

Uvodnik



Od pojave aktuelne inflacije u prvoj polovini prethodne godine pitanje njenih uzroka bilo je predmet političkih i stručnih rasprava. Predstavnicima centralnih banaka, vlada, međunarodnih finansijskih organizacija i veliki deo ekonomista dokazivali su da je inflacija, u potpunosti ili skoro isključivo, posledica problema na strani ponude, odnosno problema koji su posledica privremenog zastoja u proizvodnji i prometu do kojih je došlo usled uvođenja epidemioloških ograničenja. U skladu sa time prognozirali su da će inflacija spontano iščeznuti sa otklanjanjem tih poremećaja. Teškoće u obnavljanju proizvodnje na pred-pandemijski nivo imale su za posledicu nedovoljnu ponudu proizvoda što je moglo da utiče na rast cena. Ovaj mehanizam je naročito relevantan u slučaju kompleksnih proizvoda kao što su automobili, kompjuteri, oprema i dr. u čijoj proizvodnji učestvuje veliki broj proizvođača koji su locirani u različitim delovima sveta. Međutim, tokom prve polovine prethodne godine počele su da rastu cene energije, hrane, metala, drveta i dr. čiji se rast teško može objasniti poremećajima na strani ponude. Osim toga još pre početka rasta cena proizvoda širom sveta je došlo do rasta cene različitih vrsta realne i finansijske imovine, kao što su nekretnine, zlato, akcije, kriptovalute i dr.

Stoga je već tada iskrslo pitanje da li je na rast cena proizvoda (inflacija) i imovine osim problema na strani ponude uticala ekspanzivna monetarna i fiskalna politika koja je uz povremena usporavanja i prekide primenjena širom sveta od prethodne velike finansijske krize. Tokom pandemije koronavirusa monetarni i fiskalni stimulanse su dostigli rekordne razmere u novijoj ekonomskoj istoriji. Rezultat monetarne i fiskalne ekspanzije u periodu pandemije bio je enorman rast dugova država, preduzeća i građana, koji su tokom 2020-2021. godine povećani za oko 30% svetskog BDP. Rast dugova podstakle su kamatne stope koje su bile na istorijskom minimumu i realno negativne u dužem vremenskom periodu. Ekspanzivnost fiskalne politike tokom prethodne dve godine dostigla je istorijski maksimum. Prema proceni MMF realizovani rashodi država u periodu 2020-2021. povećani su za oko 10% svetskog BDP, a potencijalni rashodi u obliku garancija za kredite, dokapitalizacija i dr. iznosili su dodatnih 6% svetskog BDP. Pri tome su po visini stimulansa prednjačile velike zemlje koje imaju najveći uticaj na svetsku privredu.

Stoga se postavlja pitanje zbog čega su predstavnici centralnih banaka i međunarodnih finansijskih organizacija ignorisala uticaj monetarne i fiskalne ekspanzije na inflaciju? Deo objašnjenja je verovatno u tome što u razvijenim zemljama postojalo uverenje da snažni fiskalni i monetarni stimulanse neće uticati na rast inflacije, kao što nisu uticali tokom i nakon velike finansijske krize. Ovakvo uverenje temeljilo se na proceni da su građani i privreda spremni da drže velike količine novca ili da ga plasiraju u realnu i finansijsku imovinu, pa stoga veliko povećanje novčane mase neće značajniji i dugotrajniji uticati na rast cena proizvoda. Drugi, verovatno važniji razlog za uporno ponavljanje tvrdnje da monetarna i fiskalna ekspanzija ne utiču na inflaciju je praktične prirode. Priznanje da je inflacija značajnim delom posledica fiskalnih i monetarnih mera implicira da se odustane od stimulansa i da se pređe na restriktivnu politiku. Međutim, primena restriktivne monetarne i fiskalne politike bi usporila oporavak privreda, uključujući i najrazvijenije, od kojih većina tokom 2021. godine nije dostigla predkrizni nivo privredne aktivnosti.

Ipak, postojanost inflacije i njeno ubrzanje uticali su na to da neke centralne banke već krajem prethodne godine povećaju kamatne stope i primene druge restriktivne mere, da bi u proteklom delu godine većina centralnih banaka povećala kamatne stope. Evropska centralna banka je kasnila sa uvođenjem restriktivnih mera u odnosu na druge centralne banke, mada je smanjila obim kupovine hartija od vrednosti i najavila povećanje kamatnih stopa tokom trećeg kvartala ove godine. Sama najava povećanja kamatnih stopa ECB uticala je na povećanje međubankarske kamatne stope (euribor), što će uticati na rast kamatnih stopa u Srbiji, jer je značajan deo kredita privrede i građana ugovoren po promenljivim kamatnim stopama koje su vezane za euribor.

Predstavnicima vlasti u Srbiji, slično kao i u drugim zemljama, tvrdili su tokom prethodne godine da je inflacija privremene prirode, kao i da je posledica poremećaja na strani ponude, pa da stoga nisu potrebne monetarne i fiskalne mere za njeno suzbijanje. Dodatno, predstavnici NBS i Vlade naglašavaju da je najveći deo, odnosno oko 2/3 inflacije u Srbiji uvezeno, odnosno da je posledica rasta cena na svetskom tržištu. Procene da je veliki deo inflacije su Srbiji uvezen su u skladu sa visokim ra-

stom uvoznih cena koja su na primer u prvom kvartalu ove godine u evrima bile veće za 25% nego pre godinu dana, ali i sa visokom uvoznom zavisnošću privrede Srbije, gde vrednost uvezene robe iznosi oko 50% BDP.

