

Економска политика и конјунктура у Југославији 1919–1925. године¹

Апстракт: Политичке тешкоће после стварања Краљевине СХС довеле су до споре изградње државних институција, што је изазвало финансијску кризу. Буџет је финансиран привременим уредбама, порези слабо прикупљани, буџетски дефицит, новчана маса и инфлација су расли. Тек од 1922–1923. године почиње стабилизација државних финансија, престанак задуживања код Народне банке и јачање курса динара. С друге стране, инфлациона ликвидност подстакла је привредну конјунктуру, али је стабилизација током 1924–1925. године укочила.

Кључне речи: буџет, инфлација, курс, порези, Стојадиновић

После уједињења Краљевине Србије са територијама бивше Аустроугарске монархије, 1. децембра 1918. године, требало је изградити и консолидовати ново уређење. Већ се први задатак – доношење устава земље – показао као тежак за новонасталу државу због политичке и етничке подељености. Устав је донет тек средином 1921. године, после великих мука и политичких маневара.

Неповољне политичке прилике свакако су утицале и на спору и отежану изградњу економских институција. Три од њих су биле основне: прво, изградња новог буџетског система, који је требало да омогући нормално финансирање државних потреба; друго, стварање јединствене валуте, која би омогућила интеграцију тржишта у Краљевини и којој је још требало обезбедити стабилност разумном монетарном политиком или златним стандардом; треће, економски односи са иностранством. Поред тога, требало је водити текућу економску политику, што у таквим приликама свакако није био лак задатак.

Криза државних финансија

Новостворена Краљевина СХС од самог почетка запала је у тешку кризу државних финансија. Порези су слабо наплаћивани у првим поратним месецима и годинама, а државне потребе тражиле су своје. Узрок кризе налази се у

¹ Текст је припремљен за конференцију *Порекло и исходи криза*, САНУ, 20. април 2010. године.

тешкоћама државног уједињења тако разнородних крајева, али и у лошим политичким приликама у земљи. На територији новостворене државе није одмах успостављен јединствен порески систем који би обезбедио државне приходе за задовољење државних потреба, већ је углавном наставило да функционише старо законодавство бивших држава до доношења Устава Краљевине СХС, односно до доношења закона који ће, на основу Устава, важити за целу државну територију. Тада усвојено начело било је да нова држава има права да, пре усвајања устава, донесе само оне прописе од којих зависи њена егзистенција, а веровало се да недоношење пореских закона или државног буџета не угрожава егзистенцију државе. У Словенији и Далмацији важило је аустријско пореско законодавство, у Хрватској, Славонији и Војводини мађарско, док је Босна и Херцеговина била засебно управно подручје под руководством заједничког министра финансија Аустроугарске. Србија и Црна Гора имале су своје предратно буџетско и пореско законодавство.

Током 1919. године покрајине су наставиле да троше сопствене приходе, а државна организација Краљевине СХС изграђивала се постепено. Нова министарства за војску, унутрашње послове, социјалну политику, обнову и исхрану, аграрну реформу и друга, створена су и тражила су финансирање. Како је централна власт спорије преузимала приходе од покрајина и стварала своје, то се јавила нужност задуживања. Први буџет расхода за 1919/1920. годину био је планиран у мају 1919. године на 1,59 милијарди динара (у две валуте: 1,29 милијарди српских динара и 1,05 милијарди аустроугарских круна). Очекивани је дефицит од 0,88 милијарди динара, а стварни, већи дефицит од око 1,8 милијарди покривен је из позајмице од Француске и Енглеске од 50 милиона франака, 20% задржаних круна приликом размене за динаре, задужењем код Народне банке које је достигло 1,20 милијарди динара, 300 милиона круна позајмљених у Бечу и боновима од 3% и 6% издатих током 1919. године.²

У то време, као и у претходној историји државних финансија Србије, често се помињао вапај барона Луја: „Дајте ми добру политику, даћу вам добре финансије!” И стварно, државне финансије су наличје државне политике и када је та друга у проблемима, онда и она прва грца. Милан Стојадиновић је то лепо описао: „Погледајмо само догађаје у нашој земљи за последње две године. Из једне кабинетске кризе ишло се у другу; партијска поцепаност и неслагања потпуно су биле паралисале рад парламента; владало се уредбама и решењима министарског савета. То је политика. А финансије? Ништа друго до верно огледало оног првог. Нерад, хаос, огроман буџетски дефицит, несносна ажија.”³ У жару тешке политичке борбе ниједна влада није смела, а ни хтела да угрози своју популарност увођењем нових пореза или строгом наплатом постојећих,

² Видети Шећеров, Славко, *Наше финансије 1918–1925*, Београд 1926.

³ Стојадиновић, Милан, *Наше валутне невоље*, Београд 1921, стр. 21.

већ се опредељивала за најлакшу тактику – задужење код Народне банке. Није чудно ни што је реформа непосредних пореза извршена тек десет година после уједињења (1928) иако су сви говорили како је порески систем и неподношљив и неправедан. Уз то, порези су делимично уједначавани тако што су укидани у оним покрајинама у којима постоје, а не увођењем у оне покрајине у којима не постоје. Демагогија је надјачавала државне интересе. Да политика и непосредно кошта доказао је Никола Пашић када је испуњавао жеље муслимана из Босне и јужне Србије и земљорадника из Словеније, а на терет државне касе да би их тим митом придобио да гласају за Видовдански устав.

Услед политичких неприлика, ниједан буџет годинама није регуларно усвојен у скупштини, већ се буџетирало помоћу привремених закона (1918–1921) и тзв. дванаестина, тј. месечних износа дозвољених прихода, који су обично накнадно повећавани. За 1920–1921. годину предвиђен је буџет од 3,99 милијарди расхода и 3,88 милијарди прихода. Дефицит је био знатно већи (око 1,3 милијарде) и покривен је задужењем код Народне банке и преношењем обавеза у следећи период. Ниво задужења државе код Народне банке је 31. маја 1921. достигао 3,49 милијарди динара и састојао се од 1,2 милијарде за буџетску 1919–1920. годину, 1,25 милијарди за замену крунских новчаница и једну милијарду за буџетску 1920–1921. годину.

