,2
Субвенције	4,0
Резерве	0,3
Остало	0,5
КАПИТАЛНИ ТРОШКОВИ	1,4
ДЕФИЦИТ који укључује квазифискалне расходе	-5,5
ДЕФИЦИТ који искључује квазифискалне расходе	-4,0

Извор: званични подаци Савезног завода за статистику о приходима и процена аутора о расходима

Напомена: Екстерни буџетски трансфери су укључени у последње три ставке текућих расхода, што сугерише да постоји знатан пад тих издатака за разлику од претходне три године.

Финансирање дефицита дугорочним кредитима Централне банке у потпуности је заустављено почев од 24. јула. Након што је зауставила отворено финансирање буџетског дефицита, Народна банка је наставила са директним одобравањем кредита тзв. „осталим” клијентима, што је у основи значило индиректно буџетско финансирање. Такође, започела је са праксом циљаних секторских кредита којима су суштински додатно субвенционисани поједини сектори,⁴³ (за текуће одржавање електропривреде и железнице, за финансирање откупа жетве, као и обртних средстава за финансирање производње пшенице). Коначно, остала је законска могућност задуживања државе код пословних банака, директно или путем продаје трезорских записа. Није неважно поменути да је мала емисија трезорских записа од 50 милиона динара пласирана преко београдског тржишта новца у априлу 1994.

Упркос расту у првим месецима стабилизације, индустријска производња је тек у јуну 1994. „прескочила” ниво из јуна претходне године. Иако је опоравак производње у медијима забележен као велики успех програма, он је био далеко од спектакуларног (1,5% на годишњем нивоу), а у највећој мери последица изразито смањене производне базе на крају 1993.

⁴³ Кредити су одобрани за финансирање: текућег одржавања електропривреде и железнице, откупа жетве, обртних средстава за производњу пшенице, узгоја стоке, извоза и сл.

Слика 5. Индекс индустријске производње и зараде у УСД



Извор: Завод за статистику СР Југославије и процена аутора, на основу података Завода

Опоравак производње у првим месецима стабилизације могао се довести у везу прво са почетним растом куповне моћи што је био резултат увођења новог динара путем буџетских плаћања, као и драстичног пада трансакционих трошкова привреде, што је такође био резултат увођења нове валуте и сељења активности из размене валута и неформалних токова у формалне. Друго, у ограниченој мери, опоравак производње могао се довести у везу са наглим падом номиналних и реалних каматних стопа. Први разлог је био последица специфичности валутне реформе у СР Југославији. Други разлог био је свакако неубичајан за успешне стабилизације.

Аутори ове анализе, међутим, сматрају да каматне стопе нису биле важан фактор у опоравку производње. Прво (с једне стране) описана криза ликвидности и недостатак приступа кредитима за време хиперинфлације због оштре демонетизације, директно су утицали на смањење производње. Дакле, то што је валутна реформа омогућила компанијама приступ финансирању, који претходно није ни постојао, утицало је на брз опоравак производње у неким секторима. Нормализација платног система као последица стабилне валуте смањила је трошкове продуктивне активности у односу на спекулативне активности на црноберзијанском тржишту. Добра пољопривредна година и њене производне перформансе имале су мало везе с истовременим променама каматних стопа. Надаље, најмање у једној од успешних стабилизација хиперинфлације (Немачка, 1923), производња је порасла упркос много веће реалне каматне стопе. Такође, како је дуг предузећа ишчезао са инфлацијом, већина предузећа се могла задуживати по вишим каматним стопама од оних

које су превладавале у раздобљу након валутне реформе. Из тих разлога, чини се да би се уочен краткорочни опоравак производње вероватно догодио чак и да су каматне стопе биле на далеко вишем нивоу.

Према званичним подацима није дошло ни до раста запослености, али ни до раста незапослености. То је било очекивано, јер се стабилизација није бавила фундаменталним, структурним проблемима сектора великих државних и друштвених предузећа, а нарочито се није бавила распрострањеним проблемом вишка запослених и вишка капацитета у секторима и предузећима који су изгубили своја набавна и продајна тржишта.

Да ли је почетно југословенско искуство са стабилизацијом хиперинфлације сугерисало да постигнута стабилност цена неће бити скупа у смислу ширих друштвених трошкова мерено, на пример, порастом незапослености? Одговор је не, упркос краткорочном опоравку производње и одсуства повећања незапослености. Веће монетарно и фискално прилагођавање, у комбинацији са значајном променом структуре издатака или, још одређеније, приватизација и реструктурирање предузећа уз смањење вишка запослених вероватно би довели до трошкова у виду губитка производње и запослености. Покушај креатора економске политике да одложе те трошкове за будућност, негативно се одразио на саму стабилизацију.

Само неколико месеци након почетка програма почеле су се појављивати озбиљне неравнотеже на тржишту новца, као и кредитном и девизном тржишту. Наиме, многе банке, чију је имовину хиперинфлација избрисала и чије су ниске каматне стопе биле недовољно привлачне за привлачење депозита, почеле су да наплаћују више од званичних каматних стопа. То је учињено кроз комбинацију посебних „накнада за обраду”, захтева за колатералом у виду високих депозита и једноставно виших каматних стопа на годишњем нивоу од оних које су преовладавале у највећим државним банкама. Ове каматне стопе су често достигале 40–45% годишње. Истовремено, у јуну 1994. године, упркос високим казнама за обављање девизних трансакција на црном тржишту, неким компанијама је плаћана премија од 15 до 20% на конверзију немачких марака у динаре, чиме је стабилност курса довођена у питање. Тиме се *de facto* увела пракса тзв. вишеструких девизних курсева који су типични за привреду са административним управљањем девизним тржиштем. Део проблема се могао објаснити наводном спорашћу Министарства за спољну трговину у одобравању захтева за увозне дозволе, и спорим платним системом. Међутим, утицај ниских каматних стопа на слабљење динара био је далеко значајнији.

