
Prisstabilitet og beskæftigelse

Morten Spange, Økonomisk Afdeling

INDLEDNING OG SAMMENFATNING

Lav inflation er i dag den primære målsætning for pengepolitikken i de fleste lande. Derimod tillægges faktorer som vækst og beskæftigelse typisk kun sekundær vægt ved udformningen af de pengepolitiske strategier, som centralbankerne forventes at følge. Den amerikanske centralbank, Federal Reserve, kan umiddelbart fremstå som en undtagelse, da den har et såkaldt dualt mandat, som lægger vægt på både inflation og beskæftigelse. Imidlertid viser erfaringen, at man også i USA lægger afgørende vægt på, at inflationen holdes nede.

Når prisstabilitet gøres til det primære mål i pengepolitikken, skyldes det, at der i dag er konsensus om, at pengepolitikken på langt sigt ikke kan forøge produktionen, men kun påvirke inflationen. Dermed giver det ikke mening at have som hovedmålsætning, at pengepolitikken skal bidrage aktivt til at skabe vækst og beskæftigelse. Det bedste, pengepolitikken kan bidrage med, er at skabe en stabil ramme om samfundsøkonomien i form af lav og forudsigelig inflation. Inden for denne ramme kan pengepolitikken på kort sigt bruges til at stabilisere produktionen omkring dens potentiale.

Der er en række grunde til, at lav og forudsigelig inflation er gavnlig for samfundsøkonomien. Eksempelvis er det lettere at træffe forbrugs- og ikke mindst investeringsbeslutninger, når man ved, at prisniveauet ikke ændrer sig betydeligt i de kommende år. Desuden er det svært at udforme et system af skatter og overførsler, som fordeler efter hensigten, når priser og lønninger stiger mærkbart fra år til år. I stedet vil man i en situation med høj og varierende inflation næsten uundgåeligt opleve tilfældige grupper vinde eller tabe på, at deres indkomst passerer forskellige nominelle grænser. Prisstabilitet er således gavnligt for såvel husholdninger og virksomheder som den offentlige sektor.

I Danmark er pengepolitikken målsætning også stabile priser, men i modsætning til de fleste centralbanker i lande med en selvstændig pengepolitik har Nationalbanken ikke direkte fokus på inflationen. I stedet er pengepolitikken herhjemme indrettet efter en stabil kronekurs over for euro. Da Den Europæiske Centralbank, ECB, har til formål at sikre lav

inflation i euroområdet, vil en fast kronekurs over for euroen imidlertid også medføre en lav og stabil inflation i Danmark. Dermed er også dansk pengepolitik udformet i erkendelse af, at der på længere sigt ikke eksisterer en afvejning mellem lav inflation og høj vækst.

I det følgende diskuteres, hvilke muligheder og begrænsninger der ligger i pengepolitikken. Diskussionen leder frem til en forståelse af den internationale konsensus om, at pengepolitikken primært bør fokusere på prisstabilitet, mens der må andre økonomisk-politiske instrumenter på banen, hvis vækst og beskæftigelse ønskes vedvarende fremmet. Argumentationen underbygges ved hjælp af såvel danske som internationale erfaringer fra de seneste årtier. Afslutningsvis fremhæves det, hvordan troværdigheden omkring pengepolitikken har medvirket til at mildne skadevirkningerne af de senere års betydelige udsving i råvarepriserne.

HVAD KAN PENGEPOLITIKKEN BRUGES TIL?

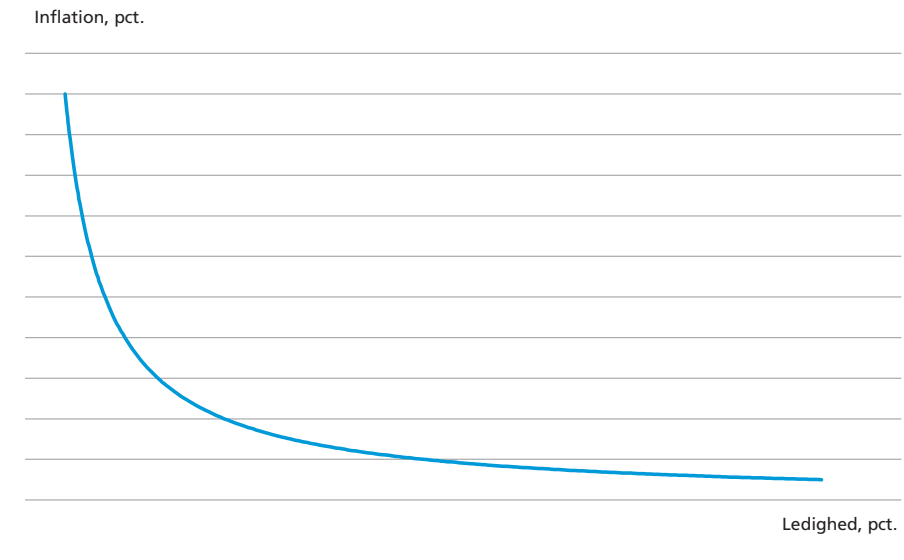
I langt de fleste vestlige lande udføres pengepolitikken af centralbanken efter en på forhånd fastlagt strategi. Dermed sikres det, at omverdenen har mulighed for at forstå de pengepolitiske beslutninger, hvilket bidrager til at opbygge troværdighed omkring den økonomiske politik. Den pengepolitiske strategi er typisk bestemt fra politisk side, og den indeholder nogle forskrifter for, hvad centralbanken gennem udførelsen af pengepolitikken skal sigte efter at opnå. Ved udformningen af den pengepolitiske strategi er det vigtigt som udgangspunkt at gøre sig klart, hvilke muligheder og begrænsninger der ligger i pengepolitikken. Hvis det fra politisk side pålægges centralbanken at opnå en række mål, som ikke vedrører pengepolitikken, eller som ikke er indbyrdes forenelige, kan det have u hensigtsmæssige implikationer for et lands økonomiske udvikling. Som det forklares i det følgende, kan pengepolitikken eksempelvis ikke anvendes til på længere sigt at øge beskæftigelsen. Og et ønske om fx at styre aktiekurserne er ikke nødvendigvis foreneligt med at holde inflationen på et stabilt niveau.