Ни то није био крај. До почетка 1922. године држава се задужила за још 1,15 милијарди динара. Сва та задужења узета су као редовни или ванредни кредити Народне банке, у предвиђеном укупном износу од 4,15 милијарди динара. Током 1922. године дуг је повећан за скромних стотинак милиона динара, па је достигао 4,2 милијарде на дан 31. 12. 1922. године.

Класични порески приходи и задужење код Народне банке нису били једини извори новца за финансирање државних потреба под министрима Војиславом Вељковићем и Костом Куманудијем. Влада је током 1921. и 1922. године закључила два зајма: 7% инвестициони у земљи од 500 милиона динара и 8% Блеров од 15,25 милиона долара. Оба су била намењена изградњи и реконструкцији саобраћајне инфраструктуре, али су ипак делимично коришћени и за текуће државне потребе: код инвестиционог зајма 1/4, а код Блеровог 1/10,⁴ с тим што је део трошен за текуће буџетске расходе, а део за интервенције на девизном тржишту како би се очувао курс динара.

Пошто сви извори прихода ипак нису били довољни, држава је начинила летећи дуг, тј. имала је знатан ниво неплаћених обавеза, које су у првој половини 1922. године достигле 1,3 милијарде динара (потраживања државе износила су 200 милиона динара).⁵

⁴ Ђатовић, Драгана, *Стари државни дугови*, Београд 1991, стр. 138–142.

⁵ Први завршни рачун државног буџета урађен је тек за 1924–1925. годину, тако да смо наведене податке преузели од Славка Шећерова, члана финансијског одбора Скупштине, изнете у књизи *Наше финансије 1918–1925*, Београд 1926.

Због инфлације морали су се повећавати буџетски расходи током године за непредвиђен скок цена. То се односило не само на зараде чиновника, чије је заостајање претило да их доведе до просјачког штапа, већ и на материјалне расходе министарстава и инвестиције (нарочито велике у саобраћајној инфраструктури).

Монетарна политика и инфлација

За време Првог светског рата српски динар је углавном задржао своју предратну вредност, јер његова количина није знатније расла током ратних година (у мил. дин): крајем 1914. – 167,3; 1915. – 297,7; 1916. – 299,0; 1917. – 294,9 и 1918. – 340,6. Наравно, за време избеглиштва, Србија није ни могла прибегавати штампању новца како би покрила ратне трошкове, јер једноставно није било територије на којој је важио динарски систем цена, као што није било могуће узети ни унутрашњи зајам. Динар је био у промету у Грчкој само као девиза. Истовремено је одржавано и чак расло покриће српског новца металом, девизама и потраживањима у иностранству (у истим годинама): 193,4, 261,1, 280,4, 287,9 и 297,3 милиона динара.⁶

Пре рата је у Србији, као и у другим земљама, важио систем металног покрића новчаница – свако је могао да однесе новчанице на благајну Народне банке и за њих добије племенити метал (сребро, а не злато, по политици Народне банке Србије). Папирном новцу, оном без металног покрића, није се веровало. Међутим, на почетку Првог светског рата у Србији се установљује папирно важење новца, као и у целој Европи. Одредбе о замењивости престају да важе, а нису обновљене ни после окончања рата. Пошто је установљено папирно важење, постало је могуће неограничено штампање новца, по решењу владе или скупштине, а без обзира на стање банчиног покрића.⁷ Стога је после рата покриће смањивано како штампањем динара тако и ако се узму у обзир аустријске круне, које су такође коришћене као новац.

Народна банка није водила независну монетарну политику првих година после рата. И поред урођеног конзервативизма њених водећих људи, новчана емисија изгледала им је неизбежна услед немогућности државе да обезбеди довољне фискалне приходе и претње од потпуног заустављања државног механизма. Ипак, повремено се јогунио стари гувернер Ђорђе Вајферт. Тако је у септембру 1922. године одбио захтеве министра финансија Куманудија да повећа контингент новчаница и рекао да би такву финансијску политику, која

⁶ Народна банка 1884–1934, Београд 1934, стр. 286–287.

⁷ Додуше, када би се банчино покриће стално ревалоризовало према текућем курсу девиза и цени злата, тада би увек постојало довољно покриће постојећег нивоа новчане масе, без обзира на то колика је.

није у стању да прикупи пореске приходе, већ стално прибегава задуживању код Народне банке „могла да води свака баба са Дорћола и да онда није потребан министар финансија”.⁸

Кретање новчане масе приказано је у следећој табели:

Табела бр. 1. Новчана маса

Крај године	мл. дин.	мрд. круна
1918	385	6
1919	664	5
1920	3344	
1921	4688	
1922	5039	

Извори: за динаре, *Народна банка 1884–1934*, стр. 287; за круне, процена Иве Белина, „Наш новчани оптицај“, *Економист*, бр. 11/1924, стр. 953

Видимо да је раст количине динара био веома брз – са 385 милиона крајем 1918. године на пет милијарди крајем 1922. године. Али није сав тај раст био инфлациони. Док је крајем 1918. године динар тек почео да улази у финансијски крвоток првенствено Београда и предратне Србије како би заменио окупациони новац, дотле је следећих година требало динаром заменити аустроугарске круне на целој територији земље. А за то је требало знатно више динара него пре рата. Сама званична замена круна донела је платном систему нових 1,25 милијарди динара.

Инфлацију ћемо приказати преко индекса цена на велико, пошто индекс цена на мало не постоји за ове године (1919=100):⁹

Табела бр. 2. Индекс цена

година	индекс цена
1919	100
1920	175
1921	158
1922	249
1923	364

Извор: израчунато на основу Дуканац, Љубомир, *Индекси конјунктурног развоја Југославије 1919–1941*, Београд 1946, стр. 12, 15.