I u slučaju Srbije se postavlja pitanje da li su ekspanzivna fiskalna i monetarna politika uticala na inflaciju? Pri odgovoru na ovo pitanje relevantno je da je Srbija prema obimu fiskalne i monetarne ekspanzije u periodu pandemije prednjačila među zemljama centralne i istočne Evrope. Prema podacima MMF Srbija je tokom 2020. i 2021. imale direktne stimulanse u iznosu od 12,2% godišnjeg BDP, a indirektno stimulanse od 3,2% BDP po čemu je bila na prvom mestu među zemljama centralne i istočne Evrope. Takođe, Srbija je prednjačila prema realnom rastu kredita privredi i građanima u navedenom periodu. Ekspanzivna fiskalna i monetarna politika, uz pogodnu strukturu privrede i relativno labave epidemiološke mere, doprinela je da Srbija bude među zemljama koje su u periodu pandemije ostvarila najbolje rezultate u pogledu dinamike BDP. Međutim, navedene mere su imali svoju drugu stranu, one su podstakle brži rast tražnje u odnosu na ponudu što je uticalo na rast inflacije. Jedan o signala "pregrejanosti" privrede Srbije, odnosno preterano brzog rasta tražnje, koji ponuda nije mogla da prati, je visok rast cena nekretnina, čije cene su rasle čak i u recesioj 2020. godini.

Stoga se može osnovano tvrditi je visoka inflacija u Srbiji delimično rezultat ekspanzivne fiskalne i monetarne politike tokom 2020. i 2021. godine. Iz prethodnog sledi da je za njeno suzbijanje, osim smirivanja stanja na svetskom tržištu, neophodno da se primene restriktivne mere, kako što su povećanje referentne kamate stope NBS i smanjenje fiskalnog deficita. NBS je, verovatno sa određenim kašnjenjem, od marta ove godine počela povećanje referentne kamatne stope, a očekuje se da će se takva politika nastaviti i u budućnosti. U pogledu fiskalne politike postoji znatno više neizvesnosti kako zbog potencijalnih rizika, kao što su preuzimanje dugova javnih preduzeća, tako i zbog čestih promena fiskalne politike kao što je najavljeno povećanje penzija za 18-19%.

Eventualno povećanje penzija za 18 - 19% uticalo bi negativno na planove za obaranje inflacije na nekoliko načina. Prvo, visok rast rashoda za penzije bi povećao ukupne javne rashode, a time i fiskalni deficit čime bi se održala visoka razlika između tražnje i ponude. Drugo,

sam najava visokog rasta penzija, povećava očekivanje u pogledu buduće inflacije, pa će privrednici svoje poslovne odluke i planove za narednu godinu zasnivati na znatno višoj inflaciji od one koju je planirala NBS. Konačno, visok rast penzija predstavljaće argument za zahteve za visoko povećanje drugih primanja građana, kao što su plate u javnom sektoru, subvencije i dr. Ako države popusti pred ovim zahtevima to bi rezultiralo da se neravnoteža između proizvodnje i dohodaka poveća, a način otklanjanje ove neravnoteže zavisio bi od toga kakva bi se monetarne politika vodila. Ako bi NBS povremeno emitovala dinare, na primer taj način što bi otkupljivala korporativne ili državne hartije od vrednosti, a referentnu kamatnu stopu držala na niskom nivou, inflacija u narednoj godini bila bi znatno veća nego što je planirano, a posledica toga je da bi realni rast penzija, plata i dr. bio znatno manji nego što je obećano od strane države. To bi moglo da ponovo podstakne penzionere i zaposlene u javnom sektoru da traže dodatno povećanje penzija i plata, a ako bi država izašla u susret takvim zahtevima posledica bi bila pokretanje spirale između plata i penzije sa jedne strane i inflacije sa druge strane, u kojoj bi u svakoj iteraciji inflacija bila sve veća.

Uticaj ekspanzivne fiskalne politike na inflaciju bio bi manji ako bi NBS sprovodila restriktivnu monetarnu politiku. U ovom slučaju ekspanzivna fiskalna politika bi uticala na rast spoljnih deficita, dok bi inflacija zavisila od kretanja kursa i priliva kapitala. Ako bi priliv kapitala bio veći od deficita u tekućem bilansu, NBS bi emitovala dinare kroz neto kupovinu deviza, zbog čega bi inflacija bila relativno visoka, ali manja nego u slučaju da NBS emituje novac kroz kupovinu hartija od vrednosti. Ako bi priliv kapitala bio manji od deficita u tekućem bilansu NBS bi povlačila dinare kroz neto prodaju deviza, zbog čega bi inflacija bila relativno niska. Međutim, povlačenje dinara bi uticalo na rast kamatnih stopa, manji rast kredita, manje investicije i pad kupovine nekretnina i trajnih potrošnih dobara, a time i na usporavanje rasta privrede. Stoga se ocenjuje da je u uslovima kada se planira obaranje inflacije primerenije da se vodi restriktivnija fiskalna i monetarna politika, a to podrazumeva i da se planira umereno povećanje penzija, plata i drugih dohodaka.

