

Naslednji inflacijski val

Pri razmišljanju o inflaciji je treba upoštevati izkušnje (tudi iz nedavne preteklosti) in jih prilagoditi zdajšnjim cenovnim razmeram.

Finance, Avtor: [Lucrezia Reichlin](#), 15.02.2024

Potem ko je sredi leta 2022 inflacija v ZDA in na evrskem območju dosegla najvišjo raven v zadnjih desetletjih, se je v drugi polovici minulega leta močno znižala. Decembra pa sta se skupni indeks cen življenjskih potrebščin (**CPI**) v ZDA in harmonizirani indeks cen življenjskih potrebščin (HICP) na evrskem območju nekoliko zvišala. Je bil to popotresni ali predpotresni sunek?

Hitrost lanskega znižanja inflacije je presenetila mnoge, ne nazadnje tudi centralne banke, ki so vztrajale, da je še prezgodaj govoriti o zmagi. Toda ali pozivajo k previdnosti, ker menijo, da v ozadju obstaja vztrajen inflacijski pritisk – kar bi lahko pojasnilo nedavno rast inflacije – ali pa preprosto priznavajo negotovost?

Zdi se, da trgi sprejemajo zadnjo razlago, saj pričakujejo, da bosta tako ameriška centralna banka **Fed** kot **Evropska centralna banka** spomladi začeli zniževati obrestne mere. To pričakovanje ni neutemeljeno: če upoštevamo šestmesečno spremembo jedrne inflacije, ki je časovno bolj ustrezen kazalnik osnovne inflacije kot 12-mesečna sprememba, so tako v ZDA kot na evrskem območju inflacijo znižali na ciljno raven dveh odstotkov. Podatki kažejo na vztrajno zniževanje, ne glede na nedavno (majhno) povečanje ključnih števil.

To pomeni, da bi se stabilnost cen lahko znova vzpostavila v treh letih, kar bi v skladu z večino definicij pomenilo, da je zadnji izbruh inflacije prehodne narave. A ne zapletimo se v precej pedantno razpravo med tistimi, ki so trdili, da bo inflacija kratkotrajna, in tistimi, ki so predvidevali, da bo vztrajala dlje. Namesto tega si moramo prizadevati za razumevanje mehanizmov, ki so inflacijo potisnili navzgor in nato navzdol, da bi se lahko naučili, kako se odzvati na prihodnja nihanja cen.

Monetarna politika je močno orodje; sčasoma lahko vedno zniža inflacijo. In centralne banke se pogosto spodbujajo, naj takoj začnejo ukrepati, in sicer z utemeljitvijo, da če ne bodo hitro in odločno posredovale, se lahko inflacijska pričakovanja razrahljajo oziroma odsidrajo, kar bi

spodbudilo spiralo plač in cen, to pa bi vodilo v izgubo delovnih mest. To je bila zgodba iz sedemdesetih let prejšnjega stoletja.

Toda agresivno znižanje inflacije je povezano s stroški, omejevanje inflacije pa lahko ogrozi gospodarsko rast in uspešnost finančnega sektorja. Podrobnosti so deloma odvisne od dejavnikov, ki povzročajo inflacijo. Če je krivec za to neenakomeren šok v ponudbi (povezan z velikimi relativnimi spremembami cen), bodo stroški dezinflacije verjetno višji, kot če je vzrok skokovito povečanje skupnega povpraševanja.

To nas pripelje do zadnjega skoka inflacije. Na evrskem območju so ga najverjetneje poganjali predvsem neenakomerni energijski in dobavni pretresi, ki so se postopoma prenašali med različnimi sektorji gospodarstva, najprej v industriji, nato v storitvah. Podobno se je verjetno zgodilo tudi v ZDA, a je bilo manj izrazito.

Na obeh gospodarskih območjih je bil pritisk zaradi »dohitevanja«
plač skromen, ni bilo znamenj plačno-cenovne spirale. In med fazo zniževanja inflacije trg dela ne v ZDA ne v Evropi ni pomembno oslabil. Z drugimi besedami, tako inflacija kot dezinflacija sta potekali na trgih blaga, ne na trgih dela.

Takšno razlago potrjuje dejstvo, da je znižanje jedrne inflacije (ki ne upošteva nestanovitnih cen hrane in energije) sicer zaostajalo za znižanjem skupne inflacije, vendar se jedrna inflacija zdaj približuje ciljni vrednosti dveh odstotkov. Do tega presenetljivo močnega upada je prišlo, preden se je gospodarska aktivnost začela umirjati (verjetno kot posledica zaostrovanja denarne politike). Po podatkih **Eurostata** je bila četrtna rast BDP v Nemčiji v drugem in tretjem četrtnem letu 2023 enaka nič, v zadnjem četrtnem letu pa se je po ocenah znižala na -0,3 odstotka. Povprečje evrskega območja se je izkazalo nekoliko bolje, saj v zadnjem lanskem četrtnem letu ni bilo rasti, potem ko so v tretjem četrtnem letu izmerili 0,1-odstotni upad. Povpraševanje po bančnih posojilih je po podatkih ankete Evropske centralne banke zdaj šibkejše kot v času krize državnega dolga leta 2011.

Utemeljeno lahko pričakujemo, da bodo začasni skoki inflacije, ki jih povzročajo velika nihanja relativnih cen, pogostejši. Za začetek temu v prid govori dejstvo, da smo v obdobju energetskega prehoda, tako da lahko povečanje povpraševanja po energiji naleti na omejitve pri oskrbi, ki so še toliko bolj verjetne ob vse večjih geopolitičnih napetostih. Napadi hutijevskih upornikov na ladje v Rdečem morju že nakazujejo, kaj se lahko zgodi.

V teh okoliščinah se lahko izkaže, da neposredno monetarno ciljanje inflacije ni dovolj. Centralne banke bi morale razmisliti, ali bi si ob neenakomernih ponudbenih šokih dale več časa za to, da inflacijo vrnejo na ciljno raven. Navsezadnje se bo standardni recept agresivnega zaostrovanja denarne politike, ki deluje tako, da zmanjšuje agregatno povpraševanje, izkazal za manj učinkovitega pri omejevanju inflacije, ki jo povzročajo neenakomerni šoki na strani ponudbe. Poleg tega bo povzročil visoke stroške. Pretirano zaostrovanje poleg tega, da ogroža finančno stabilnost in stopnjo zaposlenosti, ovira relativno prilagajanje cen in s tem zmanjšuje učinkovitost razporejanja virov. Če bodo denarni pogoji ostali zaostreni dlje časa, bo to morda odvrnilo vlagatelje od dolgoročnih naložb, kot denimo v zeleno tehnologijo.

Če povzamemo, kadar je inflacija posledica omejitev na strani ponudbe, samo zaostrovanje denarne politike ni rešitev. Potrebni bodo tudi ukrepi fiskalne politike ter usklajevanje denarne in fiskalne politike. Ne živimo v sedemdesetih ali devetdesetih letih prejšnjega stoletja. Pri razmišljanju o inflaciji je treba upoštevati izkušnje (tudi iz nedavne preteklosti) in jih prilagoditi zdajšnjim cenovnim razmeram ter na tej podlagi poskušati predvideti, kaj nas čaka v prihodnosti.

Lucrezia Reichlin je nekdanja direktorica raziskav pri Evropski centralni banki, trenutno profesorica ekonomije na **London Business School**.