

Gospodarstvo v času šokov

(Velimir Bole)

Uvod

Zaradi velikih šokov (eksternih in ekonomsko političnih) se je nihanje gospodarske aktivnosti in inflacije po začetku epidemije močno povečalo. Kaže, da se bo intenzivno nihanje enake (torej eksterne in ekonomsko politične) narave nadaljevalo še nekaj časa tudi po umirjanju epidemije. Zaradi pogostosti šokov se je nepredvidljivost okolja zelo povečala. Svoje pa so k nepredvidljivosti gospodarskih dosežkov prispevali tudi nosilci ekonomske politike, ki celo v »najbolj tržnih« gospodarstvih segajo po repertoarju ukrepov nerazvitih ali celo nekdanjih planskih gospodarstev, ki se pred epidemijo še omeniti niso smeli (neposredno se, na primer, vpletajo v tržni mehanizem, limitirajo cene, fizično racionirajo in distribuirajo porabo, ipd.), zaradi česar postajajo reakcije gospodarstva še bolj negotove in kratkoročne. Takšne so zato tudi ocene dejanskih gospodarskih dosežkov.

Tako, na primer, še vedno ni jasno, kaj je v ozadju močno povečane amplitude nihanja aktivnosti po tretjem valu epidemije, še zlasti kakšno vlogo imajo pri tem drastični ekonomsko politični ukrepi v času epidemije ter njihove posledice na stiskanje ponudbenih verig, dalje, pospeševanje cen surovin, še zlasti energentov, po drugi polovici 2021 ter sankcije proti Rusiji po prvem četrtletju letos. Ker gre praviloma za ekonomsko politične ali eksterne faktorje, je seveda zanimivo tudi vprašanje, kako velike so in od kod izvirajo razlike v trajektoriji okrevanja gospodarske aktivnosti po epidemiji med Slovenijo in Evro območjem. Če so v ozadju teh razlik predvsem ekonomsko politični faktorji, namreč različen obseg trošenja države, je za nosilce ekonomske politike zelo pomembna ocena kratkoročnih in dolgoročnih javnofinančnih stroškov teh razlik. Še posebno, ker se ponovno pripravljajo za drastični poseg v delovanje gospodarstva, tokrat zaradi inflacije in ne aktivnosti, tako da bodo javnofinančni stroški interveniranja, še zlasti financiranje dolga, ponovno na tapeti.

Sedaj, ko se v naglici pripravljajo paketi daljnosežnih, tudi izrazito »planskih«, protiinflacijskih ekonomsko političnih intervencij in je zato verjetno pred durmi še ena velika kontrakcija gospodarske aktivnosti pa je verjetno najbolj pomembno vprašanje relativne velikosti prispevkov različnih faktorjev inflacije, torej vprašanje, kakšen je prispevek obsežne ekonomske pomoči države (torej povečanega povpraševanja) vse od začetka epidemije in kakšen omenjenih eksternih-ponudbenih faktorjev (stiskanja ponudbenih verig, cen surovin in sankcij) k veliki pospešitvi inflacije v zadnjih štirih četrtletjih, torej koliko je pri sedanji inflaciji stagflacijskih značilnosti in koliko značilnosti inflacije povpraševanja. Od tega je namreč odvisno kako zaustaviti inflacijo, da bi bili narodnogospodarski stroški (kontrakcija gospodarske aktivnosti in povečanje nezaposlenosti) njenega umirjanja čim manjši.

Prispevek skuša v nadaljevanju odgovoriti na omenjena vprašanja.

Najprej je dokumentirano gibanje aktivnosti in končnega povpraševanja v obdobju od začetka epidemije do 2022/II. Dejanska trajektorija gospodarskih dosežkov je primerjana z dolgoročnimi (pred covidnimi) trendnimi vrednostmi. Takšna primerjava omogoča grobo oceno učinka vseh, za epidemijo specifičnih, ukrepov države, namreč ukrepov socialnega distanciranja kakor tudi ukrepov ekonomske pomoči s katerimi je država skušala omiliti posledice velikega padca trošenja, ki ga je povzročila z ukrepi socialnega distanciranja.

V drugem poglavju je prikazana dinamika in proizvodna struktura inflacije. Še posebno nazorno je dokumentirana hitra (glede na Evro območje) endogenizacija eksogenih cenovnih šokov.

Faktorji, ki poganjajo hitro rast trošenja, so analizirani v tretjem poglavju. Prispevek se ukvarja predvsem s (pre)obsežno in stihijsko kanalizirano ekonomsko pomočjo države, hitro rastjo prejemkov zaposlenih ter padcem nagnjenosti k trošenju gospodinjstev, kar je v obdobju epidemije povzročilo veliko kumuliranje kupne moči gospodinjstev, ki se je po 2021/II začela sproščati in pritiskati na cene. Dokumentirana je tudi dinamika kumulativnega poslabšanja javnofinančnega stanja, ki ga je povzročilo omenjeno obsežno in (glede prejemnikov) stihijsko trošenje države v času epidemije. Ilustrirane so tudi potencialne sektorske razlike v velikosti povpraševanja.

Na ponudbeni strani so analizirane posledice eksternih ponudbenih omejitev (pritiska na ponudbene verige, cen surovin in sankcij) kakor tudi internih (endogenih) sektorskih omejitev, predvsem velikega pomanjkanja delavcev v praktično vseh dejavnostih!

Z modelom slovenskega oziroma evrskega gospodarstva so kvantificirani prispevki k inflaciji vseh navedenih skupin faktorjev.

V sklepnem poglavju prispevka je podan daljši komentar prikazanih gospodarskih dosežkov in možnih ekonomsko političnih ukrepov.

1. Aktivnost in končno povpraševanje

Na sliki 1.1 je ilustrirana trajektorija realnega (desezoniranega) BDP in ustreznih dolgoročnih (pred covidnih) trendnih vrednosti za Evro območje in Slovenijo. Vrednosti BDP so normalizirane na zadnje četrletje pred izbruhom epidemije Covida (2019/IV=1). Na dlani je, da so ekonomsko politični ukrepi socialnega distanciranja, ki so implementirani zaradi epidemije Covida, v prvih dveh četrletjih 2020 močno skrčili aktivnost gospodarstva, še posebno v drugem četrletju 2020, ko je v Evro območju padla za okoli 15% v Sloveniji pa za 14 % pod raven

doseženo v zadnjem četrtletju 2019. Ekonomsko politično nevtraliziranje posledic socialnega distanciranja (namreč ekonomska pomoč države) je nato začelo potiskati BDP navzgor, tako da je (desezonirana) gospodarska aktivnost v Sloveniji po 2020/II praktično celotno razdobje do 2022/II naraščala, čeprav so se stopnje rasti opazno spreminjale. Še zlasti opazno je gospodarska aktivnost pospešila po 2021/III, tako da je v drugem četrtletju 2022 praktično že dosegla dolgoročne trendne vrednosti iz obdobja pred začetkom epidemije Covida. Okrevanje je bilo v Evro območju podobne narave, vendar po intenzivnosti bolj počasno, saj je BDP v drugem četrtletju letos še vedno zaostajal za dolgoročnimi trendnimi vrednostmi za okoli 4%.

Spremembe v strukturi končnega povpraševanja so ilustrirane na slikah 1.2 -1.5, prikazana je dinamika in struktura okrevanja ključnih komponent končnega trošenja za Evro območje in Slovenijo. Podobno kot na sliki 1.1 so na vseh slikah dokumentirane dejanske desezonirane vrednosti, normalizirane na 2019/IV=1, kakor tudi ustrezna raven dolgoročnih (pred covidnih) trendnih vrednosti. Slike kažejo, da sta gospodarsko aktivnost v Sloveniji očitno daleč najbolj poganjali trošenje države in gospodinjstev, saj sta v obeh primerih sredi letošnjega leta (2022/II) že opazno presegali tako vrednosti na začetku epidemije (za 6% oziroma 12%) kot tudi dolgoročne trendne vrednosti. Končno trošenje države je v Sloveniji, zaradi intenzivnega ekonomsko političnega podpiranja gospodarstva, dolgoročne trendne vrednosti presegalo celotno obdobje epidemije, trošenje gospodinjstev pa od sredine 2021 dalje. Tudi v Evro območju sta bili končno trošenje države in trošenje gospodinjstev najkrepkejši komponenti končnega trošenja, vendar sta obe, tako po intenzivnosti kot po trajanju, precej zaostajali za ustreznim trošenjem v Sloveniji. Trošenje gospodinjstev v Evro območju tako še sredi letošnjega leta ni doseglo dolgoročnih trendnih vrednosti, trošenje države pa jih je začelo presegati šele v tretjem četrtletju 2020.

Tako v Sloveniji kot v Evro območju je bil izvoz tretja najkrepkejša, investicije pa najšibkejša komponenta končnega trošenja (glej sliki 1.4 in 1.5), še posebno v Evro območju. Izvoz je tako v Sloveniji kot v Evro območju sredi letošnjega leta že presegel vrednosti na začetku epidemije, vendar je istočasno še vedno opazno zaostajal za dolgoročnejšimi trendnimi vrednostmi, v Evro območju za okoli 5% v Sloveniji pa za 10%. Pri tem je bilo ključno predvsem opazno zaostajanje izvoza storitev, ki ga je prisilno omejevanje socialnega mreženja najbolj prizadelo. Zaostanek okrevanja investicij je bil v Sloveniji podoben kot pri izvozu, medtem ko je bil v Evro območju še bistveno večji. Okrevanje investicij tudi po umirjanju epidemije še vedno močno zaostaja za ostalimi komponentami končnega trošenja; še sredi letošnjega leta so investicije v Evro območju zaostajale za skoraj 10% za vrednostmi pred začetkom epidemije, zaostanek za dolgoročnimi trendnimi vrednostmi pa je bil še večji.

2. Inflacija

Trajektorija inflacije po začetku 2019 je prikazana na sliki 2.1. Do začetka epidemije je letna rast cen stagnirala na okoli 2% letno. Ob izbruhu epidemije se je zaradi ukrepov socialnega distanciranja v veliki meri ustavilo poslovanje več sektorjev (na primer, gostinstva, trgovine na drobno, javnega transporta, kulturne dejavnosti, razvedrilne in rekreacijske dejavnosti, ipd.). Zaradi ustreznega drastičnega pešanja gospodarske aktivnosti se je rast cen zmanjšala in v razdobju 2020/4-2021/2 postala v Sloveniji medletno celo negativna. K zmanjševanju rasti cen so največ prispevale nižje cene energije, še zlasti veliko (preko 20%) znižanje cen tekočih goriv, ki ga je povzročil drastičen padec cene nafte (za 50%) in plina (za 40%). Kot kaže slika 2.1 je bilo podobno tudi v Evro območju, le da so bile stopnje rasti malo višje in negativne krajši čas.

Pospeševanje gospodarske rasti je po tretjem valu epidemije najprej potisnilo rast cen na normalnih okoli 2% letno, da bi po 2021/8 začelo sistematično pospeševati rast cen še bistveno višje, tako da je junija letos rast cen medletno že preseгла 10%. Kot so cene energije stiskale življenjske stroške v obdobju prvega vala epidemije so po 2021/10 bile glavni generator pospeševanja rasti življenjskih stroškov, saj so po 2021/10 sistematično rastle hitreje kot 20% letno, po maju letos pa celo po preko 35% letno.

Do začetka vojne (2022/2) se je rast cen v Sloveniji povečevala v korak z rastjo v Evro območju, medtem ko je po začetku vojne inflacija v Sloveniji začela opazno prehitovati inflacijo v Evro območju. Podatki kažejo, da do prehitovanja prihaja zaradi hitrejše endogenizacije rasti cen v Sloveniji in ne zaradi same vojne oziroma sankcij. Čeprav so cene industrijskih izdelkov brez energije precej zaostale v pospeševanju (julija letos so naraščale medletno po malo nad 6%) pa namreč sliki 2.2, kjer je prikazana osnovna inflacija (življenjski stroški brez energije in nepredelane hrane), in 2.3, kjer so prikazane cene storitev, dokumentirata hitro endogenizacijo rasti cen, ki je v Sloveniji še opazno hitrejša kot v Evro območju. Cene večine glavnih skupin življenjskih stroškov namreč naraščajo precej hitreje kot bi ustrezalo deležu energentov v njihovih stroških ocenjenem s pomočjo medsektorskih tabel¹. Podjetja očitno izkoriščajo nepreglednost »inflacijskega okolja« in povečujejo cene precej bolj kot se povečujejo njihovi stroški.

Hitrejšo povečevanje cen od ustreznih stroškov je med drugim lahko posledica tudi manj konkurenčne tržne strukture na posameznih segmentih proizvodnje, torej omogoča regulatorju trga, da identificira segmente proizvodnje, ki bi morali biti v bolj sistematičnem nadzoru, saj nazorno kaže, kje prihaja do potencialnega izkoriščanja večje tržne moči. Na sliki 2.4 je, na primer, ilustrirana struktura kumulativnega povečanja cen od 2021/1 do 2022/7 za osnovne skupine proizvodov. Ilustrirane so cene julija 2022 v odstotku cen januarja 2021. Modro so

¹ »Mark up« cen je torej precej večji od ustreznega povečanja stroškov.

označene vrednosti za Evro območje, rdeče pa za Slovenijo. Slika kaže, da so se cene vseh glavnih skupin produktov razen komunikacij v razdobju 2021/1-2022/7 v Sloveniji kumulativno bolj povečale kot v Evro območju. Nekatere skupine so povečale cene relativno glede na Evro območje celo bistveno več od povprečja. Najbolj so presegli povečanje cen v Evro območju v dveh skupinah: »04 stanovanje, voda, električna energija, plin in drugo gorivo« in »07 prevoz«, kjer so cene v Sloveniji porasle v obdobju 2021/1-2022/7 za skoraj 10% več kot v Evro območju.² Znatno nad povprečjem so presegli povečanje evrskih cen tudi v skupini »05 stanovanjska in gospodinjska oprema in tekoče vzdrževanje stanovanj« ter v skupini »06 zdravstvo«.

3. Faktorji povpraševanja

Država. Zdi se smiselno, da so tekom epidemije potrošne in proizvodne enote prilagodile svoje obnašanje ukrepom socialnega distanciranja in so zato podobne ekonomsko politične omejitve sčasoma imele vse manjše učinke na trošenje. Navkljub temu pa je pomembno vprašanje, kaj je tako sistematično popravljalo dinamiko vseh ključnih komponent končnega trošenja v času umirjanja epidemije in še zlasti, kako pomembni so ti gonilniki hitre rasti povpraševanja v zadnjem obdobju, ko se je zelo pospešila tudi rast cen.

Za pričakovati je, da je bilo ekonomsko politično podpiranje gospodarstva in prebivalstva v času epidemije eden od ključnih gonilnikov povpraševanja, še posebno za dokumentirano krepko rast končnega trošenja države in trošenja gospodinjstev. Podatki to potrjujejo.

Celotni izdatki države so v obdobju epidemije močno porasli, tako v Sloveniji kot v Evro območju. Kako drastičen je bil porast izdatkov države ilustrirajo slike 3.1-3.3, kjer je prikazano odstopanje izdatkov države od dolgoročnih (pred covidnih) trendnih vrednosti³. Zaradi neposredne primerjave odstopanja fiskalnih izdatkov med Slovenijo in Evro območjem, so vrednosti tudi normalizirane, zato so prikazane na enoto povprečnega četrletnega BDP v 2019⁴.

² Ožje definiranih podskupin, kjer je povečanje cen preseglo povečanje v Evro območju za enako ali več od obeh navedenih, je kar nekaj (na primer, "proizvodi in storitev za vsakdanje vzdrževanje stanovanj", "tekoča goriva in maziva", ipd.).

³Države EU niso vodile evidence o izdatkih namenjenih ekonomski pomoči za časa epidemije v posebnem – ločenem skladu. Zato so izdatki širše države za ekonomsko pomoč v času epidemije ocenjeni s kvantifikacijo odstopanja od dolgoročnega trenda. Takšna ocena se zdi relativno enostavna in robustna ocena ustreznih (sicer po raznih postavkah "razmetanih") izdatkov širše države.

⁴Zaradi velikega nihanja tekočega BDP in rasti cen v času epidemije je prikazovanje trošenja države na enoto tekočega BDP neprimerno za ilustracijo ekspanzije izdatkov države. Omeniti velja tudi, da je bil povprečni četrletni BDP v 2019 v Sloveniji 12.099 mrd in v Evro območju 2996.130 mrd.

Slika 3.1 nedvoumno kaže izredno ekspanzijo izdatkov širše države, s katerimi je ekonomska politika skušala nevtralizirati posledice ukrepov socialnega distanciranja, ki jih je sama implementirala zaradi zaviranja epidemije Covida. Povečanje izdatkov širše države je bilo lansirano v treh valovih: v drugem četrletju 2020, v obdobju od 2020/IV-2021/II ter v zadnjem četrletju 2021. V prvem in drugem valu je širša država v Sloveniji v vsakem četrletju z izdatki preseгла dolgoročne trendne vrednosti za več kot 6% povprečnega četrletnega BDP v 2019 (torej za preko 0.73 milijarde), v Evro območju pa za okoli 3.8% (114 milijard). Preseganje trendnih vrednosti izdatkov širše države je bilo v Sloveniji očitno bistveno (skoraj za 60%) večje kot v Evro območju.

Večji del izdatkov za nevtraliziranje posledic ukrepov socialnega distanciranja je širša država kanalizirala v gospodarstvo preko subvencij in dodatnih transferjev kot ilustrira slika 3.2. Na dlani je, da je preko teh instrumentov širša država v Sloveniji v času Covida kanalizirala bistveno večji delež izdatkov ekonomske pomoči kot v Evro območju. Saj so izdatki pri subvencijah in dodatnih transferjih presegali trendne vrednosti v Sloveniji le za približno eno šestino manj od ustreznega preseganja povečanja skupnih izdatkov pomoči, medtem ko je bilo v Evro območju ustrezno preseganje transferjev in subvencij skoraj pol manjše.

Na sliki 3.3 je prikazano kumulativno odstopanje izdatkov širše države od dolgoročnih trendnih vrednosti, torej kumulativna razlika med dejanskimi izdatki širše države (uperjenimi v omilitev posledic ukrepov socialnega distanciranja) in ustreznimi trendnimi vrednostmi v razdobju po 2019/IV. V Sloveniji je v celotnem obdobju epidemije širša država očitno sistematično prehitevala trendni obseg izdatkov države opazno bolj kot Evro območje. Do prvega četrletja 2022 je bilo presežnih izdatkov širše države uperjenih v omilitev posledic ukrepov socialnega distanciranja v Sloveniji relativno za dobro četrtno večje kot v Evro območju (v Sloveniji je preseganje trendnih vrednosti doseglo dobrih 40% povprečnega četrletnega BDP v 2019, v Evro območju pa slabih 30%). V kolikor bi bili ustrezni izdatki širše države v Sloveniji kalibrirani tako kot v Evro območju bi potemtakem bili v Sloveniji izdatki širše države za omilitev posledic ukrepov socialnega distanciranja za slabe 1.6 milijarde nižji.

V času epidemije so države pomagale gospodarstvu tudi z zmanjševanjem davkov. Vendar je ocena učinkov tovrstne podpore gospodarstvu (v času epidemije) na enak način kot za izdatke pristrana navzgor, saj je zaradi zmanjševanja gospodarske aktivnosti davčni donos pri nekaterih davčnih oblikah padel že avtomatično zaradi zmanjšanja davčne osnove, torej neodvisno od ekonomske pomoči države. Je pa tovrstna ocena izdatkov potrebna za oceno celotnega učinka epidemije in ustreznih ukrepov države na javnofinančni saldo.

Odstopanje prihodkov države od trendnih vrednosti je ilustrirano na slikah 3.4 in 3.5. Na dlani je, da je bila dinamika odstopanja prihodkov države od trendnih vrednosti v Sloveniji zelo podobna kot v Evro območju, le od drugega četrletja 2021 dalje so bili prihodki v Evro območju (glede

na ustrezne trendne vrednosti) izdatnejši. Navkljub temu so bile kumulativne razlike med Evro območjem in Slovenijo od začetka epidemije do sredine letošnjega leta majhne. Kot namreč kaže slika 3.5, je bilo kumulativno odstopanje prihodkov države od trendnih vrednosti do 2022/I v Evro območju le za okoli 4% (četrtnega BDP v 2019) večje kot v Sloveniji.

Bistveno večje (in bolj stihjsko) podpiranje potrošnih in proizvodnih enot v času epidemije (pri skoraj enakem poslabšanju prihodkov države) je v Sloveniji seveda povzročilo znatno večje poslabšanje javnofinančnega salda kot v Evro območju. Primerjavo omogočata sliki 3.6 in 3.7, kjer je ilustrirano tekoče in kumulativno odstopanje od trendnih vrednosti javnofinančnega salda. Odstopanja so ponovno prikazana v deležu povprečnega četrtnega BDP v 2019. Na dlani je, da je v Sloveniji z izjemo tretjega četrtnega leta 2020 v vseh četrtnih letih epidemije javnofinančni saldo odstopal od trendnih vrednosti opazno bolj kot v Evro območju. V celotnem razdobju 2020/I-2022/I je bilo kumulativno odstopanje od trendnih vrednosti javnofinančnega salda v Sloveniji za približno 20% četrtnega BDP v 2019 večje kot v Evro območju⁵.

