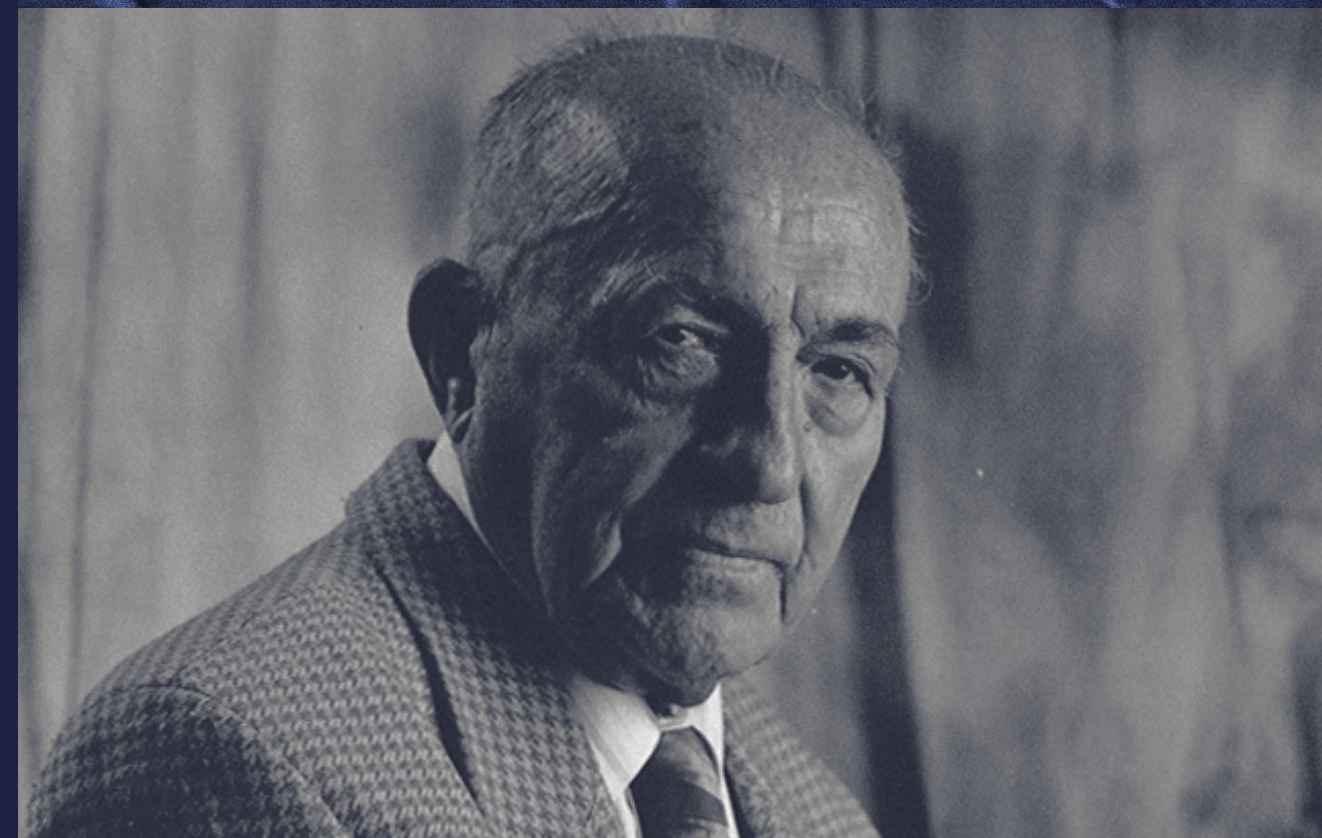




СРПСКА АКАДЕМИЈА НАУКА И УМЕТНОСТИ

АВРАМОВИЋ: ХИПЕРИНФЛАЦИЈА,
СТАБИЛИЗАЦИЈА И РЕФОРМЕ



АВРАМОВИЋ:
ХИПЕРИНФЛАЦИЈА,
СТАБИЛИЗАЦИЈА
И РЕФОРМЕ

АВРАМОВИЋ:
ХИПЕРИНФЛАЦИЈА,
СТАБИЛИЗАЦИЈА И РЕФОРМЕ

SERBIAN ACADEMY OF SCIENCES AND ARTS

SCIENTIFIC CONFERENCES

Book CXCv

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 политиике</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 „ијерго буџетско ојраничење“	295
--	-----

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

ПРИЛОЗИ

Канцеларија историчара групе Светске банке, Интјервју 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

ЈУГОСЛОВЕНСКЕ ХИПЕРИНФЛАЦИЈЕ И НАШИ СПАСИОЦИ

ДАНИЦА ПОПОВИЋ*

А п с т р а к т. – Циљ овог рада је да пружи преглед периода хиперинфлације у Југославији и да осветли улогу тадашњих функционера, премијера Анте Марковића и гувернера Драгослава Аврамовића, који су заслужни за њено успешно окончање.

Први део рада посвећен је упоредном прегледу хиперинфлација у савременој историји, где се Југославија (најпре као СФРЈ, а затим као СР Југославија) појављује у две епизоде. У првој, која је трајала од септембра до децембра 1989. године, забележена је највећа месечна стопа инфлације од 59,7%, док је у другој епизоди (април 1992 – јануар 1994), стопа инфлације која је забележена последњег месеца износила 313.000.000%. На тај начин, СР Југославија је до прошле године заузимала место треће највеће инфлације икада забележене у свету (после Мађарске, 1946. године) и Зимбабвеа (2008. године). У овом делу рада ће бити укратко изложене и тешкоће мерења хиперинфлације и неке контрадикторности у резултатима добијеним различитим начинима њеног обрачуна.

У другом делу наводи се кратак приказ узрока настанка хиперинфлације, примењених антиинфлаторних мера, као и кључних фактора њиховог трајног или парцијалног успеха у одређеним земљама. Биће осветљене разлике у трајању епизода хиперинфлације, као и преглед истраживања кључних узрока који су до њих довели. Нарочита пажња биће посвећена брзини и трајности опоравка од хиперинфлаторних епизода. У том светлу, обе југословенске хиперинфлације биле су тренутно и успешно заустављене, али није дошло до каснијег убрзаног и трајног опоравка.

Трећи део рада посвећен је првој југословенској хиперинфлацији и улози тадашњег премијера СФРЈ, Анте Марковића, у њеном окончању и каснијем кратком препороду. Најпре ће бити расветљени економски параметри који су карактерисали читаву декаду пре настанка хиперинфлације, са обиљем промашених инвестиција, лошом организацијом предузећа, дефицитним финансирањем буџетских расхода и годишњом инфлацијом која се од почетка осамдесетих година, до отпочињања хиперинфлације, кретала у распону од 40–60% годишње. Затим ће бити приказан економски програм, предложене мере и непосредни ефекти који су уследили након увођења програма. Спектакуларни постигнути резултати и достигнути ниво животног стандарда се и данас у Србији сматрају резултатима који ни до дан данас нису достигнути. На крају се даје преглед исхода започетих реформи на изградњи тржишне привреде.

* Универзитет у Београду, Економски факултет, и-мејл: dpopovic@ekof.bg.ac.rs

Четврти део рада посвећен је највећој југословенској хиперинфлацији и улози Драгослава Аврамовића у њеном успешном окончању. Најпре ће бити описани економски параметри у периоду настанка ове, највеће хиперинфлације, који су били много неповољнији него у првој хиперинфлаторној епизоди, пре свега услед распада земље, отпочињања ратних сукоба у окружењу и потребом дефицитног финансирања не само економских потреба, као што је било у доба претходне хиперинфлаторне епизоде, већ и дефицитног финансирања ратних сукоба, све бржег пада бруто домаћег производа и наглог сиромашења становништва. Затим ће бити приказани елементи примењене шок терапије и њихови непосредни ефекти, чија је успешност не само отворила простор за отпочињање привредног раста, већ је, што је најважније, очигледном монетарном стабилизацијом вратила поверење становништва у економску политику и реформски пакет који је спроводио Драгослав Аврамовић.

