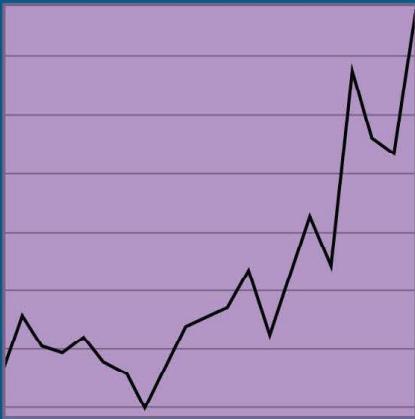


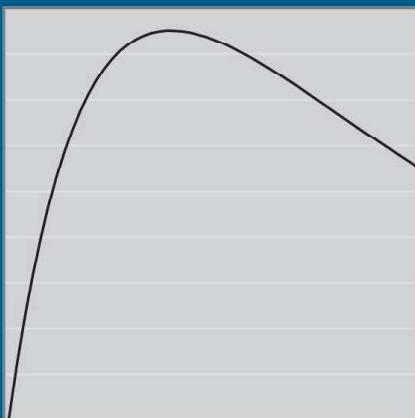
Хиперинфлација: пад динара



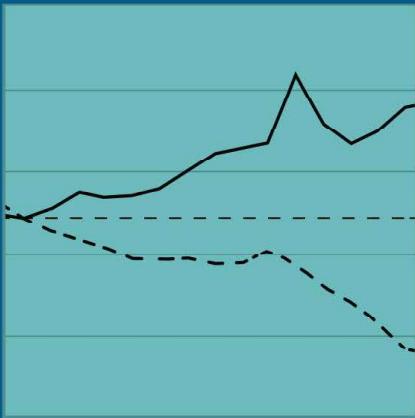
Бекство из динара



Лафтерова крича



Демографски јаја и емиграције



СРПСКА АКАДЕМИЈА
НАУКА И УМЕТНОСТИ

Павле Петровић

МАКРОЕКОНОМСКЕ КРИЗЕ И РЕФОРМЕ У СРБИЈИ 1980–2023: ЕКОНОМЕТРИЈСКА АНАЛИЗА

Павле Петровић

МАКРОЕКОНОМСКЕ КРИЗЕ И РЕФОРМЕ У СРБИЈИ
1980–2023:
ЕКОНОМЕТРИЈСКА АНАЛИЗА



САДРЖАЈ

ПРЕДГОВОР.....	9
УВОД.....	13
А. КРИЗА СПОЉНОГ ДУГА, ВИСОКА ИНФЛАЦИЈА, ХИПЕРИНФЛАЦИЈА И СТАБИЛИЗАЦИЈА У ЈУГОСЛАВИЈИ ТОКОМ 1980-ИХ ГОДИНА	
1. Увод.....	25
2. Концептуални оквир и стилизоване чињенице	28
3. Економетријске оцене југословенске инфлације у 1980-им	36
4. Интерпретација резултата	42
5. Бекство из динара и његова супституција: економетријска оцена тражње за новцем.....	44
Б. ХИПЕРИНФЛАЦИЈА И СТАБИЛИЗАЦИЈА У СРБИЈИ 1990-ИХ	
1. Увод.....	51
2. Узрок и преносни механизам у српској хиперинфлацији 1992–1994.....	57
2.1. Стилизоване чињенице: оквир за економетријску анализу	57
2.2. Економетријска анализа узрока и преносног механизма хиперинфлације.....	59
3. Монетарна динамика српске хиперинфлације	65
3.1. Теоријски оквир	65
3.1.1. Финансирање дефицита: инфлациони приход државе	65
3.1.2. Бежање из домаће валуте: демонетизација и тражња за новцем у хиперинфлацији	67
3.1.3. Одређивање нивоа цена и девизног курса у хиперинфлацији	70
3.1.4. Лаферова крива	77

3.2. Економетријска анализа: месечна фреквенција.....	80
3.2.1. Тражња за новцем и демонетизација	80
3.2.2. Монетарни модел девизног курса и рационална очекивања.....	83
3.2.3. Кејганов парадокс	85
3.3. Анализа и економетријске оцене српске хиперинфлације на дневном нивоу	91
3.3.1. Динамике хиперинфлације и инфлационог пореза: Кејганов парадокс	91
3.3.2. Монетарни модел девизног курса и формирање очекивања	101
3.3.3. Тражња за новцем, Лаферова крива и разрешење Кејгановог парадокса.....	104
4. Стабилизација без реформи 1994–2000: нова инфлациона епизода	110
4.1. Стилизоване чињенице	110
4.2. Економетријска анализа нове високе инфлације у Србији	114

