

Høj inflation er en byrde, men fastkurspolitikken og sund økonomisk politik vil bidrage til, at det går over

Af Morten Spange, chefrådgiver for pengepolitik og Thomas Harr, vicedirektør og chef for Økonomi og Pengepolitik

11. juni 2022

BRAGT I DAGBLADET POLITIKEN DEN 11. JUNI 2022

Fra at have været næsten glemt i flere årtier er begrebet inflation gennem de seneste måneder kommet på alles læber. Inflation beskriver stigningen i forbrugerpriserne over tid. Mens inflationen i en årrække har været lav og stabil, er priserne på en lang række varer og serviceydelser på det seneste skudt i vejret i de fleste vestlige lande. Det gælder også herhjemme. I maj steg priserne med 7,4 pct. i forhold til den tilsvarende måned sidste år. Det er den største stigning i næsten 40 år.

Der er en række grunde til den høje inflation. Nedlukningen under covid-19-pandemien blev afløst af kraftig økonomisk fremgang, som blev hjulpet på vej af lempelig økonomisk politik i mange lande. Især i USA blev finanspolitikken anvendt aktivt til at understøtte økonomien, bl.a. gennem direkte udbetalinger til borgerne. Det skubbede på det private forbrug.

Den økonomiske fremgang blev ledsaget af en betydelig stigning i efterspørgslen efter energi. I kombination med en træg reaktion i udbuddet førte det til betydelige stigninger i prisen på fx olie. Det øger prisen på at køre i bil eller varme boligen op, men stigende energipriser har også afsmittende effekter på en lang række andre varer og serviceydelser, der bruger energi i produktionen.

Samtidig har de gentagne op- og nedlukninger i forskellige dele af verden ført til forstyrrelser af de globale forsyningskæder, hvor mange virksomheder ikke har kunnet få nødvendige underkomponenter til brug i produktionen. Eksempelvis har produktionen af mikrochips, som i høj grad sker i Asien, været ramt af nedlukninger. Det har forplantet sig i en lavere produktion af mange varer, eksempelvis biler.

Kombinationen af stor global vareefterspørgsel – anført af USA – og forstyrrelser i forsyningskæderne har ført til en ubalance mellem

efterspørgsel og udbud. Det har løftet inflationen på mange typer af varer. Ruslands invasion af Ukraine har givet et yderligere løft i priserne på især energi, fødevarer og metaller og dermed bidraget til et yderligere løft i inflationen.

Det er centralbankernes opgave at sikre lav og stabil inflation

Forbrugerne oplever især den højere inflation i forbindelse med deres forbrug af energi og fødevarer. Men priserne på en bredere kurv af varer og tjenester er også steget mere end normalt. Inflationen er således blevet bredt funderet. Det er en kerneopgave for centralbankerne at sikre, at inflationen er lav og stabil. Derfor følger de situationen med stor alvor – det gælder også Nationalbanken.

På kortere sigt er det ikke muligt for centralbankerne at styre inflationen meget præcist. Det skyldes, at der hele tiden er begivenheder, som påvirker priserne i den ene eller den anden retning. Ruslands invasion af Ukraine er et klart eksempel herpå, som har ført til højere priser på en række råvarer. En sådan stigning kan ikke på kort sigt elimineres ved at sætte renterne op og derved dæmpe efterspørgslen.

På længere sigt kan centralbankerne altid reducere inflationen ved at føre en stram pengepolitik med høje renter. Det vil bremse den private sektors efterspørgsel efter varer og tjenester. Dermed stiger ledigheden. En stigende ledighed har alvorlige konsekvenser for de berørte og er langt fra noget ønskescenarie, men det kan være nødvendigt i en situation, hvor høj inflation har udviklet sig til at være en indgroet del af økonomien.

Tæt sammenhæng mellem pengepolitik og inflation i Danmark og euroområdet

Mens Den Europæiske Centralbank, ECB, har en eksplicit målsætning om at holde inflationen i euroområdet tæt på 2 pct. på mellemlangt sigt, sikrer Nationalbanken prisstabilitet gennem fastkurspolitikken. Fastkurspolitikken betyder, at Nationalbanken har til opgave at holde en stabil kurs på kroner over for euroen.

Som konsekvens af fastkurspolitikken følger renterne herhjemme i høj grad euroområdets. Nationalbanken kan altså ikke uafhængigt af ECB sætte renten op som en reaktion på høj inflation uden at give køb på fastkurspolitikken, der har tjent os godt i snart 40 år. Fastkurspolitikken betyder, at høj inflation kun indirekte bliver mødt af en stramning af pengepolitikken. Det er kun tilfældet, hvis den høje inflation også er til stede i euroområdet og derfor fremkalder en reaktion fra ECB, som

Nationalbanken spejler via fastkurspolitikken. I den nuværende situation er inflationen høj både i euroområdet og Danmark.