Последњи део рада посвећен је неповољном крајњем исходу обе успешно савладане хиперинфлаторне епизоде, описом његових узрока и економским лекцијама које су пропуштене у кључним моментима.

Кључне речи: хиперинфлација, стабилизационе политике, реструктурирање, независност централне банке

УВОД

У овом раду су описане две највеће хиперинфлаторне епизоде у Југославији, са посебним нагласком на улогу два тадашња функционера, премијера Анту Марковића и гувернера Народне банке Драгослава Аврамовића, који су, сваки у свом мандату, били заслужни за њено успешно окончање.

Прва два дела овог рада говоре о самој хиперинфлацији, о њеној разорности у свим земљама у којима се јављала (први део), и о узроцима њеног настанка и методима за њено обуздавање (други део). Ови делови рада нам указују да је тадашња југословенска хиперинфлација била (и остала) једна од највећих икада забележених, док други део указује да су све лекције за сузбијање хиперинфлације биле успешно спроведене.

Наредна два дела овог рада посвећена су улози важних функционера у доба хиперинфлације – премијера Анте Марковића и гувернера НБЈ Драгослава Аврамовића. Колико год да су обојица успешно сузбили хиперинфлацију и стекли поштовања и јавне подршке, толико се брзо та подршка истопила и обојица остају без политичке подршке, те убрзо нестају из политичког живота земље.

У закључном поглављу се откривају узроци овог несклада: Југославија, једноставно, није била спремна за спровођење темељних тржишних, правних и политичких реформи, те почетни успеси у заустављању хиперинфлације у оба случаја нису довели до трајног опоравка земље. На то је требало чекати још читаву једну деценију.

1. НАЈВЕЋЕ ХИПЕРИНФЛАЦИЈЕ У ЕКОНОМСКОЈ ИСТОРИЈИ

Економска историја званично бележи 57 епизода хиперинфлације и свака од њих, по разорним дејствима на привредни и друштвени живот, спада у најдраматичније догађаје у земље у којој се задесила. Поред економског хаоса, најважнија последица хиперинфлације је та што укупно друштвено ткиво почиње да се урушава. Чувена је Лењинова (наводна) изјава: „Најсигурнији начин да се разори капиталистичка привреда је уништење њене валуте” (уп. White, Schuler, 2009).

Све до објављивања општеприхваћене дефиниције Филипа Кејгана, према којој се хиперинфлацијом сматра месечни раст цена од најмање 50%¹ (Cagan, 1956), литература је обилувала радовима у којима су коришћене различите мерне јединице, дефиниције и терминологија везана за хиперинфлацију, што је знатно отежавало анализу и нарочито утврђивање успешности примењених антиинфлационих програма.

Прва хиперинфлација о којој постоје забележени трагови догодила се у Римском царству, у 3. и 4. веку нове ере. Док су у доба Марка Аурелија (2. век нове ере) златници садржали 75% сребра, већ у време Диоклецијана (4. век) удео сребра у истом новчићу био је мањи од 0,5%, а цене у Риму за годину дана скочиле су за преко 1000%. (Desjardins, 2016). Из тог доба остала је огромна количина безвредних бакарних новчића из 3. и 4. века, (Грђић, 1941), који се и дан данас могу наћи приликом скоро сваког ископавања на територији Римског царства.

Следећи Кејганову дефиницију, прва хиперинфлација у савременој историји догодила се тек четрнаест векова касније, у доба Француске револуције, у периоду 1795–1796. и до скоро је била рангирана као петнаеста највећа хиперинфлација у историји. Међутим, управо ове године њено место је заузела хиперинфлација у Венецуели. Пошто ова хиперинфлаторна епизода и даље траје, велики су изгледи да Венецуела на крају може и да „напредује” у Ханке-Крусовој табели највећих светских инфлација.²

Југославија се два пута нашла на Ханке-Крусовој листи највећих хиперинфлација на свету. Први пут је била реч о СФР Југославији. Та хиперинфлација трајала је нешто више од три месеца (септембар–децембар 1989), а највећа месечна стопа инфлације износила је око 60%.

¹ Хиперинфлација према Кејгановој дефиницији престаје у тренутку када инфлација падне на ниво од испод 50% месечно и задржи се испод тог нивоа најмање годину дана.

² У међувремену, више од 3 милиона становника (десетина популације) Венецуеле је напустила земљу. Ово је највећа миграција у историји Латинске Америке, узрокована како несташицама свих производа, укључујући и храну, али исто тако и репресивним методима владавине председника Мадуре.

Табела 1. Ханке-Крусова табела највећих светских инфлација (2013, допуњено 1/2019)

Ранг	Локација	Почетак	Крај	Месец са највишом стопом инфлације	Највећа месечна стопа инфлације	Време удвостручења цена	Валута	Коришћени индекси цена
1.	Мађарска	авг. 1945.	јул 1946.	јул 1946.	$4.19 \times 10^{16}\%$	15.0 часова	пенго	ЦПИ
2.	Зимбабве	мар. 2007.	нов. 2008.	нов. 2008.	$7.96 \times 10^{100}\%$	24.7 дана	долар	Имплицитни девизни курс
3.	Југославија	апр. 1992.	јан. 1994.	јан. 1994.	313000000%	1.41 дана	динар	ЦПИ
4.	Р. Српска	апр. 1992.	јан. 1994.	јан. 1994.	297000000%	1.41 дана	динар	ЦПИ
5.	Немачка	авг. 1922.	дец. 1923.	окт. 1923.	29500%	3.70 дана	папир. марка	ЦПИ
15.	Француска	мај 1795.	нов. 1796.	авг. 1796.	304%	15.1 дана	мандат	Девизни курс
14.	Венецуела	нов. 2016.	још траје	јан. 2019.	315%	14.8 дана	боливар	Девизни курс
29.	Зимбабве	сеп. 2017.	окт. 2017.	окт. 2017.	185%	20.1 дана	долар	Девизни курс
53.	Југославија	сеп. 1989.	дец. 1989.	дец. 1989.	59.70%	45.1 дана	динар	ЦПИ

Извор: Hanke, Steve H, and Erik Bostrom. "Zimbabwe Hyperinflates, Again: The 58th Episode of Hyperinflation in History". *Studies in Applied Economics*, No. 90 (2017). The Johns Hopkins Institute for Applied Economics, Global Health, and the Study of Business Enterprise, 19 Oct. 2018. Web. <https://sites.krieger.jhu.edu/iae/files/2018/07/Zimbabwe-Hyperinflates-Again-Hanke-Bostrom-.pdf>

Три године касније, након распада СФРЈ, започиње друга хиперинфлаторна епизода. Захватила је тадашњу СР Југославију, трајала је скоро две године, а последња месечна стопа инфлације достигла је злогласних 313.000.000%. По својој разорној снази, ова хиперинфлаторна епизода сврстана је у трећу најразорнију хиперинфлацију на свету.

2. УЗРОЦИ, ТРАЈАЊЕ И ПОСЛЕДИЦЕ ХИПЕРИНФЛАЦИЈЕ

У најчешће узроке настанка хиперинфлација спадају револуције, ратови и политички транзициони процеси. Тешкоће настају у тренутку када држава не може да измири своје обавезе из новца који прикупља опорезивањем или позајмицама, већ прибегава расту примарне емисије новца по стопи која знатно превазилази постојећу стопу привредног раста.