Phillipskurven og dens sammenbrud

I årene frem til 1970'erne var der en forventning om, at det var muligt at opnå en permanent lavere ledighed gennem ekspansiv økonomisk politik. Prisen herfor er en højere inflation. Det skulle således være muligt for centralbanken at stabilisere økonomien omkring et politisk bestemt niveau for ledigheden. Denne teori er illustreret i figur 1 ved hjælp af en såkaldt phillipskurve, som viser den forventede sammenhæng mellem inflation og ledighed.

TEORETISK PHILLIPSKURVE

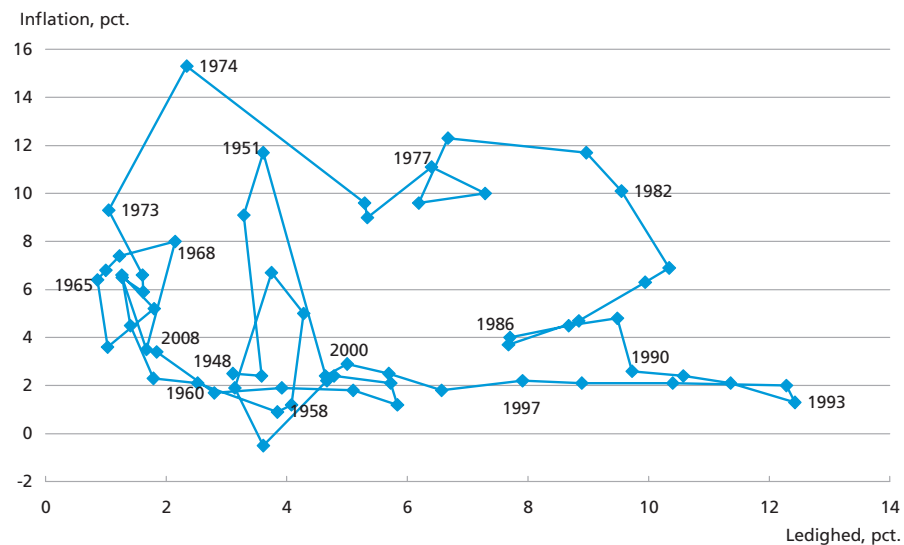
Figur 1



I løbet af 1970'erne blev det klart, at den traditionelle phillipskurve-teori ikke holdt stik. Tværtimod viste det sig, at forsøg på at udnytte sammenhængen mellem inflation og ledighed på længere sigt fører til højere inflation, uden at realøkonomien stilles bedre. Figur 2 viser den faktiske sammenhæng mellem inflation og ledighed for Danmark siden 2.

PHILLIPSKURVE FOR DANMARK 1948-2008

Figur 2



Anm.: Data dækker årene 1948-2008. CPI benyttes som mål for inflation.

Kilde: Danmarks Statistik. Der er databrud i 1980 grundet ændring i definitioner.

verdenskrig. Det fremgår klart, at denne sammenhæng ikke har været som forudsagt af den traditionelle phillipskurve. I hele perioden op til den første oliekrise var ledigheden under 5 pct., mens inflationen det meste af perioden lå mellem 2 og 8 pct. I forbindelse med oliekrisen steg inflationen betydeligt og nåede i 1974 op over 15 pct., hvorefter den holdt sig i omegnen af 10 pct. frem til overgangen til den konsekvente fastkurspolitik i 1982. På trods af den høje inflation steg ledigheden betydeligt. Først efter overgangen til fastkurspolitik lykkedes det gennem resten af 1980'erne gradvis at få inflationen bragt ned, hvilket skete, uden at ledigheden steg yderligere. Perioden efter 1993 er præget af en række reformer, som forbedrede strukturerne på arbejdsmarkedet og dermed nedbragte den ledighed, som er forenelig med en stabil løn- og prisudvikling. Dette afspejler sig i, at ledigheden siden 1993 er faldet markant, uden at inflationen er steget. Der har således langt fra været nogen entydig sammenhæng mellem inflation og ledighed i Danmark.

Virkningerne af pengepolitik

Når man vurderer effekterne af pengepolitik, er det vigtigt at skelne mellem det korte og det lange sigt. På kort sigt vil en pengepolitisk ekspansion føre til øget efterspørgsel. Det skyldes, at det ved en lavere rente bliver mindre attraktivt at spare op, så forbrugerne tilskyndes til at øge deres forbrug. Ligeledes vil det bedre kunne betale sig at igangsætte investeringer, når renten er lav. Desuden vil en rentenedsættelse ofte give sig udslag i højere priser på den private sektors aktiver. Dermed vokser den private sektors formue, hvilket også medvirker til at forøge efterspørgslen. Den forøgede efterspørgsel fører til et pres på ressourcerne, som får priserne til at stige, mens ledigheden falder i takt med, at virksomhederne øger produktionen. En pengepolitisk lempelse kan altså på kort sigt øge såvel aktivitet som inflation og nedbringe ledigheden, hvilket er i overensstemmelse med den simple teori om phillipskurven.

