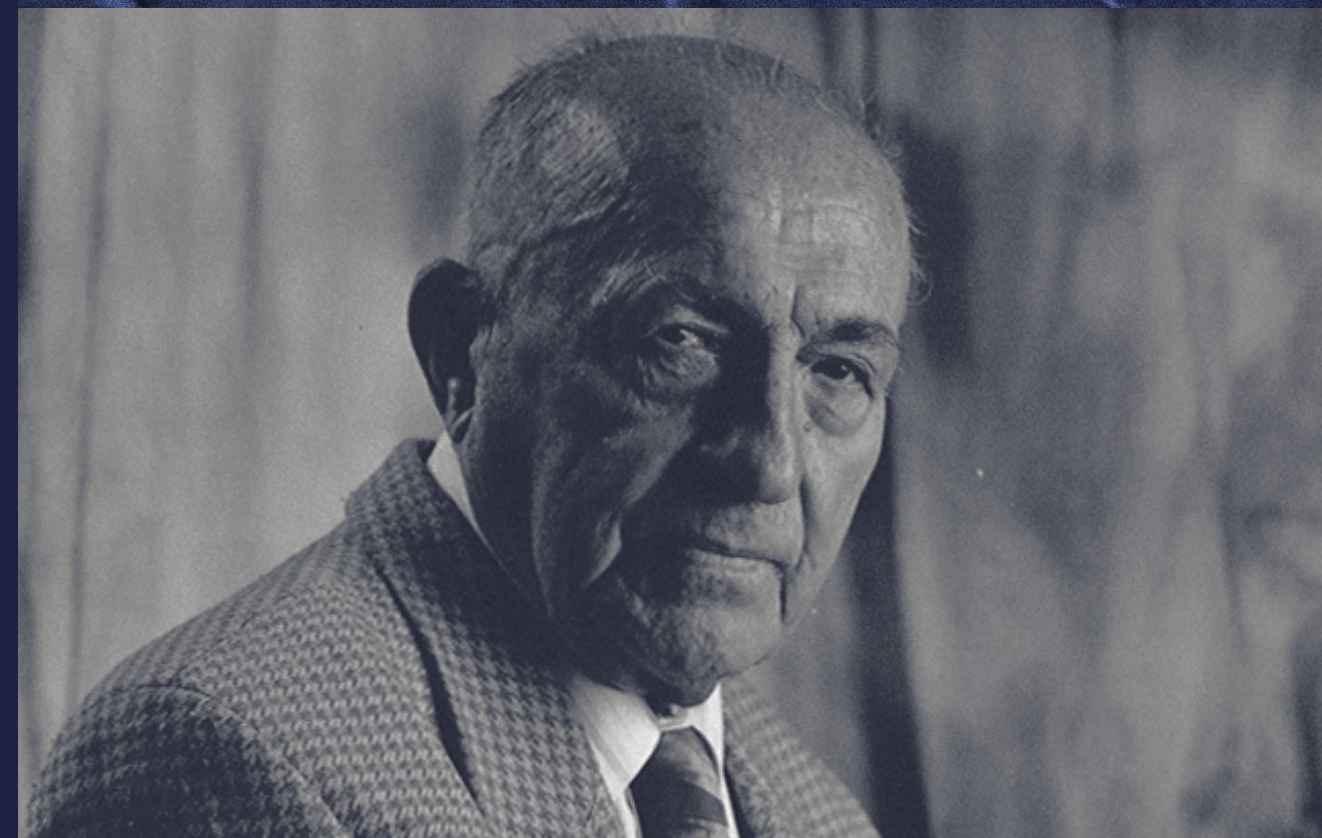




СРПСКА АКАДЕМИЈА НАУКА И УМЕТНОСТИ

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

100<sup>th</sup> 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

*Предговор* – Павле Петровић . . . . . 9

### ХИПЕРИНФЛАЦИЈА И СТАБИЛИЗАЦИЈА

Љубомир Маџар, *Политичка економија економске историје*  
– *Програм монетарне реконструкције (Србија 1994)*  
*као студија случаја* . . . . . 17

Ljubomir Mažar, *Political Economy of Economic Policy*  
– *The Monetary Reconstruction Program (Serbia 1994)*  
*as a Case Study*. . . . . 51