В. СТАБИЛИЗАЦИЈА И РЕФОРМЕ У ПРВОЈ ДЕЦЕНИЈИ 2000-ИХ

1. Увод.....	117
2. Стилизоване чињенице	120
3. Инфлационе епизоде у Србији: прва и трећа деценија 2000-их.....	122
3.1. Коинтеграциона анализа инфлације Србије у првој деценији 2000-их.....	122
3.2. Покретачи инфлације у земљама ЦИЕ и Србије: оцене <i>probit</i> панел-модела	125
3.3. Нова инфлациона епизода у 2020-им у Србији	127
4. Доларизација и преливање од девизног курса ка ценама у Србији током хипер, високе и умерене инфлације	135
5. Циљање инфлације и улога девизног курса.....	141
6. Утицај промена реалне вредности динара на спољни дефицит Србије.....	147
7. Одговор на кризу платног биланса у два режима привредног система	156
7.1. Криза динара у 1980-им и 2008–2009.	156
7.2. Два одговора економске политике: економетријска анализа	158

Г. ФИСКАЛНА КОНСОЛИДАЦИЈА И ПРИВРЕДНИ РАСТ:
СРБИЈА У 2010-ИМ И ПОГЛЕД УНАПРЕД

1. Увод.....	165
I. Нова улога фискалне политике у 2010-им и оцена њених ефеката	167
1. Мотивација, обухват истраживања и методологија.....	167
2. Ефективност фискалне политике: економетријска анализа	173
2.1. Да ли је фискална политика ефективна у случају рецесије? Оцене годишњих мултипликатора	174
2.2. Да ли фискална политика може да подстакне привредни раст? Оцена средњорочних мултипликатора	178
3. Значај добијених оцена фискалних мултипликатора за Србију у 2010-им.....	180
II. Привредни раст, конвергенција и миграције у земљама ЦИЕ и Србији	188
1. Увод.....	188
2. Конвергенција реалног дохотка по становнику: бета конвергенција.....	191
2.1. Да ли земље ЦИЕ и Србија конвергирају у дохотку по становнику? Апсолутна бета конвергенција	192
2.2. Оцена једначина привредног раста у ЕУ: условна бета конвергенција	200
2.3. Фактори привредног раста у ЕУ и Србији.....	202
2.3.1. Инвестиције	202
2.3.2. Институције	205
2.3.3. Образовање	208
2.4. Обрасци конвергенције у ЕУ и зашто Србија заостаје	209
3. Веза између конвергенције БДП per capita и продуктивности у прерађивачкој индустрији: клубови конвергенције и сигма конвергенција	214
3.1. Стилизоване чињенице	215
3.2. Клубови конвергенције у ЕУ: методологија Филипса и Сула	217
3.3. Сигма конвергенција у ЕУ	223
4. Конвергенција продуктивности у прерађивачкој индустрији у ЕУ и Србији	227
4.1. Анализа конвергенције продуктивности у прерађивачкој индустрији у ЕУ	228
4.2. Конвергенција продуктивности прерађивачке индустрије у Србији	236
5. Економска емиграција из земаља ЦИЕ и Западног Балкана	243

5.1. Миграције из ЦИЕ и Србије у развијену Европу: стилизоване чињенице	246
5.2. Детерминанте обима емиграције из ЦИЕ у развијену Европу: економетријско моделирање	252
5.3. Економске последице емиграције из земаља ЦИЕ и Србије	256
5.4. Да ли се раст емиграције из Србије и ЦИЕ може обуздати?	260
5.5. Економске емиграције и конвергенција: пресудна улога јаких институција	262
 ЛИТЕРАТУРА.....	265
SUMMARY	273

УВОД

Привреда Србије је од 1980. до 2023, у периоду који анализирамо у овој књизи, прошла кроз огромне структурне промене – од хибридног тржишног, самоуправног система до тржишне привреде са доминантним приватним власништвом. Компаративно посматрана, ова транзиција је трајала неуобичајено дugo и била је праћена, и прекидана, великим друштвеним и економским кризама. Србија је ипак, са закашњењем, од 2001. почела темељно да трансформише своју привреду и са 2023. углавном спровела основне привредне реформе.

Ова књига истражује велике, у компаративној перспективи, макроекономске кризе у Србији током посматраних четрдесет година, као и покушаје али и остварења макроекономских стабилизација и реформи. То чинимо из специфичног угла где коришћењем економетријске анализе жељимо да објаснимо разматране кризе и ефекте макроекономских реформи.