Overgangen fra det korte til det lange sigt kan gå via løndannelsen. I første omgang vil den pengepolitiske lempelse ikke nødvendigvis have stor indflydelse på lønningerne, da disse typisk er sat i kontrakter af nogen varighed. Men den øgede efterspørgsel efter arbejdskraft og de højere priser betyder, at arbejdstagerne ved de efterfølgende lønforhandlinger vil forlange højere lønstigninger. Endvidere vil lønmodtagerne gennemskue, at hvis de kræver højere lønninger for at kompensere for de prisstigninger, der allerede har fundet sted, så vil virksomhederne hæve deres priser yderligere. Lønmodtagerne vil derfor kræve en lønstigning, der ikke blot kompenserer for de hidtidige prisstigninger, men også tager højde for fremtidige stigninger. I takt med, at reallønnen dermed vender tilbage til udgangspunktet, vil det ikke længere

være så fordelagtigt for virksomhederne at operere med en større beskæftigelse. Den gunstige virkning på beskæftigelsen er derfor kun af midlertidig karakter.

En afgørende pointe er, at lønmodtagerne tager højde for, hvad de forventer, at inflationen vil blive i løbet af den periode, som deres lønkontrakter løber over. Hvis det var muligt systematisk at overraske lønmodtagerne med uventet høj inflation, kunne man muligvis opnå lavere ledighed på bekostning af højere prisstigninger. Empirien viser imidlertid, at det ikke er tilfældet. Lønmodtagerne lærer gradvis at skue fremad og fokusere på reallønnen – ikke pengelønnen.

Reallønnen bliver dermed genoprettet, da lønmodtagerne tager højde for den højere prisstigningstakt. Dermed vil det ikke være fordelagtigt for virksomhederne at køre videre med det nye højere niveau for beskæftigelsen, som reduceres til det oprindelige niveau. Men virksomhederne må alligevel hæve priserne mere end før den pengepolitiske lempelse for at kompensere for de høje lønstigninger. Da prisstigningerne er højere end i udgangspunktet for at kompensere for de højere lønstigninger, må lønmodtagerne imidlertid også vedblive med at kræve højere lønstigninger end før den pengepolitiske lempelse for at kompensere for dette.

Både vareinflationen og løninflationen ender således på et højere niveau end før den pengepolitiske lempelse, idet forventninger om højere inflation er blevet indarbejdet i det økonomiske system. Imidlertid har det ingen gunstige realøkonomiske konsekvenser, da realløn såvel som beskæftigelse er tilbage på det oprindelige niveau. Så man har opnået, at beskæftigelsen var over det normale niveau i den tid, det tog for pris- og lønstigningstakten at tilpasse sig den nye virkelighed. Men omkostningen er, at højere løn- og prisstigninger er blevet indarbejdet i økonomien via forventningsdannelsen hos husholdninger og virksomheder, med de problemer det skaber, jf. omtalen på side 60.

Hvis centralbanken stadig ønsker at hæve produktionen over dens potentiale, må den skabe endnu mere inflation for derved endnu engang at overraske den private sektor. Det er selvsagt ikke nogen langsigts-holdbar løsning, at centralbanken systematisk overrasker husholdninger, virksomheder og lønmodtagere ved at skabe mere og mere inflation for derved at udhule reallønnen. Og på et tidspunkt vil den private sektor ikke længere kunne overraskes, da den efterhånden gennemskuer det pengepolitiske reaktionsmønster.

For at få inflationen tilbage på det oprindelige niveau må økonomien gennem en periode med en stram pengepolitik. Det vil have negative konsekvenser for beskæftigelsen. Det er derfor vigtigt at undgå situationer, hvor forventninger om højere løn- og prisstigninger bliver indar-

bejdet i det økonomiske system. Erkendelsen af, at pengepolitikken kun kan nedbringe ledigheden, hvis centralbanken skaber mere inflation end forventet af husholdninger og virksomheder, har ført til, at man nu ofte analyserer økonomisk politik inden for rammerne af en såkaldt forventningsudvidet phillipskurve. Boks 1 gennemgår kort phillipskurvens udvikling.

På langt sigt er det således ikke muligt for pengepolitikken at øge aktiviteten ud over det potentielle niveau, som bestemmes af arbejdsstyrken, strukturerne på arbejdsmarkedet, kapitalapparatets størrelse og produktionsteknologien. Den eneste reelle mulighed er derfor, at centralbanken accepterer, at pengepolitikken ikke kan bruges til at øge væksten i økonomien på længere sigt. Storgaard (2009) præsenterer en empirisk analyse af løndannelsen i Danmark i perioden 1975-2007¹. En hovedkonklusion fra artiklen er, at prisstigningerne på længere sigt fuldt ud afspejles i lønnen. Dermed er det ikke muligt på længere sigt at opnå højere beskæftigelse ved systematisk at bruge inflationen til at reducere reallønnen.

Væksten er udbudsbestemt

På langt sigt vil niveauet for den økonomiske aktivitet være bestemt af økonomiens udbudsside. For en given arbejdsstyrke og kapitalapparat vil der være et niveau for produktionen, som er foreneligt med en stabil løn- og prisudvikling. Forsøg på gennem efterspørgselsstimulerende politik at øge aktiviteten ud over dette niveau er muligt på kort sigt, men vil på længere sigt blot resultere i højere pris- og lønstigninger, jf. diskussionen ovenfor. Det er således ikke muligt at stabilisere økonomien på et niveau, som ligger over dens potentiale, og dette gælder, uanset om det er penge- eller finanspolitikken, der anvendes til at stimulere efterspørgslen.