⁸ Боаров, Димитрије, *Апостоли српских финансија*, Београд 1997, стр. 222.

⁹ Ови подаци, услед некомплетности, имају само оријентациону вредност.

Видимо да је укупан раст цена био врло висок, за два и по пута током четири године, што је свакако погађало оне који су имали фиксни или релативно фиксни доходак, као што су власници обвезница, закуподавци, државни чиновници и слични, али и што је другима доносило добитке.

Влада је, немајући могућност да престане да се задужује код Народне банке и да је тако приморава да повећава количину новца у оптицају, покушала да стабилизује цене административним средствима: 27. јуна 1920. године донела је уредбу за сузбијање скупобе и шпекулација, којом су фиксиране цене животних намирница и установљен специјални суд са врло широким овлашћењима. Био је то покушај да се ванекономским средствима реше економски проблеми и заштити стандард грађана који су имали фиксне дохотке, што је безнадежан посао. Уредбу је критиковао, између осталих, Милан Стојадиновић, рекавши да шпекулацију не треба забрањивати, већ је треба победити укидањем свих монопола и рестрикција заосталих из ратног доба и јачањем конкуренције. Раст цена, или скупоба, не може бити заустављен, по његовом мишљењу, лечењем симптома болести, тј. судским поступцима, већ решавањем основних узрока инфлације, а то су довођење буџета у равнотежу и престанак штампања новца, те повећање пољопривредне производње, док фиксирање цена баш обара производњу и води даљем расту цена.¹⁰ И био је у праву – инфлација је наставила да се развија све док други чиниоци, пре свега конјунктурни и монетарни, нису донели стабилизацију цена.

Девизна ограничења

Од самог почетка постојања Краљевине СХС постоје и девизна ограничења. Сматрало се да земља у којој не постоји златно важење не сме имати слободну трговину девизама и њихов слободан трансфер у иностранство, већ да држава мора интервенисати како би сачувала што веће девизне резерве.

Већ 12. децембра 1918. године влада је, као меру спречавања пада динара и круне, забранила унос круне и лева из страних земаља и износ новца из земље изнад тачно утврђеног износа. Убрзо затим, у марту 1919. године, формирана је Девизна централа, чији је задатак био да прикупља девизе, које су извозном трговином или другим начином притицале у земљу, те да их продаје за потребе плаћања увоза. Да би Девизна централа дошла до девиза, прописана је обавеза извозника да уступају девизе. Да би се то остварило, држава је увела дозволе за извоз, које се нису могле добити без прихватања обавезе продаје девиза Девизној централни. Као гаранцију, извозник је морао унапред депоновати девизе у висини од 20% планираног извоза, што је кочило извозну трговину и допринело

¹⁰ Стојадиновић, Милан, *Борба против скупобе*, Београд 1921, стр. 7, 30.

знатном дефициту трговинског биланса. Девизе су од Девизне централе могли купити само они који би доказали да увозе робу веома потребну потрошњи или даљој преради.

У пролеће 1920. године курс динара почиње да пада нагло, првенствено због инфлације, те је зато влада ставила под контролу целокупан промет девизама и племенитим металима. Тиме није забрањен само извоз ефективног злата и сребра већ и страних валута. Девизама су могле да тргују само посебно овлашћене банке, а Народна банка их је продавала само за потребе увоза. Та је забрана можда делимично допринела тренутном побољшању курса динара, али је створила велику шпекулацију са девизама и њихово кријумчарење.

Жетва је 1920. године подбацила, што је смањило прилив девиза из извоза, па је и курс динара у јесен 1920. године опет почео да се погоршава. Влада је реаговала заостравањем контроле, а црни курс је био за 50% изнад званичног. Како проблем није решен, нови министар финансија Коста Кумануди покушао је у јуну 1921. године да поправи ситуацију либералним режимом располагања девизама. Но, ни тај режим није био дугог века: већ с јесени, у септембру 1921. године, због новог подбацивања жетве и даљег погоршања курса, опет су уведена знатнија девизна ограничења. Тај систем забране извоза девиза, дискреционих права Народне банке и прописаних услова продаје девиза за увоз остао је на снази током наредних десет година, до увођења златног важења динара и либерализације 1931. године.

По том систему целокупна трговина девизама стављена је под контролу Министарства финансија и Народне банке. Унос страних девиза у земљу дозвољен је у неограниченим количинама, с тим да се могу продати само Народној банци или овлашћеним банкама. Забрањен је износ златног и сребрног новца, те динара и девиза преко одређене суме потребне путницима. Трговање златом, сребром и девизама у земљи дозвољено је овлашћеним банкама. За потребе плаћања у иностранству, а за трговце, индустријалце и сличне, девизе су се могле купити искључиво преко Народне банке и овлашћених банака, с тим што се купац претходно обавезе да ће у року од шест месеци увести у земљу обећану количину робе (казна је 25% од износа купљених девиза). Дозволе за те продаје девиза давао је искључиво генерални инспектор Министарства финансија. Тај систем располагања девизама није био омиљен код привредника: „рад валутама и девизама стоји и даље везан. Кврге замењују слободу”, вајкао се један банкар.

Веома важан извор девиза тих година биле су исељеничке дознаке: процењивано је да југословенских исељеника има у обема Америкама 600.000 до 700.000 и да прилив од дознака износи око милијарду динара годишње.¹¹ Курс динара према девизама утврђивао се на берзи, мада је и ту било трикова: влада

¹¹ Белин, Иво, „Проблем наше валуте“, у: *Нова Европа*, 1924, стр. 24. (у даљем тексту: Белин, И., „Проблем...“)

би, понекад и због психолошких разлога, продала јефтино, испод нормалног курса, извесну количину девиза како би се могло објавити да је динар ојачао.

Замена круна¹²

После ослобођења, у промету су се налазиле различите врсте новца: поред динара, које је Народна банка Србије враћала у оптицај на територији предратне Србије, налазиле су се у великим количинама круне, које су биле једино средство плаћања у свим крајевима који су припадали Аустроугарској, и у знатно мањим бугарски леви, црногорски перпери и немачке марке.