У 1980-им (и раније), Србија је била део веће државе, Југославије, са хибридним тржишним системом – самоуправљањем и недефинисаном друштвеном својином, у основи између државне и приватне. Овај привредни систем је лично на онај на почетку транзиције 1990-их у земљама Централне и Источне Европе (ЦИЕ), када је уведено тржиште у привреде са доминантним државним власништвом. У том смислу, Србија/Југославија је 1980-их била претеча будућих промена и стога далеко испред тадашњих привреда ЦИЕ.

С друге стране, међународни контекст 1980-их одређен је избијањем велике кризе спољног дуга, пре свега у земљама Латинске Америке, али и у Србији као делу Југославије, која је непосредно изазвана великим повећањем каматних стопа у САД ради обуздавања инфлације. Резултујуће нагло заустављање прилива страних кредита (sudden stop) у Србију/Југославију захтевало је радикалну промену дотадашњег хибридног привредног система који се одржавао на великом дотоку страних средстава, у привреду засновану на приватној својини. Претходно је ударило на идеолошке баријере, а уз то је, на кратак рок, подразумевало болно прилагођавање у виду значајног раста незапослености и пада потрошње. Југославија/Србија није била спремна за овако велики подухват, те се препустила инфлацији да она хаотично смањи потрошњу на одрживи ниво сада без страних кредита. Тако је Србија/Југославија провела читаве 1980-те у великој

макроекономској кризи са високом и непрекидном инфлацијом, која се завршила 1989. са краткотрајном хиперинфлацијом. С друге стране, првреда је целу деценију практично стагнирала.

Почетком 1990-их економска криза у Србији (и Црној Гори, тј. СР Југославији) изазвана је политичким одговором елите на распад Југославије, која је увела Србију у регионалне ратове након чега су јој уведене међународне санкције УН. Последица претходног су огромни, негативни економски шокови: Србија је у периоду од неколико месеци изгубила, највећим делом, своја тржишта – у претходној Југославији, огромна тржишта на Западу, али и у бившем СССР-у, који се такође дезинтегрисао. Додатно, заустављен је прилив страних кредита и инвестиција, што је све заједно изазвало велики пад производње. Као и у 1980-им, иако су са променама у ЦИЕ идеолошка ограничења и код нас значајно ослабљена, политичка елита поново на кризу не одговара неопходном трансформацијом привредног система, већ проблем гура у будућност.

Држава, наиме, да би спречила затварање предузећа и раст незапослености, реагује (углавном прикривеним) субвенцијама доминантној државној („друштвеној“) привреди, што доводи до раста државних расхода. С друге стране, пад производње доводи до пада пореских прихода, што са изнетим растом државних трошкова отвара велики буџетски дефицит. Уз све то, нагло расту и издаци државе за рат у региону, непосредно или и за значајна давања српским насељеним областима ван Србије, што додатно, значајно повећава фискални дефицит. Тако овај дефицит расте са огромних 10,8% БДП-а у 1991. на енормних 22,6% у 1993.³

Реакција државе на огроман фискални дефицит била је „штампање пара“ да се он покрије, што је резултирало 1992-1993. у једну од најекстремнијих хиперинфлација у економској историји. Није било ни примили да се реформама хибридни економски систем усмери ка оном са приватним власништвом, и повезано с тим фискалном реформом, те да се тако ублажи пад производње а буџетски дефицит задржи у подношљивим границама. Одсуство реформе је пре био резултат идеолошког опредељења тадашње политичке елите и економиста који су је саветовали, него страх од великих промена које су на кратак рок болне.

Нагло заустављање хиперинфлације јануара 1994. показало је да реформе, у овом случају монетарна, не боле толико, штавише доводе и до краткорочног значајног побољшања за становништво и привреду, у односу на претходни хаос хиперинфлације. Не мање важно, хиперинфлација је, након неколико неуспешних покушаја, обуздана тек кад је политичка

³ Види Драгутиновић и други (2021), односно Bogetić et al. (2022), који представља нешто изменјену, енглеску верзију претходног рада.

елита, немајући куд, прихватила озбиљан програм економисте са међународном репутацијом – Драгослава Аврамовића.

Хиперинфлација је заустављена фиксирањем девизног курса динара, који је, показујемо у овој књизи (део В, 2 и 3), био кључна променљива која је одређивала инфлацију и на основу које су економски субјекти доносили своје одлуке. Претходна мера је нагло зауставила хиперинфлацију и преокренула њене уништавајуће последице у (краткорочне) добитке у виду значајног повећања пореских прихода и враћање становништва у динаре. Прво је смањило буџетски дефицит, а друго подстакло раст производње.

Но трајно заустављање инфлације није могло да почива на краткотрајним добицима већ је захтевало реформе – фискалну (смањење државног дефицита), али и укупног привредног система. Ове реформе су изостале, те се Србија поново, након стабилних цена у 1994, враћа високој инфлацији, изазваној, како то у књизи показујемо (део Б, 4), и даље „штампањем пара“ за покривање (отвореног и прикривеног) буџетског дефицита.

