

UTICAJ FISKALNE I MONETARNE EKSPANZIJE NA KRETANJE BDP I INFLACIJE U PERIODU PANDEMIJE COVID 19¹

THE INFLUENCE OF FISCAL AND MONETARY EXPANSION ON GDP AND INFLATION DURING THE COVID-19 PANDEMIC

Milojko Arsić*

Aleksandra Nojković**

Emilija Maksimović***

Apstrakt: Na osnovu uzorka od preko 100 zemalja istražuje se uticaj fiskalne i monetarne ekspanzije na kretanje BDP i inflacije tokom ekonomske krize izazvane pandemijom COVID-19. Analiza je zasnovana na uporednim godišnjim podacima u periodu 2019-2021. godina. Ekonometrijske ocene sadrže indicije da su manji pad BDP u 2020. i snažniji oporavak u 2021. godini imale zemlje koje su primenile snažnije fiskalne stimulanse, dok su dokazi o uticaju monetarne politike na razlike u stopama rasta BDP po zemljama slabi. Na razlike u kretanju BDP po zemljama u periodu pandemije uticale su razlike u strukturi privrede, kao i razlike u rastu BDP u pretkriznoj godini. Zemlje koje su primenile ekspanzivniju monetarnu i fiskalnu politiku imale su veću inflaciju u 2021. godini. Na osnovu ekonometrijskih rezultata sledi da su rekordna fiskalna i monetarna ekspanzija u periodu pandemije bile uspešne u sprečavanju pada BDP i omogućavanju njegovog brzog oporavka, ali i da su doprinele relativno velikom povećanju inflacije. Dobijeni rezultati sugerišu da će za obuzdavanje inflacije biti potrebno povećanje restriktivnosti monetarne i fiskalne politike, mada će takva politika usporiti rast BDP u narednim godinama i otežati servisiranje javnih i privatnih dugova.

KLJUČNE REČI: PANDEMIJA, FISKALNA I MONETARNA POLITIKA, BDP, INFLACIJA.

JEL KLASIFIKACIJA:

Abstract: Based on a sample of over 100 countries, the impact of fiscal and monetary expansion on GDP and inflation during the economic crisis caused by the COVID-19 pandemic is being investigated. The analysis is based on cross-section annual data for the period 2019-2021. years. Econometric estimates suggest that countries that applied stronger fiscal stimulus had a smaller decline in GDP in 2020 and a stronger recovery in 2021, while evidence of the impact of monetary policy on differences in GDP growth rates by country is weak. Differences in GDP trends by country during the pandemic period were influenced by differences in the structure of the economy, as well as differences in GDP growth in the pre-crisis year. Countries that have implemented more expansive monetary and fiscal policies had higher inflation in 2021. Based on econometric results, it follows that record fiscal and monetary expansion during the pandemic period was successful in preventing the fall in GDP and enabling its rapid recovery, but also that they contributed to a relatively large increase in inflation. The results suggest that curbing inflation will require increasing the restrictiveness of monetary and fiscal policy, although such a policy will slow GDP growth in the coming years and make it more difficult to service public and private debts.

KEYWORDS: PANDEMIC, FISCAL AND MONETARY POLICY, GDP, INFLATION.

1 Ovaj rad je rezultat istraživanja na projektu "Macroeconomic implications of COVID-19 and effectiveness of policy response in Europe: Empirical evidence and econometric modelling", koji finansira Fond za nauku Republike Srbije.

* Univerzitet u Beogradu, Ekonomski fakultet. Email: milojko.arsic@ekof.bg.ac.rs

** Univerzitet u Beogradu, Ekonomski fakultet. Email: aleksandra.nojkovic@ekof.bg.ac.rs

*** Univerzitet u Beogradu, Ekonomski fakultet. Email: emilija.maksimovic@ekof.bg.ac.rs

1. UVOD

Ekonomska kriza inicirana pandemijom korona virusa dovela je do pada svetskog BDP od 3,3% tokom 2020. godine, što je najveći godišnji pad nakon Drugog svetskog rata. BDP je opao u svim makroregionima na svetu, a samo 15% zemalja nije imalo pad BDP u toku 2020. godine. Dubok pad privredne aktivnosti u većini zemalja je bio kratkotrajan, jer je snažan oporavak počeo već tokom druge polovine 2020. godine. Mada je, usled problema na strani ponude, oporavak većine zemalja usporen tokom druge polovine 2021. godine, očekuje se da će svetski BDP u 2021. godini porasti za 5,9%, što znači da će za 2,4% biti premašen nivo iz pretkrizne 2019. godine.

Specifičnost aktuelne ekonomske krize je u tome što je ona izazvana epidemiološkim ograničenjima, a ne strukturnim slabostima privrede. Snažna epidemiološka ograničenja dovela su do dubokog pada BDP u većini zemalja tokom prvih meseci pandemije. Visoki zdravstveni i ekonomski rizici uticali su na dodatni pad tražnje domaćinstava za neegzistencijalnim proizvodima i rast štednje iz predostrožnosti, kao i na smanjenje tražnje preduzeća za investicionim proizvodima, što je dodatno produbilo pad privredne aktivnosti. Pad privredne aktivnosti po privrednim delatnostima bio je izrazito neravnomeran, jer je u nekim delatnostima proizvodnja ostvarila dubok pad, u drugima pad je bio mali, dok su neke delatnosti ostvarile rast. Velike razlike u padu privredne aktivnosti po delatnostima posledica su različitog uticaja epidemioloških ograničenja na različite delatnosti. Osim toga postojale su velike razlike u promenama tražnje, od strane domaćinstava i preduzeća, za pojediničnim proizvodima.

Neposredno nakon uvođenja epidemioloških mera u većini zemalja primenjeni su snažni fiskalni i monetarni stimulansi. Fiskalni i monetarni stimulansi na nivou sveta tokom aktuelne krize su bili snažniji i ažurniji nego u slučaju prethodnih ekonomskih kriza, uključujući i veliku ekonomsku krizu 2008-09. godine. Stimulansi su sprečili pokretanje negativne spirale u kojoj bi pad privredne aktivnosti izazvao pad zaposlenosti i dohodaka, a time i tražnje, da bi u narednoj iteraciji pad tražnje doveo do dodatnog pada privredne aktivnosti itd. Stoga je jedna od specifičnosti aktuelne krize što su fiskalni i monetarni stimulansi sprečili visok rast nezaposlenosti i pad realne vrednosti dohodaka tokom 2020. godine, uprkos dubokom padu BDP u toj godini.

Stimulansi tokom pandemije predstavljaju nastavak ekspanzivne fiskalne i monetarne politike koja se, uz određene varijacije, u vodećim svetskim ekonomijama primenjuje od prethodne velike ekonomske krize. Neke zemlje su u aktuelnu krizu ušle sa visokim javnim i privatnim dugovima, dok su kamatne stope i pre krize, u većini razvijenih zemalja, bile na niskom nivou.

Odlaganje i uzdražavanje domaćinstava od kupovine proizvoda, usled visokih ekonomskih i zdravstvenih rizika, uticalo je da tokom 2020. godine većina zemalja ostvari pad inflacije, a mnoge razvijene zemlje su prešle u deflaciju. Prema preovladjujućim prognozama koje su objavljene tokom 2020. godine očekivalo se da će period niske inflacije trajati još najmanje godinu ili dve. Međutim, inflacija je počela da raste već tokom drugog kvartala 2021. godine, da bi početkom četvrtog kvartala u mnogim zemljama dostigla istorijski maksimum u periodu od nekoliko decenija.

Većina ekonomista i skoro svi predstavnici centralnih banaka u većem delu 2021. godine ocenjivali su da je inflacija posledica problema na strani ponude i da će biti okončana tokom prve polovine 2022. godine. Iako su problemi na strani ponude doprineli da se inflacija pojavi ranije nego što je očekivano i da njen rast bude snažniji, sada je prilično izvesno da su na nju uticali snažna monetarna i fiskalna ekspanzija. Fiskalna i monetarna ekspanzija tokom 2020-2021. godine generisale su visok rast tražnje, koji nije mogla da prati proizvodnja, pa je ravnoteža između ponude i tražnje uspostavljena kroz rast cena.

