

# Uvodnik



Tokom prethodne godine pojavili su se znaci slabljenja inflacije u svetu, kao što su pad cena primarnih proizvoda, zaustavljanje rasta ili pad cena nekretnina, smanjenje jediničnih troškova rada i dr. Smanjivanje inflacije u velikom broju zemalja pokazuje da su mere restriktivne monetarne i fiskalne politike bile delotvorne, ali još uvek visoka inflacija u većini zemalja, kao i njeno kolebanje ukazuje da je neophodno nastaviti sa takvom politikom i u narednom periodu.

Prvi važan signal slabljenja inflacionih pritisaka bio je pad svetskih cena primarnih proizvoda, energije, metala i hrane tokom prethodne godine. Cene metala, koje velikim delom zavise od tekućih i planiranih investicija su počele da opadaju tokom drugog kvartala prethodne godine, što je održalo odlaganje i odustajanje od investicija u periodu rasta kamatnih stopa i povećanja geopolitičkih rizika. Međutim, u decembru prošle, i januaru ove godine cene metala su ponovo počele da rastu, što se povezuje sa ublažavanjem epidemioloških ograničenja u Kini i očekivanim rastom kineske privrede, kao i poboljšanim perspektivama svetske privrede. Cene hrane su imale znatan pad između aprila i avgusta prethodne godine, nakon čega su ostale na stabilnom nivou. Energija se koristi u svim privrednim aktivnostima i ima značajno učešće u potrošnji domaćinstva, pa stoga kretanje njenih cena značajno utiče na inflaciju. Pad cene energije je počeo tek u septembru prošle godine, da bi se nastavio do kraja prethodne i u prvim mesecima ove godine. Nestabilna geopolitička situacija, koja u narednom periodu može da se razvija u različitim pravcima, može ponovo da pokrene rast cena energije i hrane, što bi produžilo period visoke inflacije.

Drugi važan signal slabljenja inflacionih pritisaka je usporavanje rasta cena nekretnina u većini zemalja, dok su u nekim zemljama cene nekretnina počele da opadaju. Usporavanje rasta ili pad cena nekretnina direktno je povezan sa rastom kamatnih stopa, ali održava i smanjenje neravnoteže između ponude (proizvodnje) i tražnje (dohodaka), koja je tokom prethodne dve godine pokrenula inflaciju. Cene nekretnina u EU u proseku su značajno usporile, dok su u SAD sredinom prethodne godine opale, nakon čega stagniraju. Cene nekretnina u Srbiji su, usled visoke tražnje, tokom cele 2022. godine nastavile snažno da rastu ali je u kraju prethodne i na početku ove godine opao obim prometa što predstavlja signal zaustavljanja rasta cena.

Zarade utiču na inflaciju sa strane troškova, ali i sa strane tražnje. Oba mehanizma uticaja su makroekonomski značajna jer zarade učestvuju u BDP sa oko 60%. Sporiji rast zarada od rasta BDP u skoro svim evropskim zemljama tokom 2022. godina odražava smanjenje troškovnih pritisaka na rast cena, ali i usklađivanje tražnje sa proizvodnjom. Nominalne zarade u EU u prva tri kvartala prošle godine povećane su proseku za 4,8%, dok je inflacija u istom periodu u EU iznosila 8,5%, što znači da su realne zarade opale za 3,4%. U Srbiji su u prošloj godini zarade realno povećane za 1,7% ali su unutar godine opadale usled čega su u četvrtom kvartalu bile realno niže za 1,5% nego u istom periodu 2021. godine. Pad realnih zarada tokom prošle godine predstavlja neku vrstu kompenzacije, za brži rast realnih zarada od rasta produktivnosti tokom prethodnih nekoliko godina u skoro svim evropskim zemljama. Posledica bržeg rasta zarada od rasta produktivnosti je povećanje jediničnih troškova rada, koji su samo u periodu 2020-21. godine u EU povećani za preko 8%, što znači da je povećano učešće troškova rada u ceni proizvoda. Rast jediničnih troškova rada, koji je bio posledica nestašice radne snage u Evropi, direktno je uticao na rast troškova poslovanja, ali i na brži rast tražnje od rasta proizvodnje.