Hvis man ønsker en varig forøgelse af den økonomiske aktivitet, må man i stedet iværksætte initiativer, som kan løfte økonomiens potentielle produktion. Dette kan eksempelvis opnås ved gennem ændrede afskrivnings- eller beskatningsregler at gøre det mere fordelagtigt at investere i produktionskapital. Alternativt kan man forsøge at øge arbejdsstyrken, opkvalificere den gennem uddannelse eller nedbringe den ledighed, som er forenelig med en stabil lønudvikling. Dette kan gøres ved hjælp af strukturreformer, som gør det mere attraktivt at arbejde.

Selv om pengepolitikken ikke kan bidrage positivt til væksten på langt sigt, er der blandt økonomer bred enighed om, at såvel penge- som finanspolitik kan påvirke aktiviteten på kortere sigt ved at stimulere eller

¹ Peter Ejler Storgaard, Lønudviklingen i Danmark, *Kvartalsoversigt*, 2. kvartal 2009.

Phillipskurven daterer sig tilbage til 1958, hvor A. W. Phillips i en skelsættende artikel viste, at der gennem de forudgående ca. 100 år havde været en relativt stabil sammenhæng mellem arbejdsløshed og løninflation i Storbritannien.¹ Perioder med lav arbejdsløshed havde været præget af høj løninflation, mens lønstigningerne havde været små i perioder med høj arbejdsløshed. En lignende sammenhæng kunne også findes mellem arbejdsløshed og prisinflation. Ideen var, man stod over for en afvejning mellem ledighed og lønstigninger. Ville man acceptere højere lønstigninger, kunne man ifølge teorien opnå permanent lavere ledighed. Denne sammenhæng så ud til at holde også i årene efter Phillips' artikel, og tankerne bag phillipskurven vandt således indpas i udformningen af den økonomiske politik i mange lande. Den teoretiske phillipskurve er illustreret i figur 1 i hovedteksten.

I 1970'erne blev der stillet alvorlige spørgsmålstejn ved phillipskurvens relevans. Der var mange lande, som på samme tid oplevede både høj inflation og høj arbejdsløshed. Ifølge phillipskurven skulle denne situation ikke være mulig, så noget måtte være galt. Desuden var phillipskurvens sammenbrud allerede blevet forudset. Milton Friedman og Edmund Phelps havde i teoretiske artikler argumenteret for, at reale størrelser som eksempelvis produktion og beskæftigelse på langt sigt vil blive bestemt af reale faktorer og ikke kan påvirkes af nominelle størrelser som penge og inflation.² I et land vil der være et "normalt" eller "naturligt" niveau for arbejdsløsheden, og pengepolitikken kan ikke på langt sigt holde arbejdsløsheden over eller under dette niveau. På langt sigt er phillipskurven derfor lodret, idet inflationen her er uafhængig af arbejdsløsheden. Det normale niveau for arbejdsløsheden vil være bestemt af en række strukturelle forhold på arbejds- og varemarkedet. Omvendt vil pengepolitikken altid kunne bestemme inflationen gennem den mængde af penge, som sendes i cirkulation. Friedman og Phelps har begge modtaget Nobelprisen i økonomi for deres arbejde.

Selv om phillipskurven på langt sigt er lodret, er det ikke ensbetydende med, at pengepolitikken ikke kan have reale effekter på kort sigt. I 1970'erne opstod der en teoretisk litteratur, som analyserede, under hvilke betingelser pengepolitikken kunne have reale effekter. Her spillede ikke mindst den senere Nobelprisvinder Robert E. Lucas en stor rolle. Han kom frem til, at det var afgørende at skelne mellem forventede og uventede stød. Kun hvis et pengepolitisk stød er uventet af den private sektor, vil det ifølge Lucas kunne have reale effekter.³ Hvis en pengepolitisk ekspansion er ventet, vil den derimod blot resultere i højere priser.

I dag er der i centralbanker og lignende institutioner bred enighed om, at der på kort sigt eksisterer en afvejning mellem inflation og aktivitet. Det skyldes, at man i vid udstrækning har adopteret en såkaldt ny-keynesiansk tankegang, som antager, at priser og lønninger reagerer trægt. Dermed vil en pengepolitisk ekspansion kunne øge aktiviteten i den periode, det tager, indtil priser og lønninger har tilpasset sig deres nye langsigtsniveau. Realøkonomien vil imidlertid uundgåeligt vende tilbage til sit udgangspunkt, der er bestemt af strukturelle forhold som eksempelvis strukturerne på arbejdsmarkedet.

¹ Se A. W. Phillips, The Relation between Unemployment and the Rate of Change of Money Wage Rates in the United Kingdom, 1861–1957, *Economica, New Series*, 1958, vol. 25, nr. 100, side 283–299.

² Se M. Friedman, The Role of Monetary Policy, *American Economic Review*, 1968, vol. 58, side 1–17, og E. S. Phelps, Money-Wage Dynamics and the Labour-Market Equilibrium, *Journal of Political Economy*, 1968, vol. 76, side 678–711.

³ Se R. E. Lucas, Expectations and the neutrality of money, *Journal of Economic Theory*, 1972, vol. 4, side 103–124.

dæmpe efterspørgslen. Det er i den forbindelse værd at bemærke, at en pengepolitik, som fokuserer på at stabilisere inflationen på et lavt niveau, også kan have stabiliserende virkninger på aktiviteten. Det er fx tilfældet, hvis fluktuationerne i vækst og beskæftigelse primært er drevet af efterspørgselsstød som under finanskrisen. Her har et fald i efterspørgslen ført til nedgang i såvel aktivitet som inflation over hele kloden.