Kretanje BDP tokom 2020. i 2021. godine ispoljava velike varijacije po zemljama, usled čega će neke zemlje već u 2021. godine premašiti pretkrizni nivo BDP, dok će drugima biti potrebne još jedna ili dve godine da postignu taj cilj. U radu na osnovu godišnjih uporednih podataka istražujemo u kojoj meri su razlika u kretanju BDP i inflacije u periodu 2020-2021. godina posledica razlika u intenzitetu fiskalnih i monetarnih stimulansa. Na osnovu podataka za preko 100 zemalja dobijeno je da su zemlje koje su imale snažniju fiskalnu ekspanziju ostvarile manji pad BDP tokom 2020. i brži oporavak tokom 2021. godine. Postoje određeni dokazi da je snažniji rast kredita u 2020. godini uticao na brži oporavak privreda tokom 2021. godine. Osim fiskalne i monetarne ekspanzije na kretanje BDP u periodu krize uticale su i karakteristike zemalja, kao što su struktura njihovih privreda i brzina rasta u pretkriznoj godini. Na osnovu podataka za evropske zemlje dobijeno je da je ubrzanje inflacije veće u zemljama koje su imale veći realni rast kreditne aktivnosti, a postoje i određeni dokazi da je inflacija veća u zemljama koje su imale snažnije fiskalne stimulanse.

2. DINAMIKA BDP I INFLACIJE U PERIODU PANDEMIJE

Aktuelna ekonomska kriza ima određene sličnosti sa krizom koja je nastupila tokom pandemije španskog gripa u periodu 1918-21. godina. U oba slučaja kriza je izazvana pandemijom i epidemiološkim ograničenjima koja su uvedene kako bi se smanjilo oboljevanje i smrtnost ljudi. Međutim, između dve krize postoje značajne razlike. Važna razlika je u tome što su u aktuelnoj pandemiji primenjene znatno oštrije i sveobuhvatnije epidemiološke mere nego u periodu španskog gripa. Na drugoj strani, u periodu aktuelne pandemije relevantno je da su broj stanovnika, gustina naseljenosti i mobilnost ljudi višestruko veći nego u periodu španskog gripa, čime se povećava rizik od razboljevanja. Relevantno je i to da je dostupnost i kvalitet zdravstvenih usluga sada veći, kao i da je vakcinacija počela godinu dana nakon otpočinjanja pandemije. Oštrije epidemiološke mere i bolja zdravstvena zaštita uticali su da je smrtnost ljudi u aktuelnoj pandemiji znatno manja nego u slučaju španskog gripa.

Sa stanovišta uticaja pandemija na ekonomiju važna razlika je što u periodu španskog gripa nisu preduzeti fiskalni i monetarni stimulansi, dok su sada primenjeni snažni stimulansi odmah po otpočinjanju krize. Stoga bi se moglo oceniti da je aktuelna ekonomska kriza po mnogim karakteristikama jedinstvena u ekonomskoj istoriji.

Svetski bruto domaći proizvod u 2020. godini opao je za 3,3% što predstavlja najveći pad u toku jedne godine nakon Drugog svetskog rata. Pad BDP u 2020. godini je bio znatno veći nego 2009. godine kada je velika finansijska kriza dostigla vrhunac (videti Grafikon 1a.). Dubok pad svetskog BDP u 2020. godini posledica je toga što je BDP opao u svim makroregionima sveta, za razliku od 2009. godine kada je BDP opao samo u Evropi,

Severnoj i Latinskoj Americi, dok su Azija i Afrika ostvarile privredni rast. Široka rasprostranjenost krize ispoljava se u tome što je BDP u 2020. godini opao u 85% zemalja, dok je 2009. godine približno polovina zemalja imala pad BDP².

Velike razlike u promenama BDP po zemljama tokom 2020. godine posledica su različitog uticaja epidemioloških ograničenja na različite delatnosti, ali i razlika u promeni tražnje za različitim proizvodima. Epidemiološka ograničenja su direktno uticala na drastičan pad aktivnosti u nekim delatnostima (turizam, ugostiteljstvo, industrija zabave i dr.), dok je njihov uticaj na druge delatnosti bio minimalan (gradjevinarstvo, poljoprivreda i dr.), odnosno stimulativan (telekomunikacije, IT, farmaceutska industrija i dr.). Povećanje neizvesnosti i rizika u prvim mesecima pandemije uticalo je da ljudi potrošnju ograniče na egzistencijalne proizvode (hrana, higijena i sl.), dok je tražnja za neegzistencijalnim proizvodima (automobili, nameštaj i dr.) značajno opala. Zbog povećanih rizika preduzeća su tokom 2020. godine značajno smanjila investicije dok je pad tražnje za repromaterijalima bio srazmeran padu proizvodnje.

Pri tome je relevantno da podaci o kretanju BDP u široko definisanim delatnostima, kao što su industrija ili usluge, uprosečuju razlike koje postoje unutar njih. U okviru industrije neke delatnosti kao što je automobilska industrija imale su dubok pad, prehrambena je stagnirala, dok su farmaceutska industrija i kućna hemija ostvarile rast. U okviru usluga turističke, ugostiteljske i saobraćajne su imale snažan pad, za razliku od telekomunikacionih i IT usluga koje su ostvarile rast.

Razlike u strukturi privrede su uticale na razlike u stopama pada BDP po zemljama tokom 2020. godine. Zemlje u čijoj strukturi značajnije učestvuju delatnosti koje su snažno pogodila epidemiološka ograničenja i pad tražnje usled rastućih rizika, kao što su turizam, automobilska industrija i dr. imale su dubok pad BDP. Na drugoj strani, zemlje u kojima značajno učešće imaju delatnosti poput poljoprivrede, prehrambene industrije, gradjevinarstva, javnih usluga i dr., pod ostalim jednakim uslovima, su ostvarile mali pad BDP.

Jedna od specifičnosti pada BDP tokom 2020. godine je u tome što je on bio kratkotrajan, jer je dubok pad trajao nekoliko meseci. Kratkotrajnost pada BDP posledica je toga što je on izazvan epidemiološkim ograničenjima, kao što su zabrana obavljanja nekih delatnosti, ograničenja kretanja ljudi i dr. a ne unutrašnjim strukturnim slabostima privrede, kao što su kriza javnih i privatnih dugova, krah berze i dr. Stoga je oporavak privrede počeo već sredinom 2020. godine, odmah nakon što su epidemiološka ograničenja ublažena. Brz i snažan oporavak privrede omogućen je velikim delom snažnim fiskalnim i monetarnim stimulansima, koji su tokom pandemije, uključujući i period pada BDP, održali agregatnu tražnju na visokom nivou. Zahvaljujući fiskalnim i monetarnim stimulansima sprečeno je da se pokrene negativna spirala u okviru koje bi inicijalni pad BDP usled epidemioloških ograničenja doveo do pada zaposlenosti i smanjenja realnih dohodaka, koji bi potom doveli do dodatnog pada proizvodnje itd.