Стварним реформама Србија приступа 2001, тј. двадесет година након избијања своје прве велике макроекономске кризе и десет година након што су то урадиле земље ЦИЕ. После санкција из 1990-их, земља се отворила и одмах је закључен аранжман са Међународним монетарним фондом (ММФ), чиме је отпочела макроекономска стабилизација са структурним реформама. Дошло је до темељне промене режима економске политике (policy regime change у смислу Сарџента, види Sargent, 1982), посебно заустављена је двадесетогодишња пракса покривања државног дефицита „штампањем пара“, и тако је висока инфлација најзад трајно обуздана. Покренута је приватизација привреде, санација банкарског система и улазак страних банака, либерализација спољне трговине и домаћег тржишта, укључујући цене и каматне стопе, као и реформу тржишта рада итд., чиме је дефинитивно напуштен хибридни тржишни систем који је доминирао претходних двадесет и више година.

У овом периоду, током прве деценије 2000-их, Србија пролази кроз епизоду умерене инфлације, која је изазвана спољним факторима – растом цена хране и нафте, али је подржана и домаћим детерминантама – порастом потрошње омогућеним великим приливом страног капитала. У овоме Србија почиње да личи на земље ЦИЕ, које су у истом периоду прошлије кроз сличну инфлациону епизоду, с тим што је инфлација код нас била израженија. Додатно, политички избори, и са њима повезан раст државне потрошње, појављују се као значајни покретачи инфлације у Србији, како у првој деценији 2000-их, тако и у инфлационој епизоди 2021–2023.

У 2008. светска финансијска криза погађа и Србију, доводећи до најлог заустављања прилива капитала (sudden stop) и последично до великог пада вредности динара. И ово искуство Србија дели са већим бројем упоредивих земаља ЦИЕ, и на сличан начин, тј. без инфлације, пролази кроз

своју кризу валуте (динара). Инфлација се, после више од једне деценије враћа 2021. у свету, па и у Србију, поново изазвана спољним шоковима раста цена енергената, основних метала и хране, али такође и подстицања растом домаће потрошње омогућеним великим државним расходима и експанзивној монетарној политици. Србија опет прати изнети светски образац, али са израженијом државном интервенцијом у односу на земље ЦИЕ, и последично, поново, са већом инфлацијом.

У 2010-им Србија се суочава са проблемима који се разликују у односу на оне из претходних деценија. Макроекономска криза се више не јавља у форми високе инфлације, већ сада као криза јавних финансија са неодрживо високим јавним дугом. Поново, Србија ово искуство дели са осталим земљама ЦИЕ. Оно што је, међутим, опет разликује од њих јесте брзина и начин реакције на кризу јавних финансија, где Србија иде путем мањег отпора, смањујући јавне инвестиције и неоправдано дуго одлажући неопходну фискалну консолидацију (смањење дефицита). И једно и друго, наше економетријске анализе показују, довело је до непотребно дугог периода рецесије и стагнације српске привреде.

Почетком 2020-их, гледајући унапред, основни проблем привреде Србије је недовољан привредни раст који се огледа у одсуству конвергенције ка (заостајање за) упоредивим земљама ЦИЕ. Србија је у дохотку по становнику (у еврима по паритету куповне снаге *PPP*) 2017–2022. била на 55% просека земља ЦИЕ, док су ове приближно биле на истом одстојању (63%) од најразвијенијих земља ЕУ. Истовремено, у посматраном периоду, привредни раст Србије (3,3% годишње) једнак је просечном расту земља ЦИЕ (3,2%), док је овај потоњи двоструко већи од оног у најразвијенијим земљама ЕУ (1,6%). Видимо да земље ЦИЕ, које су тек нешто изнад половине дохотка по становнику најразвијенијих земља ЕУ знатно брже расту од њих, брзо их сустижући. С друге стране Србија, која је на половини дохотка по становнику земља ЦИЕ, расте истим темпом као и оне, не смањујући заостatak за њима. Иначе, овај тренд у Србији дуже траје – њен доходак по становнику је са 58% оног у земљама ЦИЕ у 2005. пао на 56% у 2022.

Теорија конвергенције (види Barro and Sala-I-Martin, 2003) каже да мање развијена земља има потенцијал да расте брже од развијене, што се, као што горња илустрација показује, стварно и дешава са земљама ЦИЕ, али не и са Србијом. Примењујући ову теорију раста на претходни пример, следи да би, грубо, Србија требала да расте око 5% годишње, односно за 1,6 процентних поена више него сада. Наиме, толико брже расту земље ЦИЕ које су на половини дохотка развијеног дела ЕУ, а Србија је, с друге стране, на половини дохотка земља ЦИЕ.