Сам механизам њеног настанка у основи је монетарне природе, што потврђује и чврста дугорочна веза између раста новчане масе и инфлације, те се потврђује теза Милтона Фридмана (1956) „инфлација је увек и свуда монетарни феномен”.³ Ипак, ова корелација у ствари отвара више питања

³ Ипак, ова корелација у ствари отвара више питања него одговара на питање – да ли раст новчане масе изазива инфлацију? Један од понуђених одговора (Fisher, Sahay, Vegh, 2002) указује да узрочност најчешће иде од промене девизног курса ка инфлацији, па затим ка расту новчане масе. Аутори објашњавају ову везу тако да када инфлација једном започне, монетарна

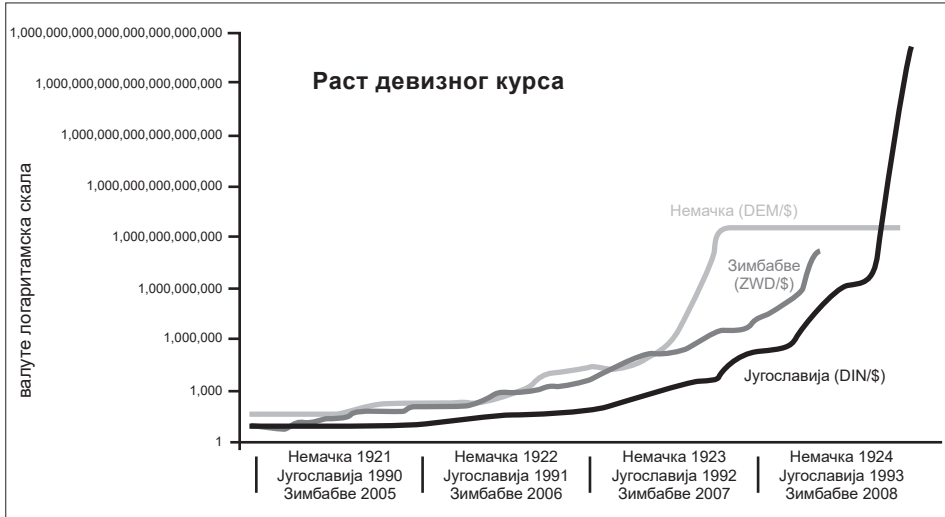
него одговара на питање – да ли раст новчане масе – или промена девизног курса – иницира инфлацију? Тако долазимо до два приступа објашњењу узрока хиперинфлације. Први је монетарни приступ, који у основи говори да фискални дефицит изазива прекомерни раст новчане масе, који је неопходан за финансирање (монетизацију) дефицита. С друге стране, убрзана депресијација генерише раст тражње за страном валутом, за чију куповину је потребно све више домаће валуте (уп. Petrović et al, 1997; Dornbush et al, 1990; Fisher, Sahay, Vegh, 2002).

Емпиријска верификација узрока хиперинфлације обухвата велики број еминентних научних радова, који се махом сусрећу са проблемом прилично кратких временских серија, јер, како показујемо у наредном одељку, хиперинфлације по правилу не трају дуго. У случајевима када је могуће прикупити више података (на пример, коришћењем дневних, уместо месечних података), није редак случај да се резултати анализе преокрену. На пример (уп. Петровић, Младеновић, 2010), установљено је да за разлику од резултата добијених на основу месечних података, где се потврђује Кејганов парадокс (који говори да држава кроз хиперинфлацију прикупља емисиону добит убрзано опадајуће вредности), коришћењем дневних података се показује да је СР Југославија успела да прикупи неопседајућу вредност емисионе добити скоро до самог краја југословенске хиперинфлације из 1992–1994.

Последице које хиперинфлација оставља увек су веома разорне. Једна од основних је трансфер богатства од становништва ка држави (кроз инфлационо опорезивање). Повериоци губе скоро читав износ уговорених зајмова, као што губе и сви примаоци фиксних износа – плата, надница, кирија, итд. Људи се навикавају да се све брже ослободе новца, не би ли сачували барем део новчане противвредности, попут чувене слике из доба немачке хиперинфлације, где једна жена убацује огромне хрпе новца у пећ, јер са хрпом новца коју запали не би могла купити довољно горива, које би боље загрејало просторију од управо запаљених новчаница.

политика почиње да се прилагођава, не би ли из примарне емисија држава остварила барем део неопходне емисионе добити којом би финансирала номинално растуће фискалне потребе.

Слика 1. Раст девизног курса током хиперинфлације



Извор: S. Hanke (Marks/USD) – Thomas J. Sargent, *Rational Expectations and Inflation*, 2nd ed. (New York: Harper Collins, 1993); (Dinar/USD) – Steve Hanke; (ZWD/USD) – Imara Asset Management Zimbabwe

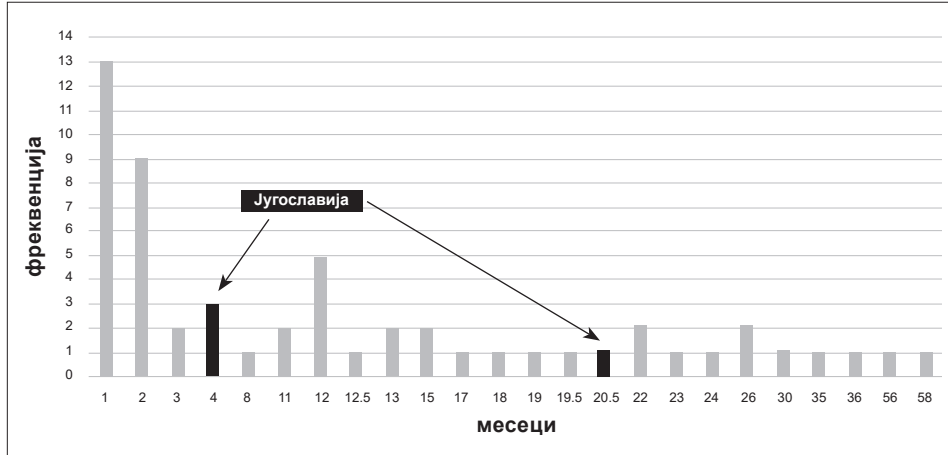
На тај начин, први губитник хиперинфлације постаје средња класа, што је у многим земљама олакшало каснији долазак екстремних политичких гарнитуре.⁴

Хиперинфлације, по правилу, не трају дуго. Како показује наредна слика, трећина свих регистрованих хиперинфлација трајала је мање од три месеца, а половина краће од 12 месеци. Међутим, историја бележи 12 случајева повратка хиперинфлације – од Немачке, Бугарске, Кине, Југославије, Белорусије, Конга, Грузије, итд.⁵

⁴ Свака хиперинфлација има своје губитнике и добитнике. Највише бива погођена средња класа, која живи од дохотка, пензије, од штедње или ренте од изнајмљивања станова. Сви ови приходи у хиперинфлацији расли су много спорије од инфлације, те су њихови приходи практично тотално обезвређени. По правилу су боље пролазили пољопривредници, и произвођачи робе, чија се реална вредност није мењала. Велики дужници такође су на добитку. Они који су на почетку хиперинфлације узели кредит и купили некретнину, после неколико недеља или месеци њихове отплате скоро да су бивале једнаке нули.

⁵ Уп. *Studies in Hyperinflation and Stabilization* by Gail E. Makinen, 2014, Center for Financial Stability.

Слика 2. Трајање хиперинфлаторних епизода



Извор: Hanke, Steve H, and Nicholas Krus . “World Hyperinflation”. Routledge Handbook of Major Events in Economics History, Edited by Robert Whaples and Randall Parker, London, Routledge, 2013, Calculations by Prof. Steve H. Hanke, The Johns Hopkins University

Регистровано је, такође, да се временом дужина хиперинфлаторних епизода знатно променила. Хиперинфлације из двадесетих година прошлог века настајале су тренутно, али су се брзо и завршавале. Насупрот томе, модерне хиперинфлације нису брзо настајале, нити су се лако завршавале. У највећем броју случајева (Аргентина, Бразил, Перу, СФРЈ и СР Југославија, итд.) годишња инфлација је годинама остајала изнад 40%. Хроничне високе инфлације се не претворе увек у хиперинфлацију. Друга разлика је у томе што пуна конвертибилност валуте и строга институционална ограничења нису била довољна за завршетак свих модерних хиперинфлација (уп. Reinhart, Savastano, 2003).