Kao rezultat brzog oporavka privrede očekuje se da će svetski BDP u 2021. godini biti veći za 5,9% nego u prethodnoj godini³, što znači da će na nivou sveta BDP biti veći za 2,4% u odnosu na 2019. godinu. Ipak oporavak zemalja je izrazito neravnomeran, pa približno

2 Arsić i dr. (2021).

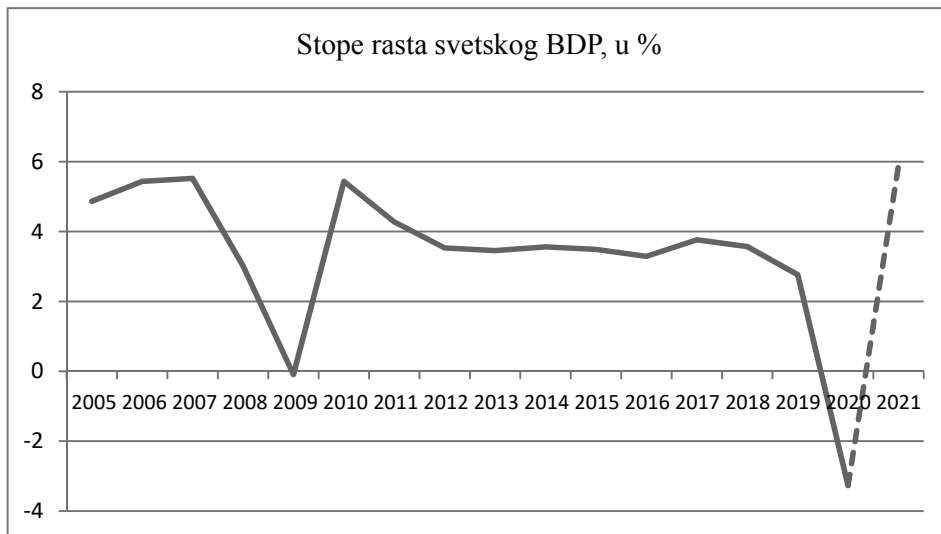
3 IMF (2021).

polovina zemalja u 2021. godini neće dostići pretkrizni nivo BDP. Posmatrano po grupama zemalja najveći zaostatak u odnosu na pretkriznu 2019. imaće članice evrozone (-1,6%) i Latinske Amerike (-1,1%), dok će najveći nivo BDP-a u odnosu na pretkriznu godinu imati azijske zemlje u razvoju (6,3%) i evropske zemlje u razvoju (3,9%)⁴. Oporavak zemalja u razvoju je znatno brži tako da će one u 2021. godini imati za 4,2% veći BDP nego u 2019. godini, dok je povećanje BDP razvijenih zemalja u istom periodu bilo samo 0,4%.

Oporavak zemalja je bio najbrži tokom druge polovine 2020. godine, nešto sporiji u prvom kvartalu 2021. i znatno sporiji u drugom i trećem kvartalu 2021. godine. Usporavanje oporavka privrede od sredine 2021. godine najčešće se objašnjava problemima u lancima snabdevanja⁵, koji su doveli do nestašice, a potom i do enormnog skoka cena većeg broja inputa (energije, metala, građevinskog materijala, poljoprivrednih proizvoda, transporta, čipova i dr.). Povećanje inflacije i nagoveštaj povećanja kamatnih stopa dodatno su usporili oporavak privrede tokom druge polovine 2021. godine.

Kumulativni rast BDP Srbije u periodu 2020-2021. godina iznosi 5,5% po čemu je na 23. mestu od blizu 168 zemalja u svetu, dok su od evropskih zemalja samo Irska i Turska ostvarile brži rast.⁶ Dobre rezultate u pogledu kretanja BDP u periodu pandemije Srbija je ostvarila usled relativno visoke stope rasta u pretkriznoj 2019. godini, povoljne strukture privrede sa stanovišta epidemioloških mera, kao i snažnih monetarnih i fiskalnih stimulansa⁷. Blage epidemiološke mere koje je Srbija primenjivala tokom druge polovine 2020. i tokom cele 2021. godine takodje su povoljno uticale na kretanje BDP.

Grafikon 1a.



Izvor: World economic outlook, IMF October 2021.

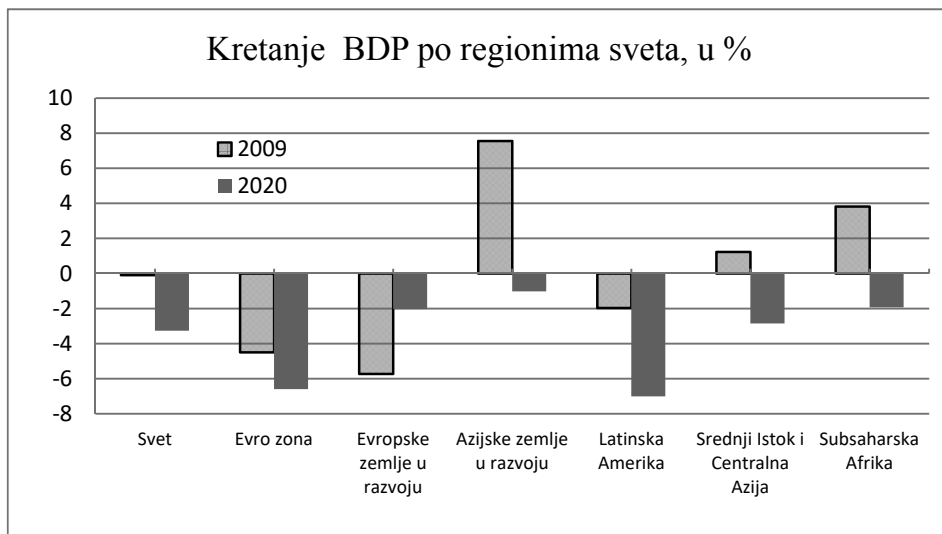
4 IMF (2021).

5 ECB (2021).

6 Korišćeni su podaci iz Economic Outlooka IMF objavljenog u oktobru 2021. godine, a uzorak sadrži samo zemlje sa manje od 0,5 miliona stanovnika.

7 Videti ocenjene jednačine u delu 3.1.

Grafikon 1b.



Izvor: World economic outlook, IMF October 2021.

Slično kao i u prethodnim ekonomskim krizama, stopa inflacije je tokom 2020. godine opala u skoro svim zemljama, dok je u nekim zemljama ostvarena deflacija. Inače, deflacija je bila redovna karakteristika ekonomskih kriza pre Drugog svetskog rata, pa je često termin deflacija korišćen kao sinonim za ekonomsku krizu. Sve do pojave kejnzijanske makroekonomske teorije, države nisu u periodu kriza primenjivale ekspanzivnu fiskalnu i monetarnu politiku, usled čega je u periodu kriza dolazilo do drastičnog pada agregatne tražnje, a potom i do deflacije. Nakon Drugog svetskog rata države su u periodu kriza primenjivale snažne fiskalne i monetarne stimulanse, čime su u periodu krize sprečavani veliki pad tražnje i deflacija, ali je cena takve politike često bio rast inflacije nakon okončanje krize.

Rast inflacije počeo je već u drugom kvartalu i nastavio se tokom trećeg i četvrtog kvartala 2021. godine⁸. Potrošačke cene su u oktobru 2021. godine u SAD ostvarile međugodišnji rast od 6,2%, u evrozoni 4,1%, dok je inflacija u zemljama centralne Evrope, koje nisu članice evrozone, bila još veća. U većini razvijenih zemalja inflacija je u drugoj polovini 2021. godine dostigla najveću vrednost u period od jedne decenije, dok je u nekim zemljama dostigla višedecenijski maksimum. Prema prognozama predstavnika vodećih centralnih banaka očekuje se da će period visoke inflacije potrajati do sredine naredne godine⁹. Ocenjuje se da su ovakve prognoze prilično optimistične i da su bar jednim delom motivisane time da se opravda odsustvo reakcije centralnih banaka na rast inflacije.