Som reaktion herpå har de ledende centralbanker alle nedsat deres renter til et niveau tæt på nul. Dermed understøttes efterspørgslen, hvilket modvirker, at inflationen falder for langt under det ønskede niveau. I den aktuelle situation er der således hverken på kort eller langt sigt nogen konflikt mellem hensynet til beskæftigelsen og hensynet til prisstabilitet. Det afgørende er, at økonomien stabiliseres omkring sit potentiale og ikke omkring et aktivitetsniveau, som er uforeneligt med stabile priser og lønninger. Når økonomien er ved at være oppe i gear igen, skal renterne derfor sættes op til et normalt leje.

Inflationen bestemmes af pengepolitikken

På kort sigt vil inflationen være påvirket af en række faktorer. Eksempelvis vil ændringer i råvarepriserne uundgåeligt slå igennem på forbrugerpriserne. Ligeledes kan finanspolitikken påvirke inflationen, der vil have en tendens til at stige i kølvandet på en finanspolitisk lempelse som følge af det forøgede kapacitetspres. En konjunkturmedløbende finanspolitik, der stimulerer økonomien, når vækst og inflation er stigende, kan derfor vanskeliggøre centralbankens opgave og medføre større udsving i de pengepolitiske renter end ellers. På langt sigt er inflationen imidlertid bestemt af den førte pengepolitik. Da centralbanken på langt sigt bestemmer inflationen, men ikke kan påvirke beskæftigelsen, eksisterer der ikke et modsætningsforhold mellem høj beskæftigelse og lav inflation.

De fleste centralbanker er blevet pålagt at sigte mod lav og stabil inflation, da høj inflation reducerer effektiviteten i det økonomiske system. Der er en række årsager til dette:¹

- Høj inflation er ofte sammenfaldende med varierende inflation, hvilket slører udviklingen i de relative priser. Det vanskeliggør husholdningernes og virksomhedernes opsparings- og investeringsbeslutninger med deraf følgende risiko for fejlallokering af resurserne i økonomien.
- Varierende inflation giver anledning til, at kreditorer vil kræve en risikopræmie i renten som kompensation for usikkerheden om det fremtidige inflationsniveau. Det giver alt andet lige højere nominelle renter, hvilket kan virke hæmmende på investeringer og økonomisk vækst.

¹ Det følgende er taget fra Danmarks Nationalbank, *Pengepolitik i Danmark*, 2009, side 4-5.

- Inflation får virksomheder og husholdninger til at bruge uforholdsmæssigt mange ressourcer på at sikre sig mod fremtidig inflation i forbindelse med indgåelse af kontrakter på vare- og arbejdsmarkedet og i de finansielle markeder.
- Høj og varierende inflation giver anledning til en omfordeling af formuer mellem debitorer og kreditorer, som ikke er realøkonomisk begrundet.
- Inflation kan give forvriddinger i et nominelt baseret skattesystem, så realafkastet efter skat af investeringer er afhængig af inflationen og ikke alene afspejler investeringernes produktive afkast.

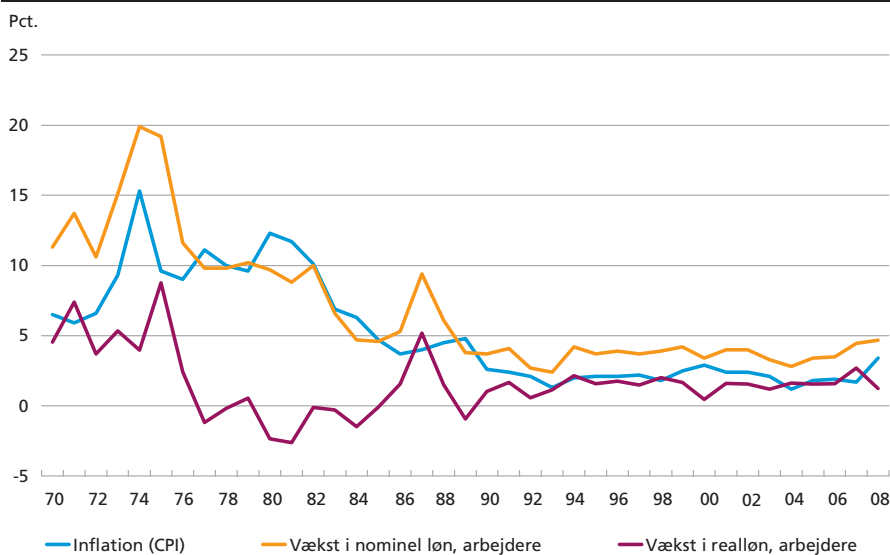
ERFARINGERNE FRA DANMARK

Figur 3 viser udviklingen i inflation samt nominel løn og realløn i Danmark de seneste knap 40 år. Perioden frem til overgangen til en konsekvent fastkurspolitik i starten af 1980'erne var generelt præget af høje nominelle lønstigninger. Imidlertid blev lønstigningerne spist op af inflation, så væksten i reallønnen var omtrent nul flere år i træk. Den høje inflation afspejlede, at man gennem gentagne devalueringer forsøgte at øge den økonomiske vækst. Resultaterne udeblev imidlertid, og både ledigheden og inflationen steg.