Диана Драгутиновић, Жељко Богетић, Павле Петровић,  
*Анатомија хиперинфлације и покушај стабилизације*  
*у СР Југославији: 1992–1994*. . . . . 53  
Diana Dragutinović, Željko Bogetić, Pavle Petrović,  
*Anatomy of Hyperinflation and the Beginning of Stabilization*  
*in Yugoslavia 1992–1994*. . . . . 98

Даница Поповић, *Југословенске хиперинфлације и наши спасиоци* . . . . . 101  
Danica Popović, *Yugoslav Hyperinflations and Our Saviors* . . . . . 121

Дејан Поповић, *Оливера, Танзи, Милошевић:*  
*зашто је прихваћен Аврамовићев програм* . . . . . 123  
Dejan Popović, *Olivera, Tanzi, Milošević:*  
*Why was Avramović's Program adopted* . . . . . 132

Дејан Шошкић, *Проблеми и изазови Аврамовићеве стабилизационе*  
*програма четвртог века касније*. . . . . 133  
Dejan Šoškić, *Problems and Challenges of Avramović Stabilization*  
*Program Quarter of a Century Later*. . . . . 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, Интервју са Драгославом Аврамовићем, (Јохен Крассе, 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





## ПРЕДГОВОР

Зборник садржи прилоге са конференције одржане у САНУ новембра 2019. посвећене Драгославу Аврамовићу, дописном члану САНУ, поводом стогодишњице његовог рођења.

Драгослав Аврамовић је изузетна појава међу економистима Србије (и Југославије). Направио је блиставу међународну каријеру (видети дискусију Д. Вујовића), да би се у својим 70-им годинама вратио у Србију и зауставио једну од највећих хиперинфлација у историји – српску хиперинфлацију из 1992–1994. Тај подухват је вредан за целу једну професионалну каријеру, и сврстава Аврамовића међу десетак оних који су ушли у економску историју обуздавајући велике хиперинфлације. Аврамовић није ту стао – знао је да је његов подухват „само“ превео неререформисану и неефикасну привреду Србије са хиперинфлацијом у исту такву привреду без хиперинфлације. То „само“ је за нас који смо живели у хиперинфлацији било огромно, а био је и неопходан предуслов да би се са реформама отпочело. Да реформише привреду Србије, Аврамовић, нажалост, није успео.

Прилози у овом Зборнику обрађују ова два велика подухвата Аврамовића: његово спектакуларно заустављање хиперинфлације и његов неуспешан покушај да покрене реформе и да тада изоловану привреду Србије укључи у међународне токове.

Обе ове велике теме анализирају се у уводном раду Љ. Маџара који даје широк поглед на ова питања, укључујући у економску анализу и димензије политике и институција. Импресивна монетарна стабилизација, закључује Маџар, није била дугорочно одржива у лошем привредном систему, а тај лош систем се није мењао јер би његова промена значила економско и политичко

развлашћивање тада владајуће елите. Маџар отвара још једну велику тему која се потом провлачи кроз готово све радове, а то је да је Аврамовић економиста великог формата, указујући да сам програм стабилизације представља допринос економској науци, а да књига потом написана (Аврамовић, 1997) достиже највише домете примењене економске анализе. Треба рећи да ово пише аутор који је имао и има критички отклон према економским подухватима Аврамовића.

Радови који потом следе у Зборнику анализирају назначене, велике посебне области: хиперинфлацију, њене узроке, динамику и стабилизацију, а затим покушај привредних реформи. Готово сви аутори ових прилога су у неком тренутку непосредно сарађивали са Аврамовићем, те су имали лични увид у његове покушаје, дилеме и размишљања. Стога ови радови, поред аналитичко–научне димензије, имају и вредност непосредног сведочанства о обликовању и доношењу Програма монетарне реконструкције који је зауставио хиперинфлацију, као и судбине Програма 2 (видети у Прилозима) којим је Аврамовић покушао да покрене реформе. Ова сведочења и пратеће анализе значајно проширују наша знања о политичкој економији великих подухвата економске политике и реформи.

Темељно испитивање српске хиперинфлације, њених узрока и динамике у компаративној перспективи, као и из угла одговарајуће економске теорије, дата је у раду Богетић и други. Комплементарну анализу даје М. Арсић издвајајући улогу економских санкција УН Србији на убрзање инфлације, квантификује тај ефекат и показује да политичко вођство на санкције реагује убрзаним штампањем новца изазивајући хиперинфлацију. Арсић указује да се Аврамовићев програм прихвата када хиперинфлација више не доноси корист ни најужим политичко–пословним интересним групама, а сведочење из прве руке о овоме се налази у раду Дејана Поповића.