Kumulativna inflacija u Srbiji od septembra 2019. do septembra 2021. godine iznosi 8,5%, što je peta najveća inflacija među 33 zemlje za koje Eurostat objavljuje podatke. U istom periodu inflacija u zemljama EU je iznosila 4,6%, a u 11 novih članica EU 6,7%. Veća inflacija u Srbiji u odnosu na evropske zemlje ukazuje na to da su osim opštih uzroka inflacija,

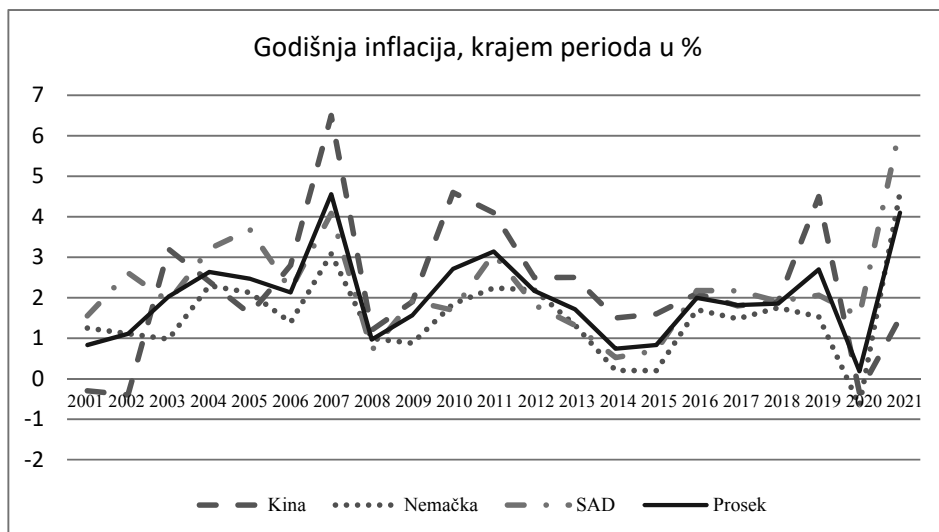
⁸ Rast cena nekretnina tokom 2020. godina predstavljao je jedan od signala makroekonomske neravnoteže.

⁹ Frankfurter Allgemeine Sonntagszeitung (2021).

kao što su rast cena energenata, hrane, metala i dr., na svetskom tržištu u Srbiji postojali unutrašnji faktori koji su dodatno podsticali inflaciju. Postojanje takvih faktora i procena veličine njihovog uticaja zahteva dodatne podatke, ali se na osnovu uporednih podataka po zemljama¹⁰ osnovano može pretpostaviti da su snažni fiskalni i monetarni stimulansi koji su primenjeni u Srbiji doprineli da inflacija bude nešto veća nego u drugim zemljama.

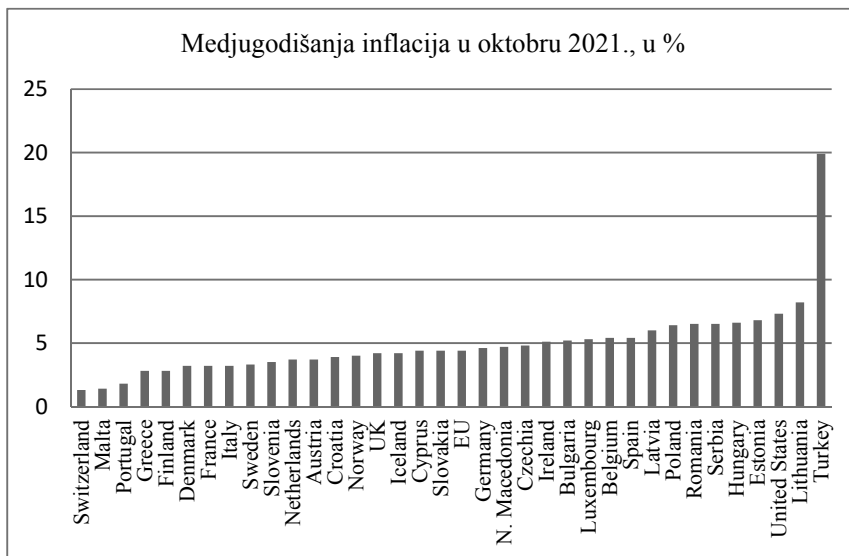
Aktuelno ubrzanje inflacije je počelo ranije nego što se očekivalo i nego što je to bio slučaj u prethodnim ekonomskim krizama. Ubrzanje inflacije je počelo već u drugom kvartalu 2021. godine, pre nego što je većina zemalja dostigla pretkrizni nivo BDP. Tokom druge polovine 2021. predstavnici centralnih banaka i vlada kao najvažniji uzrok inflacije navode probleme na strani ponude, koji su uzrokovani pandemijom, dok se mogući uzroci na strani tražnje, kao što su monetarna i fiskalna ekspanzija ignorišu. Stoga je u sadašnjem slučaju važno da se proceni da li je inflacija dominantno ili isključivo posledica problema na strani ponude ili je na nju uticao i enorman rast tražnje koji je kreiran velikim fiskalnim i monetarnim stimulansima. Ukoliko inflacija bude trajala duže i ako se proširi na većinu proizvoda raste verovatnoća da je njen važan uzrok sistemska neravnoteža, između ponude i tražnje, koja je generisana monetarnom i fiskalnom ekspanzijom, a ne samo specifični poremećaji u proizvodnji i transportu većeg broja proizvoda. U tom slučaju za zaustavljanje inflacije će biti neophodno da se značajno smanje fiskalni deficiti, kao i da se primeni restriktivnija monetarna politika, koja bi podrazumevala povećanje kamatnih stopa i ubrzano smanjivanje i napuštanje politike kvantitativnih olakšica. Odgovor na pitanje o uzrocima ubrzanja inflacije tokom pandemije biće moguć na osnovu empirijskih istraživanja koja će obuhvatati podatke za celu 2021. godinu, a za pouzdaniji odgovor će biti potrebni i podaci za 2022. godinu. Međutim, sa stanovišta ekonomske politike rezultati takvih istraživanja dolaze kasno, pa je stoga opravdano oslanjanje na preliminarna istraživanja koja se zasnivaju na manjim uzorcima i jednostavnijim metodama.

Grafikon 2a.



¹⁰ Videti Poglavlje 3.2.

Grafikon 2b.



Izvor: Podaci na Grafikonu 2a. su preuzeti iz World economic outlook, IMF October 2021. godine, dok su podaci o medjugodišnjoj inflaciji u evropskim zemljama na Grafikonu 2b. preuzeti sa Eurostata.

3. FISKALNA I MONETARNA POLITIKA

Nakon početka pandemije i uvođenja epidemioloških ograničenja većina zemalja je primenila fiskalne i monetarne stimulanse sa ciljem da se ublaži pad BDP, zaposlenosti i dohodaka građana i stvore povoljni uslovi za brz oporavak privrede nakon ublažavanja epidemioloških ograničenja. Fiskalni i monetarni stimulanse primenjeni tokom pandemije prevazilaze razmere državne intervencije u ranijim krizama (videti Grafikon 3a. i 3b. i Grafikon 4), uključujući i veliku finansijsku krizu 2008-09. godine. Dok su tokom velike svetske finansijske krize 2008-2009. godine neke zemlje ili grupe zemalja, poput EU, kasnile sa primenom stimulanse, tokom aktuelne krize stimulanse su u većini zemalja primenjivani od početka krize. Razlozi za brzu i snažnu državnu intervenciju su delom u tome što je takva intervencija tokom prethodne krize pomogla njenom brzom okončanju. Štaviše, monetarni i u manjoj meri fiskalni stimulanse su primenjivani tokom čitave naredne decenije nakon okončanja velike finansijske krize, a da pri tome nisu doveli do znatnijih nepoželjnih posledica kao što su kriza javnog duga ili ubrzanje inflacije.