Прво је питање било да ли да се уопште замене круне за динаре, а тек друго по ком курсу. Било је могуће, бар начелно, бранити тезу да круне не треба замењивати за динаре јер је реч о валути без покрића једне пропале државе која више ништа не вреди пошто за њу од Аустрије није могуће добити злато или сребро. Ипак, тај став ретко је ко заступао (један од таквих био је пречански министар Витомир Кораћ), макар зато што би та мера тешко погодила становништво Краљевине СХС са подручја преко Дрине, Саве и Дунава, што није било прихватљиво због више разлога: прво, због државног опортунитета, јер би та мера битно умањила ентузијазам пречанских крајева за нову државу и, друго, због политичког опортунитета, јер су све србијанске странке рачунале и на гласове Срба и других из пречанских крајева.

У Београду је међу водећим политичарима и експертима преовладао умерени став. Тако је Милорад Недељковић, тада високи чиновник Министарства финансија, био за средњу линију, по којој би требало заменити круне за динаре, али по умереном курсу како би губитке поднели и држава и власници круна. Тражио је дегресивни курс, тј. све нижи курс за све већу количину круна код оних који их поседују.¹³ Сличну средњу позицију држали су сви министри финансија из тог доба: Момчило Нинчић, Војислав Вељковић, Коста Кумануди и Велизар Јанковић, те водећи србијански економиста Велимир Бајкић, који је и конципирао и извео замену круна као помоћник министра финансија.

С друге стране, многи су у пречанским крајевима тражили замену *al pari*, тј. по курсу један према један, или, као компромисно решење, 2:1. Посебно су у том правцу инсистирали пословни кругови Загреба, што је навело многе у Србији да поверују како то ратни профитери желе по други пут да зараде на народној муци. Тако је Савез новчаних завода из Загреба тражио 2:1, с тим да се одмах исплати 50%, а остатак да се плати за годину или годину и по дана.

¹² О замени круна детаљније у Мијатовић, Бошко, „Замена аустријских круна за динаре 1920. године“, у: *Историја 20. века*, бр. 1/2014 и 2/2014.

¹³ Недељковић, Милорад, *Наши валутни проблем*, Београд 1919.

А проблем је био вишеструк. Прво, бивша империја штампала је током рата велике количине папирног новца, па је оптицај повећан са 2,5 милијарди почетком 1914. године на 35,5 милијарди крајем 1918. године и убрзо на 52 милијарде. На тај начин аустроугарска влада финансира је рат обезвређујући новац. Друго, те масе круна кружиле су после рата централном и јужном Европом и нико није знао колико га је у Краљевини Срба, Хрвата и Словенаца. Претила је реална опасност да евентуално повољно решење за поседнике круна доведе до њиховог великог прилива у земљу ради замене. Стога је крајем 1918. године брзометно изведено жигосање крунских новчаница. Будући да се радило примитивно (са хиљадама разних печата), није чудо што су се појавили озбиљни фалсификатори. Операција је поновљена око нове 1920. године, овог пута са маркицама, када је маркирано 5,7 милијарди круна. Треће, како је лепо истакао министар финансија Момчило Нинчић, није постојала аритметичка формула по којој би се поштено израчунао „прави“ курс, већ се морало прибећи арбитрарностима.

У расправи је свако користио податке како му одговара. Пречани су тврдили да је куповна снага круне и динара једнака и да стога курс треба да буде *al pari* или сличан, мада нису располагали ваљаним подацима већ само сопственим осећајем. Расположиви, иако ограничени подаци указују на то да је динар у време замене имао најмање три пута већу куповну снагу него круна.

Друга потенцијална мера замене – ниво тржишног курса динара и круне – сугерисао је знатно већу вредност динара. Наиме, курс око нове 1920. године био 4:1 у корист динара, што је послужило влади да се позове на реалност тржишног одређивања вредности круне и прогласи прихватање тог курса за курс замене.

Суштина ствари је, наравно, лежала у борби за доходак. Код једног таквог, еминентно редистрибутивног питања, два подручја су гледала и трудила се да што боље прођу. По нашем мишљењу, однос 4:1 био је суштински реалан. У Србији је проблем валутне унификације брзо заборављен, али је у неким пречанским крајевима, посебно у Загребу, још дуго пропагандно коришћен као још један доказ да Београд примењује експлоатацију.¹⁴

Висока привредна конјунтура 1919–1922. године

Непосредно после Првог светског рата и стварања Краљевине СХС настала је одлична привредна конјунтура. Потребе су биле огромне, од ратом потиснутих до оних које су биле последица разарања (у Србији), тако да их је требало задовољити. Стварање нове државе и релативно великог јединственог тржишта

¹⁴ Бићанић, Рудолоф, *Економска подлога хрватског питања*, Загреб 1938.

допринело је општем размаху привредног оптимизма, а индустрији западних делова земље погодовала је царинска заштита од развијенијих индустрија из земаља средње Европе, која до тада није постојала.

А новца је било напретек, готово свако га је могао прибавити и инвестирати у производњу, вредносне папире или потрошњу. Порекло новца не може се прецизно установити, али преовлађују три извора: први је монетарна емисија, којом је покриван буџетски дефицит 1918–1922. године, од око 4,4 милијарде динара; други је улагање капитала из суседних земаља, претежно у финансијске или реалне инвестиције бивших аустроугарских провинција; и трећи је детезаурација (вађење из сламарица) већих количина круна, накупљених током рата.¹⁵ Био је ту углавном инфлациони новац (емисија + круне), али су многи тадашњи економски актери изгледа патили од илузије новца. Наиме, у време појаве нових количина новца веровали су, бар једним значајним делом, да је реч о реалном расту дохотка, а не о инфлацији, па су се тако и понашали. „Обиље новца ствара илузију као да постоји обилан капитал и настаје економски полет услед тога, и у индустрији и у трговини.”¹⁶ Ликвидност је била велика, а каматне стопе у почетку релативно ниске (7% до 12% 1920–1922. године), и поред инфлације, што значи да је на њих више утицало повећање понуде новца него пораст инфлационих очекивања. Цене су расле нешто спорије од новчаног оптицаја, што је значило повећање реалне тражње и што је подстицало конјунктуру.