У свом раду Богетић и други такође подробно испитују ефекте стабилизације у „реалном времену“ (наиме рад је написан док је стабилизација била још у току, септембра 1994) и даје прве оцене Програма. Ова прва, енглеска верзија папира била је доста цитирана у међународним оквирима као извор за српску хиперинфлацију и стабилизацију, а сада је само иновирана истраживањем накнадно доступних података који су међународно упоредиви. Аутори су оставили суштински неизмењену верзију у овом Зборнику да, између осталог, без накнадне памети документује дух тог времена.

Богетић и други, као и Маџар и Арсић у својим прилозима, указују да је Аврамовић прибегао обрнутом реду потеза у свом Програму монетарне реконструкције (видети у Прилозима) од онога што је била пракса претходних, успешно заустављених хиперинфлација, и што је економска теорија налагала. Уместо да упоредо са монетарном реформом – нови конвертибилни динар, одмах спроведе и фискалну реформу – снажно смањивање буџетског дефицита, Аврамовић се опредељује само за прво. Затварање буџетског дефицита, наиме, захтева у почетку страну помоћ, што је и био случај код других, успешних стабилизација, али Србија 1994. није могла да рачуна на ту помоћ.

У основи, Аврамовић је једним потезом – фиксирањем курса динара према немачкој марки и увођењем његове конвертибилности, за недељу дана оборио инфлацију од преко 2 милиона % на нулу. Иако је то био крајње ризичан потез срачунат на то да ће становништво и привреда поверовати да ће нови динар убудуће моћи да се мења за страну валуту, Аврамовић је имао упориште у својој анализи. Наиме, уочио је да у последњим месецима екстремне хиперинфлације практично нико више не држи динаре, те да су и минималне резерве стране валуте којим је располагала држава довољне да покрију малу реалну вредност динара (мада номинално огромну) код становништва. Само пола године раније, при нижој хиперинфлацији, ово не би било могуће.

Претходно показује редак таленат који је имао Аврамовић, а то је да растави веома сложен проблем, препозна његове кључне елементе и онда га реши практично једним потезом. У хаосу екстремне хиперинфлације децембра 1993. и јануара 1994, кључна реченица Аврамовића је била фиксирајте курс и учините динар замењивим за немачку марку (видети извод из Програма у Прилогу). Брза стабилизација цена која је уследила покренула је, потом, позитивну динамику инверзну оној у хиперинфлацији (видети Богетић и други, Даница Поповић, Дејан Поповић, Милојко Арсић). Наиме, становништво и привреда су почели да траже динаре па су они могли да се „штампају“ а да не доведу до инфлације, док с друге стране пореске приходе није више „топила“ инфлација. И једно и друго је снажно повећало приходе државе што је значајно смањило буџетски дефицит и учинило га привремено одрживим. Стабилне цене су надаље покренуле производњу и уопште привредну активност (видети Богетић и други, и Милојко Арсић) и тако је, након велике почетне неизвесности, стабилизација сигурно закорачила без фискалне реформе и неопходне стране помоћи.

Србија је, унутар Југославије, преживела још једну хиперинфлацију и стабилизацију пар година раније – 1989. С једне стране ова хиперинфлација је била међу најкраћим и најнижим епизодама, али је дошла након деценије високе инфлације у Југославији те је њено заустављање почетком 1990. становништво доживело као право чудо. И тада је стабилизација била високо персонификована, овог пута за Анту Марковића, у то доба председника југословенске владе. И поново, као и Аврамовићева, стабилизација није била дугог века. Даница Поповић у свом раду уводи компаративну перспективу анализирајући ове две веома интересантне епизоде, као и личности и политичке прилике које су стајале иза успешних али краткотрајних стабилизација. Поређење је интересантно јер су оба програма концептуално иста, базирана на девизном курсу – његовом фиксирању и конвертибилности валуте, а не на алтернативном концепту базираном на контроли емисије новца. Први приступ је ризичнији, али ако успе готово безболан, а други, нагло заустављање „штампања“ новца, сигурнији али болан јер доводи до привременог пада производње и раста незапослености. Ове две епизоде су сличне и по томе да су се суочиле са политичким и шире, друштвеним ограничењима када је требало предузети реформе.