Коначно, меко буџетско ограничење државних и друштвених предузећа било је само делимично ограничено, углавном због повећања буџетских издвајања на субвенције предузећима. Међутим, квазифискални дефицит у облику нових меких кредита предузећима с ниским капацитетом да врате тај кредит није био елиминисан. Многа од истих предузећа која су имала приступ кредитима пре стабилизације, узимала су кредите и у постстабилизационом периоду без намере да их отплате: „Од почетка програма [...] до краја маја,

банке су одобриле 1,07 милијарди динара кредита, али се они често нису отплаћивали” (*Полиџика*, 6. јуни, 1994). У истом чланку, директор банке је изјавио да се отплаћује само 10 до 12 посто одобрених кредита. Структура одобрених кредита централне банке и пословних банака показује да су многа предузећа, којима је реструктурирање и/или приватизација било хитно и преко потребно, истовремено била прва у реду за добијање нових кредита. Кредитни портфељи великог броја банака били су концентрисани у неколико државних агенција и државних и друштвених предузећа, а врло мало кредита је текло ка малим и средњим приватним предузећима која су потенцијално представљала најдинамичнији део привреде и која су могла вући привредни опоравак у другачијем сценарију алокације кредита. У исто време, није било доказа да су ови нови кредити подстакли политички осетљив процес темељног реструктурирања великих предузећа, које би неминовно захтевало нове отказе. С обзиром на величину сектора предузећа коме је било потребно темељно реструктурирање, претња стабилизацији долазила је „одоздо”, из сектора предузећа, због тога што или кредитна политика није била довољно рестриктивна у односу на неодржива предузећа или није довољно снажно ставила та предузећа у контекст обавезне приватизације и реструктурирања.

8. ДОПРИНОС ДРАГОСЛАВА АВРАМОВИЋА ВАЛУТНОЈ РЕФОРМИ И СТАБИЛИЗАЦИЈИ: КОНЦЕПТ, КРЕДИБИЛНОСТ И КОМУНИКАЦИЈА

Током хиперинфлације, у јавним дебатама, стабилизација базирана на фиксирању курса и увођењу конвертибилне домаће валуте⁴⁴ била је супротстављена стабилизацији заснованој на заустављању емисије новца⁴⁵. Такође, „шок терапија,” односно рапидно смањење хиперинфлације што је било мањинско мишљење, заговарано такође и од стране аутора овог рада у оквиру радне групе која је била припремила алтернативни стабилизациони програм (CES MECON, 1993), била је супротстављена тзв. постепеној стабилизацији и поступном обарању хиперинфлације. Треба се само сетити широко распрострањеног, а погрешног погледа у то време, да би брзо обарање довело до колапса производње, иако је сама хиперинфлација већ довела до највећег пада производње и осиромашења становништва након Другог светског рата.

Усвајање концепта рапидне дезинфлације заснованог на валутном одбору довело је до тренутног заустављања хиперинфлације што представља свакако најзначајнији допринос Драгослава Аврамовића. Такође, након што је постао гувернер Народне банке, постао је *de facto* руководилац програма валутне реформе и макроекономске стабилизације и, на неки начин, преузео

⁴⁴ Концепт Драгослава Аврамовића.

⁴⁵ Концепт CES MECON-а.

улогу економског премијера. Као што се објашњава у наредним редовима, он је ту улогу обављао врло успешно током првих шест месеци стабилизације, руководећи валутном реформом, доприносећи њеном кредибилитету и, не мање важно, комуникацији програма према јавности и привреди, објашњавајући кључне елементе програма и његове ефекте и на тај начин утичући на његов релативни успех у периоду одмах након валутне реформе.

8.1. Концепти стабилизације и њенова имплементација

У основи, концепт стабилизације је био технички коректан и у одређеној мери интерно конзистентан у кључним елементима, иако само у почетној фази стабилизације.

Валутни одбор је монетарно девизни режим у којем је домаћа валута везана за страну по перманентно фиксном курсу. То је могуће захваљујући томе што је укупна маса домаће валуте у сваком тренутку 100 процентно покривена девизним резервама у иностранству односно „резервној“ валути. У валутном одбору, не постоји независна монетарна политика јер је она потпуно подређена одржавању фиксног девизног курса. У таквом систему, монетарне власти не могу да контролишу нити да утичу на каматне стопе, јер се оне аутоматски прилагођавају девизном приливу у систем или одливу из система. Девизни прилив и одлив аутоматски се преноси на повећање и смањење новчане масе при фиксном девизном курсу. Истовремено, девизни прилив доводи до пада каматних стопа и стимулисања домаће потрошње и инвестиција, а тиме и опште економске активности, а одлив до раста каматних стопа, а тиме и до смањења економске активности.⁴⁶

Друга претпоставка валутног одбора је да у систему у коме је новчана маса одређена девизним приливом (одливом), нема места за монетизовање односно финансирање буџетског дефицита од стране централне банке, чиме се гаси фискални узрок инфлације и макроекономска нестабилност.

Интуитивна метафора овог система је усидрени брод. Таласи (односно прилив или одлив капитала) померају брод на горе или на доле (односно повећавају привредну активност путем нижих каматних стопа у условима прилива капитала, а смањују је путем виших каматних стопа у условима одлива капитала), али је брод (односно економски систем) стабилан, „усидрен“ фиксним девизним курсом који гарантује фиксан паритет са иностраном валутом, ниску инфлацију и предвидивост у спољнотрговинским активностима у погледу девизног курса и трошкова пословања, што повољно утиче на обим спољне трговине и општу привредну активност. Опет, претпоставка је да валутни одбор не може да финансира буџетски дефицит.