У септембра 1920. године сва индустријска опрема и сировине које се не производе у земљи ослобођени су царина, што је допринело индустријском напретку. Увоз је брзо растао како би се набавиле роба и индустријска опрема. И извоз је, мада је заостајао по обиму, имао динамичан раст зато што су земље средње Европе, услед несташнице хране, сада увозиле пољопривредне производе из својих некадашњих покрајина које су укључене у Југославију. Основне препреке даљем повећању извоза биле су разрушене саобраћајнице, нарочито у Србији, и дозволе за извоз (тзв. извознице, уведене због девизних разлога, којима се манипулисало).

„Настало је доба невиђене конјунктуре и промета”, посведочио је један индустријалац.¹⁷ У пречанским крајевима конјунктура је кренула још 1919. године, а у Србији 1920. године.¹⁸ Тада је створена главнина индустрије између

¹⁵ „Чак и србијански сељак, који је редовно био пљачкан од аустроугарских војних власти, успео је да направи приличну готовину, такођећи први пут за сто година, о чему служи као доказ чињеница, да је крунама купио стоку одмах после рата и да се приликом повлачења крунских новчаница нашло релативно доста истих и у Србији”; Бајкић, Велимир, *Изабрани списи*, Београд, 2009, стр. 86. (у даљем тексту: Бајкић, В., *Изабрани списи*...)

¹⁶ Бајкић, Велимир, „Теорија новца др Славка Шећерова“, *Банкарство*, бр. 1/1926, стр. 12.

¹⁷ *Банкарство*, бр. 3, 1926, стр. 118.

¹⁸ Белин, Иво, „Наш новчани оптицај“, у: *Економист*, бр. 11, 1924, стр. 954. (у даљем тексту: Белин, И., „Наш новчани...“)

два рата. Инвестициона активност била је грозничава и многи су веровали да се могу обогатити преко ноћи. Стварана су нова акционарска друштва и банке са великим капиталом, али главница обично није уплаћивана у новцу него у меницама и кредитима. Фабрике су дизане у великом броју, помало неопрезно, без детаљних калкулација о дугорочним ефектима инвестиција. Преовладавао је изразити оптимизам о будућој конјунктури, па се мање пазило на сигурност пласмана, а више на начин како да се дође до кредита. Многе банке су, како би подржале експанзију и снабделе привреду потребним средствима, лако мислено повећавале кредите преко разумне мере и финансирале инвестиције (дугорочне послове) из краткорочних извора. Висина каматних стопа одражавала је повећану ликвидност, али не и стварну оскудицу капитала, која је суштински била значајна. И држава је давала јефтине кредите, преко Управе фондова. С друге стране, предузећа су се претерано ослањала на задуживање, занемарујући сопствени капитал и патећи од каматних трошкова. Србија је делимично обновила своју ратом опустошену индустрију из немачких репарација, мада је њихов већи део отишао у саобраћајну инфраструктуру целе Краљевине.

Експанзија током 1919–1922. године у основи није била заснована на здравим, већ на папирнатим темељима. Како касније рече министар финансија Богдан Марковић, „време инфлације, која је изазвала пад вредности динара, било је време одличне, али вештачки створене повољне конјунктуре”.¹⁹ И чим су се околности промениле, показале су се и њене слабости. Престанак новчане емисије и јачање динара од почетка 1923. године, високе каматне стопе и високи порези докрајчили су полет и привреда се нашла у стагнацији.

Уравнотежење буџета

Милан Стојадиновић се, после преузимања дужности министра финансија у децембру 1922. године, намерио да води чврсту буџетску и монетарну политику како би савладао инфлацију и стабилизовао курс динара. За такву политику сада су постојале политичке претпоставке, јер је на власти била Пашићева влада, са јачом парламентарном подршком него претходне.²⁰

Стојадиновић се, да би ликвидирао буџетски дефицит, није либио повећања пореских и других државних прихода. Прво, увео је ванредан државни прирез за 1923. годину, по узору на Пачуов из 1904. године, којим је требало повећати приходе и ликвидирати буџетски дефицит. Његова основна стопа износила је 30% на разрезан непосредни порез, а 500% код пореза на земљиште, изузев у

¹⁹ Марковић, Богдан, *Експозе министра финансија о финансијској и привредној ситуацији*, Министарство финансија, Београд 1927. (у даљем тексту: Марковић, Б., *Експозе министра...*)

²⁰ Стојадиновић, Милан, *Ни рат ни пакт*, Београд 2002, стр. 195.

Србији и Црној Гори (ово због валутних промена). Важење приреза продужено је и на 1924–1925. годину. Током 1925. удвостручен је инвалидски порез и уведен војнокоморски прирез. Тих година повећане су и таксе и државне трошарине, а министарство финансија покушало је да, са добрим успехом, побољша наплату царинских и монополских прихода. Стојадиновић је имао успеха у уравнотежењу државног буџета, мада му је с правом приговарано да су његове пореске измене често непромишљене и неправедне према пореским обвезницима. Но, и оправдање постоји: у околностима разнородног пореског законодавства и тадашњих политичких прилика није било могуће водити рационалну, праведну и ефикасну пореску политику. Стојадиновић, такође, није марио за формалности финансијског законодавства, па је самовољно прекорачивао одобрене буџетске позиције, ипак се трудећи да остане у границама укупне суме буџета.²¹

У првим послератним годинама државна управа запослила је приличан број нових чиновника, додајући их предатнима. Вероватно је природно да се у новој држави, чија влада не може да отпусти старе чиновнике који су радили за несталу монархију, порасте број чиновника преко потребне мере. Ипак, буџетски проблеми присилили су владу на смањење њиховог броја, које је Стојадиновић ценио, у експозеу за буџетску 1924–1925. годину, на 15.000 (за око 10%) у прве две године његовог министровања, што су други (Шећеров) сматрали за нетачно, односно претерано процењено.