Враћајући се српској хиперинфлацији, имамо важан прилог Дејана Поповића који успешно синтетиче економску анализу – такозвани Оливера–Танци

ефекат, са сведочењем из прве руке како је и зашто Аврамовићев предлог тадашњи председник Милошевић прихватио. Он је то учинио када је, на тежи начин – „на нашој кожи“, научио да му је енормно штампање новца потпуно истопило пореске приходе (Оливера–Танци ефекат). А могао је, уместо експеримента уживо, да погледа искуства претходних хиперинфлација и економских анализа које су их пратиле. У том контексту, Поповић сликовито показује веома низак ниво економског знања присутне привредно–политичке елите која је требало да одлучује о Аврамовићевом предлогу. Такође Аврамовић у својој књизи (Аврамовић, 1997) каже да је, по доласку у Србију, био изненађен ниским нивоом знања управљачке елите.

Ако је нека утеха, лекција је ипак научена па, како показује Арсић, реакција на подједнако тешку економску кризу крајем 1990-их, изазвану ратним сукобом на Косову и НАТО бомбардовањем, није била прекомерно штампање новца као раније у случају претходне кризе из 1992–93. Наиме крајем 1990-их још увек велико „штампање“ новца је ипак држало инфлацију на „само“ 50% годишње, што је било неупоредиво мање од преко 50% месечно у хиперинфлацији. Овај науч, да хиперинфлација није нужна чак ни у екстремно неповољним околностима као што су ратне, Арсић истиче као један од трајних позитивних резултата Аврамовићевог програма стабилизације.

Са раздаљине од 25 година, Дејан Шошкић даје поглед гувернера НБС (2010–12) и аналитичара који разматра ефекте догађаја и политика из 1990-их на проблеме монетарне политике Србије и банкарски систем данас. На пример, потпуно бекство у немачке марке током хиперинфлације и данас има свој траг у томе што становништво доминантно штеди у еврима, а банке дају кредите индексирани у страниој валути. То значајно ограничава моћ НБС да води монетарну политику. Важна је и поука да ни данас, 25 година након хиперинфлације и политичке, незаконите смене гувернера Аврамовића, независност НБС од политичког утицаја није обезбеђена.

У свом прилогу Урошевић и други, темељно анализирају ефекте хиперинфлације на банкарски систем, питање које је отворио Шошкић. Они то чине у великом распону од 1980-их у Југославији, преко хиперинфлације и стабилизације током 1990-их, до ефеката и поука за данас, нарочито истичући да је још увек веома ниска штедња у Србији. Посебно је интересантна анализа функционисања банкарског система у екстремној хиперинфлацији, као и непосредно након стабилизације када Аврамовић покушава да либерализује пословање банака (укине финансијску репресију). Најзад, ту је и анализа неуспелог покушаја Аврамовића да у оквиру Програма 2 реформише и реструктурира банке у Србији.

Тако смо дошли до покушаја реформи оличеним у Аврамовићевом Програму 2 (видети у Прилозима). Ова тема се провлачи кроз скоро све претходне радове најчешће да се објасни зашто није остварена трајна стабилизација и са њом привредни раст Србије. Аврамовић је био свестан да је заустављањем хиперинфлације, привреда Србије и даље била она иста неефикасна привреда са



искривљеним привредним системом. Његово објашњење зашто заједно са монетарном стабилизацијом није покушао да реформише привредни систем Србије јесте да би то био сувише крупан залагај који не би могао политички да прође те би угрозио постизање непосредног циља, обуздавање хаоса хиперинфлације.

Након Дејтонског споразума у јесен 1995. стварају се политички услови да се Србија укључи у међународну заједницу, и Аврамовић уочава да је то прави тренутак за темељне реформе привреде Србије (Програм 2). Приватизација заузима централно место по свом економском значају али и по снажном политичком отпору.

Рад Милице Увалић, која је провела пола године као Аврамовићев најближи сарадник за приватизацију, непосредно и сликовито сведочи о изради плана приватизације и покушају стварања друштвеног консензуса око њега. Овај прилог свеобухватно, као велика студија случаја, заокружује тему односа економије и политике па и друштва, која се провлачи кроз цео Зборник. У том смислу је интересантна и анализа М. Увалић округлог стола у САНУ о њиховом (Аврамовићевом и њеном) заједничком програму приватизације након што је програм одбачен, а Аврамовић смењен. Тада се Аврамовић концепцијски разилази са својим колегама и пријатељима из Академије. Иначе о смени гувернера Аврамовића упечатљиво говоре два његова излагања у Народној скупштини – непосредно пре смене и након ње (видети у Прилозима). Сећање Марка Секуловића, у овом Зборнику, заокружује ту слику.