For at reducere inflationen annoncerede den tiltrædende regering i 1982, at den ville afstå fra yderligere devalueringer. Desuden blev de au-

INFLATION OG LØNVÆKST

Figur 3



Kilde: Danmarks Statistik (inflation), Dansk Arbejdsgiverforening (løn).

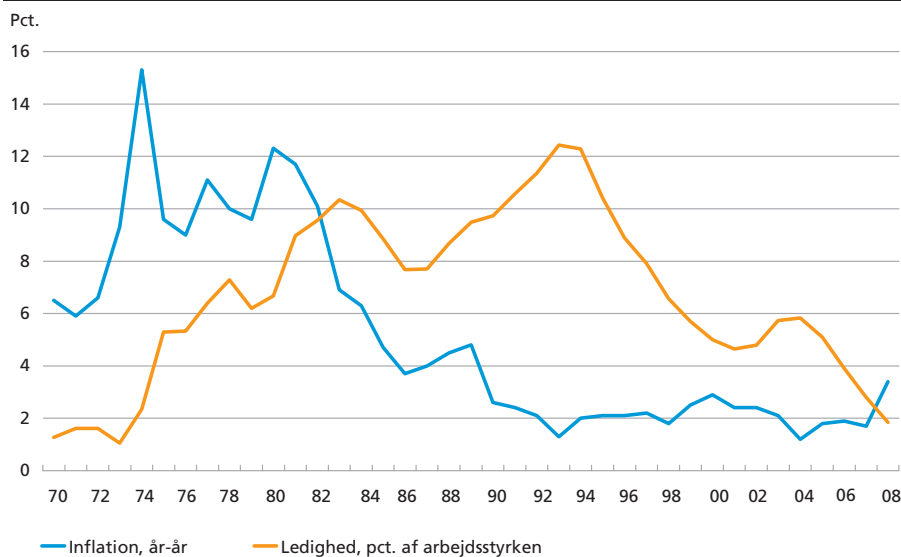
tomatiske dyrtidsreguleringer suspenderet og finanspolitikken strammet. I de efterfølgende år opstod der gradvis en tro på, at den førte økonomiske politik ville være i stand til at nedbringe inflationen. Dermed blev lavere nominelle lønstigninger efterhånden acceptabelt for lønmodtagerne. Siden sidst i 1980'erne har den nominelle lønstigningstakt været markant lavere end i den forudgående periode. Men på trods af dette har lønmodtagerne nydt godt af pæne reallønstigninger. Det illustrerer, at en troværdig økonomisk ramme, som kan levere lave prisstigninger, er et godt værn mod udhuling af reallønnen. Men historien viser også, at troværdighed tager tid at opbygge. Det er derfor afgørende, at troværdigheden omkring den økonomiske politik ikke undermineres ved at afvige fra den langsigtede strategi for at øge væksten på kort sigt.

Figur 4 viser udviklingen i inflation og ledighed i Danmark i perioden 1970–2009. Det fremgår, at ledigheden siden starten af dette årti har ligget på sit laveste niveau siden den første oliekrise. Samtidig har netop denne periode været karakteriseret ved lav og stabil inflation. I Danmark har lav inflation således i en lang årrække gået hånd i hånd med høj beskæftigelse.

Hvis den gunstige udvikling skal fortsætte, er det vigtigt, at der føres en ansvarlig økonomisk politik. I midten af 2000'erne var der en tendens til, at finanspolitikken var konjunkturmedløbende. Dermed har finanspolitikken bidraget til, at ledigheden er kommet ned under sit strukturelle niveau. Det er risikabelt, da et forsøg på at stabilisere ledigheden

INFLATION OG LEDIGHED I DANMARK

Figur 4



Anm.: CPI benyttes som mål for inflation.

Kilde: Danmarks Statistik.

under sit strukturelle niveau på længere sigt vil føre til højere løn- og prisstigninger. En periode med højere ledighed kan således være nødvendig for at undgå, at inflationen begynder at stige.

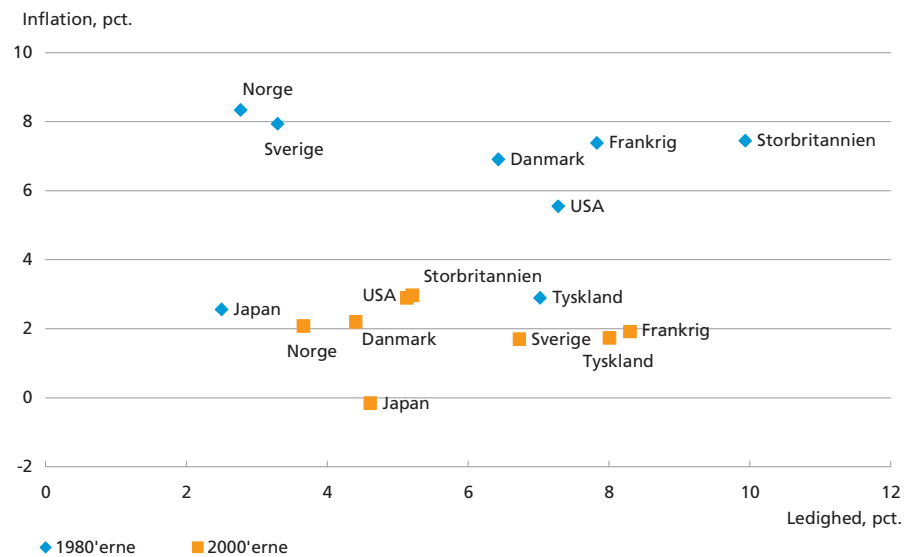
Lav inflation er ikke den eneste faktor bag en gunstig økonomisk udvikling. Eksempelvis er strukturerne på arbejdsmarkedet helt afgørende for, at ledigheden kan forblive på et lavt niveau, mens investeringer i uddannelse og forskning er vigtige for at sikre fremtidig vækst. Sådanne politikområder ligger blot ikke inden for rammerne af pengepolitikken, men lav og stabil inflation skaber det bedste fundament for at fremme strukturelle forbedringer.