Велике економске емиграције од средине прве деценије 2000-их из земља ЦИЕ, а касније и из Србије, додатан су снажан фактор који може ограничити будући привредни раст Србије (и земља ЦИЕ). Ради се о дуго-

рочном тренду јер су снажне миграције изазване значајним погоршањем демографских трендова у развијеним земљама ЕУ од средине прве декаде 2000-их те, последично, ове земље снажно „усисавају“ квалификовану и високообразовану радну снагу из земаља ЦИЕ и Западног Балкана.

Изнете макроекономске кризе у Србији највећим делом су се манифестовале преко високе и дуготрајне инфлације, која је практично непрекидно трајала двадесет година, од 1980. до 2001. Стога економетријска анализа узрока, динамике и заустављања различитих епизода високих инфлација током ових двадесет година, али и две умерене инфлације после 2000-те, представљају највећи део истраживања изложен у овој књизи. Претходно укључује и повезане теме као што је улога девизног курса и његовог преливања на инфлацију, али и моделирање реформског одговора на инфлацију – циљање инфлације. Криза јавних финансија, а затим и недовољан привредни раст, нови су макроекономски проблеми Србије у 2010-им, и оне представљају други део наших економетријских испитивања изложених у овој књизи.

Прва инфлациона епизода – дуготрајна висока инфлација из 1980-их, изазвана је, показују наше економетријске анализе (део А), наглим падом вредности динара. Динар је пак снажно депресирао да би се уравнотежио спољноекономски дефицит земље, који више није могао да се покрива страним кредитима (*sudden stop*). Овај, егзогени шок велике депресијације курса динара довео је до раста трошкова производње и извршио притисак на раст цена. Пораст цена и курса динара довео је до смањења куповне моћи плате, што је довело до захтева за њихово повећање. Раст плате је у следећем кругу водио даљем повећању трошкова а потом и цена, чиме се успоставила спирала раста цена и плате. Но услов да цене и плате, најавијући да је држава понуду новца („штампање динара“) током 1980-их великом делом прилагођавала захтеваном расту плате, што је конзистентно са нереформисаним хибридним, самоуправним системом (део А, 2). Налаз да је спољноекономска криза (висок дефицит) преко последичне снажне депресијације динара покренула инфлацију, а да се понуда новца („штампање динара“) томе пасивно прилагодила, указује да се ради о платнобилансном објашњењу узрока инфлације.

Претходни закључак, да је хибридна самоуправна привреда омогућила експлозију инфлације након велике депресијације, потврђује и економетријска анализа ефекта једне друге кризе динара. Ради се о депресијацији 2009. изазване, такође, наглим заустављањем прилива страног капитала (*sudden stop*) у Србију, овог пута као последицу светске финансијске кризе (део В, 7). Наиме, сада егзогени шок велике депресијације динара није довео до инфлације, а економетријска анализа показује да је

непосредни разлог то што није успостављена узлазна спирала цена и плата. Из претходног резултата сада пак стоји, за разлику од 1980-их, привреда отворена за међународну размену и конкуренцију, са доминантним приватним сектором. Прво је спречавало директно превалања већих трошкова, изазваних скупљим увозом, на финалне цене, док су се приватна предузећа одупрла аутоматској индексацији плате. Уз све то, реформисана монетарна политика, која је као главни циљ усвојила контролу инфлације (део В, 5), није сада акомодирала раст трошкова („штампала паре“) изазван депресијацијом динара. Наравно ништа не иде бесплатно, те је изнето прилагођавање у Србији довело до рецесије – пада производње и раста незапослености, што је опет била нужна цена да би се привреда вратила расту. С друге стране, Србија/Југославија није била спремна на то у 1980-им, те је целу деценију провела у стагнацији.

Хиперинфлација у Србији 1992–1994. представља једну од најекстремнијих у економској историји када се комбиновано посматра њена величина и дужина трајања, а иззвана је великим и убрзаним „штампањем динара“ за покривање огромног и растућег, отвореног и прикривеног, буџетског дефицита. Ради се dakле, за разлику од епизоде из 1980-их, о фискалном узроку (објашњењу) инфлације. Наиме, економетријском анализом је утврђено (део В, 2.2) да је понуда новца сада, за разлику од 1980-их, егзогена променљива чији раст представља окидач за раст депресијације динара и инфлације.