Opazno veliko kumulativno povečanje javnofinančnega deficita je močno potisnilo navzgor tudi zadolženost države, kot kaže slika 3.8. V Sloveniji se je zadolženost povečala glede na 2019/IV za 26.7% , v Evro območju pa za 19%. Tako da je v 2022/I v Sloveniji že presegla 331% četrtnega (torej 82% letnega) BDP v 2019. Vendar je opazna pospešitev inflacije (med drugim tudi zaradi povečanega trošenja države) že prikrila povečano zadolženost, saj je zadolženost v 2022/I preračunana na BDP v istem četrtnem letu le 69.3% na letni ravni.

Kot kaže slika 3.9, je država do 2022/I, zaradi poceni zadolževanja in nizkih oziroma negativnih donosov na finančne instrumente, tako v Sloveniji kot v celotnem Evro območju povečala likvidnost (depozite in gotovino) za približno polovico, tako da so v Sloveniji v 2022/I likvidna sredstva že skoraj dosegla obseg povprečnega četrtnega BDP v 2019 oziroma obseg dobre polovice ustreznih celoletnih izdatkov države. Navkljub podobnemu povečanju, bi dosežni obseg likvidnosti države v Evro območju v 2022/I zadoščal le za dobro četrtnino letnih izdatkov države.

Tekoče povečanje kupne moči prebivalstva. Ekonomsko politični ukrepi države zaradi zmanjšanja oportunitetnih stroškov socialnega distanciranja naj bi bili uperjeni predvsem v preprečitev transformacije ponudbenega šoka (zaradi ukrepov socialnega distanciranja) še v šok povpraševanja, kakor tudi omilitev ustreznega kratkoročnega zmanjšanja zaposlenosti in zato v znižanje stroškov ponovnega zaposlovanja (»job matching«-a), ko bi prenehali ukrepi socialnega distanciranja. Dejansko pa je večina držav EU ukrepala bistveno bolj stihjsko in predvsem bolj obsežno, ravno nasprotno od »lekarniškega« dodeljevanja pomoči v obdobju velike finančne krize. Slovenija (skupaj z večino novih članic EU) je glede tega še zlasti izstopala, saj se je

⁵ V nominalnem znesku torej približno 2.4 milijarde evrov.

prvotni fokus interveniranja v zaporednih valovih pomoči države popolnoma izgubil⁶. Interveniranje države ni le nevtraliziralo padec sredstev zaposlenih, ki so ga povzročili ukrepi socialnega distanciranja, temveč je ta sredstva drastično povečalo. Sliki 3.10 in 3.11 nazorno ilustrirata posledice bistveno večje podpore, ki jo je v Sloveniji država nudila gospodarstvu zaradi omilitve posledic ukrepov socialnega distanciranja. Na prvi sliki 3.10 je prikazano gibanje sredstev za zaposlene (normiranih s povprečnimi četrtletnimi sredstvi za zaposlene v 2019) v obdobju epidemije, medtem ko je na drugi sliki 3.11 prikazano gibanje deleža sredstev za zaposlene v dodani vrednosti gospodarstva. Kot kaže slika 3.10 se sredstva za zaposlene v Sloveniji zaradi ukrepov države celo v drugem četrtletju 2020 niso zmanjšala, čeprav sta dodana vrednost (in BDP) drastično padla. Istočasno pa so sredstva za zaposlene v Evro območju padla za skoraj 8% četrtletnega povprečja v 2019. Naslednji večji pospešek, glede na Evro območje, so sredstva za zaposlene v Sloveniji dobila v drugem valu ekonomsko politične podpore (2020/IV), nato pa so rasla približno enako hitro do sredine letošnjega leta. Sredstva za zaposlene so tako v povprečju obdobja epidemije (2020/I-2021/IV) glede na povprečno četrtletje 2019 v Sloveniji porasla za 5.4 odstotnih točk (za 0.63 milijarde) več kot, če bi rastla tako kot v Evro območju. Kumulativno so torej sredstva za zaposlene do 2022/II porasla za 6.3 milijarde več, kot če bi imele enako dinamiko kot v Evro območju!

Da povečanje sredstev za zaposlene ni imelo nobene zveze s spreminjanjem dodane vrednosti v gospodarstvu kaže slika 3.11, kjer je, kot rečeno, prikazan delež sredstev za zaposlene v dodani vrednosti. Slika jasno dokumentira relativne posledice stihijskega interveniranja širše države v Sloveniji, še posebno v prvem in drugem valu interveniranja. Delež sredstev za zaposlene je že v drugem četrtletju 2020 poskočil za okoli 12% in je na povišani ravni vztrajal do 2021/III med tem ko je v Evro območju porasel le za 4.7% in se je normaliziral že konec 2020!

Sproščanje kumulirane kupne moči. Dokumentirano opazno večji izdatki države (za omilitev posledic omejevanja socialnega mreženja), ki so neposredno (in posredno) kanalizirani v sektor gospodinjstev pa so imeli še eno dolgoročno (še posebno za aktualno rast inflacije) zelo pomembno posledico. Prebivalstvo je namreč zaradi povečane dohodkovne negotovosti (kot vedno v kriznih okoliščinah⁷) pa tudi zaradi skrčenih možnosti potrošnje zaradi ukrepov socialnega distanciranja drastično zmanjšalo nagnjenost k trošenju – torej povečalo privarčevani del dohodkov. Kot kaže slika 3.12, na kateri je prikazana trajektorija privarčevanega dela (desezoniranih) bruto dohodkov, gospodinjstva v Sloveniji v normalni situaciji privarčujejo okoli

⁶Navkljub radodarnemu vendar stihijskemu interveniranju je prišlo do velikih distorzij v sektorski strukturi interveniranja. Kratko so potegnili še posebno sektorji gostinstva, velik del trgovine na drobno ter transporta prebivalstva, kjer se je po izhodu iz krize zaradi tega pojavilo drastično pomanjkanje delavcev. Glej, na primer, študijo Svetovne banke Cirera in drugi (2021) ali Bole in drugi (2022). Zdi se da je masovno interveniranje povzročilo tudi opazno povečanje dohodkovnih razlik med prebivalci, vendar ustrezni podatki (za Ginijev koeficient) o tem precej kasnijo, zato empirično to dejstvo še ni mogoče preveriti.

⁷Do podobnega povečanja varčevanja (zmanjšane nagnjenost k potrošnji gospodinjstev) je prišlo tudi ob izbruhu velike finančne krize konec 2008.

13% do 14% bruto dohodkov. Že na začetku epidemije pa so se privarčevani zneski zelo povečali. Še zlasti močno je porasel privarčevani del dohodkov v drugem valu povečanih izdatkov širše države, saj je konec 2020 porasel celo na 38% bruto dohodkov. Varčevanje v Evro območju, ki je v normalnih okoliščinah malenkost nižje kot v Sloveniji, je v epidemiji prav tako opazno poraslo vendar opazno manj kot v Sloveniji. Medtem ko je bilo povečanje privarčevanega dela dohodkov gospodinjstev v prvem valu covidnega povečanja izdatkov države (do 2020/III) v Evro območju podobno kot v Sloveniji, je bilo v drugem valu povečanje varčevanja v Sloveniji več kot enkrat večje.

Stopnja varčevanja se je tekom 2021 z umirjanjem epidemije in zato večjimi možnostmi trošenja ter prilagajanjem prebivalcev na omejevanje socialnega mreženja kakor tudi zaradi manjše ekonomsko politične podpore (glej sliko 3.12), začela po tretjem četrtletju 2021 zmanjševati. Gospodinjstva so najprej pospešeno normalizirala stopnjo varčevanja, za tem pa so začela zmanjševati varčevanje tudi pod dolgoročno normalnimi vrednostmi stopnje varčevanja ter posledično sproščati do 2021/III kumulirana privarčevana sredstva, stanje katerih se je do takrat že zelo povečalo. V drugi polovici 2021 je zaradi tega začelo prihajati na trg potencialno veliko dodatno povpraševanje gospodinjstev, ki je izviralo iz omenjenih kumuliranih privarčevanih začasnih povečanj dohodkov gospodinjstev.

Obseg in dinamika kumuliranih privarčevanih dohodkov, ki so jih gospodinjstva prejela v obdobju epidemije kot pomoč, sta ilustrirana na slikah 3.13- 3.14, kjer je prikazano odstopanje bruto varčevanja gospodinjstev od dolgoročnih (pred covidnih) trendnih vrednosti (ocenjenih na obdobju 2015/I-2019/IV) ter kumulativno stanje teh odstopanj. Vrednosti so izražene v odstotkih tekočih bruto dohodkov gospodinjstev⁸. Na dlani je, da je začasno povečanje varčevanja gospodinjstev, ki ga je sprožila krizna narava epidemija in začasno povečanje dohodkov zaradi krizne podpore (izdatkov) države, doseglo vrh v prvem polletju 2021, ko je kumulirano začasno povečanje varčevanja v Sloveniji že doseglo obseg polovice bruto četrtletnih dohodkov prebivalcev (slabih 32% četrtletnega BDP), kar je bilo skoraj za 40% več kot v Evro območju v istem obdobju. Na osnovi slike 3.14 se lahko prav tako zaključi, da je ta (v epidemiji) kumulirana (dodatna) kupna moč gospodinjstev še konec letošnjega prvega polletja znašala dobrih 40% bruto četrtletnih dohodkov prebivalcev (okoli 25% četrtletnega BDP), tako v Sloveniji kot v Evro območju, vendar, za razliko s Slovenijo, v Evro območju niti 2022/II gospodinjstva še niso pričela sproščati ustrezne kumulirane kupne moči! Veliko, že omenjeno, preseganje trendnih vrednosti trošenja gospodinjstev v Sloveniji, ki ga kaže slika 1.2, potemtakem ne preseneča.

Sektorska intenzivnost povpraševanja. Analiza končnega trošenja je pokazala, da je intenzivnost posameznih komponent v času okrevanja po epidemije zelo različna, če sodimo po

⁸Bruto dohodki gospodinjstev so v letu 2019 dosegali približno 61% BDP.

dolgoročnih trendnih vrednostih. V Sloveniji trošenje države in gospodinjstev opazno presega dolgoročne trendne vrednosti, investicije in izvoz pa zaostajajo za njimi, tako v Sloveniji kot v Evro območju. Zaradi tega je smiselno predpostaviti, da se intenzivnost povpraševanja opazno razlikuje tudi med sektorji. Da bi to preverili je na slikah 3.15-3.17 ilustrirana intenzivnost povpraševanja po proizvodih industrije, storitvenih sektorjev in gradbeništva. Slike so narejene s pomočjo empirične evidence rednih mesečnih anket, ki jih med evropskimi podjetji opravlja Evropska komisija.

Na sliki 3.15 je prikazan delež podjetij industrije, ki jih (nezadostno) povpraševanja resno ovira pri poslovanju. Na dlani je, da se je po 2021/II tako v Sloveniji kot v Evro območju intenzivnost povpraševanje po industrijskih proizvodih močno povečala, saj delež industrijskih podjetij, ki jih premajhno povpraševanje omejuje pri poslovanju, po vstopu v EU 2004 nikoli ni bil nižji kot zadnja tri četrletja, niti v času velike konjunktore 2006-2008. Čeprav je bilo v Sloveniji gospodarstvo tik pred začetkom epidemije na vrhu cikličnega okrevanja po veliki finančni krizi, je sedanja intenzivnost povpraševanja po industrijskih proizvodih še večja tudi kot takrat. Slika tudi kaže, da je tako v Sloveniji kot v Evro območju vrh intenzivnosti povpraševanja po proizvodih industrije dosežen v prvem četrletju letos in da se je intenzivnost v drugem in tretjem četrletju že rahlo zmanjšala.

Na sliki 3.16 je ilustrirana intenzivnost povpraševanja v sektorjih storitev. Intenzivnost povpraševanja po storitvah se je v zadnjih četrletjih močno povečala tako v Sloveniji kot v Evro območju, vendar v tretjem četrletju 2022 v Sloveniji še vedno zaostaja za najvišjimi vrednostmi v preteklosti, na primer, v času velike konjunktore 2006-2008, medtem ko je v Evro območju približno enaka kot takrat. Na dlani je tudi, da je intenzivnost povpraševanja po storitvah nekaj nižja kot po proizvodih industrijskih podjetij, saj je delež storitvenih podjetij (ena četrtna), ki jih nezadostno povpraševanje resno omejuje pri poslovni aktivnosti še vedno nekaj višji kot pri industrijskih podjetjih (manj kot ena petina). V razliko z industrijskimi podjetji podatki tudi kažejo, da se pri storitvenih sektorjih intenzivnost povpraševanja tudi v tretjem letošnjem četrletju še krepi!

Slika 3.17 ilustrira zelo visoko intenzivnost povpraševanja v gradbeništvu. Če sodimo po sliki, je v Sloveniji intenzivnost povpraševanja v gradbeništvu sredi letošnjega leta ne le najvišja v razdobju po vstopu v EU, temveč trenutno najvišja tudi med sektorji (delež podjetij, ki jih nezadostno povpraševanje omejuje pri poslovni aktivnosti je, namreč, v gradbeništvu manjši od 0.05!), razen tega je tudi opazno višja od ustreznega, sicer prav tako krepkega, povpraševanja v Evro območju.

Ker je analiza komponent končnega trošenja pokazala, da sredi letošnjega leta izvoz in investicije še vedno precej zaostajajo za dolgoročnimi trendnimi vrednostmi, intenzivnost povpraševanja, kot kažejo podatki v tem razdelku, pa dosega v vseh ključnih sektorjih zelo visoke vrednosti, lahko sklepamo, da imajo pri izvozu in investicijah podjetja težave predvsem

na ponudbeni strani! Analiza potencialnih težav na ponudbeni strani pa ni pomembna le zaradi pojasnjevanja zaostajanja nekaterih komponent končnega trošenja temveč, verjetno, še precej bolj zaradi pojasnjevanja diferencialne rasti cen v sektorjih soočenih s ponudbenimi omejitvami (šoki), saj so ponudbene omejitve ključen generator inflacije v takšnih sektorjih.

4. Faktorji ponudbe

Ukrepi socialnega distanciranja. Z izbruhom epidemije Covida je omejevanje socialnega mreženja postalo globalna praksa zadrževanja širjenja okužb. Ostrina in timing uporabe teh ukrepov se je seveda razlikoval med državami ne le zaradi različnega timinga in hitrosti širjenja okužb temveč tudi zaradi razlik v (zdravstvenih-epidemioloških in ekonomsko političnih) doktrinah nosilcev politike obvladovanja epidemije. Ukrepi socialnega distanciranja so bili seveda primarni generator ponudbenih omejitev. Ker so se ukrepi socialnega distanciranja praviloma močno razlikovali med sektorji⁹, so bili ustrezni ponudbeni šoki sektorsko zelo različni. Zato je bilo zmanjšanje transformacije ponudbenih šokov v najbolj prizadetih sektorjih v šoke povpraševanja celotnega gospodarstva eden od dveh glavnih ciljev ekonomsko politične podpore gospodarstva¹⁰.

Zaradi velike usklajenosti (sočasnosti) valov epidemije med državami EU se je tudi v Sloveniji trajektorija ostrine uporabljenih ukrepov socialnega distanciranja relativno malo razlikovala od ustreznih ukrepov v povprečju Evro območja. Na sliki 4.1 je prikazana ostrina ukrepov administrativnega stiskanja socialnega mreženja izražena z indeksom ostrine ukrepanja¹¹. Na dlani je, da sta bila ostrina in timing ukrepov v Sloveniji zelo podobna kot v Evro območju, čeprav sta se izbor ukrepov in tempiranje specifičnih ukrepov precej razlikovala med posameznimi državami EU, prav to pa je tudi povzročilo opazne razlike v (zdravstveni-epidemiološki) uspešnosti držav EU, seveda tudi Slovenije.

Neposredne-kratkoročne posledice socialnega distanciranja na gospodarsko aktivnost seveda niso razvidne pa tudi oceniti se ne morejo na enostaven način, saj so ukrepe socialnega distanciranja praktično v korak spremljali ukrepi ekonomsko politične podpore gospodarstva, ki so bili uperjeni v zmanjševanje posledic ustreznih ponudbenih šokov. Prav ukrepi ekonomsko politične podpore pa so bili, kot kaže slika 3.1, v Sloveniji še posebno veliki. To dodatno ilustrira tudi groba primerjava timinga obratov v dinamiki BDP in timinga ostrine ukrepov socialnega distanciranja. Sovpadanje teh obratov, namreč, ni veliko, vendar je, hevristično rečeno, pri Evro območju večje kot v Sloveniji. Oba največja obrata v intenzivnosti ukrepanja, namreč v 2020/II

⁹Glej, na primer, Rio-Chanona in drugi (2020).

¹⁰Drugi cilj ekonomsko politične podpore je bil, kot rečeno, zmanjšanje oportunitetnih stroškov ponovnega zaposlovanja v času epidemije kratkoročno odpuščenih ("costs of job search-match frictions").

¹¹Oxford Covid-19 Government Response Tracker.

in v 2021/I, pri Evro območju sovpadata z obrati (spremembo dinamike) v rasti BDP, v Sloveniji pa ne.

Stiskanje ponudbenih verig. V razliko s kratkoročnimi, so dolgoročne posledice omejevanja socialnega mreženja precej bolj razvidne. Omejevanje socialnega mreženja je namreč, kot rečeno, imelo znotraj posameznih držav zelo različne sektorske posledice. Pri tem pa posledice zaustavljanja proizvodnje v najbolj ranljivih sektorjih ni bilo mogoče nevtralizirati z eksternimi trgovinskimi tokovi (uvozom), saj so se vsa svetovna gospodarstva soočala z enakimi težavami povezanimi z epidemijo, torej so imela tudi enake ranljive sektorje in torej enake primanjkljaje v proizvodnji-ponudbi. Vse proizvodnje, ki so v svojih ponudbenih verigah (input-output povezavah) imele podjetja iz kakšnega od ranljivih sektorjev, so se torej soočale z daljšimi zastoji, daljša je bila ponudbena veriga bolj verjetni so bili izpadi v ustrezni proizvodnji.

Zaradi geografsko različnega časovnega poteka valov epidemije in različnih doktrin ustavljanja okužb¹² v ključnih globalnih gospodarstvih, zaustavljanje ranljivih sektorjev (v različnih državah) ni bilo časovno sinhronizirano, ampak bolj ali manj slučajno porazdeljeno v celotnem Covid razdobju. Zato so se zaostanki v dobavah proizvodnje s takšnimi proizvodnimi verigami kumulirali celotno razdobje 2020-2021. Kumulirani manko proizvodnje takšnih proizvodnih verig bo zaradi tega še nekaj časa oviral ponudbo in torej povečeval stroške proizvodnje (stroškovno inflacijo) ter normalno okrevanje aktivnosti. V času Covida prekinjene ponudbene verige torej generirajo zelo rezistentne omejitve (globalne) proizvodnje, še posebno podjetij z dolgimi ponudbenimi verigami.¹³

Medtem ko so se v prvem četrtletju letošnjega leta posledice prekinjenih ponudbenih verig začele že zmanjševati, pa je vojna v Ukrajini (ustrezne sankcije) generiranje takšnih ranljivih členov (predvsem surovinskih) v ponudbenih verigah ponovno povečala, saj so možnosti za substituiranje manjka uvoza nekaterih surovin iz Rusije na kratek rok zelo omejene¹⁴.

Obseg in dinamika stiskanja (prekinjanja) ponudbenih verig je ilustriran na slikah 4.2 - 4.4. Na slikah 4.2 in 4.3 so prikazani stroški preoceanskih prevozov tovorov, na sliki 4.4 pa indeks stiskanja globalnih ponudbenih verig, ki ga konstruira in objavlja FED iz New York-a. Stroški prevozov preko morja so dokumentirani s stroški prevoza generalnega tovora (kontejnerjev) kakor tudi z indeksom skupnih proizvajalčevih cen preoceanskih prevoznikov, ki obsegajo tudi stroške prevoza razsutega tovora. Cene prevoza kontejnerjev konstruira in objavlja (v tisočih dolarjev) družba Clarksons, medtem ko proizvajalčeve cene preoceanskih prevoznikov objavlja St. Louis FED. Stroški ladijskih preoceanskih prevozov so zelo dober indikator stiskanja ponudbenih verig med največjimi svetovnimi gospodarstvi, saj neposredno kažejo

¹²Doktrina ničelnega Covida na Kitajskem, na primer, še v 2022/III generira nove tovrstne zastoje.

¹³Glej, na primer, Giovanni in drugi(2022).