Fiskalni stimulanse koji su primenjeni tokom pandemije sadržali su širok asortiman mera, kao što su: subvencije nekim ili svim preduzećima za isplatu zarada zaposlenima, subvencije za očuvanje likvidnosti preduzećima koja su snažno pogodjena recesijom, odlaganje poreskih obaveza svim preduzećima ili samo preduzećima koja su imala veliki pad prihoda, transferi građanima koji su izgubili posao, transferi građanima čiji dohoci su manji od određenog nivoa ili svim građanima i dr. Osim fiskalnih stimulanse koji su imali za cilj ublažavanje ekonomskih posledica epidemioloških ograničenja, tokom pandemije značajno su povećani javni rashodi za zdravstvo, kao što su rashodi za lekove i medicinsku opremu,

zaposlene u zdravstvu, bolovanja, izgradnju novih bolnica i dr. Mada su navedeni rashodi imali kao prvenstveni cilj smanjenje negativnog uticaja pandemije na zdravlje i živote ljudi, oni su imali određeni uticaj na privredu, pri čemu veličina tog uticaja zavisi od toga koji deo rashoda je upotrebljen za kupovinu domaćih proizvoda. Države su, osim direktne budžetske pomoći kroz fiskalnu politiku, primenile i razne vrste indirektnih pomoći kao što su davanje garancija za odobravanje kredita preduzećima, privremeno odlaganje vraćanja kredita bankama od strane preduzeća i gradjana i dr.

Merenje veličine fiskalnih stimulansa suočava se sa velikim teškoćama¹¹. Fiskalni stimulanse koji su primenjeni u određenoj zemlji, u određenom periodu (godina ili kvartal), se obično iskazuju u odnosu na bruto domaći proizvod ostvaren u tom periodu. Međutim, iskazivanje fiskalnih stimulansa u odnosu na BDP suočava se sa problemom endogenosti jer fiskalni stimulanse, iskazan kao procenat BDP, zavisi od kretanja BDP. Posledica toga je da je, pod ostalim nepromenjenim uslovima, fiskalni stimulanse veći u zemlji u kojoj je pad BDP veći. Stoga je pri računanju veličina fiskalnog stimulansa u nekoj zemlji neophodno isključiti uticaj pada BDP na veličinu fiskalnog stimulansa.

Jedan od načina da se to uradi je da se umesto stvarnog fiskalnog bilansa koristi strukturni fiskalni bilans¹². Strukturni ili ciklično prilagodjeni fiskalni bilans se dobija isključivanjem uticaja cikličnih fluktuacija BDP i drugih makrekonomske varijabli na stvarni fiskalni bilans. Mada strukturni fiskalni bilans predstavlja adekvatniju meru fiskalnog stimulansa njegova procena nije sasvim pouzdana u slučaju netipičnih kriza, kao što je aktuelna. Osim toga procene strukturnog bilansa su manje pouzdane kada se odnose na period koji se nalazi na kraju analiziranog uzroka. Stoga se kao mera fiskalnog stimulansa, osim strukturnog fiskalnog bilansa, u radu koristi realni rast javne potrošnje ili ubrzanje njenog realnog rasta. Realni rast javne potrošnje ili ubrzanje njenog rasta su pogodni kao mera fiskalnog stimulansa jer se ne nalaze pod direktnim uticajem kretanja BDP, za razliku od poreskih prihoda i fiskalnog bilansa koji se automatski prilagođavaju kretanju BDP. Mere zasnovane na rashodima najvećim delom obuhvataju diskrecione mere fiskalne politike koje su preduzete kako bi se ublažili efekti epidemioloških ograničenja na privredu i stvorili uslovi za brz oporavak privrede. Slabost ove mere je u tome što ne obuhvata fiskalne stimulanse koji su realizovani kroz poreze, kao što su odlaganje ili otpisivanje poreskih obaveza i dr. Ipak ovaj nedostatak nema veliki praktični značaj, jer je veći deo stimulansa koji su realizovani kroz poreze predstavljao samo formalizaciju onoga što bi se inače dogodilo da nije bilo fiskalnih stimulansa - poreski obveznici zbog pada prihoda ne bi mogli da plate poreske obaveze.

Prosečan strukturni fiskalni bilans za 78 zemalja za koje postoje podaci je značajno povećan tokom pandemije u odnosu na godine pre njenog početka. Prosečan strukturni fiskalni bilans u periodu 2020-21. godina, u posmatranom uzorku zemalja, je iznosio -5,1% BDP dok je u periodu 2018-19. godina iznosio -2% BDP. Takodje, prosečan realni rast javnih rashoda u periodu 2020-21. godine iznosio je 5%, dok je pretkriznoj 2019. godini iznosio 4,1%¹³.

11 Videti bazu podataka MMF o fiskalnim stimulansima po zemljama.

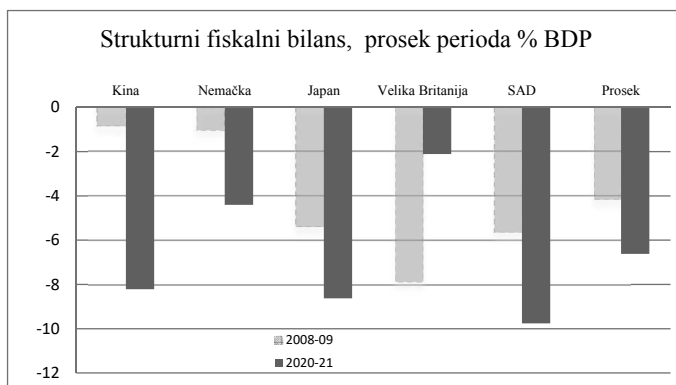
12 Podaci o stvarnom i strukturnom fiskalnom bilansu i rastu realnih rashoda u 2021. godini su preuzeti iz Economic outlooka MMF za oktobar 2021. godine, što znači da se radi o procenjenim, a ne o stvarnim podacima.

13 Pri poredjenju realnog rasta javnih rashoda relevantno je da je svetski BDP u 2019. godini porastao za 2,8%, dok prosečna stopa rasta svetskog BDP u periodu 2020-21. godine iznosi 1,3%.

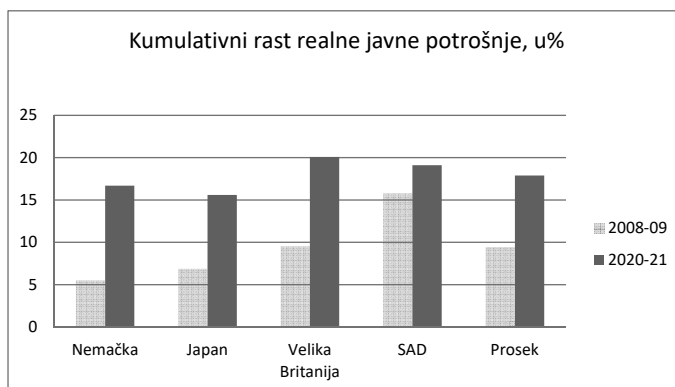
Poredjenjem strukturnog fiskalnog bilansa i realnog rasta javnih rashoda tokom aktuelne ekonomske krize sa odgovarajućim veličinama tokom finansijske krize u periodu 2008-2009. godina, za najveće svetske privrede, nedvosmisleno se zaključuje da je intenzitet fiskalnih stimulansa sada bio znatno snažniji.

Srbija sa prosečnim strukturnim fiskalnim bilansom od -6,6% u 2020-21. godini nalazi se na 20. mestu od 78 zemalja za koje postoje podaci. Prema kumulativnom rastu realnih javnih rashoda u periodu 2020-21. godina Srbija se nalazi na 24. mestu od 165 zemalja¹⁴ za koje postoje podaci, odnosno na 6. mestu od 34 evropske zemlje. Dakle, prema oba pokazatelja Srbija se nalazi među zemljama koje su u periodu pandemije primenjivale vrlo ekspanzivnu fiskalnu politiku. Teorijski se očekuje da bi takva politika mogla povoljno da utiče na kretanje BDP tokom pandemije, ali i da bi mogla da utiče na visok rast domaće tražnje i ubrzanje inflacije. Ekspanzivna fiskalna politika je uticala i na snažan rast javnog duga iskaznog u evrima tokom pandemije, dok je njegov rast u odnosu na BDP skroman, kao posledica visokog rasta BDP i inflacije sa jedne strane, kao i fiksnog kursa dinara, sa druge strane.

Grafkon 3a.



Grafkon 3b.