Чврста рука Милана Стојадиновића дала је резултате и већ је буџет за 1924–1925. годину показао суфицит, додуше умерен, али ипак суфицит. И следећих година државни буџет остваривао је изванредан вишак прихода над расходима, што је учвршћивало поверење у политику државних финансија. Летећи (краткорочни) дуг државе смањен је са 1,4 милијарде крајем 1922. године на око 450 милиона почетком 1925. године, што је такође био добар резултат.

После повећања пореза претходних година, 1925. године је порески терет достигао максимум, што је изазвало доста незадовољства и протеста. И нови министар финансија Богдан Марковић признавао је да је порески терет превелик, мада је, природно, покушао да ублажи неповољан утисак: „у појединим моментима, у појединим крајевима има *de facto* преоптерећености”, па је закључио: „налаже се императивно да се престане са повећањем пореског оптерећења и, уколико је то могуће, да се почне сукцесивно и смањење”.²² Стога је наредних година дошло до смањења појединих пореза како посредних тако и непосредних. Међу непосредним порезима укинута су порези на имовину у Војводини и Хрватској и прирез на доходарину, обустављена је наплата инвалидског пореза и

²¹ О Стојадиновићевом министарском раду видети у Мијатовић, Бошко, „Економске идеје и дела Милана Стојадиновића у првом периоду рада“, у М. Ђурковић (прир): *Милан Стојадиновић - политика у време глобалних ломова*, Београд 2013.

²² Марковић, Б., *Експозе министра...*, стр. 7.

приреза од тог пореза, затим је укинут порез на интерес од капитала, ограничена је висина локалних дажбина, повећан неопорезовани минимум егзистенције код доходарине и слично.

Јачање динара

После ступања на место министра финансија у децембру 1922. године, Милан Стојадиновић најавио је политику дефлације, односно смањивања новчаног оптицаја и цена. Инфлација и даље падање курса динара на домаћим и страним берзама нису више били прихватљиви и лошој финансијској политици морао се учинити крај. Изрекао је и једну девизу, које ће се придржавати: да се са динаром нико не сме играти слепог миша, што је значило његово уверење о потреби напуштања углавном неуспешних покушаја одржавања нереално високог курса динара интервенцијама Народне банке, односно прелаз на политику реалног курса.

Политику дефлације и смањивања државног дуга према Народној банци Стојадиновић је бранио и наредних неколико месеци, али све умереније. Постало је јасно да влада нема намеру да радикално, већ само умерено подигне курс динара. Сврха таквог снажења динара било је јачање уверљивости финансијске политике владе, што би требало да поправи кредитни углед Југославије у финансијском свету, а побољшање курса динара пре је резултат убедљивости Милана Стојадиновића и поверења које је публика имала у њега него његових првих потеза.

Неки економисти заступали су веома радикална гледишта. Тако је др Влада Марковић, директор Извозне банке, тражио да се води политика такве дефлације која ће вратити динар на предратни златни паритет, тј. повећати му куповну вредност и курс према девизама за више него 10 пута у року од годину-две! Сматрао је то за морални дуг и сасвим безопасну операцију, која би била изведена повлачењем новчаница из оптицаја, а на име старог дуга државе према Народној банци. Како је држава претходних година повећавала новчани оптицај, тако сада треба да га смањи.²³ Срећа је да се тим путем није кренуло.

²³ О слабости његове аргументације најбоље сведочи конфузија у књижици *Дефлациона валутна политика*, Београд 1925.

Табела бр. 3: Новчана маса

крај године	милиона динара
1922	5039
1923	5790
1924	6002
1925	6063
1926	5812

Извор: *Народна банка 1884–1934*, 1934, стр. 287

У складу с новом политиком, обим новчане масе је држан на шест милијарди динара 1924. и 1925. године. Обиљу новца на новчаном тржишту дошао је крај. Први узрок томе је стабилизација новчаног оптицаја, односно престанак монетарне емисије од Народне банке. Други, и вероватно ненамерно изазван, узрок је знатно повлачење новца са тржишта емисијама два државна зајма: први је зајам код банака на подлози бонова, а други 7% инвестициони зајам из 1921. године, који је пласиран најпре слободно, а неуписани остатак код банака принудним путем. Тиме је са тржишта повучен приличан део расположивог капитала и оно је остало у акутној и дугорочној несташици, што се директно одразило на привредну активност.²⁴ Каматне стопе су, услед оскудице новца, знатно скочиле и достигле веома високих 20%–30% годишње током 1923–1925. године (а тада је у току била дефлација).

Обим новчане масе се стабилизовао у номиналном изразу на око 5,7 милијарди динара током 1926–1929. године. И последице дефлационе политике биле су ту. Курс динара је растао, а цене на унутрашњем тржишту опадале, о чему сведочи следећа табела:²⁵

Табела бр. 4: Кретање курса, цена и зарада

година	курс долар/динар	индекс цена на велико	зараде
1923	100	100	100
1924	81	95	110
1925	63	81	115
1926	60	70	119

Извор: израчунато на основу *Југославија 1918–1988*, 1988, стр. 148; Дуканац, Љубомир, *Индекси конјунктурног развоја Југославије 1919–1941*, Београд 1946, стр. 12 и 27.

²⁴ Сличног је мишљења и Бајкић, Велимир, „Истраживање о узроцима ниског курса ренте ратне штете“, у: *Економист*, бр. 5, 1924, стр. 401–402

²⁵ Према статистичким подацима из овог времена морају се задржати резерве, јер су често непоуздани.

Курс динара растао је због издувавања инфлационих очекивања, која су битно увећана у претходном периоду инфлације. Сада, када је постало извесно да инфлације више неће бити, та су се очекивања гасила, што је утицало на јачање курса. Битно смањење тражње довело је до знатног пада (великопродајних) цена, што је значило дефлацију. Штета је што не располажемо ценама на мало, јер оне могу имати, бар привремено, битно различит ток од цена на велико. На крају, зараде су расле током тог времена, а као закаснела реакција на инфлацију из претходних година.