Систем је концепцијски интерно конзистентан јер се повинује правилу немогућег тројства. Монетарно девизна политика не може истовремено

⁴⁶ Bogetić, Željko. 1998. *Valutni odbori u teoriji i međunarodnoj praksi*. Podgorica.

да задовољи три циља: фиксни девизни курс, слободне капиталне токове и независну монетарну политику. Интерно конзистентан монетарно девизни систем може да задовољи само два од ова три циља. У овом случају, валутни одбор обезбеђује фиксни курс уз слободне токове капитала, али зато мора да жртвује независну монетарну политику односно контролисање или утицај на каматне стопе.

Поставља се питање како је овакав систем био примењен у СР Југославији, у условима санкција Уједињених нација, као и великог неререформисаног сектора државних и друштвених предузећа чији су губици покривани буџетским и квазибуџетским изворима?

У јавној дебати пре почетка стабилизације, било је много оних који су тврдили да ни привремена стабилизација није могућа у оваквим условима, тако да је оптимистичка реторика гувернера о одрживости курса и стабилизације била у оштром контрасту с оним што је речено од стране многих домаћих и страних критичара програма.

Свакако је најчешћи приговор био да је програм замишљен као још један план владе да купи преостале девизне резерве од наивних економских актера (становништва, предузећа и банака). Према овом погледу, није ни постојала озбиљна намера да се изврши стабилизација.⁴⁷

Већина квалификованих критичара предвиђала је колапс новог динара и стабилизације у року од неколико недеља или најкасније неколико месеци. Песимистичке прогнозе заснивале су се на аргументу да се стабилизација ослања на валутни одбор који захтева девизни прилив да би био одржив, у земљи која је под потпуним спољним ембаргом. Нико то није учинио пре!

Чак и да земља није била под спољним ембаргом, у одсуству иностране помоћи, стабилизацију није било могуће спровести и одржавати. На ово је упућивала чињеница да су успешне епизоде стабилизације хиперинфлација спроведене уз неку спољну финансијску подршку, а Аврамовићев програм се на њу није могао ослонити. Важно је подсетити се да је Драгослав Аврамовић у децембру 1993. године упутио званични захтев ММФ-у у којем је тражио финансијску подршку ове међународне финансијске институције. Као што се и очекивало у превладавајућим међународним околностима, финансијска подршка није одобрена.

Показало се да ови аргументи нису били сасвим валидни кад је у питању кратак рок. Пажљивијом анализом услова и периода добијања те спољне подршке у другим стабилизационим епизодама, може се закључити да је психолошка подршка та која у почетку даје кредибилитет програму, те да је она једнако важна (ако не и важнија) у односу на спољну подршку. У неким случајевима, ефективна спољна подршка дошла је тек неколико месеци након почетног успеха програма стабилизације који се ослањао на монетарну и

⁴⁷ *Qxford Analytica East Europe Daily Brief*, 28. jun 1994: "Temporary Stabilization". Слични аргументи су дати у *Financial Times*, 14. februar 1994. у чланку "Three Weeks on Super Dinar is Still Working", и у београдским дневним новинама *Борба*, 13. јануара, стр. 12.

фискалну контракцију. У Боливији на пример, ММФ-ов програм је започео тек 10 месеци након што је инфлација била смањена домаћом финансијском политиком. То наравно не значи да се стабилизација хиперинфлације може извести и одржавати без спољне финансијске подршке. Међутим, важност те подршке, барем у почетној фази смањивања хиперинфлације, није тако велика као што се понекад приказује.

Да квалификовани критичари програма нису били у праву кад је у питању кратак рок, показало се у првим месецима стабилизације који су били углавном успешни, мерено са три основна резултата. Прво, привреда и становништво су прихватили нови динар и након замене почела је брза ремонтизација привреде, што је праћено опоравком привредне активности и порастом зарада, јер се новац у маркама почео постепено враћати из сламарица и илегалних у формалне финансијске токове. Друго, паритет новог динара је одржаван током првих шест месеци програма без појаве црног курса као кључног индикатора неконзистентности монетарно девизног режима. И треће, месечна инфлација је пала скоро тренутно са 313,5 милиона процената у јануару 1994. који је био последњи месец хиперинфлације, на скоро 0% у фебруару (искључујући ефекат пренесене инфлације), а потом ушла у зону дезинфлације од просечних –1,8% месечно у периоду фебруар–јун 1994. Референтна каматна стопа централне банке је одржавана на нивоу од 12% у истом периоду.

Иако је тачно да су санкције значајно ограничиле спољнотрговинске и капиталне токове, они нису укинута, већ су значајно смањени по обиму и делом пресељени у неформалне токове. Значи, сам механизам валутног одбора којим прилив једне немачке марке резултира штампањем додатног новог динара није укинут него само значајно ограничен у смислу обима прилива и одлива стране валуте. Док год је валутни одбор гарантовао да је девизни прилив и одлив конзистентан са променама масе новог динара, систем је у валутном смислу и даље био стабилан, иако је функционисао под тешким теретом санкција које су имале велики негативан утицај на општи ниво привредне активности. *Маринални* валутни одбор (конзистентност промена токова капитала са фиксним паритетом новог динара) независан је од обима односно стока капитала.