¹⁴Glej, na primer, Benigno in drugi(2020).

posledice preobremenjenosti (omejitev) v pristaniščih in omejitev v flotah, do katerih je prišlo konec 2021 zaradi pospešenega nadomeščanja izpada dobav v Covid obdobju.¹⁵

Okrevanje po veliki finančni krizi je doseglo vrh na prehodu iz 2018 in 2019, takrat so stroški prevoza kontejnerjev zaradi omejenih kapacitet prevoznikov prvokrat precej zrasli nad dolgoročnim povprečjem okoli 12000 ameriških dolarjev. Močan padec aktivnosti ob prvem valu epidemije jih je potisnil navzdol na povprečne vrednosti, da bi od začetka 2021 dalje zdržema naraščali in se do konca 2021 skoraj podvojili (v primerjavi s koncem 2019). V prvem četrtletju 2022 so se očitno cene prevoza kontejnerjev že začele zniževati, dokler jih niso vojna v Ukrajini in sankcije ponovno pognale navzgor. Vendar so zaradi vojne in sankcij do 2022/III stroški prevoza porasli za četrtno toliko kot v obdobju Covid-a. Graf celotnih proizvajalčevih cen prekooceanskih prevoznikov, kaže podobne značilnosti, le da je stiskanje ponudbe po začetku vojne v Ukrajini imelo precej večji učinek na celotne proizvajalčeve cene kot na cene prevoza kontejnerjev.¹⁶

Na sliki 4.4 je, kot rečeno, prikazan indeks stiskanja ponudbenih verig, ki dokumentira težave v ponudbenih verigah za bistveno širši portfelj proizvodov od tistih, za katere je potreben ladijski prevoz (za katere so relevantni stroški prevoznin).¹⁷ Prav tako kot prejšnja slika, tudi slika 4.4 dokumentira pregrevanje gospodarstva na vrhu okrevanja po veliki finančni krizi (v 2018), veliko povečanje stiskanja ponudbenih verig (zaradi izpadov proizvodnje v ranljivih sektorji) v začetni fazi epidemije ter ponoven velik porast stiskanja ponudbenih verig konec 2021. Kako intenzivno je bilo stiskanje ponudbenih verig v času Covid-a ilustrira podatek, da do epidemije indeks ni v nobenem četrtletju obdobja po 1998 (za katero je konstruiran) porasel preko 1 (1 je dosegel na začetku okrevanja po veliki finančni krizi), medtem ko je v Covid obdobju porasel preko 4! Po koncu 2021/IV kaže indeks vzdržno zmanjševanje stiskanja ponudbenih verig ne glede na začetek vojne v Ukrajini in sankcije. Glede na razlike v primerjavi z dinamiko ladijskih prevoznin lahko sklepamo, da so posledice vojne opazno prizadele (obremenile) ponudbene verige, ki substituirajo ponudbo surovin iz Rusije, te so namreč v fokusu sankcij, le malo ali nič pa tudi ponudbene verige velikega dela (ostale) proizvodnje, ki ni prizadeta s sankcijami. Sklepamo torej lahko tudi, da je za morebitne dodatne pritiske na cene v 2022 potrebno

¹⁵Glej IMF(2022).

¹⁶Verjetno zato, ker je razsuti tovor precej bolj pomemben za prevoz ključnih ruskih izvoznih produktov-surovin, ki so v fokusu sankcij.

¹⁷Indeks konstruiran in objavlja FED iz New York-a (ang. "Global supply chain pressure index"). Izračunan je kot prva glavna komponenta večjega števila časovnih vrst, namreč, cen ladijskih prevoznikov, dalje, cen letalskih in tovornih prevozov kot tudi anket nabavnih menedžerjev (PMI), ki se nanašajo na dobavne verige. Glej Benigno in drugi(2020).

identificirati druge vzroke in ne hipotetično dodatno stiskanje ponudbe – ponudbenih verig – zaradi vojne oziroma sankcij!

Cene surovin in sankcije. Obseg in dinamika ponudbe je bil na globalnih trgih po tretjem četrtnetju 2020 omejen tudi z ozkimi grli in neugodnimi vremenskimi razmerami pri proizvodnji surovin. Obdobje po 2019 je zato zaznamovalo zelo dinamično spreminjanje cen surovin. Kot kaže slika 4.5 je močno odstopala še posebno trajektorija cen energetskih surovin. Te so na začetku Covid obdobja najprej močno padle. Zmanjšanje gospodarske aktivnosti, še posebno transportne, ki so ga povzročili ukrepi socialnega distanciranja v prvem valu epidemije, je samo v prvih šestih mesecih 2020 potisnilo cene energentov navzdol za 60%. Po tretjem četrtnetju 2020 so se cene energentov začele ponovno krepiti. Neugodne vremenske razmere po prvem četrtnetju 2021 so rast cen energentov dodatno pospešile. Suša je na Kitajskem zmanjšala potencial njenih hidroelektraren, izpadi zaradi požarov so omejili črpanje plina v Rusiji, brezvetrje na evropski atlantski obal je zmanjšalo proizvodnjo električne energije v Belgiji, na Danskem in na Nizozemskem, požari v Indoneziji pa kopanje visoko kaloričnega premoga. Hitro naraščanje cen energentov je trajalo do začetka vojne.

Z začetkom vojne so se cenovna povečanja v povprečju energentov začela umirjati. Istočasno pa so se močno povečale razlike tako med posameznimi energenti kot med posameznimi regionalnimi trgi. Izstopale so še zlasti cene plina, pri trgih pa EU. Kot kaže slika 4.6, kjer je prikazano gibanje cen posameznih energetskih surovin, so namreč cene vseh energetskih surovin zaradi omenjenih neugodnih vremenskih razmer, pa tudi vse bolj krepke aktivnosti pospešile naraščanje po drugem četrtnetju 2021 (še najmanj je pospešila nafta), medtem, ko so po začetku vojne izrazito pospešile le cene plina, precej manj tudi premoga, medtem ko se cene nafte niso več povečevale. Vendar je tudi eksplozivno naraščanje cen plina bilo, zaradi segmentiranosti trga (determiniranega z obstoječim omrežjem) in sankcij omejeno predvsem na Evropo, kot kaže slika 4.7, kjer je prikazana dinamika cen plina v EU, ZDA in na Japonskem.

Trajektorija cen ostalih surovin je precej odstopala od cen energetskih surovin. Kot kaže slika 4.5, cene surovin hrane in kovin v prvem valu epidemije niso padle tako kot cene energentov, navkljub temu pa so po tretjem četrtnetju 2020 pričele opazno pospeševati. Do začetka 2022 so narastle (glede na začetek 2019) le malo manj kot cene energentov (za dobrih 50%, glej sliko 4.5), vendar so po izbruhu vojne močno zaostale, saj so se začele celo zmanjševati. Tudi pri surovinah hrane so najbolj odstopale cene surovin, ki so posredno odvisne od razpoložljivosti plina in nafte. Kot namreč kaže slika 4.8, so se do začetka vojne daleč najbolj povečale cene gnojil (za približno trikrat glede na začetek leta 2019), medtem ko so cene, na primer, žita porasle v istem obdobju za okoli 80%, ostale surovine hrane pa še precej manj. Po začetku vojne pa so se cene vseh surovin hrane začele zmanjševati.

Dinamika surovin postaja vse bolj negotova, čim bolj se ekonomska politika ukvarja samo z njimi. V nasprotju s siceršnjo naracijo glede cen surovin in vojne oziroma sankcij, kažejo, na primer, tržna pričakovanja v sredini septembra 2022 na nadaljnje umirjanje cen, saj so terminske cene vseh ključnih surovin (tako nafte, plina, hrane in kovin) za junij 2023 praviloma opazno nižje od dejanskih spot cen¹⁸.

Glede na velike regionalne razlike v gibanju cen energetskih surovin, še posebno plina, bi lahko sklepali, da se v 2022 narava inflacije precej razlikuje med največjimi gospodarstvi, še zlasti bi morala odstopati narava inflacija v EU. Saj je pritisk stroškov (ponudbe) v strukturi faktorjev inflacije v EU znatno bolj pomemben. Zato bi bilo tudi za pričakovati, da bo v EU domet ukrepov centralne banke manjši (inflacija bolj trdovratna), kot v drugih velikih gospodarstvih, še posebno v Aziji¹⁹.

Sektorske omejitve ponudbe. Glede na to, da so opisane omejitve ponudbe praviloma nastale na globalnih trgih in so torej bile za slovensko (in evrsko) gospodarstvo eksogene narave, se postavlja vprašanje, kakšne so endogene omejitve aktivnosti in generatorji ponudbene inflacije v Evro območju in Sloveniji. Postavlja se torej vprašanje, kako pomembne so (morebitne?) specifične endogene omejitve ponudbe, torej omejitve, ki jih generira samo delovanje slovenskega (evrskega) gospodarstva in na katere ekonomska politika (ne v Evro območju, ne v Sloveniji) ni (ustrezno) reagirala.

Na slikah 4.9-4.14 so prikazane omejitve v razpoložljivih delavcih ter opremi in materialu v industriji, storitvenih sektorjih in gradbeništvu. Prikazani so anketni podatki za Evro območje in Slovenijo, ki kažejo kakšen odstotek podjetij (v ustreznem sektorju) je izpostavljen pomanjkanju delavcev, oziroma opreme in materiala. Da bi se lažje ocenila velikost (pomembnost) sedanjega pomanjkanja, so vrednosti prikazane za celotno razdobje po vstopu Slovenije v EU.

Na sliki 4.9 in 4.10 so ilustrirane endogene omejitve v industriji. Kot kaže slika 4.9, v Sloveniji že tik pred izbruhom epidemije (2017-2019) preko 40% industrijskih podjetij ni imelo dovolj delavcev. Pomanjkanje delavcev je bilo tako veliko kot na vrhu konjunktura (boom-a) pred začetkom finančne krize (2007-2008). Ob izbruhu epidemije so ukrepi socialnega distanciranja omejili gospodarsko aktivnost, zato se je pomanjkanje delavcev zmanjšalo za skoraj štirikrat, vendar se je že po enem letu (v tretjem četrtletju 2021) zaradi pospešenega okrevanja aktivnosti pomanjkanje delavcev vrnilo na stanje pred epidemijo. V Evro območju je bila pomanjkanje delavcev tik pred začetkom epidemije še celo opazno večje kot pred finančno krizo, vendar absolutno bistveno nižje kot v Sloveniji (pomanjkanju delavcev je bilo izpostavljeno okoli 15%

¹⁸ Glej <https://www.cmegroup.com/markets/>.

¹⁹ Bistveno večji pritisk inflacije povpraševanja v ZDA (glede na EU), na primer, potrjuje obširna analiza inflacijskih vzrokov FED-a (glej Giovanni in drugi (2022)).

podjetij). Tako kot v Sloveniji se je zaradi ukrepov omejevanja socialnega mreženja v prvem valu epidemije pomanjkanje delavcev tudi v Evro območju zelo zmanjšalo in se, prav tako, drastično povečalo po 2021/III, ko je kar za dvakrat presešlo pomanjkanje pred epidemijo (30% podjetij je bilo izpostavljeno pomanjkanju delavcev).

Na sliki 4.10 je prikazano pomanjkanje materiala in opreme v industrijskih podjetjih. Na dlani je, da pomanjkanja opreme in materiala pred epidemijo, navkljub vrhuncu okrevanja v drugi polovici 2018, praktično ni bilo, ne v Sloveniji ne v Evro območju. V času pospeševanja aktivnosti po tretjem valu epidemije (po 2021/II) pa se je v industrijskih podjetjih pomanjkanje opreme in materiala zelo povečalo, v Evro območju celo bolj kot v Sloveniji. Na vrhuncu je bilo v Evro območju skoraj 55% (v Sloveniji 45%) industrijskih podjetij izpostavljeno pomanjkanju opreme in materiala. Verjetno je velik del teh ponudbenih omejitev le odraz-posledica stiskanja globalnih ponudbenih verig. Zato je vredno opozoriti, da do tretjega četrletja letos podatki ne kažejo na dodatno povečanje pomanjkanja materiala in opreme zaradi vojne oziroma sankcij.

Na slikah 4.11-4.12 so ilustrirane endogene omejitve ponudbe v storitvenih sektorjih. Pomanjkanje delavcev je bilo v storitvenih sektorjih na vrhuncu okrevanja po finančni krizi (leta 2018) višje kot na vrhu konjunktura (boom-a) v 2007-2008. Tako v Sloveniji kot v Evro območju je bilo pred začetkom epidemije okoli četrtnine storitvenih podjetij izpostavljeno pomanjkanju delavcev. Ukrepi socialnega distanciranja so pomanjkanje delavcev sicer praktično eliminirali, vendar je pospeševanje rasti, podobno kot pri industrijskih podjetjih, že po tretjem valu epidemije (2021/II) ponovno močno povečalo pomanjkanje delavcev, tako v Sloveniji kot v Evro območju. V drugem četrletju letos je v Sloveniji 35% storitvenih podjetij imelo težave s poslovanjem zaradi pomanjkanja delavcev!

Pomanjkanje materiala in opreme v storitvenih podjetjih je ilustrirano na 4.12. Na dlani je, da ne v obdobju epidemije niti letos pomanjkanje opreme in materiala ne ovira proizvodnjo storitvenih podjetij.

Endogene omejitve ponudbe v gradbeništvu, ki so ilustrirane na sliki 4.13-4.14, so podobne kot v industriji. V slovenskih gradbenih podjetjih je bilo pomanjkanje delavcev zaradi visoke konjunktura na vrhuncu okrevanja po finančni krizi (2018) zelo veliko (okoli 50% podjetij je imelo premalo delavcev), vendar je po tretjem valu epidemije pomanjkanje delavcev v gradbeništvu še večje, skoraj 60% gradbenih podjetij je soočenih s pomanjkanjem delavcev. Tudi v Evro območju so po tretjem valu epidemije gradbena podjetja izpostavljena daleč večjemu pomanjkanju delavcev kot kadarkoli po letu 2004, čeprav je relativno pomanjkanje opazno manjše kot v Sloveniji (okoli 30% gradbenih podjetij ima težave s proizvodnjo zaradi premalo delavcev).

Pomanjkanje opreme in materiala v gradbenih podjetjih je dokumentirano na sliki 4.14. Slika nazorno kaže, da po 2021/II pomanjkanje opreme in materialov bistveno bolj ovira proizvodnjo gradbenih podjetij kot kadarkoli po 2004. V Sloveniji je zaradi pomanjkanja opreme in materiala ovirana proizvodnja v skoraj 40% (v Evro območju 30%) gradbenih podjetij.

5. Struktura pospeševanja inflacije

Analiza, ki je pripravljena v FED-u, kaže, da se struktura (faktorji) sedanjega pospeševanja inflacije v največjih svetovnih gospodarstvih precej razlikuje²⁰. Za tekočo ekonomsko politiko sta zanimiva predvsem dva (komplementarna) zaključka: prvi, da je inflacija v ZDA v opazno večji meri kot v Evro območju posledica presežnega povpraševanja²¹ in drugi, da naj bi bili za pospeševanje inflacije v Evro območju precej bolj kot v ZDA pomembno stiskanje ponudbenih verig in eksplozivna rast cen surovin. V kolikor je takšna ocena točna je seveda za pričakovati, da bo zviševanje obrestnih mer v Evro območju imelo manjši učinek na umirjanje inflacije kot v ZDA. Sklepamo lahko, da bo, zaradi bistveno večje izpostavljenosti stagflaciji, v Evro območju zaustavljanje inflacije vodilo v dolgoročnojšo in večjo kontrakcijo proizvodnje ter povečanje nezaposlenosti kot v ZDA²².

Za presojo protinflacijske politike je vprašanje narave (faktorjev) inflacije pomembno seveda tudi za Slovenijo. Pomembno je, namreč, kakšna je narava (struktura pospeševanja) inflacije v Sloveniji, v primerjavi z Evro območjem, torej kakšen je »relativni delež« inflacije, ki ga poganja povpraševanje in kakšen je delež inflacije, ki ga povzročajo ponudbene omejitve v Sloveniji in kakšen v Evro območju. Ker bo politiko ECB determinirala narava inflacija v Evro območju, se bo morala s potencialnimi razlikami v naravi inflacije ukvarjati fiskalna politika v Sloveniji.

V predhodnih poglavjih so ilustrirani faktorji, ki poganjajo povpraševanje, njihov obseg in dinamiko, kakor tudi faktorji eksogenih in endogenih omejitev na ponudbeni strani, ki poganjajo stroškovno inflacijo. Dokumentirano je, da so tako pri faktorjih povpraševanja kot ponudbe opazne razlike med Slovenijo in Evro območjem. Tako je v Sloveniji aktivnost že na dolgoročnem trendu, povpraševanje prebivalstva in države pa ga že opazno presegata, medtem ko v Evro območju aktivnost še precej zaostaja za dolgoročnim trendom, trošenje države pa ga edino presega; razlike so tudi na ponudbeni strani, pomanjkanje delavcev je v Slovenij precej večje kot v Evro območju; tudi endogenizacija rasti cen surovin je v Sloveniji opazno večja.

²⁰ Glej Giovanni in drugi (2022).

²¹ V razdobju 2019/IV-2021/IV naj bi v ZDA faktorji povpraševanja povzročili 69% inflacije, v Evro območju pa 56%. Glej, Giovanni in drugi (2022)

²² V FED-u tudi sicer ocenjujejo, da zaradi zelo nizke zatečene nezaposlenosti in visoke stopnje prostih delovnih mest stiskanje aktivnosti, ki bo potrebno, da se zaustavi inflacija, v ZDA ne bo bistveno poslabšalo situacijo na trgu dela (opazno povečalo nezaposlenost), kot to trdijo nekateri akademski ekonomisti. Glej Figura in Waller (2022) in Blanchard in drugi(2022).

Postavlja se vprašanje, kako pomembne so te razlike za odstopanje trajektorije inflacije v Sloveniji od trajektorije v Evro območju, kakor tudi, kakšne so lahko zaradi tega posledice za specifikacijo in uspešnost protiinflacijske politike.

Prispevki posameznih analiziranih faktorjev inflacije so v nadaljevanju ocenjeni s pomočjo modela Evro območja in Slovenije. Ocenjeni so učinki naslednjih faktorjev: stiskanja ponudbenih verig, ki ga je povzročil Covid, povečanja cen surovin po 2019/IV, sankcij zaradi vojne ter dodatnega povpraševanja, ki ga je generirala ekonomsko politična podpora v obdobju Covid-a. Za vsak od navedenih faktorjev je ocenjena trajektorija inflacije (gospodarstva) z modelsko simulacijo ustreznih hipotetično spremenjenih eksogenih pogojev gospodarjenja v obdobju 2019/IV-2022/II, torej za obdobje za katero so sicer že znani dejanski podatki²³.

Analizirani so štiri hipotetični scenariji eksogenih pogojev gospodarjenja. V prvem so predpostavljene dejanski eksogeni pogoji v analiziranem obdobju. Drugi scenarij predpostavlja, da posledice Covid-a ne bi povzročil globalnega stiskanja ponudbenih verig. V tretjem scenariju je prav tako predpostavljeno, da Covid ne bi povzročil stiskanja ponudbenih verig, vendar dodatno tudi, da bi cene surovin v razdobju po 2019/IV ostale nespremenjene in da po 2022/2 poslovanje z Rusijo ne bi bilo obremenjeno s sankcijami. V zadnjem scenariju je predpostavljeno, da po 2019/IV poslovanje ne bi bilo izpostavljeno nobenemu od analiziranih eksogenih šokov, da torej po 2019/IV ne bi prišlo do Covid-a, da ne bi bilo posledičnega stiskanja ponudbenih verig, da bi ostale cene surovin na ravni 2019/IV in da po 2022/2 poslovanje z Rusijo ne bi bilo obremenjeno s sankcijami.

Modelsko ocenjene trajektorije inflacije za navedene štiri scenarije so prikazane na sliki 5.1 za Evro območje ter na sliki 5.2 za Slovenijo. Slika 5.1 kaže, da je kupna moč, ki je kumulirana v obdobju Covid-a v Evro območju (privarčevana ekonomsko politična podpora ter siceršnje obilno povečanje prejemkov zaposlenih) ter popuščanje ukrepov socialnega distanciranja začelo opazno pospeševati inflacijo šele v letošnjem letu, ko so ti faktorji povečali prispevek k diferencialni inflaciji razdobja po 2019/IV (presežku inflacije nad hipotetično inflacijo, ki bi prevladovala, če po 2019/IV ne bi prišlo do analiziranih eksternih šokov, namreč, epidemije Covid-a, stiskanja ponudbenih verig, skoka cen surovin in sankcij²⁴) z okoli 10% (v zadnjem četrtletju 2021) na 29% v 2022/II. Slika 5.2 kaže, da je bil ta prispevek v Sloveniji že v 2021/II enak 46%, medtem ko je v sredini letošnjega leta padel na 25%, čeprav je absolutno porasel na 1.5 odstotne točke inflacije.

Do zniževanja relativnega deleža faktorjev povpraševanja k diferencialni inflaciji je v Sloveniji prišlo, ker se je prispevek ponudbenih faktorjev (stiskanja ponudbenih verig, rasti cen surovin in sankcij) k inflaciji v Sloveniji po 2021/II začel hitro in sistematično povečevati (predpostavljamo, da predvsem zaradi, že omenjene, hitrejše endogenizacije omenjenih eksternih

²³ Angl. Counterfactual analysis.

²⁴ Razlika med inflacijo pri prvem in četrtem analiziranem scenariju.

šokov), medtem ko je inflacijski pritisk povpraševanja sicer prav tako sistematično naraščal vendar počasneje. V sredini letošnjega leta so tako analizirani ponudbeni faktorji v Sloveniji prispevali k diferencialni inflaciji okoli 75%.

Za razdobje 2021/II-2022/II, ko je inflacija opazno pospešila, je na sliki 5.3 ilustriran še delež celotne inflacije, ki ni posledica analiziranih ponudbenih omejitev – eksternih šokov (namreč, stiskanja ponudbenih verig, naraščanja cen surovin in sankcij), torej delež inflacije, ki trenutno ni v fokusu ekonomske politike. Slika torej kaže prispevek inflacije, ki je posledica sproščanja privarčevane kumulirane ekonomske pomoči v času epidemije, zatečene siceršnje visoke ravni prejemkov gospodinjstev do katere je prišlo v obdobju Covid-a, pomanjkanja delavcev, povečane endogenizacije eksternih cenovnih šokov ter opuščanja ukrepov socialnega distanciranja, torej vračanja k »normalnemu« poslovanju.