Izvor: World economic outlook, IMF October 2021.

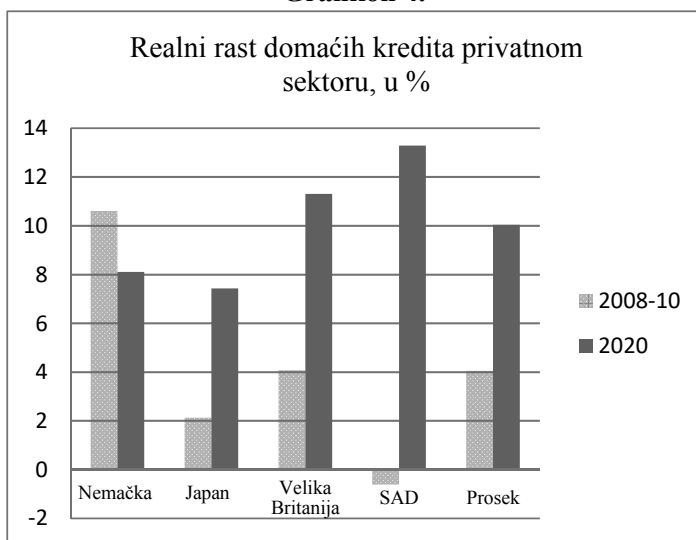
¹⁴ IMF (2021).

Centralne banke su, slično kao i vlade, reagovale brzo i snažno kako bi održale likvidnost i smanjile bankrotstva preduzeća, uprkos velikom padu privredne aktivnosti u prvim mesecima pandemije. Najvažnije mere monetarne politike za povećanje likvidnosti su bile: smanjenje referentnih kamatnih stopa i ubacivanje dodatne likvidnosti kroz otkup državnih i korporativnih hartija od vrednosti (kvantitativne olakšice). Osim toga centralne banke su, samostalno ili u saradnji sa vladom, donele odluke kojim je omogućeno privremeno odlaganje vraćanja kredita od strane preduzeća i građana, a u nekim zemljama su privremeno ublažene prudencione norme za banke. Rezultat ekspanzivne monetarne politike, ali i odobravanja garancija na kredite od strane vlada, bio je pad bankarskih kamatnih stopa na istorijski minimum i rast kreditne aktivnosti banaka.

Kao rezultat snažne monetarne ekspanzije realna vrednost domaćih kredita privatnom sektoru (preduzećima i građanima) povećana je tokom 2020. godine, uprkos padu privredne aktivnosti u navedenoj godini. Nakon što se iz uzorka izbaci 10 zemalja sa najmanjim i 10 zemalja sa najvećim rastom, prosečan neponderisani realni rast domaćih kredita u svetu u 2020. godini iznosio je 7,6%, što predstavlja značajno ubrzanje rasta kreditne aktivnosti u odnosu na prethodnu godinu u kojoj su krediti realno povećani za 4,3%. Naredni grafikon pokazuje da je rast kreditne aktivnosti u vodećim privredama sveta tokom 2020. godine bio znatno snažniji nego što je to bio slučaj tokom prethodne ekonomske krize.

Rast kreditne aktivnosti u Srbiji je u 2020. godini iznosio 14,7% po čemu se nalazi u četvrtini zemalja sa najvećim rastom kredita u toj godini, dok su od evropskih zemlja samo Irska i Turska imale veći rast kredita¹⁵. Srbija se nalazila među zemljama koje su tokom 2020. godine primenile snažnu monetarnu ekspanziju, što je teorijski moglo povoljno da utiče na kretanje BDP, ali i da podstakne ubrzanje inflacije.

Grafikon 4.



Izvor: World economic outlook, IMF October 2021.

Napomena: za period 2008-10. godina prikazana je prosečna godišnja stopa rasta.

¹⁵ Podaci o realnom rastu kreditne aktivnosti u 2020. godini postoje za 123 zemlje, a podaci za 2021. godinu još uvek nisu raspoloživi.

U poglavlju 3 će se preliminarno oceniti makroekonomski efekti fiskalnih i monetarnih stimulansa, odnosno, da li su snažniji fiskalni i monetarni stimulanzi povezani sa manjim padom BDP tokom 2020. godine i njegovim snažnijim oporavkom tokom 2021. godine. Drugo pitanje je da li su snažniji fiskalni i monetarni stimulanzi povezani sa većom inflacijom u 2021. godini.

4. UTICAJ FISKALNE I MONETARNE POLITIKE NA KRETANJE BDP I INFLACIJE TOKOM PANDEMIJE

Uticao fiskalne i monetarne politike na privredu predmet je višedecenijskih teorijskih rasprava i empirijskih istraživanja, koja su ponovo aktuelizovana tokom i nakon velike finansijske krize. Klasična kejnzijanska teorija predviđa snažan uticaj fiskalne politike na kretanje BDP i zaposlenosti¹⁶, dok prema neokenzijanskoj teoriji uticaj fiskalnih stimulansa na privredu postoji, ali je on manji nego što se to predviđa u klasičnoj kejnzijanskoj teoriji¹⁷. Neoklasična teorija ukazuje da uticaj fiskalne politike na privredu nije toliko snažan, zbog rasta kamatnih stopa usled fiskalnih stimulansa i istiskivanja privatnih investicija. Prema Barovljevoj teoriji rikardijanske ekvivalencije fiskalna politika ne utiče na kretanje BDP, jer domaćinstva primenjuju dinamičku optimizaciju kako bi maksimizirala i izravnala potrošnju tokom vremena¹⁸. U skladu sa monetarnom teorijom, monetarna politika utiče na kretanje BDP u dugom roku indirektno preko obezbeđenja niske i stabilne inflacije, dok u kratkom roku može da utiče na smanjenja amplitude privrednih ciklusa¹⁹.

Prethodna velika finansijska kriza, kao i snažni fiskalni stimulanzi, koji su tokom njenog trajanja primenjeni, podstakli su brojna empirijska istraživanja uticaja fiskalne politike na privredu. Mada se dobijeni rezultati značajno razlikuju, ipak preovladavaju rezultati prema kojima fiskalna politika značajno utiče na privredu (BDP, zaposlenost, zarade i dr.), kao i da je taj uticaj naročito snažan u periodu kriza, a da njegova veličina zavisi od strukture podsticaja i od velikog broja drugih faktora²⁰.

Ekonomska kriza, koja je inicirana pandemijom korona virusa po mnogo čemu je specifična u odnosu na prethodne ekonomske krize. Za razliku od većine ekonomskih kriza u prethodnih 100 godina, koje su izazvane unutrašnjim slabostima privrede, kao što su kriza javnih i privatnih dugova, krah berze, enorman rast cena energenata i dr. aktuelna kriza je inicirana epidemiološkim ograničenjima. Epidemiološka ograničenja, kojima je zabranjeno obavljanje odredjenih delatnosti i ograničeno kretanje ljudi, su dovela do dramatičnog pada proizvodnje tokom prvih nekoliko meseci trajanja pandemije. Neposredno nakon uvođenja epidemioloških ograničenja skoro sve vlade i centralne banke su primenile snažne fiskalne i monetarne stimulanse, koji su značajno ublažili pad zaposlenosti i dohodaka građana.

16 Eisner, R. (1989).

17 Diamond, P. A. (1965).

18 Barro, R. (1989).

19 Blanchard, O. i Galí, J. (2007).

20 Videti: Mineshima, A., M. Poplawski-Ribeiro, and A. Weber, (2014), Petrović, P., M. Arsić and A. Nojković. (2021).

Medjutim, tražnja je tokom 2020. godine privremeno opala, iako zaposlenost i dohoci nisu opali, jer su građani odložili potrošnju usled povećanih ekonomskih i zdravstvenih rizika, odnosno povećali su štednju iz predostrožnosti. Odložena potrošnja iz 2020. godine pojavila se u obliku efektivne tražnje u toku 2021. godine, što je jedan od mogućih uzroka rasta inflacije u toj godini.