Међутим, оно што је примену валутног одбора у СР Југославији значајно ослабило у односу на његову концепцијску интерну конзистентност и што је на крају довело до напуштања валутног одбора и стабилности цена и курса као циља биле су три конкретне, свесне и погрешне мере економске политике. Оне су у директној мери представљале уступке интересним и политичким притисцима и групама које су подржавале владу а на штету основног концепта валутног одбора и стабилизације.

Прва је да је нови динар био од старта *de facto* неконвертибилна валута, што значи да није у сваком моменту било могуће заменити га за марку или друге валуте у *оба њавца*. Сам почетак стабилизације и почетни успех мотивисао је становништво и привреду да замене немачке марке за нови динар и да

га све више користи као главно средство за плаћања у домаћој привреди. По правилу, било је једноставно заменити марке у динаре. Али за обрнуту трансакцију су постојала ограничења, формална као и неформална, на пример у облику недостатка стране валуте у банкама. Ово је имало двоструки ефекат на прекид аутоматизма функционисања валутног одбора, прво тиме што је одлив капитала у значајној мери ограничен, мада он наравно није био спречен због неформалних канала а друго, тиме што је смањен кредибилитет новог динара у очима становништва и привреде, јер неконвертибилна валута по природи има мању вредност као средство за спољнотрговинска плаћања и средство штедње.

Друга мера је била административна одлука да се директно контролишу каматне стопе и да се оне одржавају на ниском нивоу. Тиме се директно компромитовао основни концепт валутног одбора. У почетку стабилизације то није био посебан проблем јер се систем постепено прилагођавао а инфлација и камате су падале. Међутим, након неколико месеци, ниске каматне стопе су постале превише ниске у односу на оне које би тржиште новца обезбедило и то је, заједно са настављањем политике буџетског дефицита, довело до поновне појаве црног девизног курса као основног индикатора неконзистентности монетарно–валутне и фискалне политике.

Трећа мера је била недостатак политичке воље и неспособност државе да контролише буџетски и квазибуџетски дефицит и његову монетизацију од стране централне банке. Затварање буџетског дефицита би захтевало истовремену и озбиљну фискалну консолидацију, односно повећање прихода и смањење расхода и елиминисање финансирања дефицита од стране централне банке као основног жаришта инфлације.

Ове три мере су својим ефектима довеле до растућег црног девизног курса и *de facto* напуштања концепта валутног одбора у другој половини 1994. године, око шест месеци након валутне реформе.

8.2. Кређибилносћ

Аврамовић је дао кредибилност економској стабилизацији и економској политици власти која је претходно изгубила сваку кредибилност у очима становништва и већине стручне јавности. Његова кредибилност као стручњака за економску политику је почивала на дугој и успешној каријери која је почела у Народној банци и Министарству финансија послератне Југославије у периоду од 1946. до 1948. године на специфичним, осетљивим и сложеним пословима међународних финансија. Детаљи ове каријере, међутим, нису шире познати. Зато ће се овде поменути неке од важнијих стручних улога које је имао у земљи и иностранству.

Био је у делегацији Југославије на конференцији у Савани (Savannah, Џорџија, САД), на којој су постављени темељи послератног међународног финансијског система и у том периоду је радио и на питањима повраћаја злата Краљевине Југославије. Касније, 1953, године постаје први Југословен који

је као стручњак запослен у Светској банци у њеном тадашњем економском одељењу, да би ускоро постао и његов директор и бавио се истраживањима у вези са питањима девизног курса, посебно у социјалистичким привредама. То одељење је било нуклеус каснијег великог центра економских истраживања о питањима економске политике и привредног развоја у свету (*Development Economics Vice Presidency*). Ту је Аврамовић радио са групом економиста која је укључивала Paul Rosenstein-Rodana, једног од водећих економиста за питања економског развоја у то време (Avramović 1996). Године 1964, са једном екипом економиста Светске банке објављује књигу *Economic Growth and External Debt* (Avramović 1964). Иако је ова књига писана пре нафтних шокова из седамдесетих година XX века, бројних макроекономских криза и стабилизационих програма и пуно пре значајног напретка у опусу стручног, емпиријског знања о имплементацији и ефектима економске стабилизације, читалац се може уверити да су аутори били веома добро упознати са кључним питањима макроекономске политике у земљама у развоју, укључујући и улогу инфлације у светлу монетарне и фискалне политике и основне ефекте ове политике на спољни сектор привреде. Сва ова знања и искуства ће бити итекако добро дошла и добро искоришћена током дискусија које су претходиле почетку стабилизације у СР Југославији. Треба рећи и да су она значајно одскакала по дубини и квалитету од многих учесника тадашње дискусије, посебно оних у тадашњој влади.

Као високо рангиран стручњак Банке, Аврамовић је учествовао у великим дебатама које су се тичале привредног развоја земаља у развоју и није се устезао од изражавања сопствених стручних убеђења, чак и када су она била у супротности са службеном позицијом. У архивском интервјуу са историчаром Банке, може се видети богат садржај и актуелност ових дебата за тадашње, па и данашње, дилеме привредног развоја (на пример, сложена питања о јавном дугу и утицају цена сировина на макроекономију земаља у развоју).⁴⁸ Током седамдесетих година налази се на позицији директора секретаријата Brandt-ове комисије (Avramović 1996). Студенти и стручњаци економског развоја могу наћи веома упутне детаље о великим питањима и дебатама о земљама у развоју кроз релевантну и важну призму Аврамовићевог искуства.

8.3. Комуникација

Али док је његова кредибилност у очима стручне јавности и у званичним круговима била прилично јасна, његова улога као водећег комуникатора програма стабилизације према широј јавности била је посебно значајна и она је допринела кредибилности самог програма. Она је допринела да се валутна реформа примени и прихвати од становништва брже него што би то био случај да је програм комунициран, као до тада, у великој конфузији многих,

⁴⁸ Avramović, Dragoslav. 1996. *Transcript of an interview with Dragoslav Avramović*, by Jochen Kraske. World Bank Group's Historian's Office: Oral History Program, September 9, Washington D.C.