Na dlani je, da so že v drugem četrtletju 2021 skoraj 65% inflacije v Sloveniji generirali faktorji, ki niso imeli nobene zveze s stiskanjem ponudbenih verig, cenami surovin in sankcijami. V Evro območju je bil ta delež opazno nižji (okoli 50%). Čeprav se je zmanjševal, je bil ta delež inflacije še konec 2021 daleč previsok, da bi bilo smiselno inflacijo obravnavati kot prehodno povečanje cen zaradi začasnih šokov v cene surovin in ponudbene verige²⁵, saj je bilo 35% (v Sloveniji 45%) inflacije interne pa tudi endogene narave (posledica pregrevanja – prevelikega trošenja, pomanjkanja delavcev in endogenizacije eksogenih cenovnih šokov). Sodeč po aktivnosti in naraciji nosilcev ekonomske politike ti endogeni faktorji inflacije še sredi 2022 niso bili v njihovem fokus, ne v Sloveniji ne v Evro območju, čeprav še vedno generirajo dobrih 45% inflacije.

6. Komentar prikazanih gospodarskih dosežkov in možnih ekonomsko političnih potez

Gospodarski dosežki. V Sloveniji je sredi leta 2022 gospodarska aktivnost že na dolgoročnem (pred covidnem) trendu, povpraševanje prebivalstva in države pa ga opazno (za preko 6%) presegata, medtem ko v Evro območju aktivnost še precej zaostaja za dolgoročnim trendom, trošenje države pa edino med komponentami končnega trošenja presega dolgoročni trend. Krepko rast trošenje prebivalstva v Sloveniji poganja zatečena povišana raven prejemkov zaposlenih dosežena v času epidemije ter sproščanje kupne moči, ki se je kumulirala v času epidemije zaradi, v primerjavi z Evro območjem, bistveno večjega obsega ekonomske pomoči ter istočasno znatno večjega zmanjšanja nagnjenosti k trošenju prebivalstva. Trošenje države v Sloveniji sistematično presega dolgoročni (pred covidni) trend že celotno obdobje epidemije, še zlasti veliko je preseganje po 2021, ko se giblje med štirimi in šestimi odstotnimi točkami (v Evro območju okoli dveh točk) trendnih vrednosti.

²⁵ Kot so v ECB takrat presojali (ne)pomembnost inflacije. Glej komentar glavnega ekonomista ECB v, na primer, Arnold(2021).

Razlike med Slovenijo in Evro območjem v poganjanju gospodarske aktivnosti niso opazno velike le na strani povpraševanja temveč tudi na ponudbeni strani. Pomanjkanje delavcev je v Sloveniji precej večje kot v Evro območju. V vseh ključnih segmentih gospodarstva dosega pomanjkanje delavcev najvišje vrednosti po vstopu v EU (2004), podobno relativno visoko je pomanjkanje delavcev tudi v Evro območju, čeprav so absolutne vrednosti opazno manjše. Tako gospodarstvo Slovenije kot Evro območja sta izpostavljena hitremu naraščanju cen surovin, predvsem energentov in stiskanju ponudbenih verig, ki ga je porodil zastoj v mednarodni trgovini v času epidemije, pri tem je endogenizacija rasti cen surovin v Sloveniji opazno večja. Visoko pomanjkanje delavcev in hitra endogenizacija rasti cen surovin povečuje (v Sloveniji precej bolj kot v Evro območju) nevarnost eskalacije (indeksacije) plač in zato utrditve inflacijskih pričakovanj, dolgotrajnejše visoke rasti cen ter poslabšanja eksterne konkurenčnosti.

Za doseganje dolgoročnega vzdržnega (financiranja) javnofinančnega stanja in makroekonomskega ravnotežja bi moralo ministrstva za finance, še zlasti v času velikih eksternih šokov, sistematično ciljati trajektorijo javnofinančnega stanja jedrnega dela Evro območje, saj po njem tempira svojo politiko ECB²⁶, glede na njene poteze pa se ravna tudi investitorji v državne papirje. Če sodimo po odstopanju od trajektorije javnofinančnega stanja jedrnega dela Evro območja, se je do 2022/I dogajalo ravno obratno, torej se je javnofinančno stanje in makroekonomske ravnotežje poslabšalo. Poslabšalo se je celo glede na povpreček celotnega Evro območja. Medtem ko so prihodki države v času epidemije približno sledili trajektorijo prihodkov v Evro območju, saj so od 2020/I do 2022/I v Sloveniji kumulativno zaostali za dolgoročnim trendom za približno 22% (povprečnega četrletnega BDP v 2019), v Evro območju pa za 17%, pa so kumulativni izdatki presegali ustrezní dolgoročni trend za preko 40% (povprečnega četrletnega BDP v 2019) v Evro območju pa za manj kot 30%. Tako je kumulativno poslabšanje javnofinančnega salda glede na dolgoročni trend do 2022/I preseglo 60% povprečnega četrletnega BDP v 2019, v Evro območju pa samo 45%. Temu ustrezno bolj se je povečala tudi zadolženost širše države. Veliko povečanje bremena dolga, ki bi ga sicer nosile bodoče generacije, je opazna pospešitev inflacije preložila na sedanje generacije, torej na tiste, ki naj bi tudi konzumirale potencialne ugodnosti večjega dolga. Le zaradi visoke inflacije je namreč povečanje zadolženosti širše države v času epidemije na enoto BDP skoraj neopazno!

Visoka inflacija je sredi 2022 ključna težava nosilcev ekonomske politike po svetu, tudi v EU. Praviloma skušajo zmanjšati težave zaradi eksternih faktorjev inflacije, torej zaradi visokih cen energentov, stiskanja ponudbenih verig in sankcij, čeprav je prispevek drugih-internih, predvsem povpraševalnih, faktorjev inflacije daleč od zanemarljivega. Tako je tudi v Sloveniji. Že v drugem četrletju 2021 so skoraj 65% inflacije v Sloveniji (50% v Evro območju) generirali faktorji, ki niso imeli nobene zveze s stiskanjem ponudbenih verig, cenami surovin in

²⁶ V analizi, ki je bila pripravljena ob začetku epidemije smo zato predlagali, da se z dinamiko javnofinančnih dosežkov, torej tudi ekonomske pomoči v času epidemije, sledi dosežke tako imenovanih »varčnih držav« EU (Danske, Avstrije, Finske, Švedske in Nizozemske). Dejansko pa so v epidemije javnofinančni dosežki Slovenije opazno zaostali tudi za povprečjem Evro območja. Glej Bole(2020a, 2020b)

sankcijami. Med te druge faktorje lahko prištejemo predvsem preveliko trošenje prebivalstva in države ter pomanjkanje delavcev. Čeprav se njihovi prispevki k inflaciji relativno znižujejo, so v Sloveniji še sredi 2022 generirali dobrih 45% inflacije. Navkljub temu še vedno niso v fokusu nosilcev ekonomske politike, ne v Sloveniji ne v Evro območju. Še več, z ukrepi s katerimi želi omiliti učinke visokih cen energentov, ekonomska politika povečuje učinke teh drugih faktorjev inflacije.

Glede na relativno velikost inflacijskega prispevka ponudbenih in povpraševalnih faktorjev se tudi največja svetovna gospodarstva opazno razlikujejo. Velike so že razlike med ZDA in EU²⁷, saj (pre)veliko povpraševanje bistveno bolj poganja cene v ZDA kot v EU, kjer so ponudbene omejitve opazno bolj pomembne, še posebno ker so nekateri trgi surovin (energentov) zelo segmentirani (na primer plina). Še večje so razlike med EU in azijskimi gospodarskimi velikani. Zaradi različne narave inflacije je za pričakovati, da bo zviševanje obrestnih mer bolj učinkovalo v ZDA kot v EU in da bo deflacijska politika v EU povzročila večjo kontrakcijo aktivnosti.

Temelje napačne usmeritve protiinflacijske politike je postavila ECB (skupaj z nekaterimi drugimi vplivnimi centralnimi bankami) s svojo oceno jeseni 2021, da je pospešitev inflacije samo tranzitorna, posledica stiskanja ponudbenih verig, ki jo bo gospodarstvo v doglednem času samo odpravilo²⁸. Saj je popolnoma zanemarila, da so bili ključni gospodarski sektorji v Evro območju že takrat soočeni, na eni strani z ogromnim povečanjem povpraševanja, ki ga je poganjalo veliko tekoče trošenje države in sproščanje kupne moči gospodinjstev, ki se je kumulirala v času prvih treh valov epidemije zaradi preobsežnih ukrepov ekonomske pomoči (glede na zmanjšano nagnjenost k trošenju gospodinjstev) in na drugi strani z velikim pomanjkanjem delavcev (in zato pritiski na stroške dela), ki je latentno prisotno že iz obdobja pred epidemijo.

Ekonomsko politični ukrepi. Zaradi dokumentirane velike pregretosti gospodarstva in znatnega dela inflacije, ki je posledica tega pregrevanja morajo nosilci ekonomske politiki, pri oblikovanju ekonomsko političnih ukrepov s katerimi želijo omiliti posledice visokih cen surovin, imeti v fokusu tri ključne pogoje. Prvi je dolgoročna vzdržnost javnofinančne blagajne (torej morajo slediti, na primer, trajektorijo javnofinančne blagajne v varčnih državah), drugi je zmanjševanje (ali nevtralizacija) kupne moči prebivalstva in trošenja države ter tretji preprečevanje endogenizacije cen.

Navkljub instrumentu TPI²⁹, ki ga je pripravila centralna banka ECB, bo lahko povečevanje njenih obrestnih mer sprožilo segmentacijo trga državnih papirjev Evro območja. Zato je bistveno, da se javnofinančna vzdržnost Slovenije zadrži v okvirih segmenta jedrnih držav Evro območja po katerih se bo ravnala ECB pri svojem interveniranju in investitorji pri izboru

²⁷ Glej, na primer, Giovanni in drugi (2022).

²⁸ Glej, na primer, Arnold(2021).

²⁹ Ang. »Transmission protection instrument«.

portfelja državnih papirjev. Likvidnost države je sicer sredi 2022 visoka, saj omogoča financiranje celotnega trošenja države pol leta. Če pa bi prišlo do izrazite segmentacije trga državnih papirjev Evro območja, bi zatečena likvidnost omogočala servisiranje javnofinančnih obveznosti iz tekočega trošenja in dolga približno dve leti tudi brez dostopa do kapitalskega trga. Upoštevati pa je seveda potrebno, da lahko otežen dostop do kapitalskega trga traja še bistveno dlje.

Zaradi velikega prispevka k inflaciji, ki ga ima pregrevanje gospodarstva (preveliko trošenje države in gospodinjestev), je neposredne ukrepe za omilitev visokih cen surovin (energentov) potrebno omejiti na ciljane transferje dohodkovno najbolj šibkim gospodinjestvom. Pri vseh ostalih mora ukrepe za omilitev visokih cen surovin (energentov) spremljati nevtralizacija ustreznega povečanja (sproščanja) kupne moči. Saj dodatno (davčno ali transferno) podpiranje gospodinjestev deluje ravno nasprotno od potrebnega nevtraliziranja kupne moči (zmanjšanja trošenja) gospodinjestev in torej povečuje inflacijo povpraševanja. Zato so, na primer, poteze ekonomske politike uperjene v zniževanje davkov neoptimalne, saj povečujejo kupno moč prebivalstva (torej njegovo trošenje) in ne zmanjšujejo, če potencialne posledice na javnofinančno vzdržnost, ki jih je v zadnjem času demonstriral angleški finančni minister, niti ne omenjamo. Zato tudi zmanjšanje davka na dodano vrednost na goriva ni bila dobra poteza, saj je poslabšala javnofinančno vzdržnost, povečala kupno moč gospodinjestev ter delovala regresivno, saj je pomagala bolj premožnim bistveno (več kot osemkrat) bolj kot revnejšim stratumom gospodinjestev³⁰.

Iz istega razloga je potrebno pomoč podjetjem zaradi visokih cen surovin (energentov), v kolikor bi seveda do nje prišlo, pogojevati z nevtralizacijo ustreznih povečanih kupnih skladov. Pomoč ne sme biti darilo, temveč kredit ali kapitalski vložek. Podjetja morajo torej ustrezna sredstva vrniti ali pa se mora kredit (po nekem datumu) avtomatično konvertirati v kapitalski vložek države v podjetje.³¹ V nasprotnem primeru bo ekonomska politika z interveniranjem zaradi visokih cen surovin (energentov) povečala agregatno povpraševanje, poslabšala javnofinančno vzdržnost ter imela, zaradi moralnega hazarda podjetji, probleme s triažo prejemnikov pomoči ali/in s prevelikim obsegom zahtevkov za pomoč.

Kapica na cene surovin (energentov) se mora obravnavati kot pomoč podjetjem oziroma gospodinjestvom, saj omogoča večjo porabo surovin (energentov) ali/in preusmerjanje sproščenih

³⁰ Peti kvintil najpremožnejših gospodinjestev je v 2018 porabil za storitve prevoza absolutno 8.3 krat toliko kot prvi kvintil najsiromašnejših gospodinjestev (glej SURS). Znižanja davka na dodano vrednost na goriva je potemtakem povečalo kupno moč premožnih za 8.3 krat toliko kot najsiromašnejših. Potrebno je tudi opozoriti, da je z znižanjem davka subvencioniran pri najpremožnejših gospodinjestvih tudi enkrat večji del trošenja! Saj je v petem kvintilu (najpremožnejših) gospodinjestev tudi relativni delež trošenja za prevoze enkrat večji kot pri gospodinjestvih iz prvega kvintila,.

³¹ Enako rešitev smo (zaman) predlagali tudi za pomoč podjetjem v času epidemije. Zato je vse škode interveniranja v obdobju epidemije prevzela država, ugodnosti pa so šle proizvodnim in potrošnim enotam. Glej Bole(2020a, 2020b).

kupnih skladov v druge oblike trošenja. Zato mora biti podvržena podobnim, že omenjenim, omejitvam-pogojevanju - na primer, obveznemu vpisu v obveznice države za znesek razlike med polno nabavno ceno nad drobnoprodajno kapico, s katerim bi se učinki presežnih kupnih skladov (povečano trošenje) raztegnili v času. Takšno pogojevanje bi veljalo seveda za vse porabnike energentov (že zaradi enostavnejše implementacije nadzora), s tem, da bi, kot rečeno, najsiromašnejši segmenti gospodinjstev prejeli (od kapice neodvisne) dodatne-ciljane transferje pomoči. Zaradi optimiranja ustreznih izdatkov države, bi moral instrument kapice imeti pogojevanje tudi na ponudbeni strani. Ker bi država pokrila razliko med limitirano drobnoprodajno ceno in nabavno ceno distributerjev energenta, bi lahko država s svojo intervencijo močno povečala konkurenco med ponudniki (distributerji energentov) in zmanjšala pokritje razlike (med limitirano drobnoprodajno in nabavno ceno) torej tudi ustrezne javnofinančne izdatke, tako da bi količino energenta in pokritje določila na avkciji za distributerje.

Seveda je tudi sicer vprašanje, kako kapico uspešno implementirati. Visoka cena namreč zmanjšuje porabo, torej bi zaradi neustrezne višine kapice poraba lahko presegla potencialno ponudbo. Uvajanje kapice bi potemtakem moral spremljati tudi mehanizem za potencialno racioniranje porabe³².

Endogenizacija eksternih cenovnih šokov (predvsem povečanja cen surovin) je v Sloveniji bistveno večja kot v Evro območju. V večini segmentov gospodarstva je, na primer, povečanje cen znatno preseglo mark up stroškov dražjih surovin, kot ga, med drugim, kažejo tudi ocene z medsektorskimi tabelami. Izstopajo še posebno proizvodi iz dveh osnovnih cenovnih skupin (»04 stanovanje, voda, električna energija, plin in drugo gorivo« ter »07 prevoz«). Ker je tudi pomanjkanje delavcev zelo veliko, je nevarno, da se bo indeksacija plač hitro razširila in utrdila inflacijska pričakovanja. Zaradi tega je smiselno v socialnem sporazumu dogovoriti implementacijo korekcij v plačah v več korakih in v daljših časovnih intervalih. Korekcije bi v načelu bilo potrebno vezati na osnovno inflacijo, vendar je zaradi velikega povečanja mase plač v času epidemije in sproščanja velike kumulirane privarčevane kupne moči v sedanjih razmerah smiselno korekcije omejiti predvsem na segmente zaposlenih, kjer je obremenitev delavcev zaradi njihovega pomanjkanja največja.

³² Navkljub prostovoljni zavezi držav članic EU o zmanjšanju porabe plina med avgustom 2022 in marcem 2023 za 15% petletnega povprečja je, na primer, že avgusta veliko število držav (med drugim tudi Slovenija) zmanjšalo porabo za precej manj. Glej IEA.

Omenjena literatura

Arnold M., 2021, »Unpublished ECB inflation estimate raises prospect of earlier rate rise«, *Financial Times*, September 17.

Blanchard O., A. Domash, in L. H. Summers, 2022, "Bad News for the FED from the Beveridge Space," Peterson Institute for International Economics, Policy Brief 22-7.

Benigno G., J. Giovanni, J. J. Groen, in A.I. Noble, 2020. "A New Barometer of Global Supply Chain Pressures", Federal Reserve Bank of New York Liberty Street Economics.

Bole V., 2020a, »Komentar ukrepov«, www.eipf.si.

Bole V., 2020b, »Komentar drugega paketa ukrepov«, www.eipf.si.

Bole V., A. Rop in J. Prašnikar, 2021, »Support for those not affected: How macroeconomic policies have shaped COVID's impact on sectoral activity«, članek predstavljen na konferenci EBR.

Cirera, X., M. Cruz, E. Davies, A. Grover, L. Iacovone, J. E.L. Cordova, D. Medvedev, F.O. Maduko, G. Nayyar, S. R. Ortega and J. Torres, 2021. "Policies to Support Businesses through the COVID-19 Shock: A Firm-Level Perspective", Policy Research Working Paper, No. 9506, World Bank, Washington, DC.

Figura A. in C. Waller, 2022, "What does the Beveridge curve tell us about the likelihood of a soft landing?", FED.

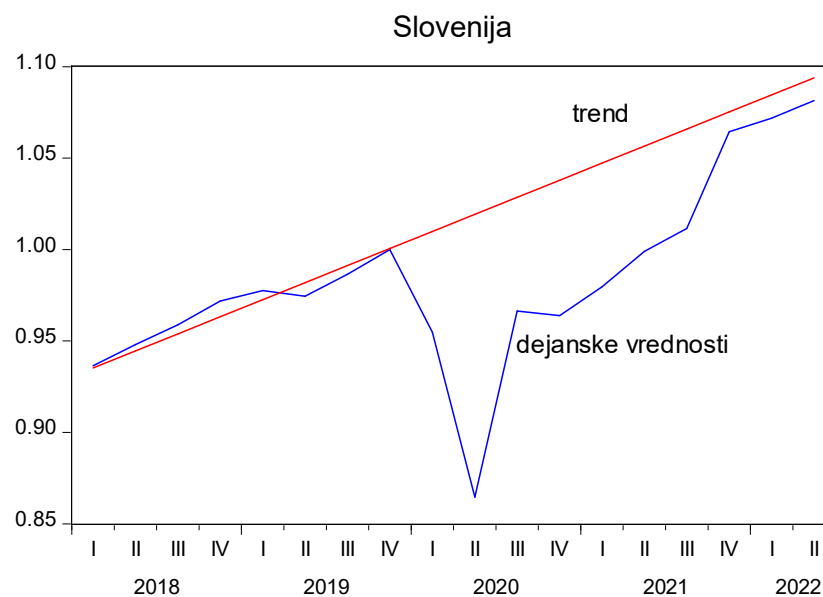
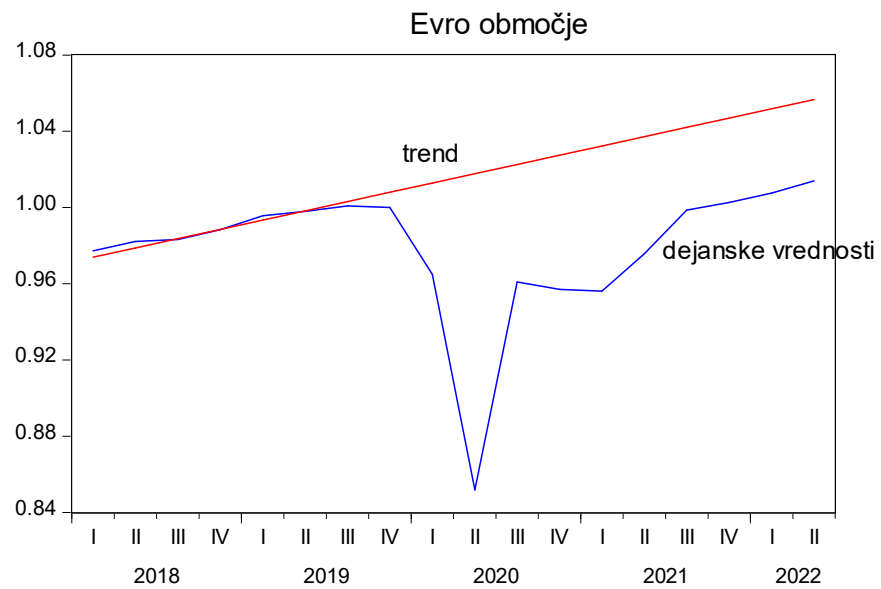
Giovanni J., Ş. Kalemli-Özcan, A. Silva, in M.A. Yildirim, 2022, "Global Supply Chain Pressures, International Trade, and Inflation", *Federal Reserve Bank of New York Staff Reports*, No. 1024.