Завршетак хиперинфлације је по правилу тренутан, и започиње веродостојном променом економске политике. Уколико је земља у стању да направи неопходне институционалне промене, инфлација се може зауставити без значајних додатних трошкова (Fisher et al., 2002).⁶ Уз то, успешни антиинфлациони програми неизоставно су захтевали хитну монетарну и темељну фискалну реформу. У земљама у којима је фискална реформа изостала, инфлација се убрзо враћала, а понекад поново прелазила у хиперинфлацију.⁷

⁶ Интересантан је случај тзв. Патинкиновог ефекта, где се показује да висока инфлација може да смањи фискални дефицит, у случају када реална вредност јавних расхода опада брже од пореских прихода. Ова ситуације је могућа када се фиксира номинална јавна потрошња, те њена реална вредност у току године неминовно опада. Овај механизам био је успешно примењен током високих инфлација у Бразилу (уп. Cardoso, 1998).

⁷ Hanke, S, *The Three M's: Milosevic, Mugabe, And Maduro*, Forbes, May 13, 2019.

У чувених седам лекција из хиперинфлације, вредно је поменути основне налазе: (уп. Reinhart, Savastano, 2003)

1. Хиперинфлације ретко настају преко ноћи и обично им претходи дужи период високе и варијабилне стопе инфлације.
2. Ако се не примени одговарајућа фискална политика, стабилизација може потрајати годинама.
3. Критичан елемент сваког стабилизационог програма чини могућност да се начини оштар рез фискалног дефицита.
4. Стварање јединственог девизног тржишта и увођење конвертибилности домаће валуте често су најбитнији елементи стабилизационог програма, без обзира на то које номинално сидро буде изабрано.
5. Производња пада током, а понекад и у фази сузбијања хиперинфлације.
6. Хиперинфлација по правилу оштро редукује сваку врсту финансијског посредовања.
7. Престанак хиперинфлације не доводи до опоравка домаћег новца и новчане активе на ниво пре почетка хиперинфлације. Кад престане хиперинфлација, капитал се враћа у земљу, али поверење у домаћу валуту се не враћа. На новчаном тржишту још дуго година доминира доларизација или друге врсте индексације домаћег новца.

На политичком плану регистровано је да хиперинфлација и строги стабилизациони програми који следе по правилу доводе до губитка политичке подршке. Међутим, историја бележи случајеве када су актуелни креатори хиперинфлација остајали на власти годинама након завршетка хиперинфлаторних епизода. Осим у Зимбабвеу и Венецуели, овакав сценарио поновио се и у Србији, где је Слободан Милошевић, тадашњи председник државе, успешно побеђивао на изборима и владао још пуних осам година након избијања хиперинфлације.⁸

3. ХИПЕРИНФЛАЦИЈА У ДОБА АНТЕ МАРКОВИЋА

Прва југословенска хиперинфлација настаје након десетогодишњег успореног привредног раста и растућих економских тешкоћа, насталих првенствено као резултат дотадашње развојне стратегије која се пресудно заснивала на меком буџетском ограничењу (Корнаи, 1986), иностраним зајмовима, последичном расту спољног дуга и растућем дефицитном финансирању јавне потрошње. При томе, није на одмет подсетити на чињеницу да је у периоду од 1961. до 1991. године, у 30 година историје заједничке државе, СФРЈ имала просечну годишњу стопу инфлације од око 57% годишње.⁹ Међутим, проблем

⁸ *Ibid.*

⁹ СГЈ, 1989, IMF, 2002.

је настао у томе што се стопа привредног раста перманентно смањивала¹⁰, спољнотрговински дефицит увећавао, а инострани дуг незауостављиво растао.¹¹

На тај начин, инострани дуг СФРЈ, који је почетком 1970-их износио око 2 млрд. УСД, до 1979. је порастао седам пута, да би након другог нафтнот шока достигао износ од 18 милијарди долара (Увалић, 1992). Уз то, на нафтни шок се надовезао и нагли раст каматних стопа у САД, те је 1982. године Југославија више није била у стању да редовно отплаћује своја дуговања, те је практично банкротирала.

У немогућности да плати доспеле обавезе, настаје криза сервисирања дуга, направљен је репрограм зајмова, дошло је до раста нових страних задужења и отпочела је присилна штедња (кроз прве несташнице и бонове, возњу аутомобила парних или непарних дана, у зависности од регистарског броја, искључења струје, итд.). Међутим, упркос свим мерама, прекретницу у брзини раста инфлације у односу на дотадашњи темпо представљао је раст јавне потрошње везан за партијски конгрес 1986, када је јавна потрошња екстремно порасла, што је био уобичајени, али овога пута екстремно снажан раст јавне потрошње намењен расту подршке владајућој партији управо у тој години, што је довело и до историјског прекорачења стопе инфлације преко 100% (Ђукић, 2013). Стопа инфлације је наставила да расте све до децембра 1989. године, када је примењен антиинфлациони програм.

Табела 2. Инфлација, дефицит, губици предузећа и незапосленост у СФРЈ (1980–1990)

Година	1980.	1981.	1982.	1983.	1984.	1985.	1986.	1987.	1988.	1989.	1990.
Стопа инфлације (%)	31	39	31	40	54	72	90	120	194	1240	121
Дефицит текућег рачуна (милиона \$)	3891	3728	4012	2958	2723	2374	2054	1811	2382	4215	2360
Годишњи губици предузећа (% БДП)	–	~2,1	~2,1	~2,1	~2,1	2,8	3	6,6	5,7	15	–
Стопа незапослености (%)	13,3	13,5	14,1	14,6	15,3	16,0	16,2	15,7	16,4	17,9	20,2

Извор: Хабул, 2017.

Антиинфлациони програм Анте Марковића, промовисан је 18. децембра 1989. године. Како су јављали тадашњи водећи медији, овај програм је предвиђао „увођење конвертибилности динара, либерализацију цена (робе и новца), док су лични дохоци замрзнути за период од наредних шест месеци. Уз то, предвиђена је чврста и рестриктивна монетарна политика, уравнотежен

¹⁰ Уз то, раст југословенске привреде је кумулативно осамдесетих година био близак нули, а привредни раст по становнику – негативан (уп. *Стивановићки годишњак Југославије 1989*, СГС 2005).

¹¹ Bruno and Easterly (1998) су утврдили да у периодима у којима је стопа инфлације изнад 40%, привредни раст почиње значајно да се успорава.

буџет, слободно формирање камата и цена (осим у инфраструктури), санација банака и јавне потрошње (са емисијом обвезница), уз посебну помоћ неразвијеним регионима, увођење социјалних програма и деноминација динара (избрисане су 4 нуле)¹². Односно, како је у самом програму писало: „Према томе, 1990. година биће година спровођења новог привредног система, стабилизације привреде, наглог обарања стопе раста инфлације и година стварања неопходних услова и механизма за успешно остваривање економске реформе, посебно за започињање процеса дубоких структурних промена¹³”.

У веома кратком року, реформе Анте Марковића почеле су да дају резултате. Већ у априлу 1990. месечна стопа инфлације износила је 0%, извоз и увоз су убрзано расли, док су девизне резерве порасле за 3, то јест на око 10 милијарди долара. Јавни дуг је смањен на око 17 милијарди УСД, док је стопа инфлација убрзано опадала (3% у марту, а већ у априлу инфлација је износила 0%), а динар је тако постао прва конвертибилна валута у једној социјалистичкој земљи.

Почетни резултати антиинфлационог програма Анте Марковића и дан данас се сматрају „златним добом“ југословенске привреде. Слободан увоз, продавнице пуне робе и реални раст доходака, уз просечну плату од око 1.000 немачких марака, и данас се сматра недосањаним сном. Но, успех Марковићевог антиинфлационог програма био је кратког даха. Иако је програм предвиђао пад БДП од око 2%, стопу инфлације од око 13%, и раст девизних резерви за 2,3 милијарде долара, резултати су били знатно неповољнији. Како показују подаци из табеле 3, индустријска производња пала је за 12%, док су лични доходи, одмах по истеку шестомесечног замрзавања, почели нагло да расту, те је, уз одговарајућу монетарну експанзију, инфлација већ у септембру и октобру 1990. године достигла 8%, а убрзо дошла на 80%, а девизни курс са почетних 7 : 1 до краја године девалвирао на 13 : 1.