противречних и нејасних и нестручних порука од којих становништво није знало шта може да очекује.

Аврамовић је био главни комуникатор не само Народне банке односно монетарних власти, већ *de facto* и саме владе у домену економске политике, практично играјући улогу економског премијера. У овој улози, он је вешто давао наду становништву да програм, и поред огромних ограничења, може да обезбеди стабилност цена, што је било неопходно за било какво чување животног стандарда енормно осиромашеног становништва. Тиме и комуникацијом о чињеницама програма и њиховим интерпретацијама, он је утицао на краткорочна очекивања становништва у односу на домаћу валуту. На тај начин, допринио је стабилности тражње за новом домаћом валутом, што је један од услова успеха валутне реформе. Чак и у време када је програм био компромитован политиком ниских каматних стопа и фискалним дефицитом, на конференцији у Милочеру у јуну 1994. године, он је комуникацију према јавности фокусирао на дотадашње успехе програма да би макар донекле купио време пре него што слом програма не постане очигледан. Нажалост, већ тада је постало јасно да макроекономска и трајна стабилности није циљ ни приоритет тадашњих носилаца економске политике.

Епилог је познат. Аврамовић је маја 1996. године смењен са функције гувернера након растућих неслагања и отвореног конфликта са владом, делом због неспремности владе да мења фискалну политику која је била усмерена на одржавање привредних губитака а на штету становништва. Економска ситуација у СР Југославији је наставила да се погоршава, до слома Милошевићевог режима, 2000. али су дезинтеграциони политички и економски процеси настављени.

Из данашње перспективе, након двадесет пет година, јасније се види улога коју је Аврамовић имао у овом тешком периоду. Он је био не само главни архитекта програма, већ је пресудно утицао на његово усвајање, дајући допринос концепту, кредибилитету и комуникацији као и његовом релативном успеху током 1994. године. Као гувернер Народне банке, учествовао је у примени програма стабилизације. Својом вештином комуникације дао је кредибилитет програму. Коначно, без обзира на релативно кратак период стабилности, хиперинфлација се више није поновила.

9. ДА ЛИ ЈЕ СТАБИЛИЗАЦИЈА БИЛА ОДРЖИВА?

Постојала су озбиљна спољна и унутрашња ограничења у функционисању југословенске економије која су смањила њене шансе за успех стабилизације, чак и уз најбољи оквир макроекономске политике који се могао обликовати.

Спољни ембарго ефективно је смањио предности ефикасности из спољне отворености и допринео смањењу производње због драматично смањеног увоза, извоза и елиминисања могућности спољног задуживања за финансирање трговине и развоја. Иако је трајање спољног притиска било

тешко предвидети, оно што се сигурно могло претпоставити је да се није радило о привременом спољном шоку. И летимичан поглед на историју међународних санкција указује да оне трају веома дуго, често деценијама. Дакле, реалистична краткорочна и средњорочна политика морала је ову чињеницу озбиљно узети у обзир.

Најозбиљнија унутрашња ограничења била су структурни проблеми, као што су превелика државна и друштвена предузећа са вишком запослених, и велика државна администрација (укључујући војнобезбедносни апарат). Они су вршили притисак на буџетске и ванбуџетске издатке који су се финансирали јефтиним банкарским кредитима. У контексту већ високе незапослености, ова ограничења су још више смањивала број степени слободе креаторима макроекономске политике.

И док су спољне препреке ограничавале количину расположивих ресурса, економска политика је могла утицати на расподелу и делотворност коришћења ресурса. С обзиром на то да су спољна ограничења много озбиљнија од уобичајених, јасно је да би напор економске политике за одржавање стабилности морао бити *знајно већи* него што би иначе било потребно. Дакле, у тим условима, чак и мала неконзистентност у политици, посебно у финансијској и политици контроле доходака, са много већом вероватноћом би резултирала новом хиперинфлацијом.

Да би валутна реформа била успешна, генерално посматрано, требало је обезбедити следеће економске и институционалне услове:⁴⁹

- 1) Кредити централне банке држави за буџетско или финансирање пословних губитака компанија морају бити ограничени. Неопходно је да ово буде трајно правило, гарантовано уставом, те подложно променама само квалификованом већином у Скупштини.
- 2) Краткорочни кредити за „премошћавање” недостајућих пореских прихода за финансирања буџетског дефицита могу се одобравати само док се не ефектуира заокрет у вођењу фискалне политике.
- 3) За успешну ремонтизацију која треба да врати новчану масу на „нормалан”, предхиперинфлаторни ниво неопходно је следеће: нова влада, нов гувернер централне банке и увођење нове валуте.
- 4) Онај део приватних дугорочних кредита који је инфлација избрисала треба ревалоризовати и наплатити; исто тако, било је неопходно направити план надокнаде обезвређене динарске и изгубљене девизне штедње како би се побољшала социјална прихватљивост реформи.
- 5) Девизне контроле и увозне баријере треба уклонити како би се повећало поверење у реформу.

Да ли су ти услови били обезбеђени у СР Југославији? А, ако јесу, с обзиром на описана ограничења, да ли су они били довољни за одржавање стабилности цена у постојећим спољним и домаћим ограничењима?

⁴⁹ Bernholz (1993).