Утицај новца, економетријске оцене показују, иде управо преко депресијације динара на инфлацију, а не обрнуто што би се очекивало. Овај неуобичајен резултат потврђују још два модела оцењена за српску хиперинфлацију – модел девизног курса као цене активе (asset pricing model) и модел тражње за новцем (део Б, 3). У првом случају понуда новца, текућа и будућа очекивана, непосредно одређује ниво текућег девизног курса, док се у другом случају показује да тражњу за реалним новцем, у хиперинфлацији, треба изразити у страној валути и повезати је са очекиваним депресијацијом, уместо стандарданог приступа са домаћим нивоом цена и инфлацијом.

Могуће објашњење за претходни налаз је екстремна „доларизација“ у хиперинфлацији, када страна валута преузме, од домаће, све функције новца – чувара вредности, јединице мере и средства размене. Тада економски актери прате кретање девизног курса код доношења својих одлука, јер је он објективна величина одређена на тржишту и то на дневном нивоу, за разлику од нивоа цена/инфлације која се обрачунава на месечном нивоу и са закашњењем бива доступна. Све претходно упућује да је девизни курс моћно сидро за заустављање хиперинфлације, што је и искоришћено у случају Србије.

Висока инфлација се поново (1995–2000) јавила након заустављања хиперинфлације, а економетријске оцене потврђују да је узрок одсуство реформи и последично и даље присутан буџетски дефицит финансиран „штампањем динара“ (део Б, 4). Наиме и ову инфлациону епизоду карактерише исти образац као и хиперинфлацију, а то је да је понуда новца егзогена, да она непосредно одређује ниво курса а да његова депресијација потом одређује инфлацију. Наравно, све се ово дешава на знатно умеренијем нивоу у односу на претходну хиперинфлацију. Ипак, анализа ове инфлаторне епизоде даје важну поруку да су структурне реформе неопходне за трајно обуздавање инфлације.

Структурне реформе су најзад започете 2001, те се и инфлација брзо зауставила. Нова, сада умерена, инфлација током прве деценије 2000-их изазвана је, наше оцене показују (део В, 3.1 и 3.2), стандардним шоковима у тржишној привреди – растом цена хране и нафте на страни понуде, и великим растом домаће потрошње, на страни тражње.⁴ Србија је тако направила рез (policy regime change) и одрекла се своје двадесетогодишње праксе да „штампањем пара“ финансира буџетски дефицит, те узроци њене нове инфлације постају слични оним у земљама ЦИЕ. С друге стране, иако сада дели исти образац инфлације са земљама ЦИЕ, он је у Србији знатно израженији. Наиме, економетријска анализа покретача инфлације у транзиционим земљама и Србији (део В, 3.2), показује да је доминантни домаћи окидач инфлације у Србији био раст државне потрошње повезан са политичким изборима. Интересантно је да претходни налаз важи како за инфлацију у првој декади 2000-их, тако и за инфлацију у 2020-им (део В, 3.3). Прво се можда могло оправдати тада још увек младом демократијом⁵ у Србији, док друго, после више од три деценије од првих вишестраначких избора, представља чист популанизам.

Браћајући се на улогу девизног курса у различитим инфлационим епизодама у Србији, питање обима и брзине преливања његових промена на цене (exchange rate pass-through) посебно се истиче. Ово питање је иначе значајно и стога доста истраживано у економији, а наши налази потврђују неке претходне да се обим и брзина преливања повећавају са убрзавањем инфлације (део В, 4 и 7).

Тако смо показали да у хиперинфлацији и потоњој високој инфлацији, депресијација динара одређује инфлацију, што значи да је у тим епизодама преливање потпуно, тј. 1% депресијације доводи до 1% инфлације. Исти резултат се добија и за високу инфлацију у 1980-им (део В, 7). Раз-

⁴ Заправо ради се о инфлацији после 2002, док је инфлација с краја 2000. до 2002. била резултат прво либерализације цене а потом и повећања административно ограничених цена електричне енергије, комуналија итд.

⁵ Ове, политичке циклусе у државном трошењу у новим демократијама наступају старим анализирају Brender and Drazen (2005).

лика између хиперинфлације и високих инфлација је, међутим, у брзини преливања промене курса на цене – за хиперинфлацију добили смо да је потпуно преливање готово тренутно (унутар месец дана), док је за високе инфлације то знатно дуже, преко годину дана.

Оно што је међутим важно јесте да је са умереном инфлацијом у првој декади 2000-их дошло до структурне промене, где се тек део промене курса (око 30%) прелије на раст цена (део В, 4). Изнети економетријски налази су значајни по себи, а у контексту српске привреде додатно указују на њена два веома различита стања – хибридна тржишна привреда од 1980. до 2000. и потом 2001–2023. прелаз на тржишну привреду са доминантним приватним сектором. У првом режиму реакција на платно-билансни шок (1980-те) или фискални (1990-те) јесте „штампање паре“ и омогућавање растуће спирале цена и плате, што на крају доводи до потпуног преливања промене курса на цене. Реформисана привреда, као што смо већ изнели, на шокове не реагује монетарном експанзијом и инфлацијом, чиме се спречава други круг ефеката те стога и потпуно преливање промене курса на цене.