Znaci slabljenja inflacije u SAD registrovani su sredinom prethodne godine kada su cene počele da opadaju ili stagniraju u odnosu na prethodni mesec. Rezultat toga je pad godišnje inflacije u SAD sa 10,1% u junu prošle godine na 6% u januaru ove godine. Inflacija u EU je značajno usporila tek u novembru kada je rast cena u odnosu na prethodni mesec iznosio samo 0,1%. Nakon tog usledio je pad cena u decembru i rast u januaru što je rezultiralo u tome da je godišnja inflacija opala sa 11,5% u oktobru prošle na 10% u januaru ove godine. Inflacija je u SAD počela da opada nekoliko meseci ranije nego u EU, što se može direktno povezati sa ranijom primenom restriktivne monetarne politike u SAD. Maksimalna vrednost godišnje inflacije u Kini u prethodne dve godine je dostignuta u septembru prošle godine kada je iznosila 2,8%, da bi nakon toga počela da opada tako da je u januaru ove godine iznosila samo 1%. U zemljama Centralne i Istočne Evrope, godišnja inflacija je dostigla maksimalnu vrednost od 17,7% u novembru prošle godine nakon čega je počela da opada, tako da u februaru ove godine iznosi 15,9%. Na osnovu prethodnog sledi da je inflacija u većini zemalja počela da opada tokom druge polovine prethodne godine, ali da je i dalje visoka u skoro svim zemljama, osim Kine.

Maksimalna inflacija u Srbiji u prošloj godini dostignuta je u decembru kada je iznosila 15,1%, što je više od maksimalne inflacije u EU (11,5% u oktobru), ali manje od maksimalne inflacije u zemljama Centralne i Istočne Evrope (17,7% u novembru). Za razliku od evropskih zemalja inflacija u Srbiji je nastavila da raste u prva dva meseca ove godine, tako da je međugodišnja inflacija u februaru dostigla 16,1%. Razlika u dinamici inflacije između Srbije i ostalih evropskih zemalja najvećim delom je posledica razlika u kretanju cena energenata tokom prošle i ove godine. Većina evropskih zemalja je tokom prošle godine podigla cene energenata u skladu sa kretanjem njihovih cena na svetskom tržištu. Za razliku od njih Srbija je tokom prethodne godine minimalno povećala cene energenata, što je direktno uticalo da inflacija bude niža u odnosu na onu koja bi bila ostvarena da su cene energenata rasle slično kao u drugim zemljama. U Srbiji umesto potrošača deo troškova energenata platila je država što je direktno uticalo na rast fiskalnog deficita i javnog duga, što znači da je deo troškova energenata prevallen sa potrošača na poreske obveznike. Očigledno je da ovakva politika, koja ima za posledicu rast javnog duga nije dugoročno održiva, pa je podizanje cena energenata jedan od ključnih elemenata sporazuma Srbije sa MMF. Podizanje cene energenata počelo je već tokom druge polovine prethodne godine, a nastaviće se tokom ove i naredne godine, što će uticati da inflacija u Srbiji zadrži na visokom nivou duže nego u drugim evropskim zemljama.

Mada inflacija u svetu opada još uvek je velika neizvesnost u pogledu njenog kretanja u narednom periodu. Deo neizvesnosti potiče od geopolitičkih faktora kao što su rat u Ukrajini i pogoršanje odnosa između Zapada i Kine, koji u kratkom roku mogu da dovedu do ponovnog rasta cena primarnih proizvoda, kao što su hrana i energenti, što bi dovelo do rasta inflacije na nivou sveta. Dugoročna posledica pogoršanja geopolitičkih odnosa mogla bi da bude fragmentacija svetskog tržišta, odnosno smanjenje mobilnosti kapitala, proizvoda i rada, što bi imalo za posledicu rast troškova poslovanja, a time i povećanje inflacije.