Што се тиче ограничења на одобравање кредита централне банке држави, одлука гувернера и српске владе о трајном заустављању ових кредита од 24. јула 1994. године, била је корак у правом смеру. Међутим, требало је обезбедити спровођење одлуке, имајући у виду да се притисци великих предузећа која послују са губицима неумитно повећавају како се приближава крај године. Недостајала је институционална заштита за трајно спровођење овог правила. Закон о Централној банци остављао је могућност да се држава директно задужује код Централне банке.⁵⁰ Као што није било покушаја да се институционализује правило у Уставу, тако није било ни покушаја да се то учини републичким и савезним законима. Осим тога, нису постојала експлицитна ограничења за одобравање кредита пословних банака државним предузећима за покривање губитака.⁵¹

Други услов било је немогуће испунити, будући да спољно финансирање није било доступно земљи под ембаргом УН-а. То је *de facto* значило да фискална политика треба да преузме на себе више терета него што би у другим условима било потребно. Још прецизније, финансирање буџетског и квазибуџетског дефицита из примарне емисије централне банке, али и из извора домаћих банака, требало је да буде елиминисано, што би домаће обвезнице учинило јединим преосталим извором за финансирање дефицита. С обзиром на недостатак поверења и неатрактивне каматне стопе које су преовладавале средином 1994. године, било је мало вероватно да обвезнице постану значајан извор у кратком року. Дакле, у условима спољне изолације, могуће је преформулисати други услов на следећи начин: *ако није доспјелуно спољно финансирање, буџетски дефицит у целини треба бити елиминисан у најкраћем могућем року, не дужем од једне године.*

Треће, било је неопходно да се новчана маса врати на предхиперинфлаторни ниво. У СР Југославији, шест месеци након почетка стабилизације, то се није догодило. Као што је раније наведено, ремонтизација је заустављена на ниском, и стога веома нестабилном нивоу. Укупна новчана маса достигла је 5,5% БДП у односу на најмање 15%, што се може сматрати „нормалним” нивоом у стабилним условима. То се догодило упркос чињеници да је програм спроводила нова влада⁵², нови гувернер Централне банке, а нова валута

⁵⁰ Према члану 92 Закона о Централној банци, Централна банка може одобрити кредит влади Федерације (владама Република) у износу до 30% (20%) буџетских прихода.

⁵¹ Те институционалне проблеме идентификовали су економисти тима Центра за економске студије CES MECON. У документу који анализира опције макроекономске политике за остатак 1994. (CES MECON, 1994), предлаже се да савезна и републичке владе, с почетком примене од 1995, поштују правило пуне фискалне равнотеже, што би било институционално загарантовано савезним и републичким законима. Оно би се могло мењати само трочетвртинском већином у скупштини. Надаље, предложено је да се изричито ограниче банкарски кредити који се одобравају предузећима која остварују губитке и/или оним предузећима која нису вратила раније подигнуте кредите.

⁵² Наиме, формирана је нова влада Србије, доминантне од две републике у новој југословенској федерацији. Црногорска влада, коју је водио премијер Ђукановић није се мењала, али

заменила стару. Јасно је да стандардне мере за успостављање поверења нису вратиле новчану масу у нормалан ниво у СР Југославији. О ниском поверењу и даље присутним инфлаторним очекивањима сведочио је акутни недостатак значајне динарске штедње становништва у банкама. Што је још важније, сток изгубљене тзв. „старе штедње” (девизних депозита) становништва и вештачки смањених каматних стопа након почетка програма, нису били подстицајни за повратак новчане масе на нормални ниво. Опет, трећи услов није био довољан у условима прилично великог постојећег стока девизних обавеза и вештачки (или прерано) смањених каматних стопа након почетка програма, чиме је створена упадљива неравнотежа на новчаном и кредитном тржишту. У тим околностима биле су потребне барем још две акције како би се побољшао кредибилитет и поново покренуо незавршени процес ремонетизације: *камајине сѝоие тѝребало је љовећаиши на ниво који ће елиминисаиши вишак тѝражње за новцем и кредиѝиима, и реѝуларно оѝиѝлаћиваиши љосѝојеће девизне обавезе.*⁵³

Четврти услов, такође, није био испуњен. Не само да нису наплаћени обезвређени одобрени динарски кредити (што се ипак сматрало другоразредним проблемом), већ је потпуно изостављен одржив план власти за уређење и ликвидацију обавеза по основу укупне штедње становништва, што је било неопходно за успостављање поверења у стабилизациони програм.

У условима значајне девизне контроле, није се могло говорити о испуњењу петог услова. Појединци су могли купити својим динарима само до 100 ДЕМ по трансакцији. Осим тога, 17. јула 1994, банке су имале обавезу да од појединаца, који желе да размене динаре у страну валуту, траже објашњење о изворима тих динара. Увозници су били подвргнути лиценцирању, квотама и оцењивању „неопходности увоза”. Можда је највидљивија контрола била увођење граничног паушалног пореза на сва путовања изван земље. Постоје анегдотски докази да су предузећа користила своје приватне банковне рачуне у иностранству да би заобишла спор и сложен процес одобравања увоза. Најопштије, ове контроле нису спречиле бекство капитала, а предузећа су нашла начин како да увезу потребну робу, али по већим трошковима, а тиме имплицитно већој депрецијацији курса.

Наведена расправа показала је да су постојали значајни изазови пред креаторима макроекономске политике у СР Југославији, да би се одржала постигнута крхка стабилност. Програм стабилизације, успео је да заустави хиперинфлацију и одржи стабилност у периоду од годину дана, без спољне финансијске подршке. За дугорочну одрживост било је нужно отклонити узрок хиперинфлације – буџетски и квазибуџетски дефицит, што је оцењено

је прихватила покретачку силу (главну идеју) програма. Савезна влада на челу с премијером Конићем такође се није мењала.