Жетва је 1925. године била добра, па су извоз и курс динара добили добар подстицај. Поносни Стојадиновић могао је да у експозеу у Народној скупштини, одржаном у јулу 1925. године, каже: „чврст као гранитна стена, стоји данас наш динар и он нама више не задаје бригу што се бојим да ће пасти, већ тиме што се бојим да још више не порасте”. У своју заслугу приписао је то што машина за штампање новчаница од почетка 1923. године не ради, већ мирује. И заиста, новчана маса је још 1922. године, када је министар финансија био Коста Кумануди, стављена под контролу и касније није коришћена за покривање буџетских дефицита. Њен обим је умерено флукутирао, односно растао и опадао према потребама привредне активности, како их је видела Народна банка.

Тада се курс динара обично мерио у швајцарским францима, а према циришкој берзи. Почетком 1923. године, када је Стојадиновић преузео Министарство финансија, један швајцарски франак вредео је 22,5 динара, крајем те године 15,5, крајем 1924. 13, крајем 1925. године 10,7 динара. То је означило и крај снажења динара. Механизам је био следећи: јачање динара привукло је током 1925. године шпекулативни капитал у Југославију, а вишак девиза откупљивала је Народна банка, повећавајући новчани оптицај. Тиме је окончана динарска суша и стабилизован курс.

Почетком 1926. године динар је мало пао, на 10,9, и од тада је одржавана његова вредност, са незнатним колебањима, све до законске стабилизације и златног важења током 1931. године, односно до кризе која је потом уследила. Иако није имао златну подлогу, његова се вредност добро држала захваљујући чврстој монетарној политици и стабилности новчане масе. А краткорочне флукутације пеглала је државна интервенција на девизном тржишту.

Криза конјунктуре и излаз

Од 1922–1923. године привредна конјунктура не само да јењава већ прелази у кризу. У трговини и индустрији нестају полет и оптимизам, стечајеви и принудна поравнања се гомилају, опада производња, гасе се фабрике, берзански курсеви акција падају у наредних неколико година на једну половину

вредности из 1923. године.²⁶ Пољопривреда, с друге стране, наставља са експанзијом.

Један део узрока опадања конјунктуре средином двадесетих година двадесетог века налази се у завршетку послератне обнове, засићењу домаћег тржишта појединим врстама производа и ниској царинској заштити домаће индустрије.²⁷

Дефлационистичка политика, чији су израз јачање динара према швајцарском франку и другим девизама и већ поменуто смањење количине новца у оптицају, била је од многих слављена као знак здраве монетарне политике, чији су резултати искључиво позитивни. Слабљење конјунктуре, почевши од 1923. године, тумачено је другим разлозима, али не и дефлационистичком монетарном политиком. Тако Милан Тодоровић, професор финансија са Правног факултета, тврди да је конјунктурна криза последица вишка понуде производа, насталог из набујале производње током претходних година и повећаних трошкова производње (сировина, надница, камата) и сматра да „скок динара не може имати неповољан утицај на... активитет привредне радности”. Истина је, каже Тодоровић, да скок динара смањује тражњу за луксузном робом и да смањује ону производњу која је настала на основу лакомисленог оснивања нових предузећа „у жељи да се есконтује будући пад динара”, „али ми мислимо да ће наш привредни живот бити много здравији кад отпадне та два чиниоца који стварају ненормалну пијачну конјунктуру”.²⁸ И министар финансија Милан Стојадиновић је тврдио да је „новчана криза коју преживљујемо, то је криза оздрављења”, тврдећи да су њом највише погођени слаби и несолидни привредни организми, а највише они који су све своје планове „оснивали (су) на сталном падању наше валуте. Банкротираће, сем тога и они који су се у банкротству родили, у банкротству живели, па најзад у банкротству ће и умрети”. Закључио је са „немамо разлога да за њима нарочито жалимо”.²⁹ Милан Тодоровић није сматрао да средином двадесетих година постоји мањак новца, већ је тврдио да у банкама постоји обиље обртног капитала, који оне настоје пажљиво да пласирају. За решење проблема слабе конјунктуре он је предложио селективно повећање царина и пореско растерећење.³⁰

Међутим, истина је нешто другачија. Прво, обиља обртног капитала у банкама не само да није било већ је владала оскудица. Оно што је Тодоровић

²⁶ Дуканац, Љубомир, *Индекси конјунктурног развоја Југославије 1919–1941*, Београд 1946, стр. 39

²⁷ Царинска заштита је номинално била прилична, али је техника обрачуна, заснована на златном динару и повремено мењаној ажији, дерогирала ефективну заштиту на половину и смањивала државне царинске приходе.

²⁸ Тодоровић, Милан, „Бојазан од поправке динара“, *Економист*, бр. 1, 1926, стр. 10.

²⁹ Из експозеа у Народној скупштини 30. јануара 1924. године.

³⁰ Тодоровић, Милан, *Индустријска криза*, *Економист*, бр. 4, 1925.

сматрао обиљем биле су извесне количине капитала који је привремено био слободан услед изузетно високих каматних стопа (20%–30% годишње у 1924. години), које нико није смео да узајми у време када је динар још јачао. Јер више није било тако профитабилних послова који би могли да плате високу каматну стопу и јачање курса динара према девизама.

Друго, Стојадиновић и Тодоровић суштински нису били у праву у погледу ефеката политике јачања динара. Основа њиховог резоновања јесте уверење о потпуној флексибилности привреде по шемама неокласичне теорије опште равнотеже, дакле и о промени номиналних величина (цена, курса, зарада) због економске, првенствено монетарне политике, али не и реалних величина (производње, извоза, реалних зарада). Касније искуство показало је да новац ипак значи и у реалном животу, тј. да утиче на кретање реалних варијабли, макар на кратак рок и у транзиционом периоду до успостављања нове равнотеже.