Остале елементе Програма 2, као и друштвено-политичка ограничења на која је Аврамовићев план реформи наилазио, анализира Арсић у свом раду. У основи, ради се о програму транзиције социјалистичке привреде у тржишну који су тада већ успешно примењивале земље Централне и Источне Европе. Либерализација цена и каматних стопа, као део тог плана, уведена је већ са Аврамовићевом стабилизацијом (види Урошевић и други), али знатно теже реформе – приватизација, реструктурирање банака (види Урошевић и други) као и реструктурирање великих јавних и комуналних предузећа и увођење финансијске дисциплине („чврстог буџетског ограничења“) тек су предстојале. Арсић детаљно анализира предложени Програм 2, импликације његовог спровођења и посебно значајно, стварање широке коалиције моћних интересних група, којима није одговарало успостављање тржишне привреде. Њихова активност и утицај су спречили спровођење реформи, показује Арсић.

Аврамовић и накнадно, „мирне главе“ указује (видети интервју у Прилозима) да су Србији неопходне реформе, првенствено значајно повећање приватног сектора, и да се у томе треба ослонити на Светску банку и друге међународне институције, како за неопходна финансијска средства тако и за експертизу. Стога он новембра 1999. иницира израду економског програма како би Србија спремно дочекала демократске промене и одмах почела са реформама, и поставља аутора ових редова за координатора. Тада, почетком 2000. смо блиско сарађивали у обликовању програма, након чега Аврамовић, због болести одлази на лечење у САД. Након његовог повратка, јуна 2000.

дискутовали смо прву верзију програма, а јула – следећу верзију, где су биле укључене његове сугестије. После тога смо урадили финалну верзију коју, нажалост, нисмо могли да поделимо са њим, јер се више није ни враћао из САД где је и преминуо фебруара 2001.

У изради студије је учествовало скоро тридесет наших економиста, укључујући оне у дијаспори, као и један број страних консултаната. Осам учесника тадашњег подухвата са Аврамовићем аутори су прилога у овом Зборнику. Како је то Аврамовић и желео, резултате студије је користио ММФ, као поуздану анализу стања привреде Србије, а препоруке за реформе, нарочито фискалне, уграђене су у мере које је нова влада Србије предузимала после 2000. године (видети М. Арсић).

У Зборник су укључена и два рада која се повезују са ширим, од хиперинфлације, интересовањем и анализама Аврамовића (видети интервју Аврамовића у Прилозима и рад Д. Вујовића). Недељковић и Савић сажето приказују мање познату али веома значајну Аврамовићеву студију из 1992. која је представљала основу за припрему Human Development Report УНДП-а. Аврамовић ту у четири есеја анализира четири велика проблема са којима се сусрећу земље у развоју, међу којима и њихов положај на међународном финансијском тржишту. Ова Аврамовићева анализа подстакла је Недељковића и Савића да, економетријски истраже утицаје монетарне политике Европске централне банке на девизни курс и премију ризика у Србији.

Још једна економетријска студија, рад М. Божовића, испитује питање којим се и Аврамовић бавио у свом стабилизационом програму, а то је однос монетарне политике (‘штампања новца’) и фискалне политике, али сада у Млетачкој републици. Наиме количину новца коју је Венеција могла да емитује (искује) зависила је директно од испорука сировог злата и сребра из рудника у Србији и Босни. Војне и политичке прилике на Балкану су се мењале, а са њима и количине испоручених племенитих метала Венецији, и последично величина емисија њеног новца. У мирним временима доста злата је долазило у Млетачку републику, а тиме и доста златника исковано, те видевши то ‘страни инвеститори’ су били спремни да дају Венецији новац у зајам (јавни дуг) по нижим каматним стопама, и обрнуто. Божовић управо ово економетријски показује на серијама података из тог периода, које су саме по себи уникатне и резултат опсежних историјских истраживања.

Са Аврамовићем сам блиско сарађивао од јесени 1994. до лета 2000. Радови у овом Зборнику показују да је био изузетан економиста. Ја бих додао да је био драг и искрен човек. Имао је узбудљиву и поштenu професионалну каријеру<sup>1</sup>. Мислим да је САНУ много добила изабравши га у своје редови.

Павле Петровић, дописни члан САНУ

<sup>1</sup> Видети сећање М. Секуловића: Гувернер из 1948. честита гувернеру из 1994.