Komaromi A., D.A. Cerdeiro, Y. Liu, 2022, "Supply Chains and Port Congestion Around the World", IMF.

Rio-Chanona R.M., P. Mealy, A. Pichler, F. Lafond, in D. Farmer, 2020, "Supply and demand shocks in the COVID-19 pandemic: An industry and occupation perspective", <https://www.researchgate.net/publication/340662439>.

Statistični dodatek

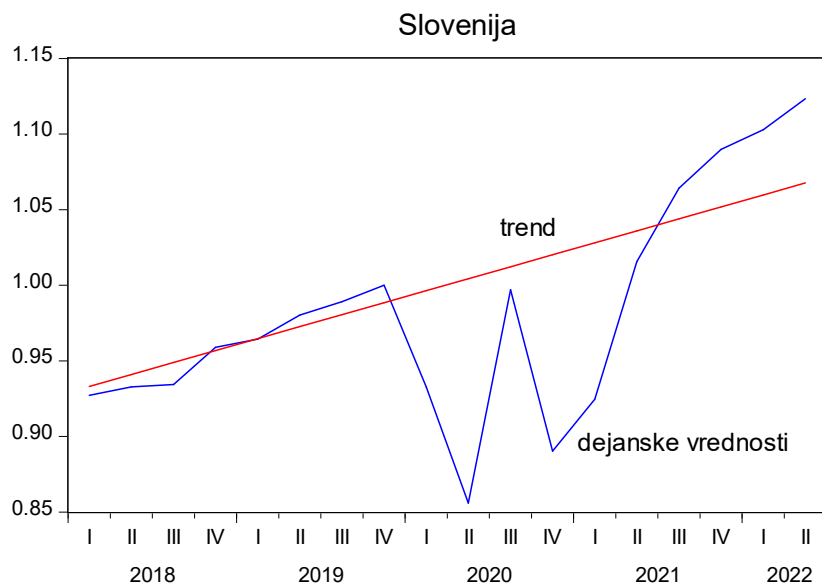
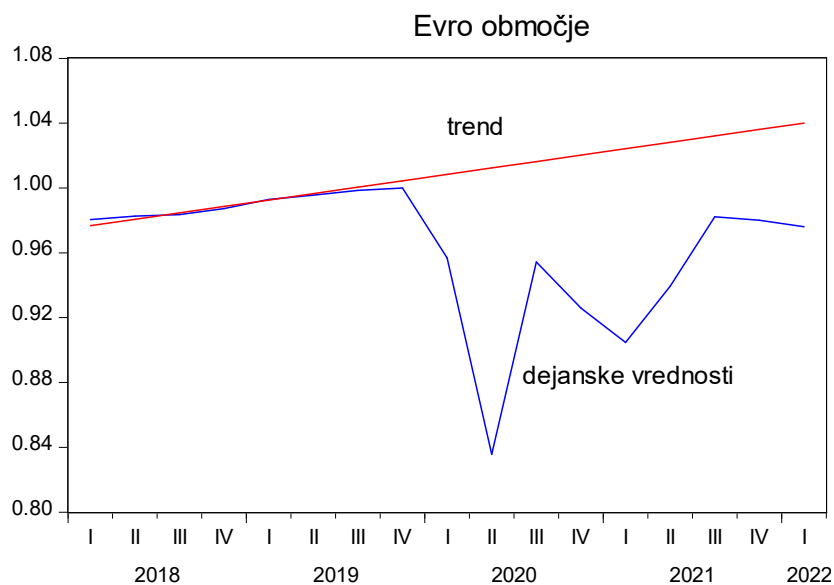
1.1 Gospodarska aktivnost



Vir: Eurostat; lastni izračuni

Opomba: Bruto domači produkt; trendne in dejanske vrednosti; realno; desezonirano; trend za razdobje 2015/I-2019/IV; dejanske vrednosti normirane na 2019/IV=1

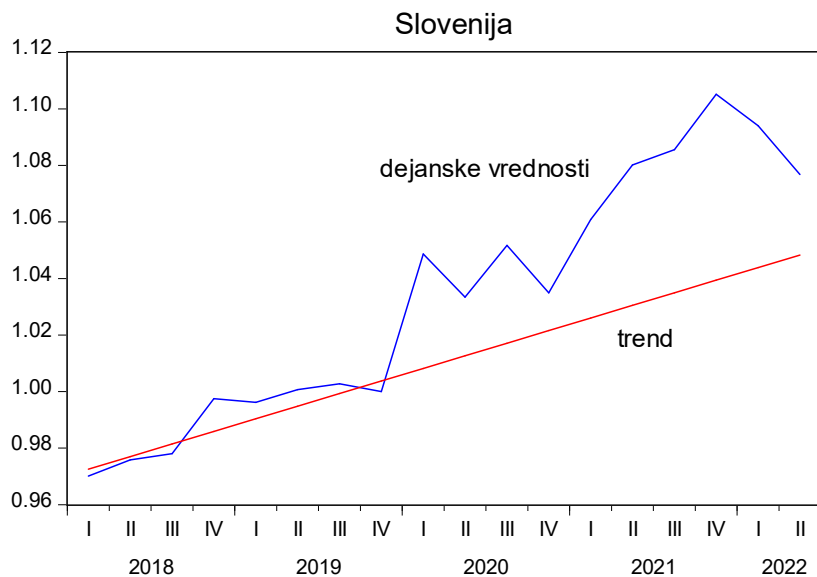
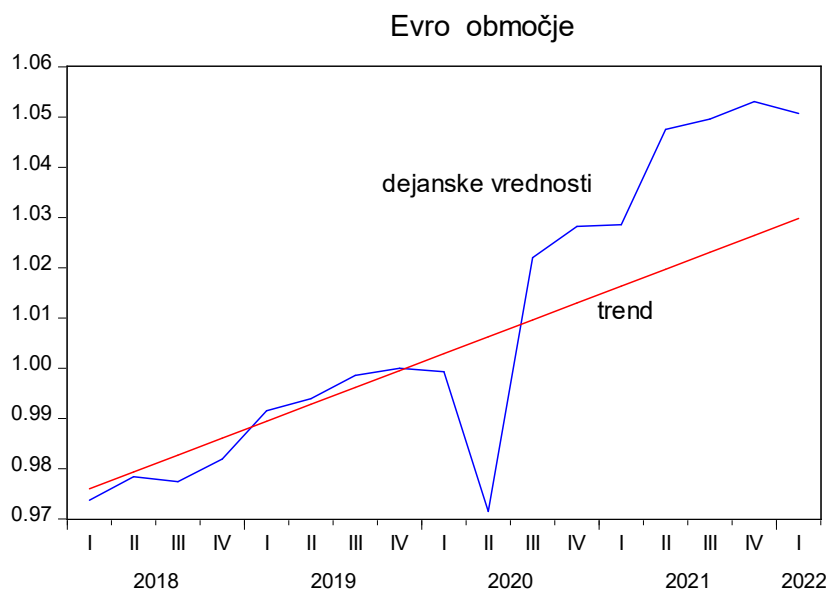
1.2 Trošenje gospodinjstev



Vir: Eurostat; lastni izračuni

Opomba: Trošenje gospodinjstev; trendne in dejanske vrednosti; realno; desezonirano; trend za razdobje 2015/I-2019/IV; dejanske vrednosti normirane na 2019/IV=1

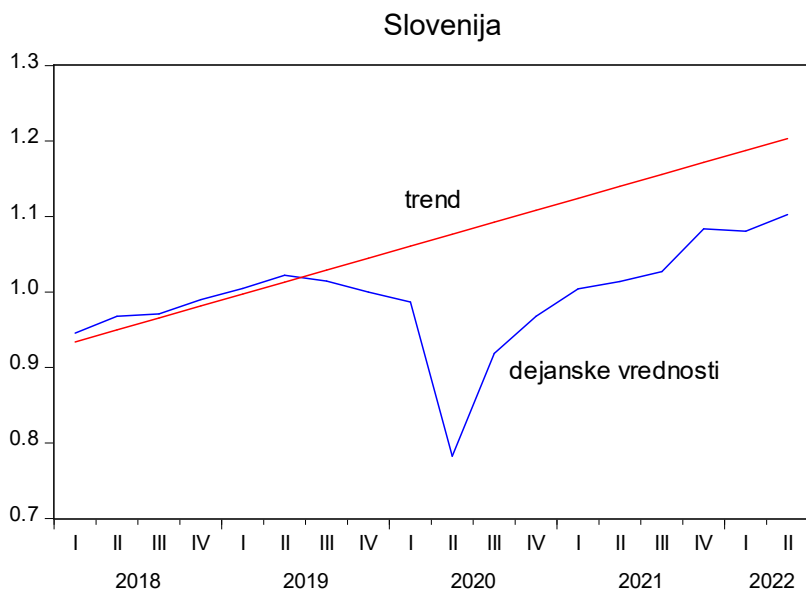
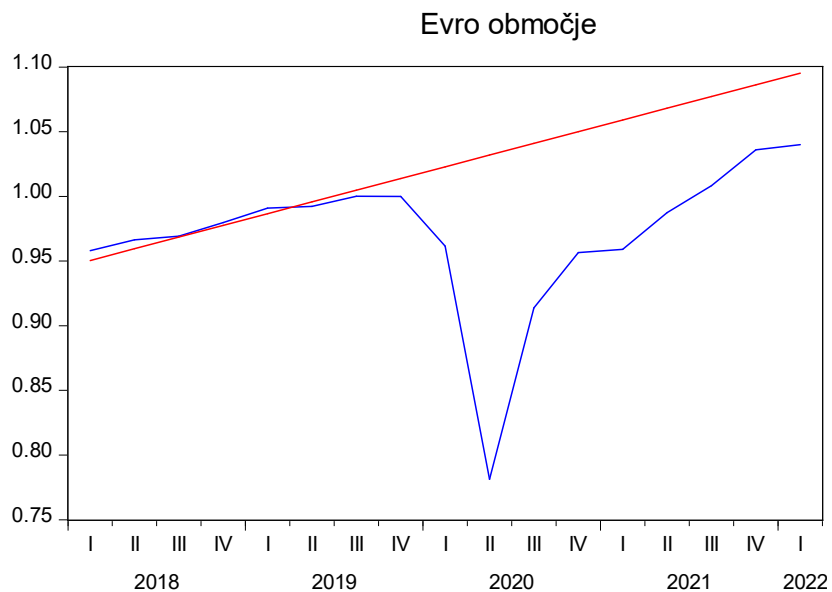
1.3 Končno trošenje države



Vir: Eurostat; lastni izračuni

Opomba: Končno trošenje širše države; trendne in dejanske vrednosti; realno; desezonirano; trend za razdobje 2015/I-2019/IV; dejanske vrednosti normirane na 2019/IV=1

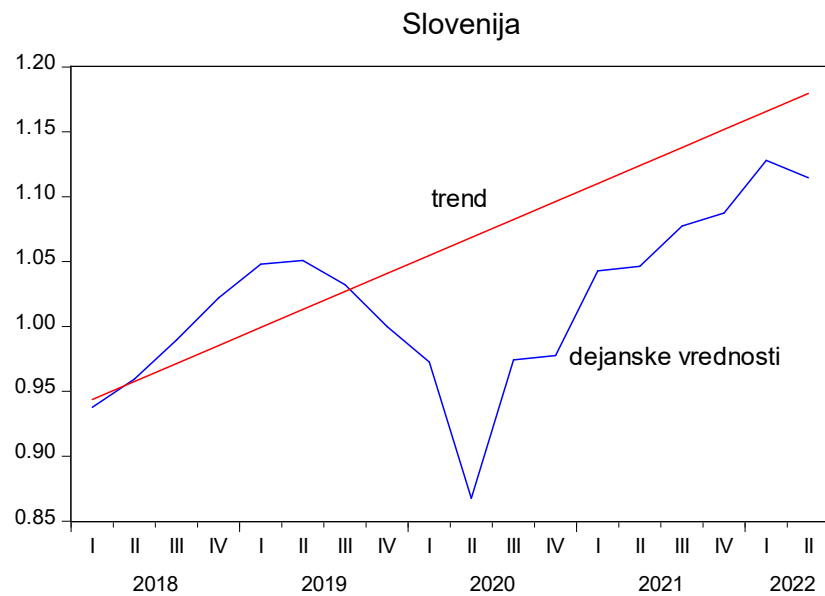
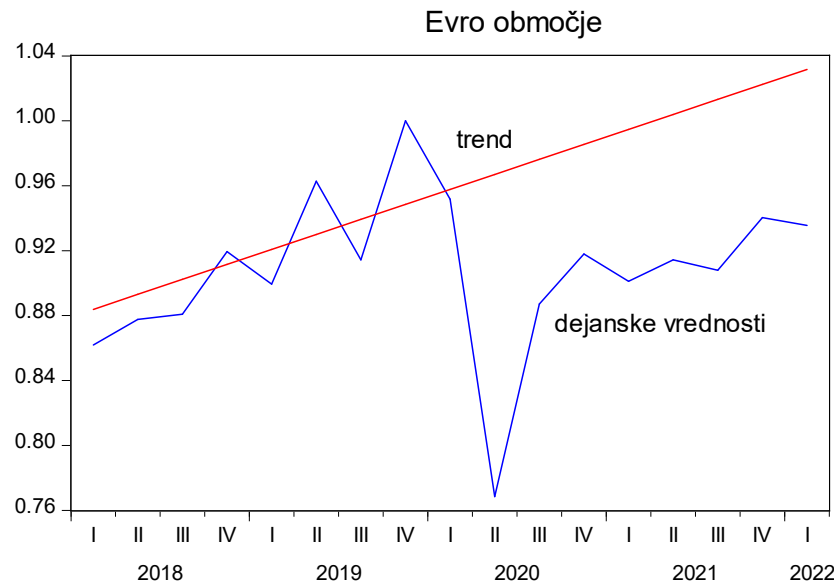
1.4 Izvoz



Vir: Eurostat; lastni izračuni

Opomba: Izvoz blaga in storitev; trendne in dejanske vrednosti; realno; desezonirano; trend za razdobje 2015/I-2019/IV; dejanske vrednosti normirane na 2019/IV=1

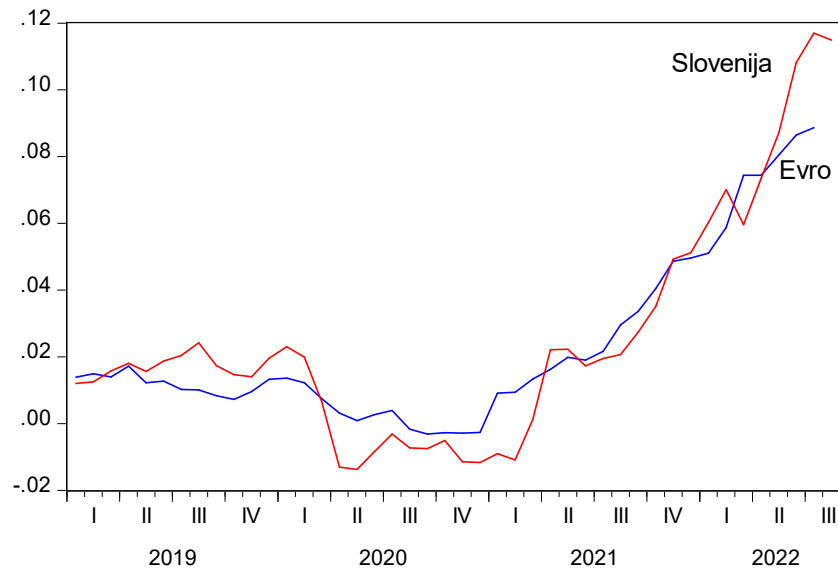
1.5 Investicije v fiksna sredstva



Vir: Eurostat; lastni izračuni

Opomba: Investicije v fiksna sredstva; trendne in dejanske vrednosti; realno; desezonirano; trend za razdobje 2015/I-2019/IV; dejanske vrednosti normirane na 2019/IV=1

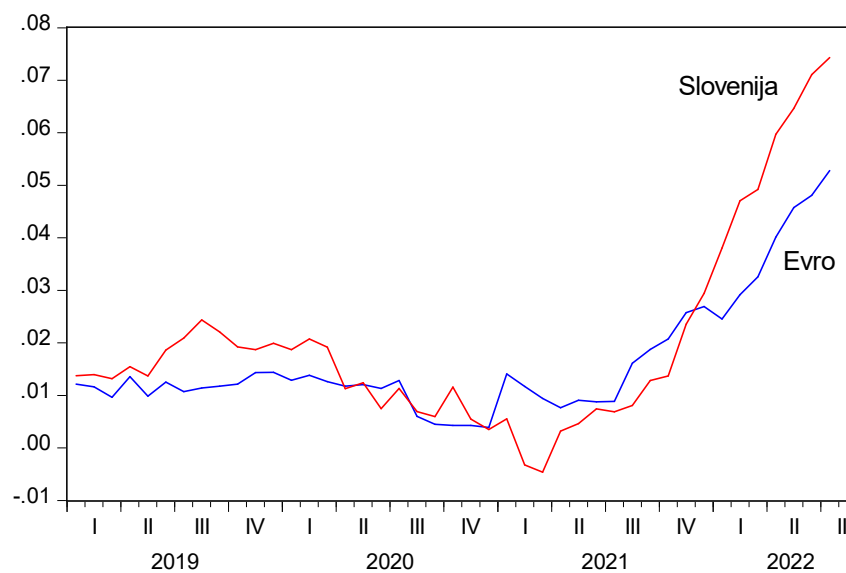
2.1 Inflacija



Vir: Eurostat; lastni izračuni

Opomba: Rast življenjskih stroškov; medletne stopnje rasti

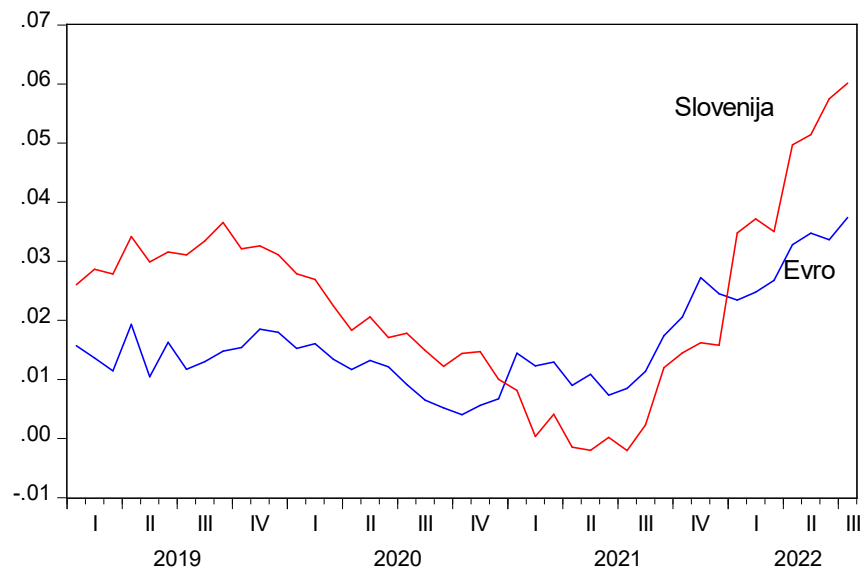
2.2 Osnovna inflacija



Vir: Eurostat; lastni izračuni

Opomba: Rast življenjskih stroškov brez energentov in nepredelane hrane; medletne stopnje rasti

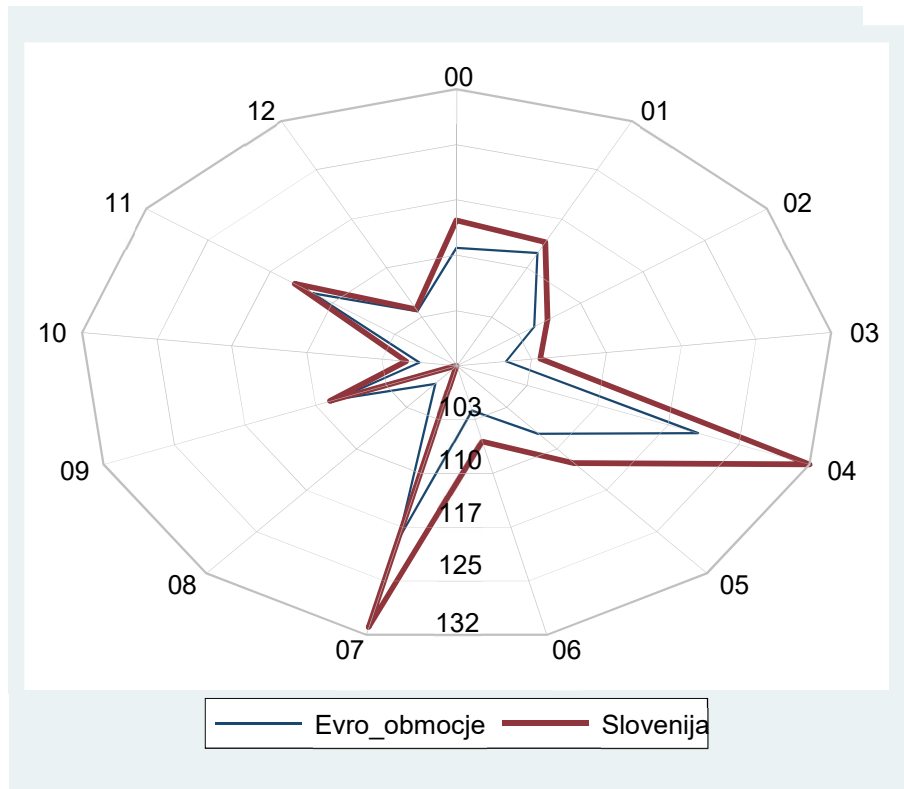
2.3 Rast cen storitev



Vir: Eurostat; lastni izračuni

Opomba: Rast cen storitev; medletne stopnje rasti

2.4 Sprememba življenjskih stroškov – proizvodna struktura



Vir: Eurostat; lastni izračuni

Opomba: Indeks življenjskih stroškov za razdobje 2021/1-2022/7; normirano na 2021/1=100; osnovne skupine proizvodov:

00 Vsi produkti

01 Hrana in brezalkoholne pijače

02 Alkoholne pijače in tobak

03 Oblečila in obutev

04 Stanovanja, voda, električna energija, plin in drugo gorivo

05 Stanovanjska in gospodinjska oprema in tekoče vzdrževanje stanovanj

06 Zdravstvo

07 Prevoz

08 Komunikacije

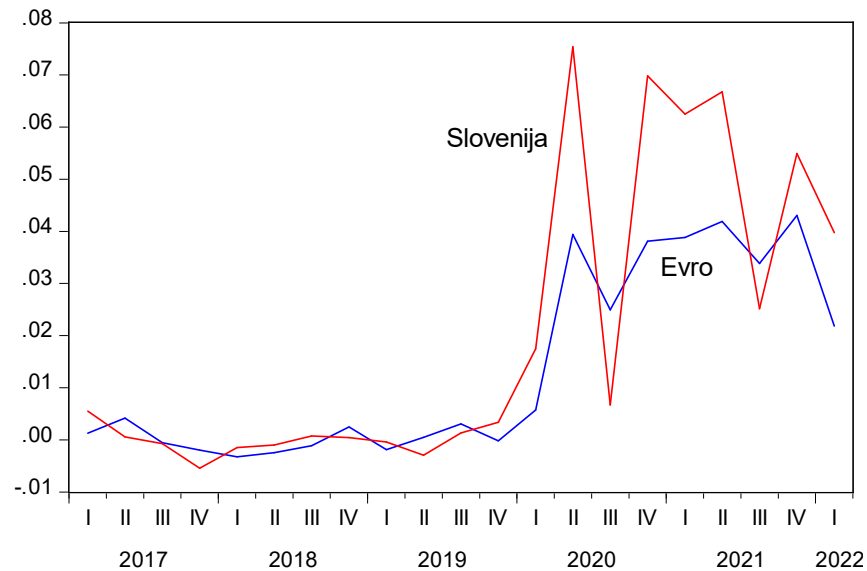
09 Rekreativna in kultura

10 Izobraževanje

11 Restavracije in hoteli

12 Raznovrstno blago in storitve

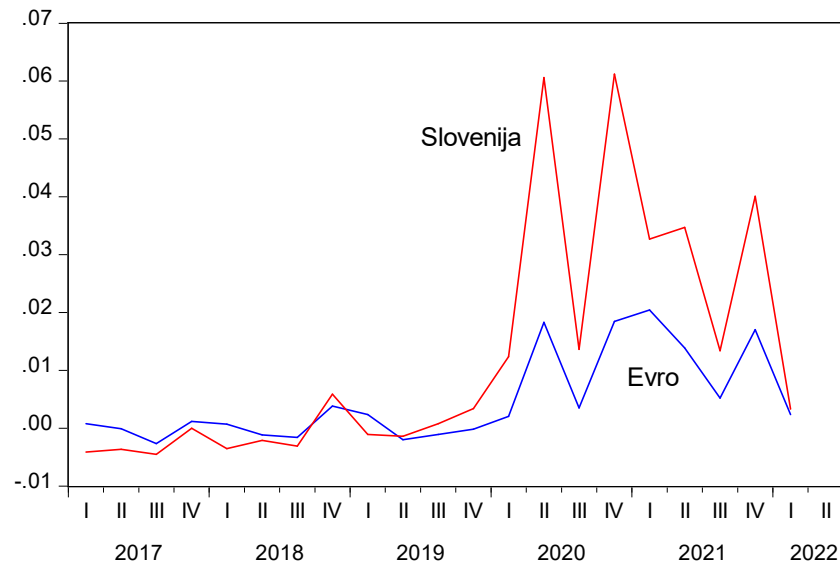
3.1 Izdatki širše države – odstopanje od trenda



Vir: Eurostat; lastni izračuni

Opomba: Izdatki širše države; odstopanje od trenda; nominalno; desezonirano; v enotah povprečnega četrtletnega BDP v 2019; trend za razdobje 2015/I-2019/IV

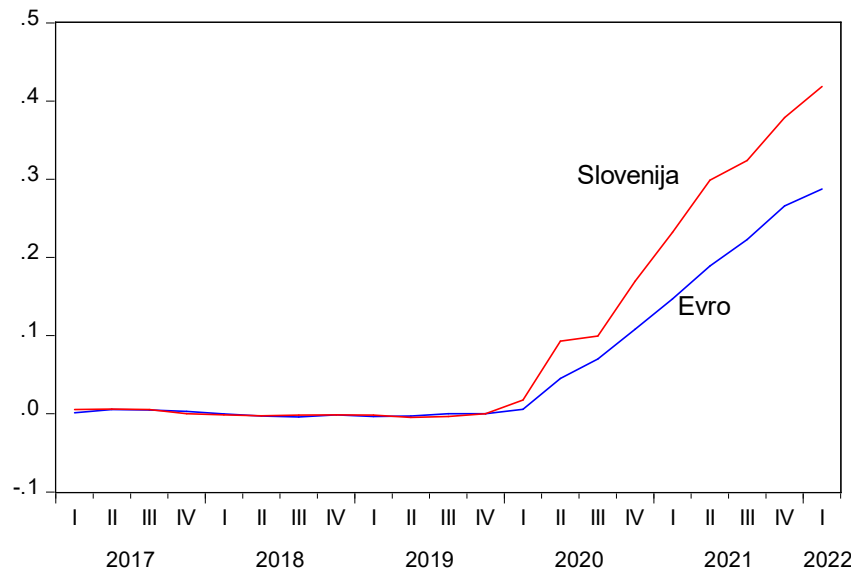
3.2 Transferji in subvencije širše države – odstopanje od trenda



Vir: Eurostat; lastni izračuni

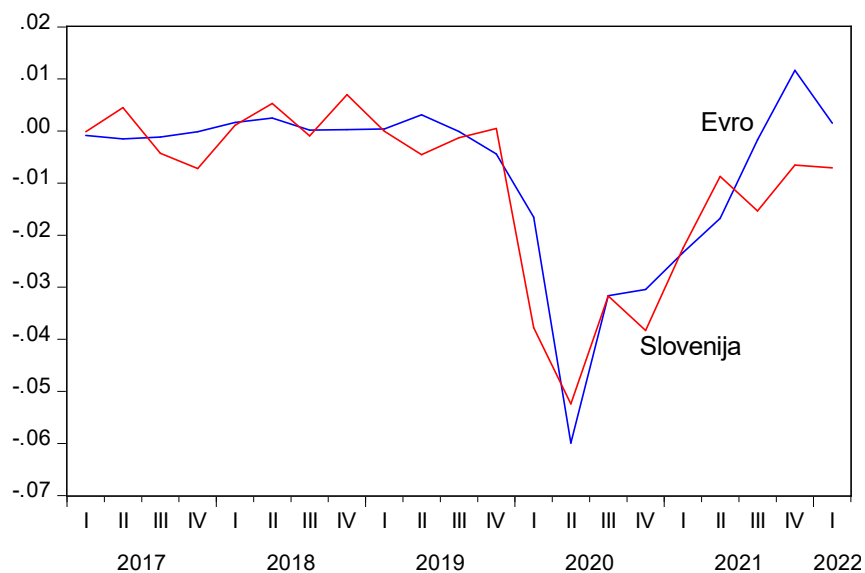
Opomba: Transferji in subvencije širše države; odstopanje od trenda; nominalno; desezonirano; v enotah povprečnega četrtletnega BDP v 2019; trend za razdobje 2015/I-2019/IV

3.3 Izdatki širše države – kumulativno odstopanje od trenda



Opomba: Izdatki širše države; kumulativno odstopanje od trenda; nominalno; desezonirano; v enotah povprečnega četrtletnega BDP v 2019; trend za razdobje 2015/I-2019/IV

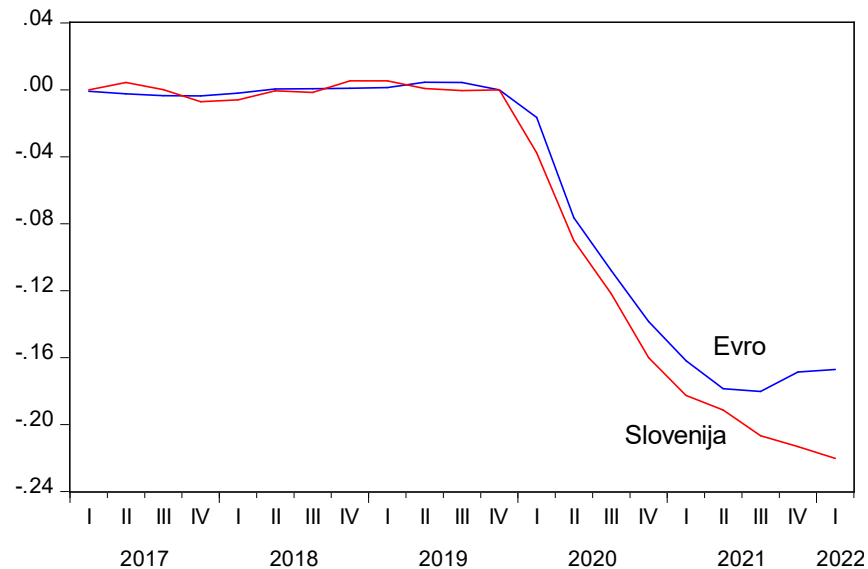
3.4 Prihodki širše države – odstopanje od trenda



Vir: Eurostat; lastni izračuni

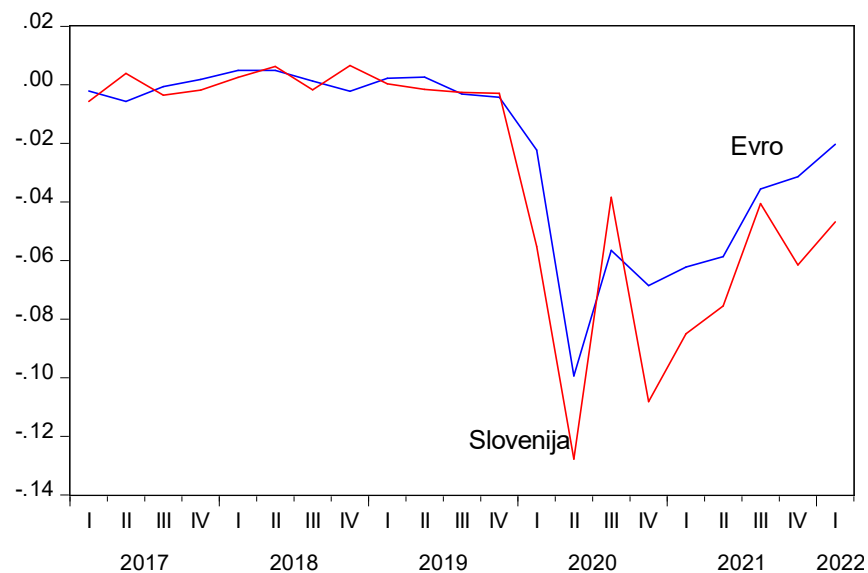
Opomba: Prihodki širše države; odstopanje od trenda; nominalno; desezonirano; v enotah povprečnega četrtletnega BDP v 2019; trend za razdobje 2015/I-2019/IV

3.5 Prihodki širše države – kumulativno odstopanje od trenda



Opomba: Prihodki širše države; kumulativno odstopanje od trenda; nominalno; desezonirano; v enotah povprečnega četrtletnega BDP v 2019; trend za razdobje 2015/I-2019/IV

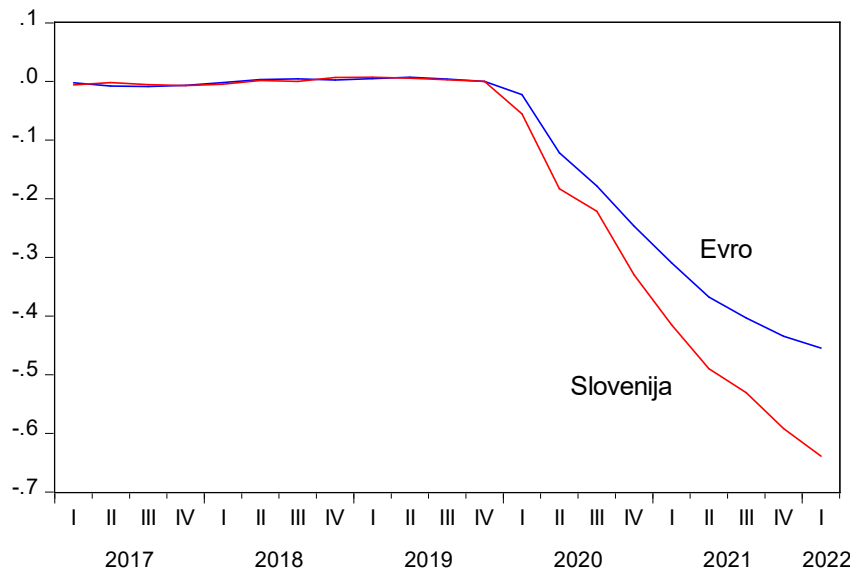
3.6 Javnofinančni saldo širše države – odstopanje od trenda



Vir: Eurostat; lastni izračuni

Opomba: Javnofinančni saldo širše države; odstopanje od trenda; nominalno; desezonirano; v enotah povprečnega četrtletnega BDP v 2019; trend za razdobje 2015/I-2019/IV

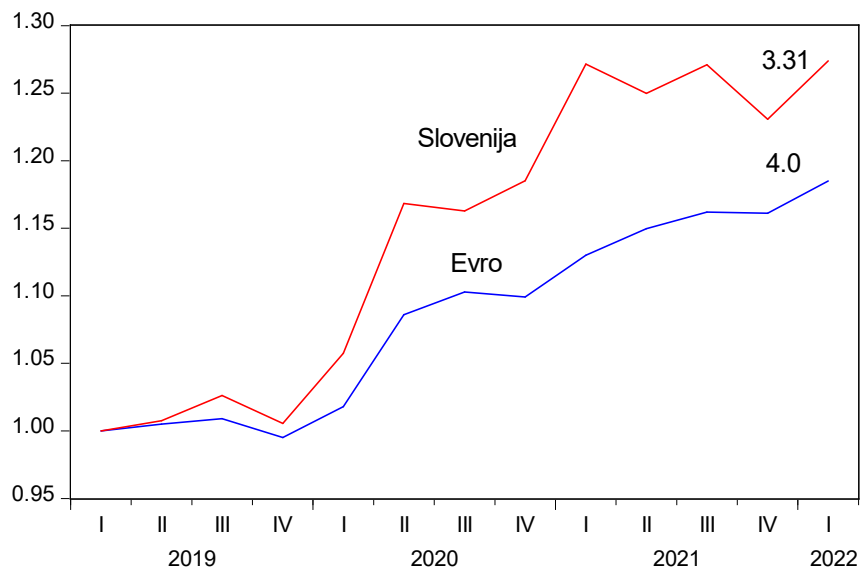
3.7 Javnofinančni saldo širše države – kumulativno odstopanje od trenda



Vir: Eurostat; lastni izračuni

Opomba: Javnofinančni saldo širše države; kumulativno odstopanje od trenda; nominalno; desezonirano; v enotah povprečnega četrtletnega BDP v 2019; trend za razdobje 2015/I-2019/IV

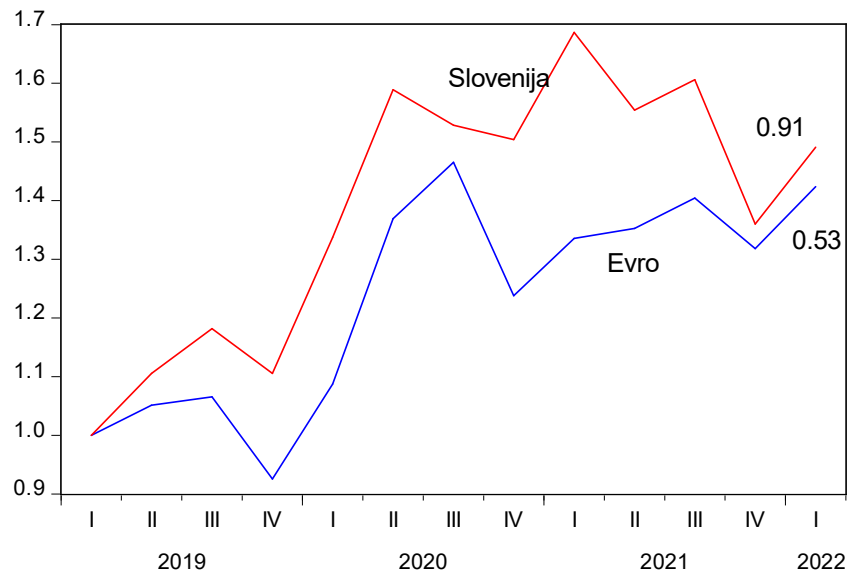
3.8 Dolg širše države



Vir: Eurostat; lastni izračuni

Opomba: Dolg širše države; nominalno; normirano na 2019/I; stanje dolga konec 2022/I v enotah povprečnega četrtletnega BDP v 2019 je posebej označeno

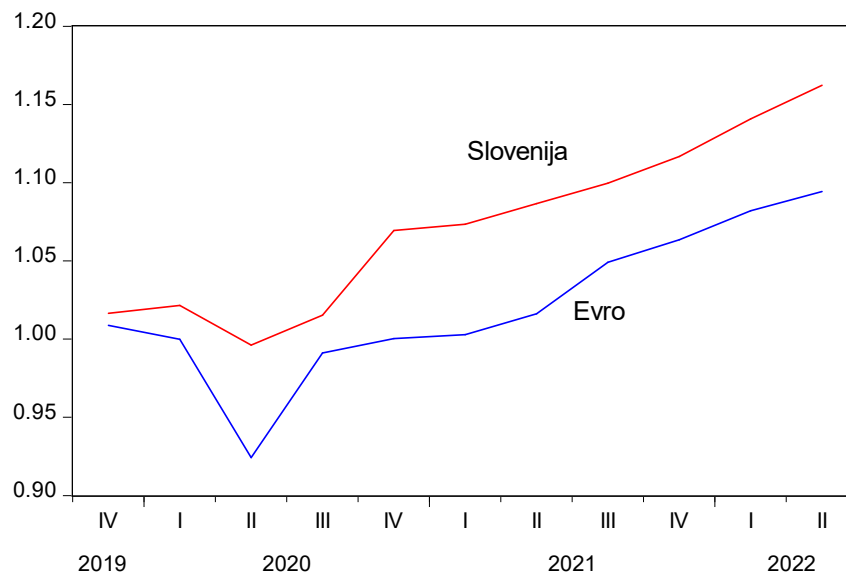
3.9 Likvidnost širše države



Vir: Eurostat; lastnin izračuni

Opomba: Likvidnost širše države; gotovina in depoziti; nominalno; normirano na 2019/I; stanje likvidnosti konec 2022/I v enotah povprečnega četrletnega BDP v 2019 je posebej označeno

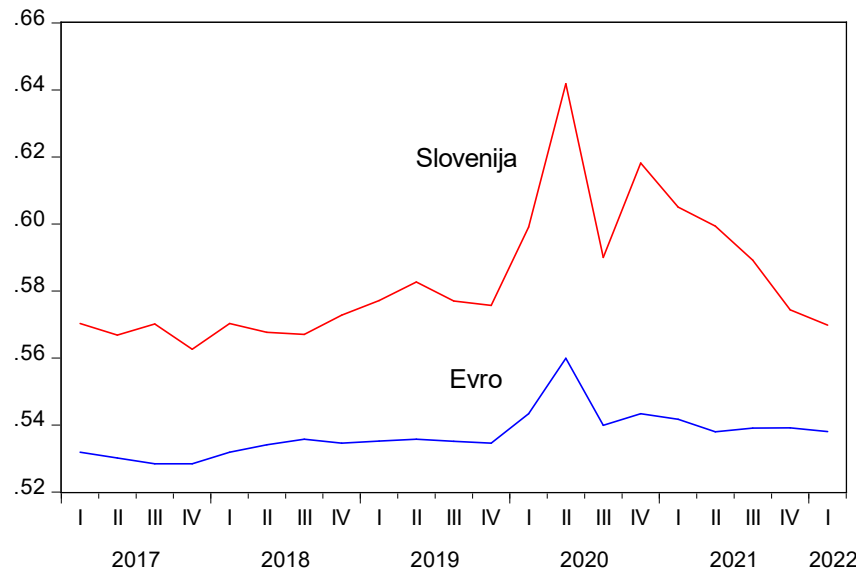
3.10 Prejemki zaposlenega prebivalstva



Vir: Eurostat; lastnin izračuni

Opomba: Prejemki zaposlenega prebivalstva; nominalno; desezonirano; normirano na povprečne četrletne prejemke v 2019 ($\Phi_{2019}=1$)