Табела 3 . Раст реалног бруто домаћег производа, индустријске производње и стопе инфлације у СРЈ (1990–2001), у %

Стопе раста одабраних показатеља

	Реални БДП	Индустријска производња	Инфлација*
1990.	-7.9	-12.0	121
1991.	-11.6	-18.0	235
1992.	-27.9	-22.0	9237
1993.	-30.8	-37.0	116*10 ^{^12}
1994.	2.5	1.0	0.0
1995.	6.1	4.0	74.0
1996.	5.9	8.0	93.0
1997.	7.4	10.0	18.0

¹² Боаров, *Време*, 1091, 1. децембар 2011.

¹³ Савезно извршно веће (1989), стр. 2.

	Реални БДП	Индустријска производња	Инфлација*
1998.	2.5	4.0	30.0
1999.	-17.7	-23.0	42.0
2000.	6.4	11.3	76.0
2001.	5.1	2.0	89.0

Извор: Статистички годишњак Србије и Црне Горе 2003, Ђукић, Живковић (2018)

* Стопе инфлације су дате као просечне годишње стопе у %.

По угледу на своје саветнике, професоре Џефрија Сакса са Харварда и Стива Хенкеа са Универзитета *Џонс Хойкинс*, овај програм је у великој мери био конципиран као низ корака којим би се југословенска привреда брзо и ефикасно трансформисала у капиталистичку привреду.

У основи, то је подразумевало изградњу друштва чији би систем почињао на следећим принципима:

1. „промени структуре власништва;
2. формирању тржишта робе, рада и капитала;
3. трансформацији привреде и њеним структурним променама;
4. новој улози и организацији државе са дерегулацијом и либерализацијом њених дотадашњих функција;
5. увођењу модерних макроекономских политика;
6. новој улози монетарног и фискалног система;
7. промени правног система земље који би одговарао карактеру новог система, тј. који би водио рачуна да карактер власништва предодређује и карактер друштва;
8. осигурањем слободама, правима и суверенитету грађана и стога формираном суверенитетима политичких заједница (република и земље у целини), те на
9. политичком плурализму (вишестраначком организовању).“¹⁴

Наравно, политичким олигархијама у свим тадашњим југословенским републикама, нити на федералном нивоу власти, овакве реформе нису одговарале.¹⁵ Тако је 1990. година била завршена са инфлацијом од 121%, а наредна, 1991. година, са скоро двоструко већом инфлацијом (235%).

Један од основних разлога слома антиинфлационог програма представљала је сива емисија новца, односно јануара 1990. године, када су словеначки

¹⁴ Експозе председника Савезног извршног већа Анте Марковића на седници оба већа Скупштине СФРЈ у Београду 19. априла 1991. године, стр. 1, уп. Душко Радосављевић, „Сећање на Анту Марковића (1924–2011). Нема срећних реформатора”, *Република*, бр. 516–519.

¹⁵ „На челу са Слободаном Милошевићем, Марковићев програм обуздавања инфлације је уз асистенцију руководства АП, отворено је одбијен. С друге стране, Србија уводи царине на увоз из Словеније и Хрватске те на своју руку узима средства из банака за финансирање повећања плата, пензија, бонуса државних службеника и субвенционирање фирми које су трпиле губитке”. Ресул Мехмедовић (2016).

и хрватски делегати напустили седницу када је Марковић изјавио новинарима: „Па што ако се Партија распала, Југославија може и без ње!”¹⁶

Убрзо након тога, у августу 1990. године Анте Марковић је основао Савез реформских снага Југославије, политичку партију која ја подржавала његове економске реформе и залагала се за тржишну привреду, и у великој мери за све елементе транзиције који су након неколико година изведени у земљама бившег Совјетског блока, са великим успехом, тако да су данас ове земље, којима је деведесетих година СФР Југославија изгледала као недостижни сан, увелико превазишле по свим економским показатељима.

Међутим, свега неколико месеци након тога, започињу монетарни упади република у монетарни систем федерације.

Табела 4. Монетарни упади република у периоду октобар 1990 – фебруар 1991.

Република	Износ
НБ Словеније	1 милијарда динара
НБ Хрватске	1,7 милијарда динара
НБ Србије (укључујући НБ Војводине и НБ Косова)	21,7 милијарди динара (ДЕМ 3,1 милијарди) ¹⁷
НБ Црне Горе	2,6 милијарди
НБ Македоније и НБ БиХ	користиле су у јануару 1991. незнатне износе „сивог новца”

Уп. Динкић, 2000.

Подаци варирају, али изгледа остаје чињеница да је Србија направила монетарни удар који је био 20 пута већи него онај у Словенији и десет пута већи него онај у Хрватској.

„Наиме, 8. сижечња 1991. године Милошевић је извршио монетарни удар на Народну Банку Југославије. Удар је извршен тако да је из Народне Банке Југославије, преко Народне банке Србије, извучено 18,2 милијарди динара, тј. 2,5 милијарде немачких марака. Иако је Марковић након тога тражио санкције за Србију и враћање новаца, ништа од тога није проведено у дјело. Тај монетарни удар је формално означио крај Марковићевих реформи и почетак распада Југославије.”

Уз то, у октобру 1991. године оснива се Дафимент банка, а већ увелико послује Југоскандик банка. Уз то, држава је тада „замрзла” целокупну девизну штедњу грађана и креирала проблем „старе девизне штедње”, који ни до данас није у потпуности решен.

Марковићева странка се залагала за опстанак Југославије, тј. против издвајања република и покрајина из састава Југославије. Но, подршка његовом програму није била претерано велика, а нешто масовнија подршка постојала

¹⁶ Уп. Ante Marković, Wikipedia.

¹⁷ Видети Динкић, 2000.

је у БиХ и Македонији. Међутим, веома битан играч у овој слагалици била је Југословенска народна армија (ЈНА), за коју се очекивало да буде највећи савезник Марковићевих реформиста, а која се сврстала уз Слободана Милошевића. Тако је, на крају, Марковићев програм доживео пораз у свим републикама бивше Југославије.

Конечно, Анте Марковић је две године након увођења свог антиинфлационог програма, тачније, 19. децембра 1991. године на конференцији за новинаре „вратио мандат” грађанима Југославије, рекавши да не постоји више ниједан државни орган у Југославији коме би се могла поднети оставка.

То је био политички крај „јединог човека који се смеје на Балкану”, како га је 1989. године назвао један страни новинар (*Време*, 2011).

Након тога се повукао из јавног живота и посветио пословној каријери.

4. ХИПЕРИНФЛАЦИЈА У ДОБА ДРАГОСЛАВА АВРАМОВИЋА

Друга хиперинфлаторна епизода (април 1992 – јануар 1994) одиграла се непуне две године након прве, али у много тежим околностима. Било је то доба распада СФРЈ и формирања СР Југославије (коју су сачињавале Србија и Црна Гора), што је коинцидирало са увођењем санкција УН које су предвиђале потпуни међународни економски ембарго према новој држави. Било је то време рата у Босни и Херцеговини и периода све споријег раста већ изнурене привреде. Дотадашње негативне стопе привредног раста наставиле су даљи и све јачи пад, да би, у тренутку завршетка хиперинфлације, бруто домаћи производ СР Југославије износио једва 40% нивоа из 1989. године.

Слика 3. Друштвени производ Републике Србије, 1947–2004, у ценама 1994.



Извор: Два века развоја Србије – статистички преглед, 2008.

Узрок настанка нове хиперинфлације, наравно, није се могао много разликовати од оних који су забележени у претходној. Меко буџетско ограничење и дефицитно финансирање јавне потрошње сада су били допуњени финансирањем ратних операција. Све је то довело до неконтролисаног штампања новца и све бржег раста инфлације. За њу, међутим, нико није преузео одговорност.