Uticao fiskalne i monetarne politike u periodu pandemije na kretanje BDP i inflacije ocenjen je na osnovu godišnjih uporednih podataka za sve zemlje za koje su postojali relevantni podaci. Dobijeni ekonometrijski rezultati su preliminarni i oni više ukazuju na povezanost između makroekonomskih varijabli, nego što potvrđuju postojanje uzročnosti. Primena složenijih ekonometrijskih metoda, koji bi pouzdanije otkrili uzročne posledične veze, za sada je otežana time što još uvek ne postoji dovoljno podataka o ekonomiji i ekonomskoj politici u periodu pandemije COVID-19²¹.

4.1. Uticaj fiskalne i monetarne politike na kretanje BDP

Na osnovu podataka za preko 100 zemalja ocenjeno je da li je pad BDP u 2020. bio manji, a oporavak u 2021. godini brži u zemljama koje su primenile ekspanzivniju fiskalnu i monetarnu politiku. Ekspanzivnost fiskalne politike je merena stopom rasta realne vrednosti javnih rashoda (g_{expr}^{22}), ubrzanjem rasta realne vrednosti javnih rashoda (Δg_{expr}), prosečnim i kumulativnim rastom realnih javnih rashoda u 2020. i 2021. godini ($g_{expravg}$, $g_{exprcum}$). Ekspanzivnost monetarne politike po zemljama je merena na osnovu realnog rasta domaćih kredita (d_{creal}). Osim fiskalne i monetarne politike modeli uključuju veći broj varijabli koje se odnose na karakteristike privrede kao što je nivo razvijenosti meren BDP po stanovniku prema paritetu kupovne snage u pretkriznoj godini (Y_{ppp}), brzina rasta privrede u pretkriznoj godini (Y_{r19}), kao i struktura privrede: učešće poljoprivrede u BDP (A_{py}), učešće industrije u BDP (I_{py}), učešće usluga u BDP (S_{py}) i učešće turizma u BDP (T_{py}). Uzorak, u zavisnosti od raspoloživih podataka, sadrži između 116 i 165 zemalja.

Na osnovu jednačina 1 i 2 u Tabeli 1. sledi da su zemlje koje su u 2020. godini imale ekspanzivniju fiskalnu politiku imale u proseku manji pad BDP u toj godini, nego zemlje koje su imale manje ekspanzivnu fiskalnu politiku. Prema jednačinama 3 i 4, sledi da su zemlje koje su imale ekspanzivniju fiskalnu politiku u 2020. i 2021. godini imale snažniji oporavak u 2021. godini. Ekspanzivnija monetarna politika, merena preko stope rasta kredita je takodje povezana sa bržim oporavkom u 2021. godini, ali ova povezanost značajna je samo u nekim jednačinama. Konačno, prema jednačinama 5 i 6 ekspanzivnija fiskalna politika je povezana sa kumulativno boljim rezultatima u pogledu kretanja BDP tokom 2020. i 2021. godine, dok uticaj monetarne politike meren rastom kredita u 2020. godine nije statistički značajan.

21 Za većinu zemlja sada su raspoloživi godišnji podaci za 2020. i procenjeni podaci za 2021. godinu. Za manje grupe zemalja, kao što je EU, raspoloživi su određeni kvartalni podaci za 2020. godinu, kao i podaci za dva ili tri kvartala 2021. godine.

22 Brojevi koji su u Tabelama 1 i 2. dodati osnovim oznakama varijabli ukazuju na koju se godinu odnose podaci, pa tako na primer g_{expr20} , predstavlja realnu stopu rasta javnih rashoda u 2020. godini.

Tabela 1.
Uticaj fiskalne i monetarne politike na kretanje BDP tokom pandemije

	Jednačina 1	Jednačina 2	Jednačina 3	Jednačina 4	Jednačina 5	Jednačina 6
Varijable	yr20	yr20	yr21	yr21	yr20_21	yr20_21
yppp19	-5,57E-05 (0,0000)	-4,91E-05 (0,0000)	-3,98E-05 (0,0001)	3.27e-05** (0,0000)	-2,92E-05 (0,0000)	-1,94E-05 (0,0000)
yr19	0,277 (0,2360)	0.521** (0,2080)			0.477** (0,2370)	0.646*** (0,2340)
yr20			-0,611 (0,4150)	-0,0107 (0,1250)		
Apy	0.323* (0,1770)	0.337* (0,1810)			0,151 (0,1010)	0,0329 (0,0794)
Ipy	0,204 (0,1470)	0,208 (0,1490)			0,0355 (0,0741)	-0,0107 (0,0579)
Spy	0,194 (0,1800)	0,221 (0,1860)			0,0931 (0,0707)	-0,0276 (0,0539)
Tury	-1.003*** (0,3270)	-1.048*** (0,3160)			-1.101*** (0,2760)	-1.205*** (0,2020)
gexpr20	0.149** (0,0580)				0.159*** (0,0588)	
gexprcum20-19		0.116*** (0,0396)				
gexpr21					0,132 (0,1180)	
gexpravg 20-21			0.569** (0,2600)	0.164** (0,0723)		0.542*** (0,1910)
dcreal20				0.0554* (0,0321)		-0,0576 (0,0494)
Konstanta	-19,79 (14,7900)	-21,41 (15,2600)	0,408 (1,6020)	2.368*** (0,8530)	-5,019 (5,7040)	2,906 (3,0560)
Observacije	155	155	165	123	152	116
R ²	0,436	0,440	0,396	0,197	0,308	0,388

*** p<0,01; ** p<0,05; * p<0,1.

Robusne standardne greške dobijene su primenom Huber-White-ove procedure (važi i za Tabelu 2)

Na osnovu prethodnih rezultata sledi zaključak da je snažnija fiskalna ekspanzija tokom aktuelne pandemije uticala na manji pad BDP u 2020. godini kao i na snažniji oporavak u 2021. godini, dok je uticaj monetarne ekspanzije bio slabiji. Iz prethodnog sledi da je za primenu fiskalne ekspanzije u periodu krize potrebno da postoji fiskalni prostor, ali je važno da se sa fiskalnom ekspanzijom počne u relativno kratkom vremenu nakon početka krize, kako bi se sprečilo pokretanje negativine spirale između ponude i tražnje.

Ocenjene jednačine sugerišu da su na kretanje BDP tokom pandemije relativno značajno uticale karakteristike zemalja. Zemlje koje su u pretkriznoj 2019. godini imale visok rast u proseku su u periodu krize imale povoljnije kretanje BDP. Ovaj rezultat bi se mogao tumačiti time da su promene BDP u periodu pandemije merene u procentnim poenima bile slične u zemljama koje su imale različite stope rasta pre krize. Slične promene stope raste

tokom pandemije se mogu objasniti time da su zemlje koje su pre krize imale različite stope rasta, imale slične karakteristike i da su primenile slične stimulanse. Visoko učešće turizma u BDP je imalo snažan negativan uticaj na dinamiku BDP, što je neposredna posledica epidemioloških ograničenja koja su se odnosila na ovu delatnost. Na drugoj strani, značajnije učešće poljoprivrede pozitivno je uticalo na kretanje BDP. Uticaj industrije i usluga nije statistički značajan jer se radi o heterogenim sektorima, koji uključuju veći broj delatnosti, od kojih su neke imale visok pad aktivnosti u periodu pandemije, druge su stagnirale, dok su treće neke rasle. Preciznija ocena bi zahtevala da se industrija i usluge podele na veći broj homogenijih delatnosti, ali takvi podaci nisu raspoloživi na nivou sveta. Takođe, prema ocenjenim jednačinama ne postoji statistički značajna veza između nivoa razvijenosti zemalja i pada njihovog BDP u periodu pandemije.