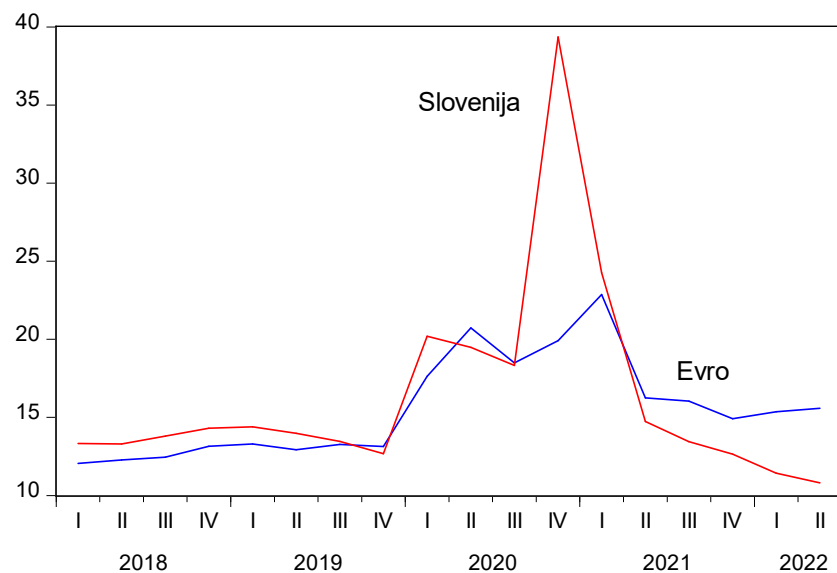
3.11 Prejemki zaposlenega prebivalstva na enoto dodane vrednosti



Vir: Eurostat; lastni izračuni

Opomba: Prejemki zaposlenega prebivalstva na enoto dodane vrednosti; desezonirano

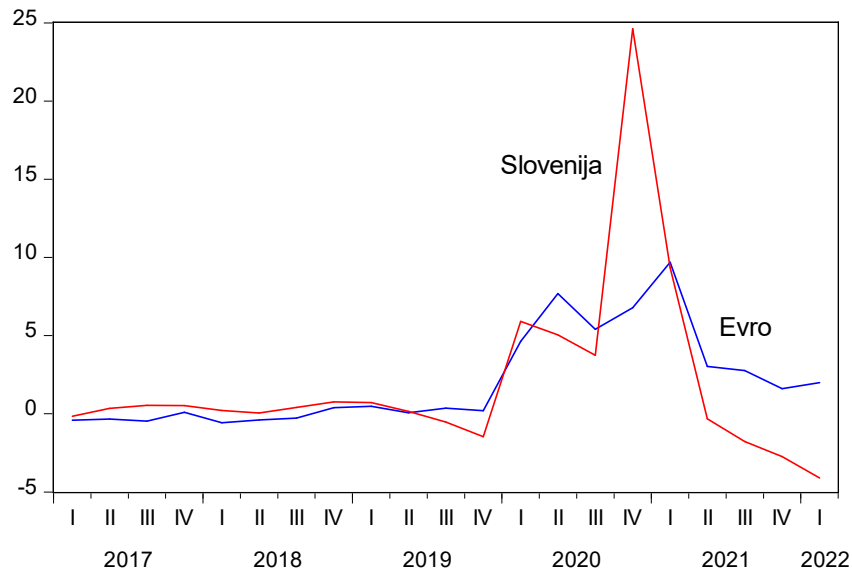
3.12 Bruto stopnja varčevanja gospodinjstev



Vir: Eurostat; lastni izračuni

Opomba: Bruto stopnja varčevanja gospodinjstev; bruto varčevanje v odstotkih bruto razpoložljivih dohodkov; desezonirano

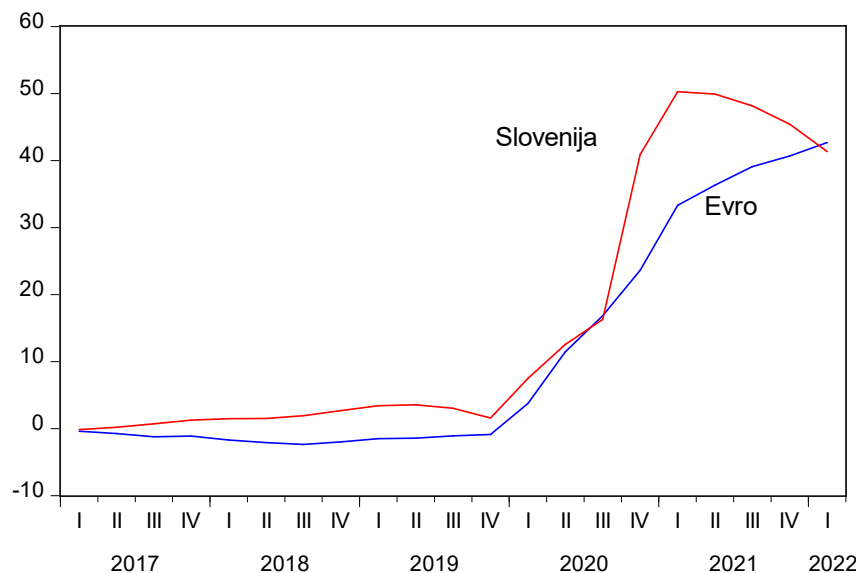
3.13 Stopnja varčevanja gospodinjstev – odstopanje od trenda



Vir: Eurostat; lastni izračuni

Opomba: Stopnja varčevanja gospodinjstev; odstopanje od trenda; bruto varčevanje v odstotkih bruto razpoložljivih dohodkov; desezonirano; trend za razdobje 2015/I-2019/IV

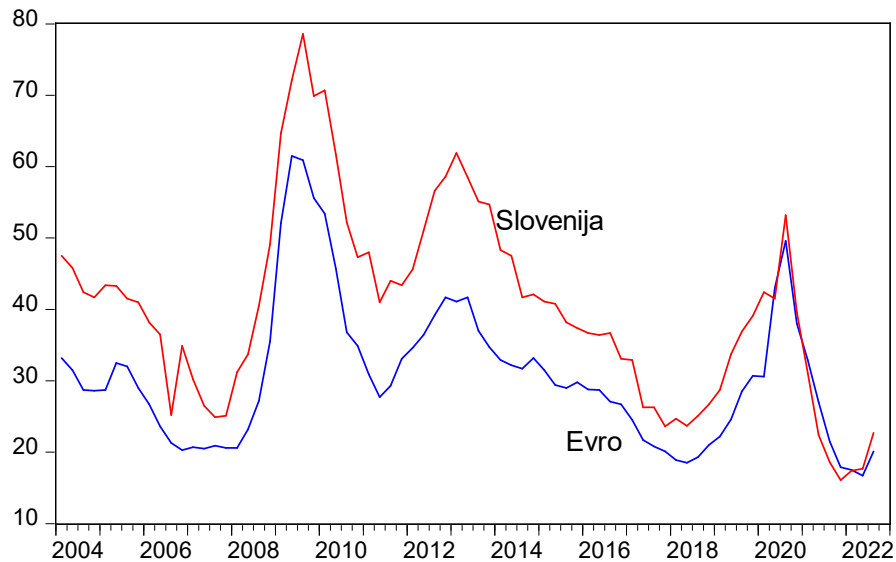
3.14 Stopnja varčevanja gospodinjstev – kumulativno odstopanje od trenda



Vir: Eurostat; lastni izračuni

Opomba: Stopnja varčevanja gospodinjstev; kumulativno odstopanje od trenda; bruto varčevanje v odstotkih bruto razpoložljivih dohodkov; desezonirano; trend za razdobje 2015/I-2019/IV

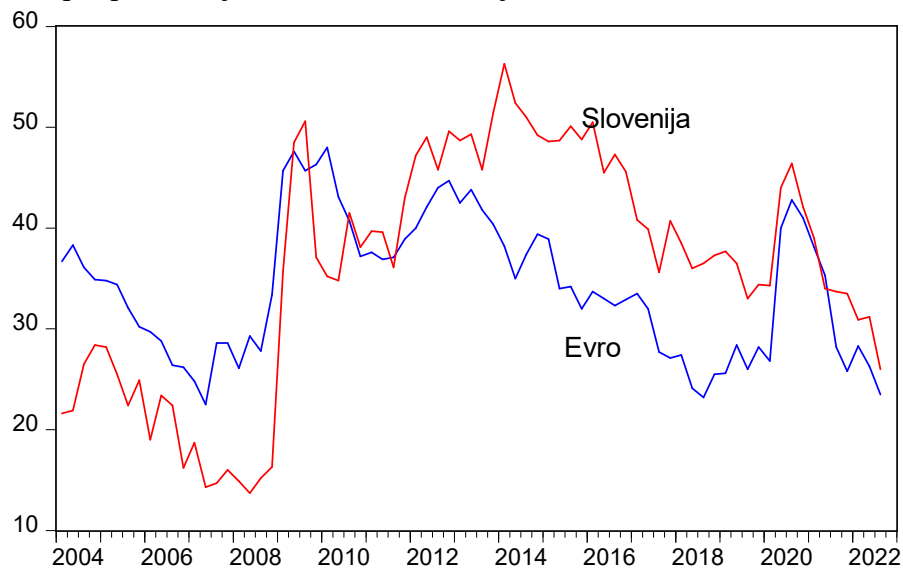
3.15 Intenzivnost povpraševanja v industriji



Vir: EU Komisija; lastni izračuni

Opomba: Intenzivnost povpraševanja v industriji; desezonirano; delež podjetij, ki jih nezadostno povpraševanje ovira pri poslovanju

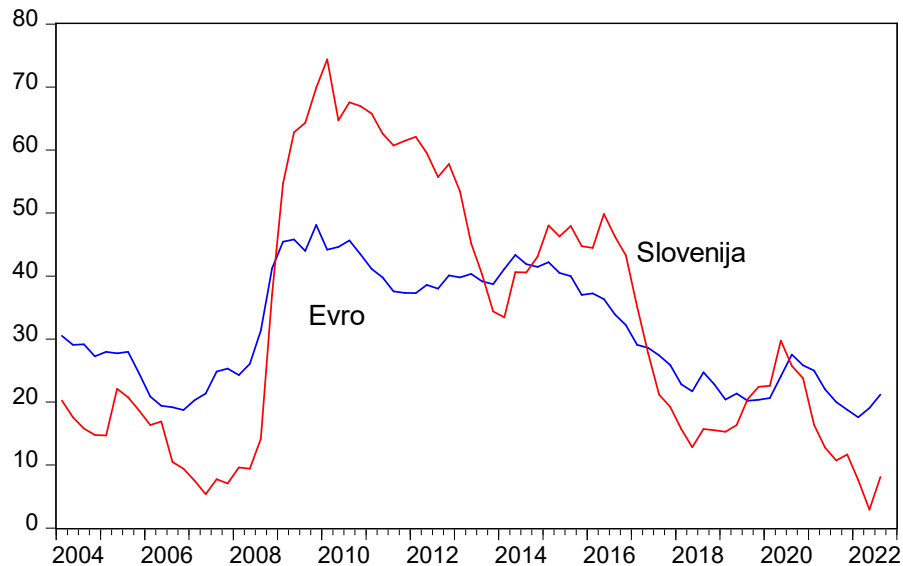
3.16 Intenzivnost povpraševanja v storitvenih sektorjih



Vir: EU Komisija; lastni izračuni

Opomba: Intenzivnost povpraševanja v storitvenih sektorjih; desezonirano; delež podjetij, ki jih nezadostno povpraševanje ovira pri poslovanju

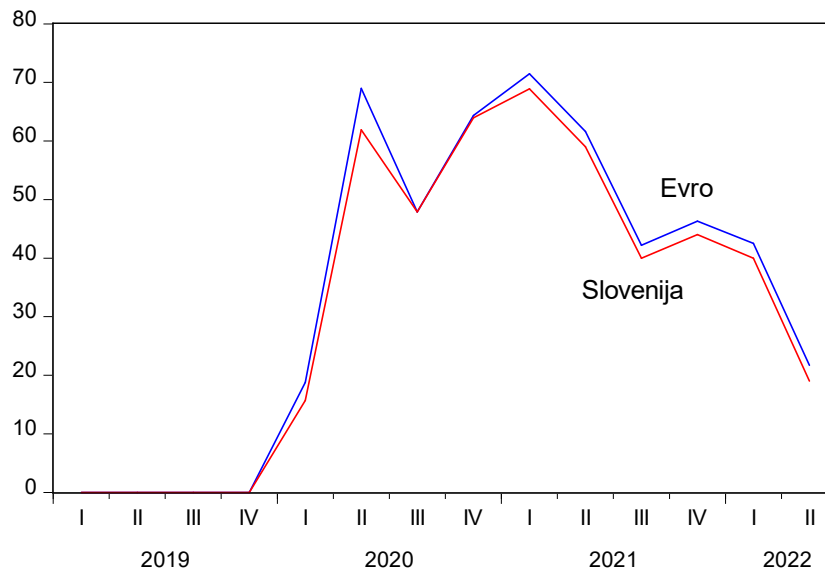
3.16 Intenzivnost povpraševanja v gradbeništvu



Vir: EU Komisija; lastni izračuni

Opomba: Intenzivnost povpraševanja v gradbeništvu; desezonirano; delež podjetij, ki jih nezadostno povpraševanje ovira pri poslovanju

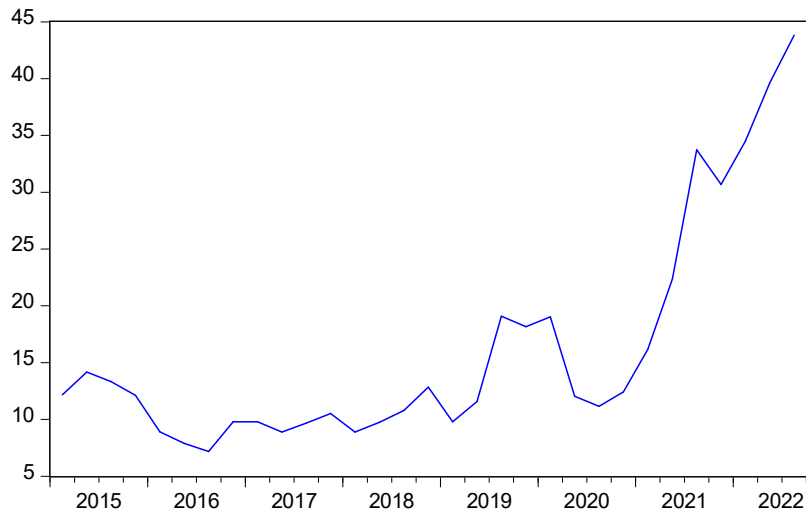
4.1 Intenzivnost ukrepov socialnega distanciranja



Vir: Oxford Covid-19 Government Response Tracker (https://github.com/OxCGRT/covid-policy-tracker/blob/master/documentation/index_methodology.md); lastni izračuni

Opomba: Intenzivnost ukrepov socialnega distanciranja; indeks (max 100, min 0)

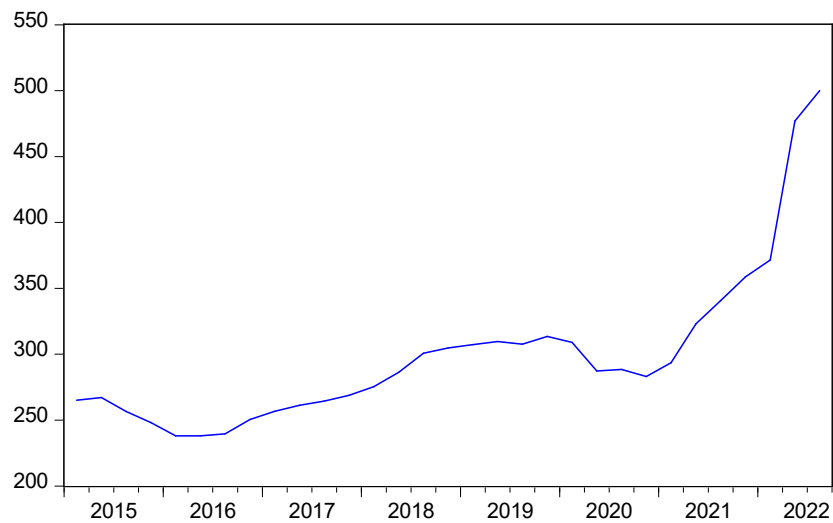
4.2 Cene kontejnerskih prevozov



Vir: Clarksons (<https://www.clarksons.net/n/#/portal/account/register?products=sin>); lastni izračuni

Opomba: Cene kontejnerskih prevozov; standardiziran prevoz generalnega tovora; cena za prevoz kontejnerja v tisočih dolarjev

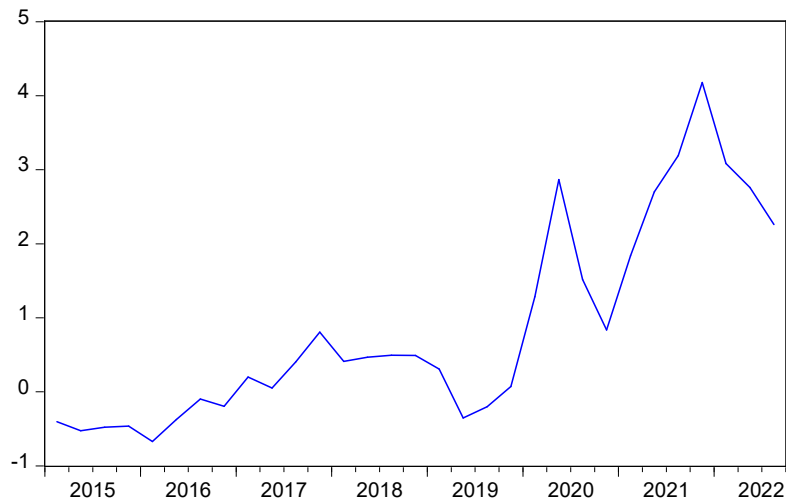
4.3 Proizvajalčeve cene preokoceanskih prevozov



Vir: FRED St.Louis FED (deep sea transportation costs); lastni izračuni

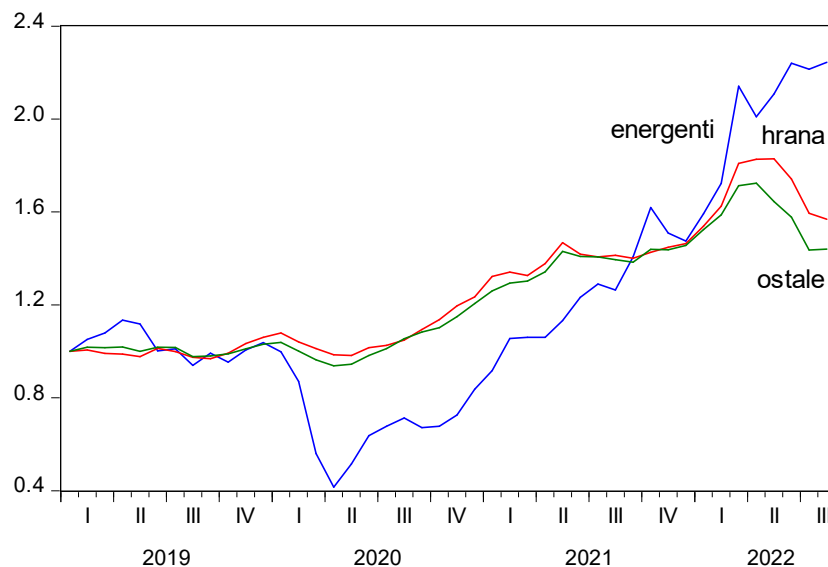
Opomba: Proizvajalčeve cene preokoceanskih prevozov; indeks 1988=100

4.4 Stiskanje ponudbenih verig



Vir: New York FED (global supply pressure index; Benigno in drugi, 2020); lastni izračuni
Opomba: Stiskanje ponudbenih verig; indeks; prva glavna komponenta naslednjih časovnih vrst: cene ladijskih prevoznikov, cene letalskih in tovornih prevozov in anketa nabavnih menedžerjev (PMI)