Drugi potencijalni razlog za sporije opadanje inflacije moglo bi da bude širenje krize u bankarskom sektoru i odobravanje velikog iznosa kredita za likvidnost ugroženim bankama u SAD i švajcarskoj (za sada), čime se delimično neutrališe efekat restriktivne monetarne politike. Odobravanje kredita za likvidnost moglo bi da uspori ili čak da privremeno poveća inflaciju, samo u slučaju, ako se bude radilo o dugotrajnijoj intervenciji velikih razmera. Za sada je verovatnije da obim intervencije neće biti makroekonomski značajan, kao i da će ona biti kratkotrajna, što znači da ne bi trebalo da znatnije utiče na kretanja inflacije.

Imajući u vidu dinamiku inflacije tokom prethodnih nekoliko meseci, ocenjuje se da je opravdano da Centralne banke, uključujući i NBS, nastave sa primenom re-

striktivne monetarne politike, odnosno sa povećanjem kamatnih stopa u narednom periodu. Ovakva politika bi imala snažniji uticaj na obaranje inflacije, ako bi bila podržana restriktivnom fiskalnom politikom, odnosno politikom niskog fiskalnog deficita. Primenom restriktivne monetarne i fiskalne politike povećavaju se šanse za relativno brzo obaranje inflacije. Brzo obaranje inflacije je od presudne važnosti kako bi se sprečilo pokretanje spirale između inflacije i zarada. Prošle godine realne zarade su opale u većini zemalja, što je doprinelo obaranju inflacije, ali takva politika neće biti izvodljiva u dužem periodu. Ukoliko inflacija potraje duže otpori protiv smanjenja realnih zarada će biti sve snažniji, što znači da će zaposleni tražili da zarade prate inflaciju, a verovatno i da realno rastu, što bi moglo da dovede do pokretanja spirale između zarada i inflacije.

Drugi argument u prilog brzog obaranja inflacije je mogućnost da se ranije počne sa smanjivanjem kamatnih stopa, čime bi se podstakle investicije i privredni rast. Manje restriktivna monetarna i fiskalna politika imala bi za posledicu produženi period visoke inflacije i visokih kamatnih stopa. Sa stanovišta dugoročnog privrednog rasta poželjnija je kratkotrajna primene snažne restriktivne politike, nego dugotrajnija primena umereno restriktivne politike.

Treći argument u prilog strategije brzog obaranju inflacije je sprečavanje ugrađivanja visoke inflacije u inflaciona očekivanja. Što inflacija bude duže trajala to će sve veći broj privrednih subjekata ukalkulisati visoku inflaciju u svoje planove. Kada su očekivanja visoke inflacije preovlađujuća tada je za obaranje inflacije potrebno primeniti restriktivniju monetarnu i fiskalnu politiku, što implicira veće gubitke u pogledu privrednog rasta i zaposlenosti.

Procenjuje se da su se SAD i EU opredelile za brzo obaranje inflacije, što se manifestuje kroz rast kamatnih stopa centralnih banaka, ali i smanjivanje fiskalnih deficita. Efekti takve politike će biti nešto slabiji, ukoliko centralne banke budu odobrile veći iznos kredita za likvidnost u cilju sprečavanja bankarske krize ili ako dođe do ponovnog rasta cena primarnih proizvoda. Međutim, restriktivna monetarna i fiskalna politika bi i u takvim okolnostima biti delotvorna pri obaranju inflacije, ali bi troškovi takve politike, u smislu privredne aktivnosti i radnih mesta bili veći. Slično kao i u drugim zemljama obaranje inflacije u Srbiji zahteva nastavak restriktivne monetarne politike, ali bi bilo poželjno da se ostvari nizak fiskalni deficit, što znači da bi u ovoj godini trebalo odustati od dodatnih vanrednih programa pomoći građanima i privredi ili od vanrednog povećanja zarada, penzija i drugih dohodaka koje isplaćuje država.