Делимично преливање депресијације динара на инфлацију начелно је омогућавало и политику реалног смањења вредности динара у првој деценији 2000-их, а да се притом (за разлику од 1980-их и 1990-их) не покрене инфлација. Та политика, показали смо (део В, 6), довела би до побољшања спољнотрговинског биланса Србије. Насупрот томе, економска политика током прве декаде 2000-их дозволила је велики реални раст вредности динара који је довео до екстремног спољнотрговинског дефицијта (део В, 6). Претходно је „посејало“ будућу кризу динара и рецесију изазвану наглим заустављањем прилива капитала (sudden stop) услед финансијске кризе 2008–2009.

Обим преливања промене девизног курса на цене важан је и код избора режима монетарне политике: циљање инфлације са променљивим курсом (мало преливање) или фиксни девизни курс са понудом новца која се њему прилагођава (велико преливање). Србија се, законски, определила за први режим тј. да контролише инфлацију а да дозволи слободно формирање курса. Испоставља се, економетријски резултати показују (део В, 5), да је током прве декаде 2000-их Народна банка Србије (НБС) ипак „једним оком“ гледала и на кретање курса и утицала на њега независно од контроле инфлације. Разлог је, показујемо, још увек значајна „евроизација“ у банкарском систему, тј. доминантни део штедње односно кредита у странијој валути (део В, 5), што имплицира да би нагли, односно велики, пад динара могао да доведе до банкарске кризе. Исти налаз, показује наша економетријска анализа, важи и за Албанију и Румунију, али не и за Чешку, Польску и Мађарску, земље које такође циљају инфлацију. Претходно

указује на општији закључак да је Србија тада још увек личила на земљу у развоју, којој дубље реформе тек предстоје.

Екстремна српска хиперинфлација омогућила нам је испитивање њене монетарне динамике, феномена интензивно студираног почев од Кејгановог (Cagan, 1956) иницијалног истраживања, али сада и на дневном нивоу што представља значајну новост и допринос. Интеракција државе која штампа новац да би покрила буџетски дефицит, тако што преко инфлације „опорезује“ економске субјекте, и економских субјеката који беже из домаће валуте да би избегли инфлационо опорезивање, потврђена је и у српској хиперинфлацији (део Б, 3). Тако смо на месечном нивоу, као и у претходним студијама хиперинфлације, добили да важи стандардни Кејгнов модел тражње за новцем, али такође и верзија коју смо због екстремне „доларизације“ модификовали тако да уместо цена и инфлације садржи девизни курс и депресијацију (део Б, 3.2.1).

Оно што је међутим значајан нови допринос јесте анализа (последњих 15 од 24 месеца) хиперинфлације на дневним подацима, која указује да њено кретање карактеришу квалитативно различити периоди. Добијени економетријски резултати сугеришу (део Б, 3.3.2) да у првом делу хиперинфлације економски субјекти „уче“ шта се дешава, што се показује тако да своја очекивања о будућој инфлацији, депресијацији итд., формирају гледајући (претежно) шта је било до тада („уназад“ – адаптивна очекивања). Због тога држава може да их „вара“, убрзавајући, у односу на раније, „штампање динара“ и тако повећа инфлационо опорезивање „преварених“ економских субјеката који су се затекли са сувише динара.

Наравно, становништво после неког времена „варања“ схвати механизам, и почне да се понаша гледајући, и предвиђајући, искључиво унапред (рационална очекивања). Сада се игри државе, која све брже „штампа новац“, и економских субјеката који беже из тог, све мање вредног новца, види крај а то је када додатно убрзање понуде новца постаје контрапродуктивно, тј. доводи до смањења инфлационог прихода државе. Ово је тренутак када држава има више штете од (хипер)инфлације него користи, те приступа њеном заустављању.

Проблем је што ово објашњење нису подржале претходне економетријске оцене хиперинфлационих епизода на месечном нивоу. Наиме, хиперинфлације су још доста дуго трајале након (економетријски оцењеног) почетка пада инфлационог прихода државе, што је парадоксално (Кејганов парадокс). Била је неопходна економетријска анализа на дневном нивоу, презентована у овој књизи, да би се изнети Кејганов парадокс разрешио (део Б, 3.3.3).