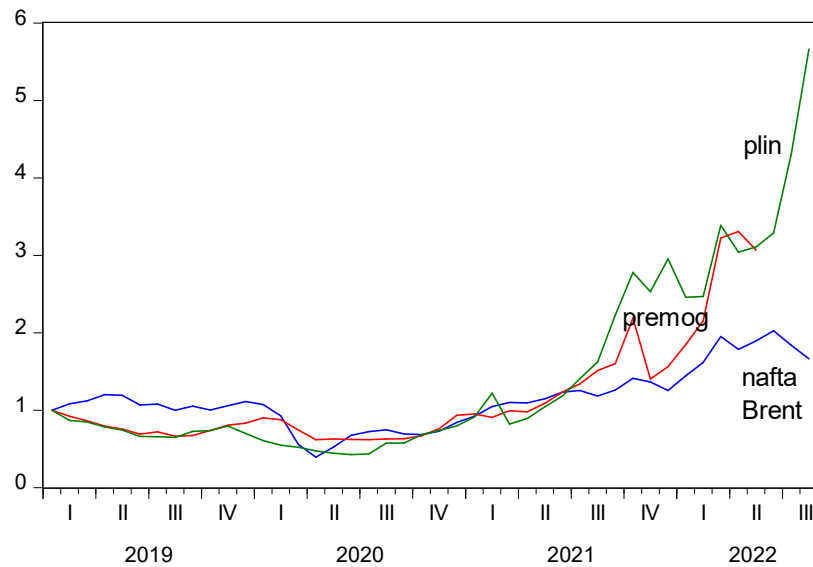
4.5 Cene surovin – osnovne skupine



Vir: World Bank; lastni izračuni

Opomba: Cene surovin po osnovnih skupinah; indeks; normirano na 2019/I=1

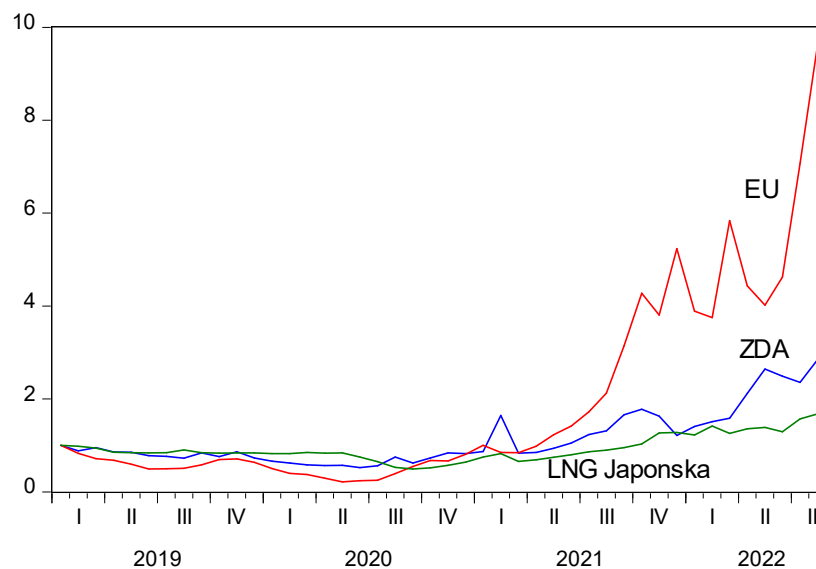
4.6 Cene surovin – energenti



Vir: World Bank; lastni izračuni

Opomba: Cene surovin-energenti; indeks; normirano na 2019/I=1

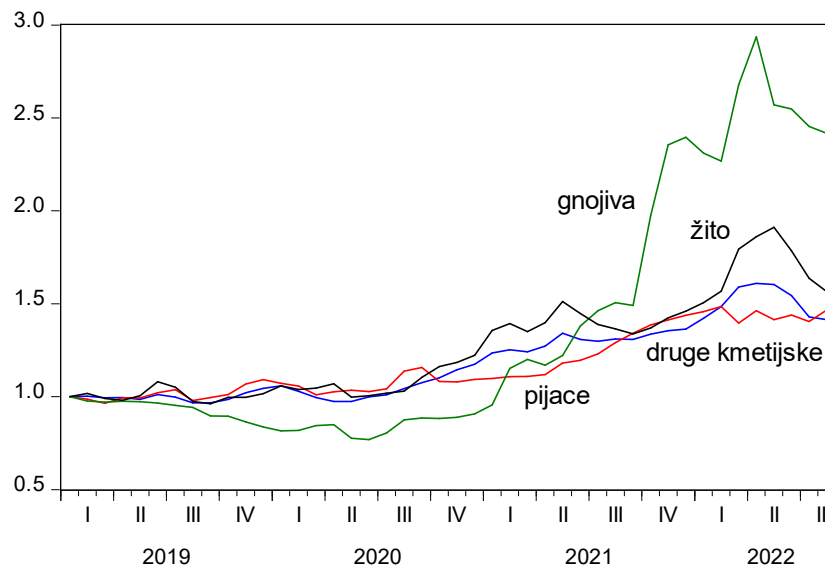
4.7 Cene surovin - plin



Vir: World Bank; lastni izračuni

Opomba: Cene surovin-plin; indeks; normirano na 2019/I=1

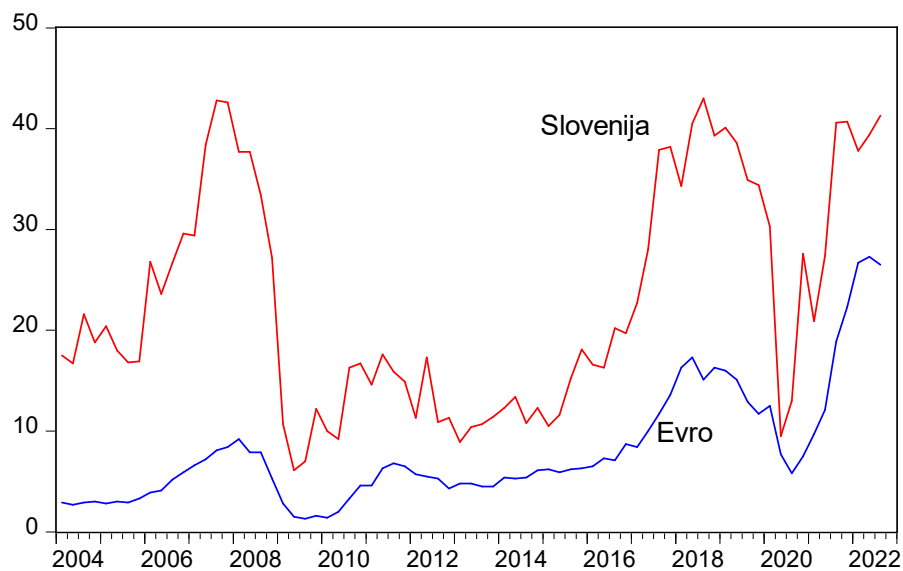
4.8 Cene surovin - hrana



Vir: World Bank; lastni izračuni

Opomba: Cene surovin-hrana; indeks; normirano na 2019/I=1

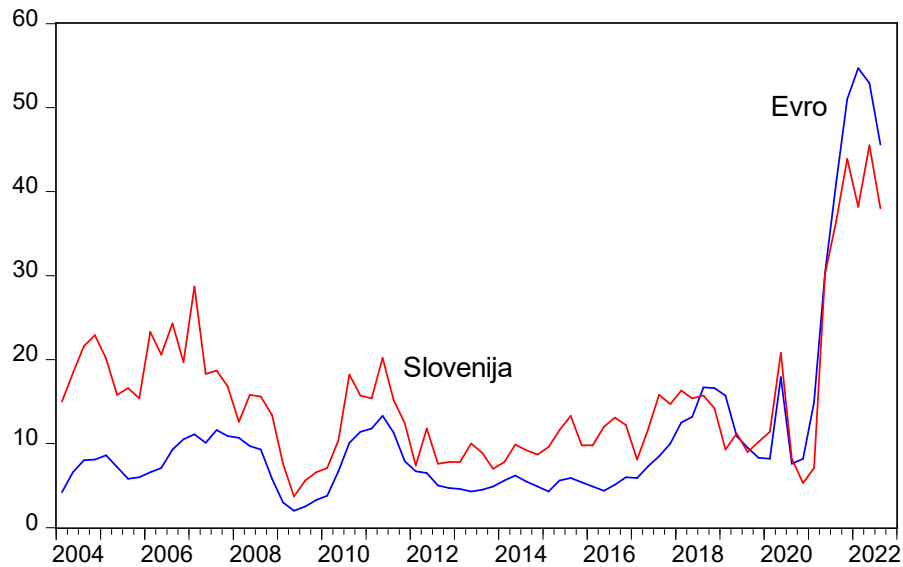
4.9 Pomanjkanje delavcev v industriji



Vir: EU Komisija; lastni izračuni

Opomba: Pomanjkanje delavcev v industriji; desezonirano; delež podjetij, ki jih pomanjkanje delavcev ovira pri poslovanju

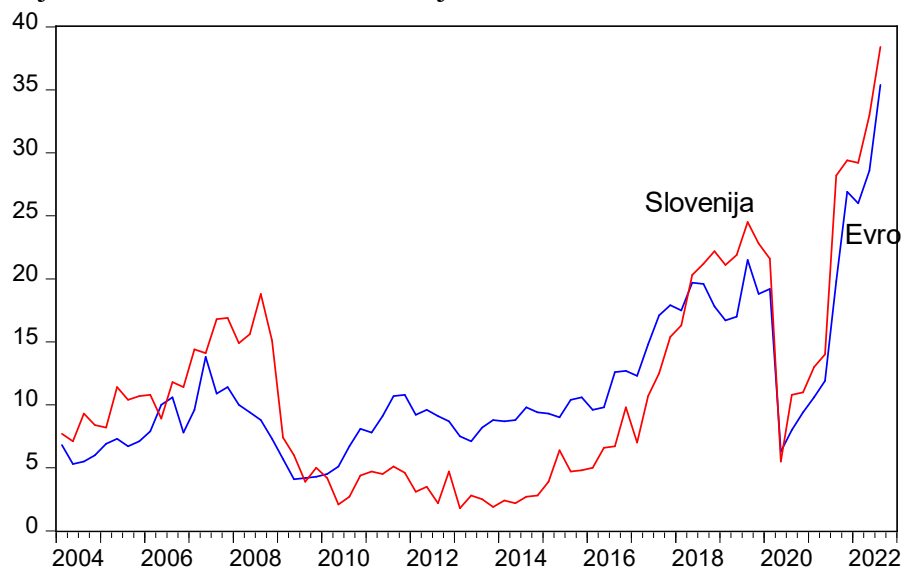
4.10 Pomanjkanje materiala in opreme v industriji



Vir: EU Komisija; lastni izračuni

Opomba: Pomanjkanje materiala in opreme v industriji; desezonirano; delež podjetij, ki jih pomanjkanje materiala in opreme ovira pri poslovanju

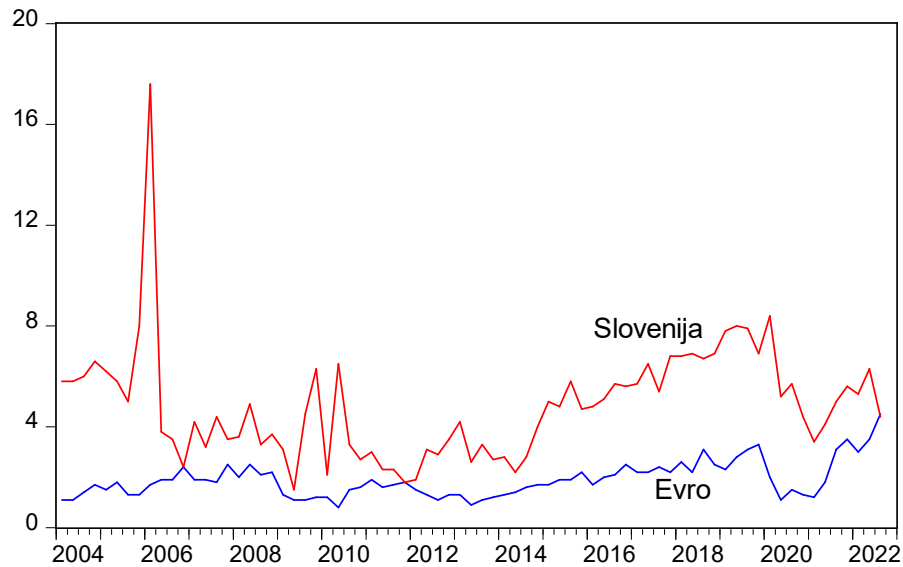
4.11 Pomanjkanje delavcev v storitvenih sektorjih



Vir: EU Komisija; lastni izračuni

Opomba: Pomanjkanje delavcev v storitvenih sektorjih; desezonirano; delež podjetij, ki jih pomanjkanje delavcev ovira pri poslovanju

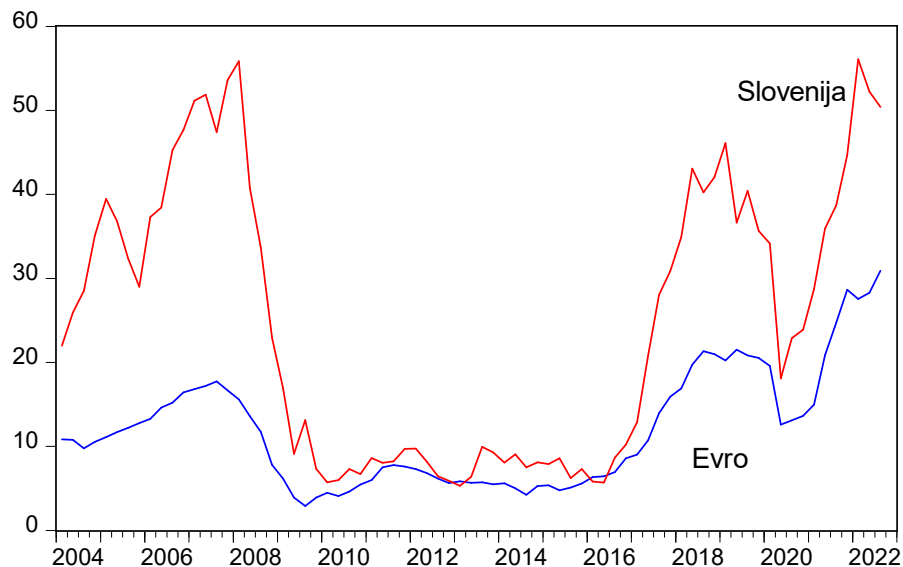
4.12 Pomanjkanje materiala in opreme v storitvenih sektorjih



Vir: EU Komisija; lastni izračuni

Opomba: Pomanjkanje materiala in opreme v storitvenih sektorjih; desezonirano; delež podjetij, ki jih pomanjkanje materiala in opreme ovira pri poslovanju

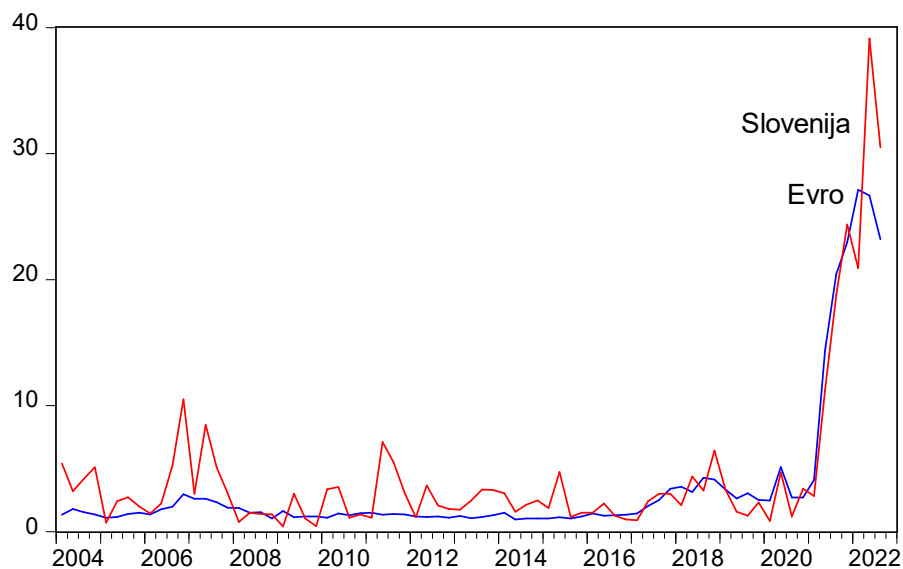
4.13 Pomanjkanje delavcev v gradbeništvu



Vir: EU Komisija; lastni izračuni

Opomba: Pomanjkanje delavcev v gradbeništvu; desezonirano; delež podjetij, ki jih pomanjkanje delavcev ovira pri poslovanju

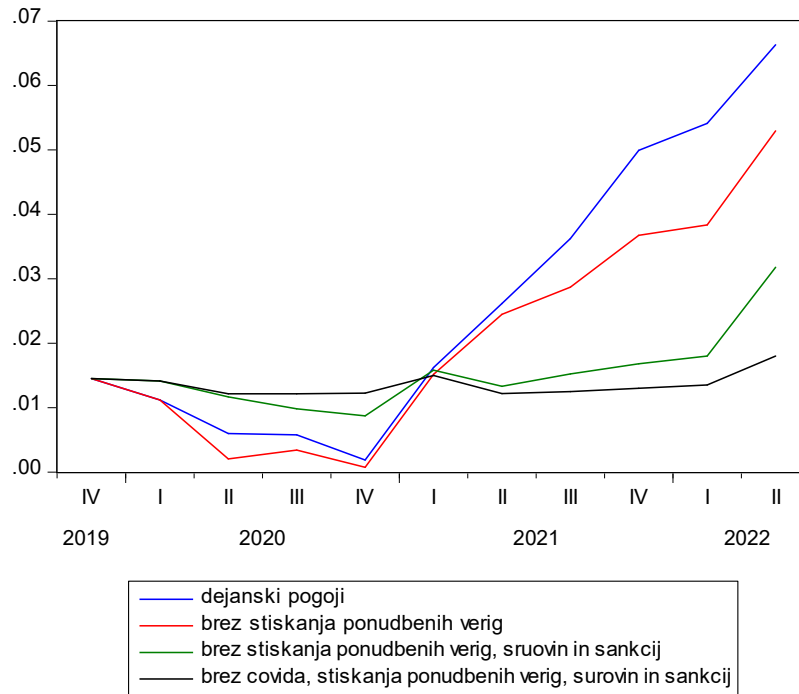
4.14 Pomanjkanje materiala in opreme v gradbeništvu



Vir: EU Komisija; lastni izračuni

Opomba: Pomanjkanje materiala in opreme v gradbeništvu; desezonirano; delež podjetij, ki jih pomanjkanje materiala in opreme ovira pri poslovanju

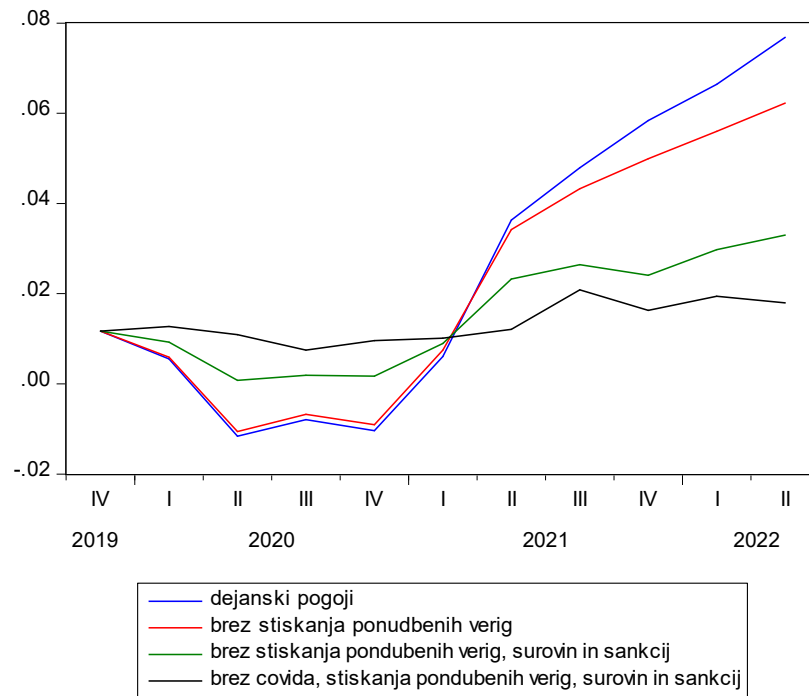
5.1 Struktura pospeševanja inflacije – Evro območje



Vir: Lastni izračuni

Opomba: Struktura pospeševanja inflacije v Evro območju; medletna rast cen; prispevki posameznih skupin faktorjev k inflaciji; modelska ocena

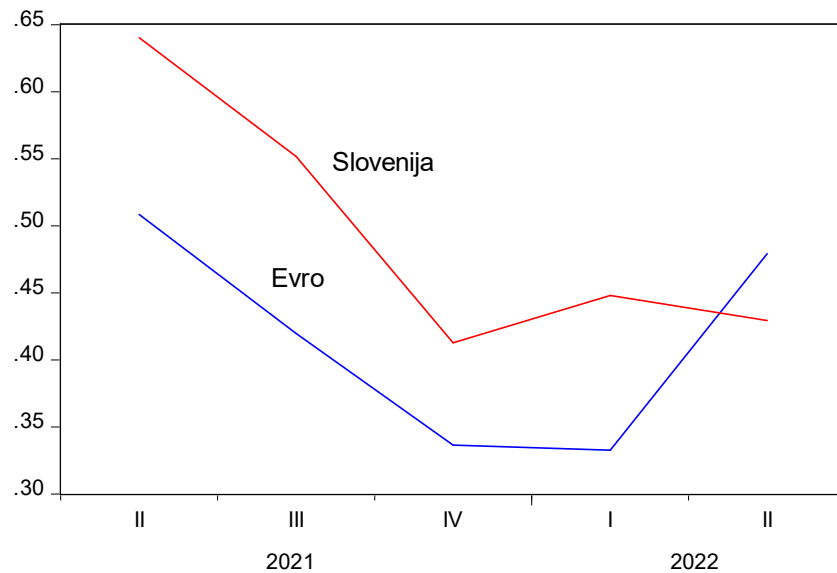
5.2 Struktura pospeševanja inflacije – Slovenija



Vir: Lastni izračuni

Opomba: Struktura pospeševanja inflacije v Sloveniji; medletna rast cen; prispevki posameznih skupin faktorjev k inflaciji; modelska ocena

5.3 Prispevek internih faktorjev k pospeševanju inflacije



Vir: Lastni izračuni

Opomba: Prispevek internih faktorjev k pospeševanju inflacije; medletna rast cen; relativni delež inflacije, ki ni posledica šokov v svetovne cene surovin, stiskanja ponudbenih verig in sankcij; modelska ocena