ERFARINGERNE FRA UDLANDET

Danmarks erfaringer med en pengepolitik rettet mod stabile priser er langt fra enestående. Gennem de senere årtier har en lang række lande med gode resultater formået at etablere en troværdig ramme om deres økonomiske politik med det formål at opnå lav og stabil inflation. Dette har ikke haft negative konsekvenser for beskæftigelsen. Figur 5 viser den gennemsnitlige inflation og arbejdsløshed for en række lande i 1980'erne sammenlignet med perioden efter 2000. Som det fremgår, har alle landene haft lavere inflation i det seneste tiår, mens der for ledigheden ikke viser sig et klart billede.

INFLATION OG LEDIGHED

Figur 5

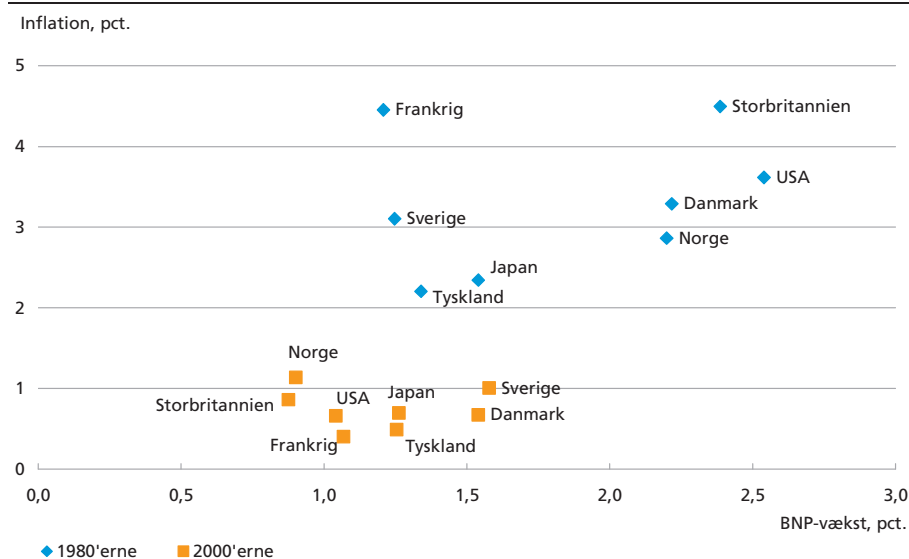


Anm.: CPI benyttes som mål for inflation.

Kilde: OECD, *Economic Outlook*, juni 2009, Reuters EcoWin (Tyskland, ledighed kun Vesttyskland), Office for National Statistics (britisk inflation).

STANDARDAFVIGELSE AF INFLATION OG VÆKST

Figur 6



Anm.: CPI benyttes som mål for inflation. Den økonomiske vækst beregnes ud fra realt BNP.

Kilde: OECD, *Economic Outlook*, juni 2009, OECD.Stat Extracts (tysk vækst), Reuters EcoWin (tysk inflation), Office for National Statistics (britisk inflation).

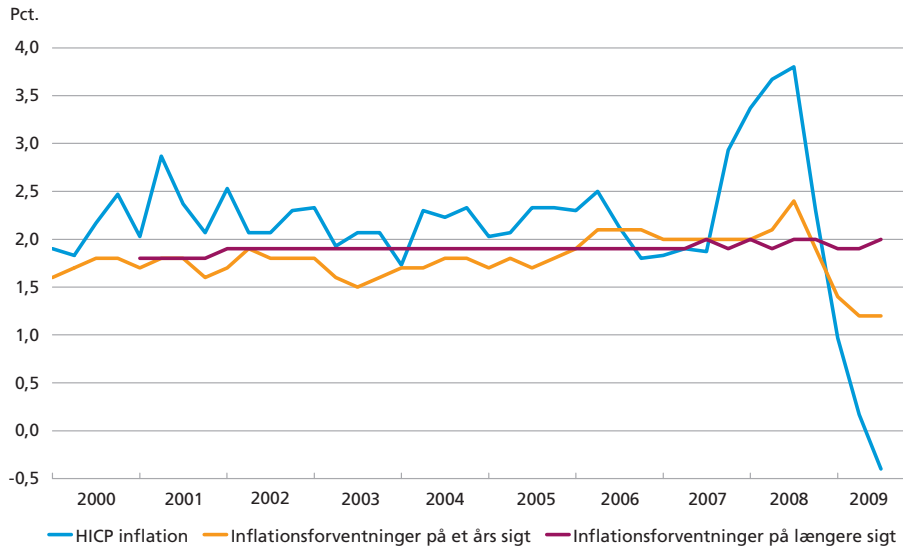
Den gennemsnitlige inflation har været lav i 2000-08, og denne periode har også været præget af stor stabilitet. Figur 6 viser standardafvigelsen for inflation og BNP-vækst i 1980'erne og i perioden efter 2000 for de samme lande som i figur 5. Som det fremgår, har såvel vækst som inflation generelt været mere stabil efter 2000. Det er således muligt, at en pengepolitik, som sigter mod lav inflation, kan opnå såvel lav ledighed som en stabil makroøkonomisk udvikling.