Економетријско моделирање утицаја државног трошења (фискалних мултипликатора) у земљама ЦИЕ (део Г, I) омогућило нам је да, коришћењем добијених оцена, анализирамо фискалну политику Србије прво

као одговор на кризу 2008–2009, а потом и током фискалне консолидације 2015–2017. Постоје супротстављени теоријски аргументи, као и емпириски налази, о томе да ли фискална политика може да буде ефективна стабилизациона политика, односно једноставније да ли државно трошење може да подстакне производњу.

Наши економетријски налази покривају, на одређени начин, оба супротстављена гледишта. Тако ако се посматра текућа јавна потрошња, онда смо добили да њен раст не утиче на пораст производње, што је у складу са неокласичним погледом на ефекте фискалне политике. С друге стране, када смо посматрали раст јавних инвестиција, добили смо да он значајно утиче на пораст производње, како у кратком тако и у средњем року (део Г, I, 2), потврђујући (ново) Кејнзијанску позицију. Оно што је посебно значајно јесте да су претходна два налаза посебно изражена у рецесији, управо онда када је фискална политика, као стабилизациона политика, и најпотребнија да извлачи привреду из кризе.

Супротно претходним налазима, Србија је као одговор на фискалну кризу изазвану светском финансијском кризом 2008–2009, одговорила смањењем јавних инвестиција, да би потом, након 2011. томе додала повећање текуће државне потрошње све закључно са 2014. (део Г, I, 3). Упркос великој текућој државној потрошњи, привреда Србије је, као што добијене економетријске оцене предвиђају, практично све време била у рецесији, с једне, док је с друге стране падала у све већи буџетски дефицит и неkontrolisani rast javnog duga. С друге стране, значајно повећање јавних инвестиција у Србији одиграло се 2019, тј. са великим закашњењем након почетка консолидације 2015, и оно је тада заиста стимулисало привредни раст како то наша економетријска анализа и предвиђа.

Економетријско истраживање детерминанти недовољног привредног раста у Србији (део Г, II), као и у случају мултипликатора, базира се на одговарајућим оценама за земље ЦИЕ, овог пута у оквиру модела који испитује њихов раст у односу на укупну ЕУ. Анализа указује да Србија стварно спорије расте 1,5 до 2 pp у односу на свој потенцијал недовољно развијене земље. Добијене економетријске оцене указују да су веома слабе институције основни фактор који кочи њен привредни раст. Потом следе недовољне инвестиције домаћег приватног сектора, и то посебно у технолошки напредне гране прерађивачке индустрије, као и недовољан ниво образовања, све претходно у поређењу са земљама ЦИЕ. Што се миграција из Србије и ЦИЕ тиче (део Г, II, 5), важан економетријски налаз јесте да на њих такође пресудно утичу слабе институције, али и квалитет здравственог и образовног система као и јавних услуга. Следи да би, убудуће, Србија требало да се усредсреди на значајно унапређење својих, веома слабих, институција како би покренула снажан привредни раст, с једне стране и обуздала велике емиграције с друге.

Економетријска методологија коришћења у највећем делу ових истраживања, тј. оних која се односе на анализу инфлационих епизода (поглавља А, Б и В), јесте коинтеграциона анализа у оквиру анализе временских серија. Ова методологија се појавила и била у успону крајем 1980-их па све до 2010-их, када су истраживања презентована у овој књизи и рађена. Иако је коинтеграциона анализа само економетријска (статистичка) методологија, за њено формулисање је 2003. године додељена Нобелова награда за економију Енгелу и Грејџеру (Robert Engel, Clive Granger), јер је њена примена довела до великих продора у економској науци. Једна од таквих области је управо била примена коинтеграционе анализе у истраживању хиперинфлације као и високих инфлација (на пример Taylor, 1991, Phylaktis and Taylor 1993, Engsted 1993, 1994). Методолошки у овој књизи настављамо изнету линију истраживања оцењујући инфлационе епизоде у Србији.

С друге стране, испитивању фискалних мултипликатора, привредног раста и економских миграција прилазимо на други начин. Наиме, сада оцењујемо одговарајуће економетријске моделе за групе релевантних земаља – ЦИЕ и шире ЕУ, додајући повремено и Западни Балкан, да би потом тако добијене оцене користили за анализу изнетих питања у Србији. Како се анализирају групе земаља током времена, коришћена методологија је економетрија панела, но са посебностима за свако од разматраних питања (део Г). Панел земаља који укључује и Србију, коришћен је и код оцене окидача инфлације, али се притом користи *probit* модел (део В, 3.2). У случају економетријског модела циљања инфлације приступ је негде између претходна два, тј. овог пута се оцењује, појединачно, модел за Србију, али и за још пет упоредивих земаља, и након тога се врши компаративна анализа. Притом се користи модел где зависна променљива узима само неколико вредности (модел дискретног избора, види део В, 5).