⁵³ Нека мала отплата главнице од 30 динара месечно покренута је поново у мају. Мали износи и „stop-go” циклуси чишћења обавезе нису могли допринети успостављању кредибилитета стабилизације.

као непопуларно. Креатори економске политике за то нису били спремни, али нису били спремни ни за нову хиперинфлацију. Они су емисију новца тако дозирали да генерише довољан инфлаторни приход за финансирање буџетског и квазибуџетског дефицита, имајући у виду ниску реалну количину новца (услед брзо заустављене ремонетизације), високо учешће готовине, те курса као индикатора емисије новца. Како је то био ход по жици, повремено је долазило до убрзања депрецијације и инфлације. Услед страха од поновне хиперинфлације, креатори економске политике су реаговали успоравањем или чак заустављањем емисије, што је са своје стране утицало на кашњење државе у извршењу обавеза и монетизацију само дела дефицита.

ЛИТЕРАТУРА

- Alesina, Alberto and Allan Drazen (1991). "Why Are Stabilizations Delayed", *American Economic Review*, Vol. 81, No. 5, 1170–1188.
- Avramović, Dragoslav. (1996). *Transcript of an interview with Dragoslav Avramović*, by Jochen Kraske. World Bank Group's Historian's Office: Oral History Program, September 9, Washington D.C.
- Avramović, Dragoslav et al. (1964). *Economic Growth and External Debt*, Economics Department, International Bank for Reconstruction and Development, Johns Hopkins Press, Baltimore, Maryland.
- Avramović, Dragoslav (ed.) (1994). *Monetarna rekonstrukcija i strategija privrednog oporavka Jugoslavije (Monetary Reconstruction and Strategy for Economic Revival of Yugoslavia)*, Belgrade, January 1994, mimeo.
- Bogetić, Željko (1998). *Valutni odbori u teoriji i međunarodnoj praksi*. Podgorica.
- Bogetić, Željko, Diana Dragutinović and Pavle Petrović (1994). "Anatomy of Hyperinflation and the Beginning of Stabilization in Yugoslavia 1992–1994." University of Belgrade – Faculty of Economics, September.
- Bernholz, Peter (1988). "Hyperinflation and Currency Reform in Bolivia: Studied from a General Perspective", *Journal of Institutional and Theoretical Economics* vol. 144, 747–771.
- Bernholz, Peter (1989). "Currency Competition, Inflation, Gresham's Law and Exchange Rate", *Journal of Institutional and Theoretical Economics (JITE)*, 145(3), September, 465–488.
- Bernholz, Peter (1993). "Necessary and Sufficient Conditions to End Hyperinflations", in G. Radnizky and H. Bouillon (eds.) *Government: Servant or Master?*, Amsterdam and Atlanta 1993, 141–170.
- Cagan, P. (1956). "The Monetary Dynamics of Hyperinflation", in Milton Friedman (ed.), *Studies in the Quantity Theory of Money*, Chicago University Press, Chicago.
- CES MECON (1993a). *Stabilizacioni program (Stabilization Program)*, CES MECON, Belgrade, December.

- CES MECON (1993b). *Economic Developments in FR Yugoslavia: A Country Report* prepared for the United Nations Economic Commission for Europe, Belgrade, September.
- CES MECON (1994). *Stabilizacioni program za drugu polovinu 1994 (Stabilization Program for the Second Half of 1994)*, CES MECON, June.
- Dornbusch, Rudiger and Stanley Fischer (1986). "Stopping Hyperinflations: Past and Present", *Weltwirtschaftliches Archiv*, 122, 1–47.
- Dornbusch, Rudiger (1992). "Monetary Problems of Post-Communism: Lessons from the End of the Austro-Hungarian Empire", *Weltwirtschaftliches Archiv*, vol. 128, No. 3, 393–424.
- Fischer, Stanley and Michael Lee (1993). "On the Shortage of Cash During Hyperinflation", MIT, Department of Economics, *working paper*.
- Friedman, Milton (1992). "Franklin D. Roosevelt, Silver and China", *Journal of Political Economy*, vol. 100, No. 1, 62–83.
- Johansen, S. (1988): "Statistical Analysis of Co-integration Vectors", *Journal of Economic Dynamics and Control*, 12, 231–254.
- Madžar, Ljubomir (1994). „Nabeđena dugovečnost vilihog konjica: kritički osvrt na Program monetarne rekonstrukcije“ (A Critical Review of the Program of Monetary Reconstruction), in Marsenić, Dragutin (ed.). *Program of Monetary Reconstruction and Economic Revival of the Yugoslav Economy: Results, Problems and Perspectives*, Yugoslav Economic Association, Belgrade, 1994.
- Mladenovic, Zorica, Pavle Petrovic (2010). "Cagan's paradox and money demand in hyperinflation: Revisited at daily frequency", *Journal of International Money and Finance*.
- Morales, Juan Antonio (1991). "The Transition from Stabilization to Sustained Growth in Bolivia", in Bruno, Fischer, Helpman, Liviatan and Meridor (eds.), *Lessons of Economic Stabilization and Its Aftermath*, (1993) MIT Press, chapter 2, 15–47.
- Morales, Juan Antonio (1993). "Bolivian Trade and Development 1952–87", in Dornbusch (ed.) *Policymaking in the Open Economy: Concepts and Case Studies in Economic Performance*, EDI Series in Economic Development, Oxford University Press, 1993.
- Petrović, Pavle, Zorica Mladenović (2000). "Money demand and exchange rate determination under hyperinflation: conceptual issues and evidence from Yugoslavia". *Journal of Money, Credit and Banking* 32.
- Petrović, Pavle, Željko Bogetić, Zorica Mladenović (1999). „The Yugoslav Hyperinflation of 1992–1994: Causes, Dynamics, and Money Supply Process“, *Journal of Comparative Economics*, Vol. 27, p. 335.
- Sachs, Jeffrey D. (1986). "The Bolivian Hyperinflation and Stabilization", *NBER Working Paper*, No. 2073.
- Siklos, Pierre (1989). "The End of the Hungarian Hyperinflation of 1945–1946", *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 21, No. 2 (May), 135–147.
- Siklos, Pierre (1991). "Fiscal Policy and Inflationary Expectations: the Hungarian Tax Pengo Experiment", *Journal of European Economic History*, vol. 20, No. 3 (Winter).
- Wicker, E. (1986). "Terminating Hyperinflation in the Dismembered Habsburg Monarchy", *The American Economic Review*, vol. 76, 350–61.