Сам Драгослав Аврамовић (2007), тада у функцији председника Експертског тима за припрему програма економског опоравка Југославије, о томе пише:

„Невероватно је, али остаје истина, да нико није био позван на одговорност за хиперинфлацију 1993. Даље, колико је познато, нико од власти и апарата Народне банке, укључујући њен Савет, није протестовао и поднео оставку јер се није слагао и није хтео да учествује у одлучивању или спровођењу одлука о масивном штампању пара [...] У тексту поменуте одлуке о монетарној политици за задњи квартал 1993. једино је остао непромењен циљ, успоравања стопе раста цена њеним бројним изменама, Народна банка је стално радила супротно. Ево података о повећању износа емисионих кредита из којих се види да је почетни лимит емисије новца повећан за 481.976 пута. Знамо шта се догодило са ценама, као последица овакве поплаве новца“.

Табела 5. Емисија новца у СР Југославији 1993. године

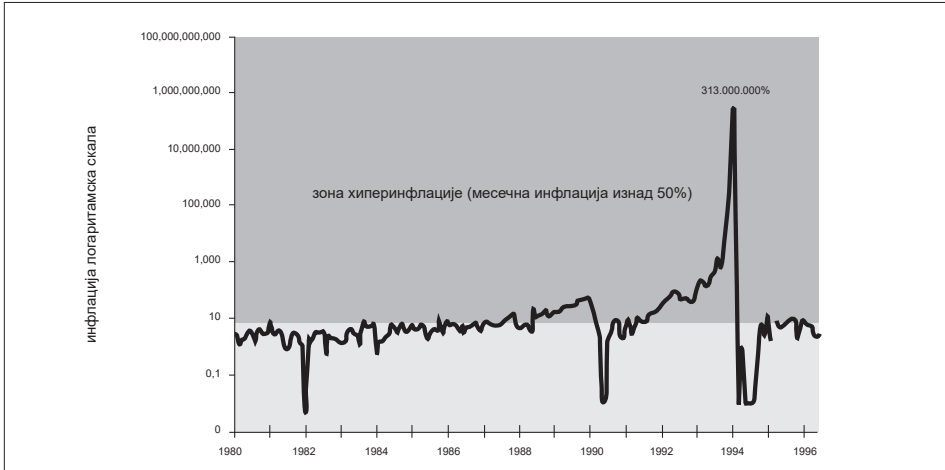
Дана	Динара
1.10.1993.	121.000.000.000
2.11.1993.	204.193.800.000.000
23.11.1993.	748.420.000.000.000
3.12.1993.	4.045.878.400.000.000
8.12.1993.	106.142.000.000.000.000
15.12.1993.	233.641.840.000.000.000
22.12.1993.	6.777.954.185.000.000.000
29.12.1993.	54.368.800.185.000.000.000
31.12.1993.	98.416.573.285.000.000.000

Извор: подаци НБС, Статистички годишњаци СФРЈ и СРЈ

Осим финансирања ратних операција, додатни разлог за раст инфлације била је све јача активност Југоскандик и Дафимент банке, у којима су активне камате на депозите у иностраној валути износиле 10–15% месечно, што је еквивалент годишњој стопи од 213–435%. Професору Аврамовићу, према сопственом сведочењу, било је савршено јасно да се ради о Понцијевој шеми, као што му је било сасвим јасно да се тај проблем може решити веома једноставно, тако што ће се овим банкама укинути дозвола за рад. Међутим, било

је јасно да је иза оснивања ових банака стајала политичка елита земље, те је и сам Аврамовић од те идеје одустао.¹⁸

Слика 4. Динамика инфлације у Југославији, 1980–1996. године



Извор: Статистички годишњаци СФРЈ и СРЈ

Бројне негативне последице ове југословенске хиперинфлације детаљно су описане у многим радовима (Ђукић, 2013, итд). Било је то време када се, при крају од једне плате могла купити једна хемијска оловка, а највиша пензија, на дан исплате једва је била довољна за куповину једног сапуна. Продавнице су биле сваки дан све празније, а крајем 1993. године, у продавнице више нико није ни улазио.

Трка између пада вредности динара и стопе инфлације (детаљно објашњена у Петровић, Богетић, Вујошевић, 1998) током 1993. године достигла је свој врхунац. Чак су и Југоскандик и Дафимент банка дошли до границе када су дневне исплате премашиле износе уплата, те је Дафина Милановић у јесен 1993. прогласила банкрот а Јездимир Васиљевић побегао из земље. Преварено је око 150 хиљада штедиша, који су изгубили око 450 милиона немачких марака.¹⁹

Ваља напоменути и то да је, уз губитнике, ова хиперинфлација имала и своје добитнике – како оне малобројне повлашћене штедише Дафимент и Југоскандик (као и Делта) банке, који су успели вишеструко да увећају своје

¹⁸ По Аврамовићевим речима, „Београд је онда био њун пласова да власници имају своје њрстите у Дафименту ојерацији, њиј. да су оне или неки људи на врло високим њоложајима били крајњи корисници Дафименту девиза њрикуљњених од наивноу сѡановнишиува. Ја сам се замислио, али нисам одустао од идеје да је овде један од кључева наше инфлације. Нажалост, морао сам да њрекинем рад [...]” (Аврамовић, 2007, стр. 8)

¹⁹ Уп. <https://video-node-4-b-pl-krk-1.dreamlab.pl/>

улоге, тако и читавог ланца посредника који су тих година, учествујући у купопродаји девиза остваривали огромна богатства.

Међутим, у добитнике морамо урачунати и грађане који су 1993. сасвим легално, масовно учествовали у жиралном откупу девиза. Како пише *Блиц*:

„Формални повод за то је био у закону о откупу друштвених станова, који је донет средином 1992. године. Грађанима се нуди да по жиралном курсу који је већи од улчног да продају своје девизе приватним штедионицама, које им онда уплаћују динарске износе на рачун који продавац девиза сам одреди, углавном за око пет до 10 одсто виши од улчног. Порекло тог новца било је јасно – иза је стајала држава и примарна и сива емисија новца.”²⁰

Тако је и грађанство, уз свакодневни губитак новчаних токова, у хиперинфлацији ипак остварило и значајан прилив фондова, који су остварили откупом некретнина у којима су до тада живели.

Антиинфлациони програм примењен је у тренутку када су цене расле по стопи од 2,03% на сат, то јест, при месечној стопи инфлације од 313 милиона процената. Међутим, постоје процене (Петровић, Богетић, Вујошевић, 1999) да је ова стопа прецењена. Наиме, јануара 1994. године, стопа депресијације динара у односу на немачку марку износила је 58 милиона процената, што је превелики раскорак у односу на регистровану стопу инфлације. Уз то, ваља напоменути да се у хиперинфлаторним условима, подаци о кретању девизног курса далеко лакше прикупљају и поузданији су од података о промени општег нивоа цена.

Као председник Експертског тима за припрему програма економског опоравка, Драгослав Аврамовић започиње обимни посао ангажовања сарадника, дискусија, званичних и незваничних састанака, и анализе алтернативних предлога антиинфлационог програма, о којима детаљно говори у својој књизи (Аврамовић, 2007).²¹ У целини, након обимних дискусија, компромиса, договора, Драгослав Аврамовић помиње да је пред саму финализацију антиинфлационог програма једно од кључних неразјашњених питања покренуто у Експертском тиму свакако било то да ли упоредо са антиинфлационим програмом отпочети још две реформе: либерализацију спољне трговине и другу, још важнију – приватизацију. Како сам наводи, преовлађујуће мишљење у већини земаља Источне Европе (под пресудним утицајем Јаноша Корнаја и

²⁰ <https://www.blic.rs/biznis/gorko-secanje-na-januar-1994-kako-smo-ziveli-kada-je-od-cele-plate-mogla-da-se-kupi/zk5ggjx>

²¹ „Програм реконструкције монетарног система није био једини економски програм у припреми крајем 1993. и почетком 1994. године. Поред њега постојали су програм Савезне владе; програм господина Вука Огњановића, министра финансија Савезне владе; програм ЦЕС МЕЦОН-а, консултантске фирме из Београда, припремљен за Савезну владу; и идеје Народне банке Југославије. Коначно, постојали су предлози за скоро потпуну „доларизацију“ наше привреде. Сви ови програми и предлози били су у конкуренцији са Програмом реконструкције монетарног система Експертског тима.” Аврамовић (2007), стр. 56.