Но, привредни живот нове државе није функционисао по класичним шемама економске науке: пале су цене већине производа, али не за онолико колико је појачан курс динара; истовремено, зараде су наставиле да расту (и номинално и, још више, реално), надокнађујући тиме заостајање током инфлације и покушавајући тек да се домогну предратне висине; камате су пробијале све прихватљиве нивое због рестриктивне монетарне политике и оскудице капитала на домаћем тржишту. Стога се јавила дискрепанца између високог курса динара према другим девизама и превисоких производних трошкова у земљи, па је и извоз почео да заостаје. Предузећа, која су очекивала даљи раст цена и пад курса и зато прихватала зајмове са високим каматама, нашла су се сада у небраном грожђу: динар је јачао, продајне цене падале, а високи каматни трошкови изузетно тешко притискали билансе фирми. Чак је и Народна банка, тада важно кредитно врело, стала повлачити своје кредите. Једини извор релативно повољних кредита остало је иностранство, с каматним стопама упола нижим него што су биле домаће, али датим у страним валутама, јер се у будућност динара још није потпуно веровало.³¹ Другим речима, валутни ризик ограничавао је прилив иностраног капитала, чак и хипотекарног.³²

Најубедљивији критичар новчане политике министра Стојадиновића и Народне банке био је Иво Белин, који је Стојадиновићеву спремност да остави предузећа да се сналазе са оскудицом новца назвао „лакоумном”. Тврдио је да је основни проблем привреде превисока каматна стопа и да је њу могуће смањити приливом страног капитала, а на основу стабилности курса динара (без

³¹ Белин, И., „Проблем...“, стр. 10, 7.

³² Сличан је развој догађаја имала неколико година раније Чехословачка: круна је битно ојачала, а цене нису подједнако смањене, па је привреда дошла у тешку кризу. С друге стране, Аустрија је стабилизувала круну на најнижем нивоу, дакле није је јачала пре стабилизације, и очувала је добру конјунтуру.

дефлације) и преласка на златно важење. Предлагао је, као помоћно средство, повећање новчаног оптицаја, тврдећи да оно може бити неинфлаторно. Наиме, Народна банка је своје металне и девизне резерве и даље обрачунавала по предратним курсевима динара, што је заиста било апсурдно. Ако би се резерве обрачунале по текућим курсевима, тада би, по Белиновом прорачуну, достигле две-три милијарде динара, што би омогућило додатну емисију динара са знатним покрићем. Веровао је да је дотадашње искуство потврдило како је „тешко, веома тешко једном устаљене цене терати на ниже и да тако спуштање цена проузрокује тешке привредне пертурбације”.³³ И заиста, уверење да су цене непотпуно еластичне надоле у кратком року и да покушај њиховог општег радикалног обарања има све шансе да доведе до смањења производне активности преовлађује у економској науци до дана данашњег. Слично је говорио и Бајкић, саркастично додајући за политичаре да су „не само непознати са монетарном теоријом већ у непосредном непријатељству”, те да „експерти Краљевске Владе нису много патили од теорије новца”.³⁴

Вероватно је да би боље било да Стојадиновић није одабрао политику снажења, већ одржавања вредности динара, прилагођавајући том циљу монетарну политику. Тако би ниво цена и ликвидност били одржани на затеченом нивоу, делујући на смањење каматних стопа (надуваних због дотадашње и очекиване инфлације). Другим речима, циљ монетарне политике није требало да буде достизање вишег курса динара, већ одржање стабилног нивоа цена и смањење каматних стопа. Тиме би највероватније била избегнута онако радикална промена привредне конјунктуре надоле.

Једна начелна могућност решавања проблема ликвидности и недостатка капитала било је задужење у иностранству. Али осим неких предузећа, привреда није имала приступ на страни тржиште капитала, а ни многе банке. Ни држава није могла наћи зајам на страни, због више разлога: низак курс државних папира (Блер се кретао око 50%, па и ниже), несређено питање ратних дугова, лоше политичке прилике и слично.

Док су многи, укључујући политичаре, грађанство и увознике, и даље хвалили јачање динара, дотле су извозници трпели последице његове снаге. У 1925. године избио је њихов бунт и постало је јасно да се више тако не може. Како смо навели, криза је превазиђена уз помоћ страног капитала: његов знатан прилив довео је до потребе стерилизације вишка, што је Народна банка извела из монетарне емисије. Динар је мало пао и после остао стабилан, што је, заједно са повећаном ликвидношћу, окончало конјунктурну кризу.

³³ Белин, И., „Наш новчани...“, стр. 958–959; Белин, И., „Проблем...“, стр. 18.

³⁴ Бајкић, В., *Избрани списи...*, стр. 118, 121.

Закључак

Краљевина Срба, Хрвата и Словенаца започела је свој живот великим политичким напетостима које су се одразиле на спору изградњу нужних економских институција. Ипак се постепено напредовало: 1920. године унификована је валута, а 1923–1925. године постигнута буџетска равнотежа и ојачан курс динара. Међутим, ти резултати су имали своје наличје: унификација валуте оставила је политичке ожиљке, док су буџетска равнотежа и јачање курса донели знатно пореско оптерећење, смањење кредитирања и високе каматне стопе, што је угушило конјунтуру.

Summary

Boško Mijatović, Ph.D.
CLDS, Belgrade

Economic Policy and Conjuncture in Yugoslavia 1919–1925

Political difficulties after creation of the Kingdom of Yugoslavia led to a slow building of state institutions, thus generating financial crisis. The budget was regulated by short term decrees, taxes were poorly collected, the budget deficit was considerable and financed by newly printed money, and inflation grew. Only in 1922 the stabilization of public finances started, the borrowing from the National Bank was stopped, and the strengthening of the dinar begun. On the other hand, inflation liquidity has encouraged economic conjuncture during 1919–1923 period, which ended in 1924–1925 with a strong dinar and restrictive monetary policy.