Diana Dragutinović, Željko Bogetić, Pavle Petrović

ANATOMY OF HYPERINFLATION
AND THE BEGINNING OF STABILIZATION
IN YUGOSLAVIA 1992–1994

S u m m a r y

The paper analyzes the origins, consequences and some salient characteristics of the Yugoslav hyperinflation in the 1992–1994 period as well as the subsequent attempt at macroeconomic stabilization. The Yugoslav hyperinflation episode is historically unique and significant in the international context as the third highest and long lasting. Although there have been at least seven longer lasting episodes, the combination of its extreme peak and duration suggests the most extreme hyperinflation in recorded history. There appear to have been two main, related, triggers of hyperinflation: one was political, the other economic. The political trigger was the disintegration of the former Yugoslavia with attendant, massive disruption of trade with the republics of the former Yugoslavia, which set into motion collapse of economic activity and government revenues. At a later stage, war in the neighborhood and UN embargo further depressed output and revenues. The economic trigger was the rapidly escalating budget deficit, increasingly financed by the Central Bank and from multiple informal channels of money creation. The paper analyzes several salient dimensions of the Yugoslav hyperinflation, focusing on monetary and exchange rate dynamics, channels of transmission as well as government revenues and output within a broader context of the literature on hyperinflations. The first is the behavior of velocity and the ‘flight from money’. The monetary dynamics of the Yugoslav hyperinflation is well characterized by the Cagan model in which demand for money is almost entirely explained by the variation in the expected rate of change in prices. The higher expected inflation, the lower is the demand for real money balances. The second is the existence of the seigniorage Laffer curve: an increase in money growth raises government’s seigniorage revenue from printing money up to a point after which seigniorage begins to fall. If the government can maintain a growing or at least constant seigniorage revenues, it continues with the explosive printing of money and hyperinflation, even though there are policies that would make everyone considerably better off. (Alesina and Drazen, 1991). The government’s policy of maximizing seigniorage has been at the expense of the general population’s huge loss of value of the currency and real incomes. The end result was delayed stabilization. The third dimension is the shortage of the money. Despite the Central Bank’s printing presses working in overdrive, there was a curious phenomenon of shortage of money necessary to conduct economic exchange, an issue also documented in other hyperinflations. Fourth is the transmission mechanism, from the increase in money creation financing the budget deficit, which caused the black market exchange rate to depreciate, to prices adjusting to exchange rate movements.

Finally, the paper analyzes the stabilization program that stopped the hyperinflation but did not manage to ensure longer-term macroeconomic stability. Central Bank Governor Dragoslav Avramovic's unorthodox stabilization program, based on the currency reform has managed to bring inflation to a rapid halt. The analysis of this program is of particular interest as it was started and implemented while the country was under a complete U.N. embargo on all commercial transactions and transportation, practically eliminating any significant earnings from foreign trade. The printing of old dinars was stopped, and the new dinar was introduced. By tying the issuance of the new dinar to the existing gold and foreign exchange reserves, the monetary authorities introduced a *variant of the Currency Board* in the operation of the Central Bank. The program also aimed at a comprehensive *tax reform* with the short-term objective of increasing government revenues and the medium-term objective of improving the structure of the tax system. Much of the hope for immediate revenue turnaround was based on the expectation of an inverse Tanzi effect i.e., a rapid increase in real government revenues following a drop in inflation. However, although powerful, Tanzi effect did not sufficiently lift revenues to fully eliminate the budget deficit, the ultimate cause of hyperinflation. While no incomes policy was planned initially, wage and exchange rate pressures which led to a wage freeze in the state sector introduced in June 1994 signaled the authorities' decision to use the politically sensitive wage policy to support stabilization. While price stability and the fixed exchange rate were still being maintained, serious imbalances were beginning to appear six months after the currency reform. The money stock had not returned to its pre-hyperinflation level, and the new dinar had not been used as a store of value. Informal interest rates charged by many banks were considerably higher than the official rates. In addition, in August 1994, the Central Bank officially changed the monetary regime by abandoning the (incomplete) backing of the monetary base with foreign exchange and reintroduced a regular discount window. As the stabilization did not address fundamental, structural problems of the large state enterprise sector, the fiscal and quasi fiscal deficits, even though significantly reduced, were not eliminated. Monthly wages have increased almost tenfold in a year. But by the end of 1994, the initial surge in production had leveled off, reaching the limits of the low overall resource constraint of the economy. While hyperinflation was over, these disequilibria continued to threaten a new breakdown of fragile macroeconomic stability under severe external and domestic, structural constraints.

The Yugoslav experience with the extreme hyperinflation and stabilization suggests that stabilizing hyperinflation can be engineered and maintained in the short run *even without* external financial support. But for long-term stability, new, reform-oriented decision policy makers were needed, those that would address deep structural problems and the fiscal deficit.