Џефрија Сакса) било је да одмах треба применити целовит програм: стабилизација–либерализација–приватизација, и да је свака алтернатива унапред осуђена на пропаст. Међутим, и сам Аврамовић је био против те идеје „јер сам се бојао да ће управо истовремено спровођење све три реформе вероватно осујетити успех монетарне реконструкције која је имала приоритет код нас у 1993”. Како сам наводи: „Нажалост, када је почетком и током 1995. постало јасно да се, после монетарне реконструкције, мора прећи у даље реформе, а програм је био спор.”

Антиинфлациони програм на чијем челу је био Драгослав Аврамовић састојао се од 13 тачака, у којима је приоритет стављен на постизање стабилности цена и девизног курса. *Кључно место у Програму имало је увођење новог динара у вредности један динар једнак 1 немачкој марки.* Поред тога, програм је предвиђао и либерализацију цена и плата, поновно успостављање кључне улоге Народне банке Југославије, па до иницирања бесплатног снабдевања најсиромашнијих становника адекватним количинама, привлачења страних инвестиција, па до предлога да болесне државне фирме могу бити преузете од стране јаких приватних фирми, и коначно, да влада преузме обавезе банака по основу старе девизне штедње.

Коначно, Програм је био прихваћен 7. јануара, а датум ступања на снагу утврђен за 24. јануар 1994. Образложење које наводи професор Аврамовић је било то да Народна банка није могла да буде готова раније са новим новцем, мада је било сасвим јасно да је тих 17 дана, до почетка антиинфлационог програма представљало прави Елдorado за све дотадашње хиперинфлаторне добитнике, који су овом информацијом добили сигнал да појачају и заокруже све своје дотадашње послове. Једну од потврда овој тези даје сам Аврамовић:

„Војислав Томић, генерални директор овог Трезора недвосмислено је, наиме, рекао да су налог за штампање нових новчаница добили исувише касно да би тако кратак рок могао да буде испоштован. Ја не верујем да је ова цинична верзија била тачна. Претпостављала би да су састанак у Ботићевој вили и вишечасовна дискусија 7. јануара 1994. били инсценирани.”

Грађани СРЈ коначно су 24. јануара 1994. дочекали да стабилизациони програм Драгослава Аврамовића пресече хиперинфлацију и врати привреду у нормалне токове, а 2. марта 1994. године он је постављен за гувернера Народне банке СРЈ. Динар је фиксиран за немачку марку у износу од 1 : 1, а истовремено је проглашена конвертибилност новог динара, који је одмах добио име „аврамчић” или „деда Аврамов динар”. При конверзији старог у нови динар, најпре је коришћен однос 13.000.000 : 1, да би неколико дана касније курс био промењен на 12.000.000 : 1, што се одржало све до његовог потпуног избацивања из оптицаја у јулу 1994. године.

Иницијални успех програма био је недвосмислен. Инфлација се спустила на нулу, а привреда је почела да се опоравља. Креатори антиинфлационог програма, на челу са новим гувернером Драгославом Аврамовићем, нарочито су били поносни на његов „недефлациони карактер”, при чему су се истицала

три елемента: 1. дошло је до раста реалних надница и пензија, 2. производња је започеле да расте, а такође 3. истицано је и то како је након огромног раста неједнакости у 1993, током 1994. – ове неједнакости су се смањиле.

Маја 1996. године, Аврамовић је смењен са места гувернера НБЈ. Из тадашњих медија (*Време*, 1996) сазнајемо:

„Сменио га је тадашњи сазив Скупштине СРЈ, према Милошевићевом налогу – све по протоколу: Аврамовићево излагање, напади на њега од стране посланика СПС-а, па гласање и – смена. Прави разлог Аврамовићеве смене била је његова велика популарност и поверење народа које је стекао као истински спасилац од хиперинфлације. Све анкете су показивале да угрожава Милошевићеву популарност. Други разлог Аврамовићевог пада био је управо у реченици „Нећу да штампам паре“, јер су били све већи притисци врховне власти за примарном емисијом без покрића, чиме се опет улазило у инфлаторни круг. После Аврамовићеве смене, новац је опет штампан по вољи власти.”

Коначно, крајем 1996. године, Драгослав Аврамовић је, као човек са веома великим кредибилитетом, добио (и прихватио понуду) да предводи опозициону коалицију „Заједно“, у борби против режима Слободана Милошевића, али је после неколико дана одустао, оправдавши се лошим здравственим стањем, и отишао из земље. У Србију се више није ни враћао.

Међутим, ваља поменути и то да репутација спасиоца од хиперинфлације и данас прати име гувернера Аврамовића. Људи су веровали Аврамовићу, и искључиво њему приписивали успех антиинфлационог програма. У основи, били су у праву: након његовог одласка, годишња инфлација је расла, да би до Милошевићевог одласка са власти, 2000. године, премашила 100 одсто годишње.

5. ЕПИЛОГ ЈУГОСЛОВЕНСКИХ ХИПЕРИНФЛАЦИЈА

Мада су обе југословенске хиперинфлације брзо и ефикасно заустављене, иницијална стабилизација била је кратког даха. Једно од објашњења понудио је Драгослав Аврамовић, позивајући се на речи гувернера Бранка Чолановића, који је тврдио да у његовом искуству Југославија никада није била у стању да уравнотежи свој буџет или да прикупи неинфлационе изворе финансирања. Стога је монетарна стабилизација, а њих је било неколико, увек била кратког даха. У случају две хиперинфлаторне епизоде, Југославија је имала веродостојног носиоца антиинфлационог програма, али су недостајале три битне компоненте.

1. *Политичка њодришка*. У обе хиперинфлаторне епизоде, политичка подршка Анти Марковићу и Драгославу Аврамовићу, није дуго трајала. У оба случаја, веома брзо је дошло до политичке опструкције сваком покушају даљих реформи. У првој хиперинфлацији, републичка

- руководства су самостално повећавала примарну емисију и тиме поништила већину резултата које је постигао Анте Марковић, а у другој је гувернер Аврамовић био смењен, између осталог, баш због противљења да повећава примарну емисију изнад нивоа привредног раста.
2. Тиме се лако показује да је *независношћу централне банке* први и неопходни услов при монетарној стабилизацији. Чувена реченица Драгослава Аврамовића „нећу да штампам паре” је управо основна дефиниција независности централне банке: независна је она централна банка која политичарима може да каже „не”. (Wyplosz, 2013).
 3. *Изостале реформе*. Ниједан наш „спасилац” од хиперинфлације није дошао у прилику да спроведе неопходне реформе. При томе, реформе које је најављивао Анте Марковић биле су амбициозније и темељније, али никада није ни дошао тренутак да буду спроведене. Гувернер Аврамовић је, с друге стране, приступио предлогу реформи са много више резерви и са већим ослањањем на градуалистичке, постепене мере и реформе, но, ни такав приступ није довео до жељеног исхода.

Изостанак политичке подршке навео је оба реформатора, и Анту Марковића, и Драгослава Аврамовића, да управо тај, кључни недостатак, отклоне. Први је основао своју партију, а други је пристао да поведе коалицију „Заједно“ у борбу за промену режима у Србији. У том подухвату, обојица су доживела неуспех.

Тако су наши спасиоци од хиперинфлације победили једино у том, основном циљу, у излечењу земље од хиперинфлације. За све остало – убрзање привредног раста и достизање развијених земаља – била је (и остала) неопходна политичка воља, изградња институција и јачање правне државе.

ЛИТЕРАТУРА

- Avramović, Dragoslav (2007) *Rekonstrukcija monetarnog sistema Jugoslavije i pobeda nad inflacijom 1994*. Beograd: Evropski centar za mir i razvoj.
- Bogetić, Ž, D. Dragutinović and P. Petrović (1994) *Anatomy of Hyperinflation and the Beginning of Stabilization in Yugoslavia 1992–1994*. University of Belgrade – Faculty of Economics, September.
- Bruno and Easterly (1998) *Inflation crises and long-run growth*, Journal of Monetary Economics 41.
- Cagan, P. (1956) “The Monetary Dynamics of Hyperinflation” in Friedman M. (ed.) *Studies in the Quantity Theory of Money*: University of Chicago Press.
- Cukierman, Edwards, Tabellini (1992) “Seignorage and Political Instability”, *American Economic Review* 82(3): 537–555.
- Динкић, Млађан (2000) *Економија децентрализиране велике њачке народа*, Београд, Стубови културе.