DE SENERE ÅRS PENGEPOLITIK

De senere års inflationsudvikling i lyset af de kraftige udsving i råvarepriserne illustrerer nogle specifikke fordele ved et troværdigt nominelt anker. Trods de store udsving i den faktiske inflation i fx euroområdet har markedsdeltagernes forventninger til den fremtidige inflation ligget bemærkelsesværdigt stabilt omkring ECBs målsætning om en inflation under, men tæt på 2 pct., som det fremgår af figur 7. Stabile inflationsforventninger er vigtige, da priser og ikke mindst lønninger ofte sættes i kontrakter af flere års varighed. Da lønmodtagerne primært er interesserede i deres realløn, vil der ved indgåelse af overenskomsterne blive lagt vægt på, hvad inflationen forventes at blive i overenskomstens løbetid. Hvis lønmodtagerne forventer, at inflationen bliver lav, vil de således være villige til at acceptere relativt lave nominelle lønstigninger.

INFLATION OG INFLATIONSFORVENTNINGER I EUROOMRÅDET

Figur 7



Anm.: Kvartalsvise observationer. Sidste observation er 3. kvartal 2009.

Kilde: Reuters EcoWin.

En tro på, at centralbankerne vil stabilisere inflationen på et lavt niveau, har i sig selv en stabiliserende effekt på økonomien gennem inflationsforventningerne. Som konsekvens af den pengepolitiske troværdighed behøvede de ledende centralbanker kun at forøge deres renter moderat på trods af den globale stigning i inflationen, der fandt sted i tiden indtil sommeren 2008 som følge af de kraftige stigninger i råvarepriserne, jf. boks 2.

TROVÆRDIGHED OG ANDEN-RUNDE-EFFEKTER

Boks 2

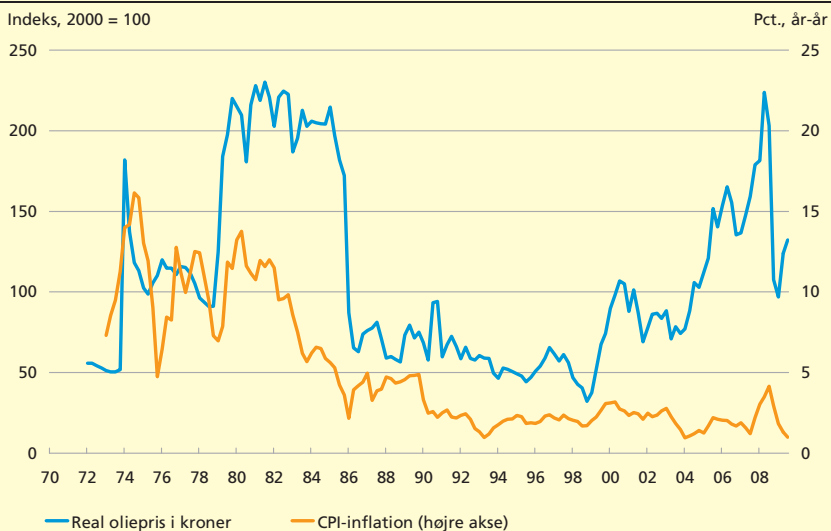
Som beskrevet i artiklen førte sidste års kraftige stigninger i råvarepriserne kun til en mindre stigning i den private sektors forventninger til den fremtidige inflation. Det skyldes, at der var tiltro til, at centralbankerne ville bringe inflationen tilbage til målet inden for kort tid. Som konsekvens heraf kom den midlertidige stigning i inflationen ikke til at afspejle sig i lønstigningstakten. I en situation, hvor pengepolitikens fokus på lav inflation havde været mindre klar, ville lønmodtagerne imidlertid ved indgåelse af overenskomster ikke kunne være sikre på, at de højere prisstigninger kun ville være et midlertidigt fænomen. I en sådan situation er det sandsynligt, at lønmodtagerne som kompensation ville have krævet højere lønstigninger. Men dermed ville prisstigningerne fra de højere energipriser blive indarbejdet i den inflationære proces.

Som konsekvens af de højere lønkrav ville virksomhederne således være nødsagede til at hæve priserne. Dermed ville de højere energipriser have resulteret i såkaldte andenrunde-effekter, hvor stigninger i energipriserne, som i første runde havde ført til en midlertidig stigning i inflationen, gennem de økonomiske aktørers forventningsdannelse resulterede i permanent højere inflation. Det er netop, hvad der skete i en lang række lande, heriblandt Danmark, i kølvandet på de kraftige olieprisstigninger i 1970'erne.

Som det fremgår af figur 8, steg olieprisen betydeligt i begyndelsen af 1970'erne og i perioden 2004-08. Men hvor det i den tidlige periode resulterede i en vedvarende stigning i inflationen, har de senere års olieprisstigninger kun haft kortvarige effekter på forbrugerprisinflationen. Hvis centralbanken i en situation, hvor stigende energipriser har givet sig udslag i en vedvarende stigning i inflationen, ønsker at bringe inflationen tilbage til udgangspunktet, kan dette kun ske ved at forøge renten, hvilket vil dæmpe efterspørgslen og dermed resultere i en periode med højere ledighed. Denne smertefulde tilpasning kan undgås, hvis økonomiens aktører fra starten er klar over, at centralbanken ikke vil tolerere vedvarende højere inflation.

OLIEPRIS OG INFLATION

Figur 8



Kilde: Danmarks Statistik og Reuters EcoWin.