4.2. Uticaj fiskalne i monetarne politike na kretanje inflacije u periodu pandemije

U ovom delu istražujemo da li je ubrzanje inflacije tokom 2021. godine povezano sa fiskalnom i monetarnom ekspanzijom, odnosno testiramo da li zemlje koje su imale snažniju fiskalnu i monetarnu ekspanziju imaju veću inflaciju. Naravno ova analiza ne isključuje mogući uticaj problema na strani ponude na rast cena, ali proverava da su i faktori na strani tražanje doprineli rastu cena. Zbog nedostatka podataka o kretanju inflacije po mesecima u 2021. godini²³ analiza se zasniva na podacima Eurostata koji obuhvataju 33 zemlje. Zavisna varijabla (Δinf) meri rast cena od septembra 2019. do septembra 2021. godine, što znači da je izbegnut efekat poredjenja cena u ovoj godini sa niskim cenama u prethodnoj. Ekspanzivnost monetarne politike je merena realnim rastom kredita u 2020. godini. Dok je ekspanzivnost fiskalne politike merena povećanjem strukturnog bilansa (Δsb) u 2020. godini. Na osnovu uporednih podataka dobijeno je da je inflacije veća u zemljama u kojima je rast realne vrednosti kredita bio veći, kao i u zemljama u kojima je povećanje strukturnog bilansa bilo veće.

Tabela 2.
Uticaj monetarne i fiskalne politike na inflaciju

Varijable	Δinf
dcreal21	0.688***
	(0,1660)
$\Delta sb20$	-0.475**
	(0,1780)
Konstanta	3.968**
	(1,8030)
Opservacije	33
R^2	0,394

*** $p < 0,01$; ** $p < 0,05$; * $p < 0,1$.

23 Korišćenje prognozirane inflacije u 2021. godini (npr. prognoza MMF iz Economic Outlook-a) kao zavisne varijable nije opravdano jer su prognoze inflacije pristrasne na dole, odnosno stvarna inflacija je u proseku znatno veća od prognozirane.

Prethodna jednačina, sadrži određene dokaze da monetarna i fiskalna ekspanzija u toku 2020. godine predstavljaju moguće razloge što je u 2021. godini došlo do ubrzanja inflacije. Dobijeni rezultati su preliminarni, pa su potrebne dodatne provere, kojima bi se obuhvatio veći broj zemalja, veći broj vremenskih perioda, kao i uključivanje dodatnih varijabli koje su potencijalno mogle da utiču na kretanje inflacije. Ipak, postojeći rezultati kao i teorijski argumenti, pružaju dovoljno osnova da se preispitaju dominantni stavovi prema kojima je aktuelna inflacija rezultat velikog broja poremećaja na strani ponude, a da fiskalna i monetarna ekspanzija nisu uticale na ubrzanje inflacije tokom pandemije COVID-19.

5. ZAKLJUČAK

Snažni fiskalni i monetarni stimulansi pokazali su delotvornost u pogledu ublažavanja pada BDP i stvaranja pogodnih uslova za njegov snažan rast nakon ublažavanja epidemioloških mera. Fiskalni i monetarni stimulansi su sprečili znatniji rast nezaposlenosti i pad dohodaka građana, usled čega je pad tražnje domaćinstava tokom 2020. godine bio mali i privremen. Osim toga stimulansi su očuvali likvidnost preduzeća u periodu kada su u mnogima od njih značajno smanjeni obim proizvodnje i prodaje, a neka su privremeno prestala sa radom. Fiskalni i monetarni stimulansi su održali agregatnu tražnju čime je sprečeno pokretanje negativne spirale u okviru koje bi inicijalni pad ponude doveo do pada tražnje, dok bi pad tražnje dodatno oborio ponudu itd. Održanje tražnje i likvidnosti preduzeća omogućilo je snažan oporavak privrede odmah nakon ublažavanja epidemioloških ograničenja. Ipak, prekidi proizvodnje i trgovine tokom pandemije ostavili su ožiljke na privredi u obliku pokidanih lanaca snabdevanja, koji su doveli do nestašice nekih proizvoda i usporavanja oporavka nekih delatnosti. Stoga relativno veliki broj zemalja i privrednih delatnosti neće tokom 2021. godine dostići pretkizni nivo privredne aktivnosti.

Fiskalni i monetarni stimulansi doprineli su pojavi relativno velikog jaza između agregatne tražnje i proizvodnje. Navedeni jaz je dodatno uvećan tokom 2021. godine, kada je počelo trošenje privremene štednje domaćinstava koja je akumulirana tokom 2020. godine kao odgovor na rastuće ekonomske i zdravstvene rizike. Jaz između tražnje i ponude doveo je već tokom prve polovine 2021. godine do rasta inflacije koji je ubrzan u drugoj polovini godine. Rast inflacije je počeo znatno ranije i znatno je veći nego što su to vodeće centralne banke očekivale. Malo je verovatno da će jaz između ponude i tražnje biti otklonjen isključivo kroz povećanje ponude, pa je stoga prilično izvesno da će centralne banke verovatno već tokom prve polovine 2022. godine povećati restriktivnost monetarne politike. Povećanje restriktivnosti monetarne politike, imaće za posledicu usporavanje oporavka privrede, ali i zaoštavanje problema sa servisiranjem javnih i privatnih dugova.

Srbija se prema veličini fiskalnih i monetarnih stimulansa nalazi pri vrhu evropskih zemalja i među 20% zemalja u svetu koje su imali najsnažnije stimulanse. Snažni stimulansi, uz strukturu privrede koja je povoljna sa stanovišta epidemioloških mera i visoku pretkriznu stopu rasta, uticali su da Srbija ostvari dobre rezultate u pogledu kretanja BDP tokom pandemije. Međutim, monetarna i fiskalna ekspanzija su verovatno uticale da Srbija u 2021. godini ostvari nešto veću inflaciju u odnosu na regionalni i evropski proseka.

LITERATURA:

- Arsić, M. A. Nojković I E. Maksimović (2021) “Uticaj karakteristika privrede i politika države na kretanje BDP u 2020. Godini”, *Kvartalni monitor* 64, FREN
- Auerbach, A., Gorodnichenko, Y., 2012. Measuring the Output Responses to Fiscal Policy. *American Economic Journal: Economic Policy* 4 (2), 1–27.
- Barro, R. (1989). The Ricardian approach to budget deficit. *Journal of Economic Perspectives*, 3(2), 37-54.
- Blanchard, O. i Galí, J. (2007), “Real Wage Rigidities and the New Keynesian Model“ *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol. 39, No. s1, pp. 35-65.
- Diamond, P. A. (1965). National debt and neoclassical economic growth. *American Economic Review*, 1965, 55, 1125-1150
- ECB (2021) “*Way is inflation currently so high*”, Saopštenje
- Eisner, R. (1989). Budget deficits: rhetoric and reality, *Journal of Economic Perspectives*, 3(2), Spring; 73-93.
- Frankfurter Allgemeine Sonntagszeitung (2021)”Interview with Christine Lagarde, President of the ECB”, 26 november.
- Izetzki, E., Mendoza, E. G., Végh, C.A., 2013. How big (small?) are fiscal multipliers? *Journal of Monetary Economics* 60 (2), 239-254.
- IMF (2021) “*World Economic Outlook: Recovery during a Pandemic—Health Concerns, Supply Disruptions, Price Pressures*. Washington, DC, October.
- Mineshima, A., M. Poplawski-Ribeiro, and A. Weber, (2014), “Size of Fiscal Multipliers,” in *Post- Crisis Fiscal Policy*, C. Cottarelli, P. Gerson, and A. Senhadji (eds.), MIT Press, Cambridge, MA, pp. xiv + 562.
- Petrović, P., M. Arsić and A. Nojković. (2021), “Increasing public investment can be an effective policy in bad times: Evidence from emerging EU economies”, *Economics Modelling* 94, 580-597.
- Ramey, V. A., Zubairy, S., 2018. Government Spending Multipliers in Good Times and in Bad: Evidence from U.S. Historical Data. *Journal of Political Economy* 126 (2), 850-901.