- Đukić, Đorđe, Živković, Aleksandar, (eds.) (2018) *Prilozi za privrednu istoriju jugoslavije i Srbije. Hiperinflacija i posthiperinflacija*.
- Đukić, P. (1994) Doprinos Srbije i ex Jugoslavije praksi i teoriji hiperinflacije, Povodom dvadesete godišnjice od sloma monetarnog i finansijskog sistema u SR Jugoslaviji i Programa monetarne rekonstrukcije D. Avramovića.
- Dornbusch, R, and S. Edwards (1990) "The Macroeconomics of Populism in Latin America", *Journal of Development Economics*, 32: 247–77.
- Fischer, Stanley Sahay, Ratna Végh, Carlos A. "Modern Hyper and High Inflation". *Journal of Economic Literature*. Sep 2002, Vol. 40, Issue 3, pp. 837–880.
- Friedman, M. (1956) "The quantity theory of money – a restatement". In *Studies in the Quantity Theory of Money*, ed. M. Friedman, Chicago: University of Chicago.
- García, José Luis, IMF Working Paper The Modern Hyperinflation Cycle: Some New Empirical Regularities, December 2018.
- Grđić, Gojko (1941) *Privreda Rimskog carstva i privredni uzroci njegove propasti*, Štamparia Globus.
- Handbook of Major Events in Economic History (Routledge International Handbooks) 1st Edition, Routledge, 2013.
- Hanke, S. H. and N. Krus (2013) "World Hyperinflations," *The Handbook of Major Events in Economic History*, Randall Parker and Robert Whaples, eds, Routledge Publishing.
- Hanke, S. (2019) <https://www.forbes.com/sites/stevehanke/2019/05/13/the-three-ms-milosevic-mugabe-and-maduro/#242ed5315e5c>
- Hanke, Bostrom (2017) *Zimbabwe Hyperinflation*, The Johns Hopkins Institute for Applied Economics.
- Kiguel, M. A. (1989) "Budget Deficits, Stability, and the Monetary Dynamics of Hyperinflation", *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol. 21, No. 2, pp. 148–157.
- Kokotović, Hrvoje (2016) *Ekonomске reforme Ante Markovića*, Zagreb.
- Kornai, J. (1986) "The Soft Budget Constraint", *Kyklos*. 39: 1, pp. 3–30.
- Mladenovic, Zorica, Petrovic, Pavle (2010) "Cagan's paradox and money demand in hyperinflation: Revisited at daily frequency", *Journal of International Money and Finance* 29: 1369–1384.
- Olivera, J. H. G. (1967) "Money, Prices, and Fiscal Lags: A Note on the Dynamics of Inflation." *Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Review*, 20, pp. 258–67.
- Petrović, P, Mladenović Z. (2000) "Money Demand and Exchange Rate Determination under Hyperinflation: Conceptual Issues and Evidence from Yugoslavia", *Journal of Money, Credit and Banking*, 32(4), pp. 785–806.
- Petrović, Bogetić, Vujošević (1999) "The Yugoslav Hyperinflation of 1992–1994: Causes, Dynamics, and Money Supply Process", *Journal of Comparative Economics* 27(2): 335–353. February 1999.
- Radosavljević, Duško (2012) „Sećanje na Antu Markovića (1924–2011). Nema srećnih reformatora". *Republika*, br. 516–519.
- Reinhart, Savastano (2003) *The Realities of Modern Hyperinflation*, Finance and Development.
- Reden, (2017) <https://mises.org/library/inflation-and-fall-roman-empire>
- Salemi, Michael K, *Hyperinflation the Library of Economics and Liberty*, <https://www.econlib.org/library/Enc/Hyperinflation.html>

- Rostowski, J. (1998) *Macroeconomics Instability in Post-Communist Countries*, New York: Carendon.
- Sargent, T. J. (1982) "The Ends of Four Big Inflations" in R. E. Hall ed. *Inflation: Causes and Effects*. University of Chicago Press: Chicago.
- Tanzi, V. (1977) "Inflation, Lags in Collection and the Real Value of Tax Revenue", *IMF Staff Papers*, 24, pp. 154–67.
- Tabellini, Alesina (1990) "Voting on the Budget Deficit", *American Economic Review*, vol. 80, issue 1, 37–49.
- Uvalic, M. (1992) *Investment and Property Rights in Yugoslavia – The Long Transition to a Market Economy*. Cambridge: Cambridge University Press.
- White, Michael V. and Schuler Kurt (2009) "Retrospectives: Who Said 'Debauch the Currency': Keynes or Lenin?" *Journal of Economic Perspectives*, Volume 23, Number 2.
- https://upload.wikimedia.org/wikipedia/en/8/88/The_Hanke_Krus_Hyperinflation_Table.pdf

Danica Popović

YUGOSLAV HYPERINFLATIONS AND OUR SAVIORS

S u m m a r y

The aim of this paper is to review the hyperinflation episodes in Yugoslavia, and shed light on the role of the deserving officials at the time, prime minister of SFR Yugoslavia, Ante Marković and the governor of the Central Bank of FR Yugoslavia, Dragoslav Avramović.

The first part of the paper provides an overview of hyperinflations in modern history, where Yugoslavia appears in two episodes (initially, as Socialist Federal Republic of Yugoslavia, and later as Federal Republic of Yugoslavia). In the first episode (September – December 1989), the highest monthly inflation was 59.7%, while in the next one (April 1992 – January 1994), the last monthly inflation rate amounted to 313,000,000%, which is rated as the third largest hyperinflations in the world (after Hungary in 1946 and Zimbabwe in 2008). This part of the paper also reviews the difficulties in measurement of hyperinflation and reveals the contradictions obtained using various methods of estimation.

The second part of the paper describes the causes of hyperinflation, anti inflation measures and the key factors of their partial or success. The focus is now put on the differences in the duration of hyperinflation, followed by a review of its causes. Special attention is put on the speed and duration of recovery in various hyperinflation episodes. In this respect, both Yugoslav hyperinflations were successfully and momentarily halted, but fast and lasting recovery never emerged.

The third part of the paper reviews the first Yugoslav hyperinflation and the role of the acting prime minister of the federal government of Socialist Federal Republic of Yugoslavia, Mr. Ante Markov. The analysis starts with the economic parameters which prevailed during the whole decade before hyperinflation, characterized with many miss investment episodes, bad industrial organization, deficit funding of the federal budget, resulting in 40–60% annual rate of inflation. After the burst of hyperinflation, the anti inflation program was implemented, and the paper reveals the measures and initial effects of the Program. The results and achieved level of the living standard are praised in Serbia as one of the most successful episodes in economic history even until these days. The final part is devoted to the analysis of reforms aimed at economic restructuring and introducing market economy principles and institutions.

The next part of the paper describes the catastrophic episode of hyperinflation and the role of the acting governor of the federal Central bank, Mr. Dragoslav Avramović, in its successful resolving. Prior to the analysis of anti inflation measures, the economic parameters are presented, indicating that the starting point in this hyperinflation was much more difficult to solve than it was previously the case. The main reason were on the political side, due to the break up of the country and civil war. This led to the rising need for deficit financing of the budget, not only for economic reasons, but also due to financing of the war. This led to an increasing fall in GDP, and abrupt fall in the living standard. The last part describes the shock therapy made and implemented by Mr. Avramović and his team, leading to numerous positive effects. The most important one was the regained credibility, if not of the whole government, then most obviously in the Central bank and it's Governor.

The final part analyzes the unfavorable final outcome of both hyperinflation episodes, focusing on their key detrimental factors, and the economic lessons which failed to be implemented in the crucial moments.

Key words: hyperinflation, stabilization policies, restructuring, Central bank independence