Den samvariation i renter mellem Danmark og euroområdet, der følger af fastkurspolitikken, bidrager til, at konjunkturudviklingen i et vist omfang er samstemmende, og at inflationen også udvikler sig nogenlunde ens. Hvis aktiviteten i dansk økonomi stiger relativt til i euroområdet, vil der være en tendens til, at vi også får højere inflation. Det vil gøre danske varer og tjenester dyrere end dem, der produceres i euroområdet og dermed medvirke til at dæmpe aktiviteten og dermed bringe inflationen ned igen. På langt sigt vil inflation i Danmark derfor som følge af den faste kronkurs ikke kunne afvige væsentligt fra inflationen i euroområdet. Gennem de seneste 20 år har inflationen i Danmark fx i gennemsnit været 1,5 pct., mens den har været 1,7 pct. i euroområdet.

Siden 2014 har ECB kun lavet små justeringer i de pengepolitiske renter. I stedet har de primært ført pengepolitik igennem opkøb af værdipapirer og kommunikation om, hvad der kan forventes om opkøb og renter på lidt længere sigt. Udsigterne til højere inflation i euroområdet end tidligere forventet har fået ECB til at fremskynde tidspunktet for, hvornår den forventer at stoppe sine opkøbsprogrammer og begynde med at sætte de pengepolitiske renter op. Det er bl.a. blevet udtrykt i udtalelser fra en række medlemmer af ECB's styrelsesråd, der er ansvarligt for pengepolitikken.

Udmeldingerne fra ECB har medvirket til, at renterne på de finansielle markeder er steget. Det gælder naturligvis i euroområdet, men fastkurspolitikken betyder, at renterne i de danske finansielle markeder følger euroområdets tæt og dermed også er steget. De stigende markedsrenter giver sig eksempelvis udslag i, at renterne på boliglån er betydeligt højere end ved årsskiftet. Det vil over tid lægge en dæmper på aktiviteten i økonomien og bidrager dermed til at begrænse stigningen i inflationen. De stigende renter viser, at ECB i noget tid har været i gang med at stramme pengepolitikken gennem deres kommunikation.

Yderligere stigning i efterspørgsel og inflation kan resultere i en større afmatning

En periode, hvor priser og lønninger stiger mere i Danmark end i euroområdet, vil føre til et tab af konkurrenceevne for danske virksomheder. Det vil efter et stykke tid dæmpe efterspørgslen efter dansk producerede varer og tjenester, som er i konkurrence med udenlandsk producerede – både på det indenlandske marked og på eksportmarkederne. Resultatet er en økonomisk afmatning, som bringer pris- og lønstigningstakten ned

igen. Så trods forskelle i pengepolitisk regime vil det både i Danmark og i euroområdet resultere i en økonomisk afmatning med højere ledighed, hvis inflationen vedvarende kommer for højt op.

Kigger vi i historiebøgerne, har perioder, hvor inflationen gennem en længere periode har været høj, ofte været efterfulgt af en økonomisk afmatning med høj ledighed. Det gælder, uanset om høj inflation i euroområdet tvinger ECB, og dermed som følge af fastkurspolitikken også Nationalbanken, til at føre en stram pengepolitik, eller om det sker via et tab af konkurrenceevne, der fører til en afmatning herhjemme.

Tab af købekraft kan ikke afhjælpes af højere lønstigninger

Aktuelt er der et betydeligt pres på kapaciteten i dansk økonomi, og mange virksomheder rapporterer om mangel på både hænder og råvarer. Ledigheden er på det laveste niveau siden 2008, hvilket i sig selv kan bidrage til højere løn- og prisstigninger. Efter en længere periode, hvor konkurrenceevnen over for udlandet er blevet styrket, er der plads til lidt højere lønstigninger, end vi har set gennem det seneste årti.

Det er vigtigt at skelne lønstigninger, der afspejler et stramt arbejdsmarked, fra lønstigninger, der afspejler forventninger om fremtidige prisstigninger. Hvis der er stor efterspørgsel efter arbejdskraft, så vil lidt højere lønstigninger i Danmark hjælpe med, at efterspørgslen efter arbejdskraft tilpasses udbuddet. Men det er vigtigt at holde sig for øje, at den høje inflation og forventninger om, at den vil blive ved med at være høj lidt endnu, ikke er en god anledning til også at lade lønningerne stige mere end det, der i forvejen var udsigt til.

De stigende priser afspejler som nævnt bl.a., at priserne på en række råvarer er steget på verdensmarkedet. Råvarer og arbejdskraft er to vigtige inputfaktorer i produktionen. Hvis prisen på den ene inputfaktor (råvarer) stiger, vil der være mindre tilbage til at betale de øvrige inputfaktorer som fx arbejdskraft og maskiner. Så højere inflation, der delvist er drevet af højere energipriser, giver ikke plads til højere lønstigninger – snarere tværtimod.

Hvis lønstigningerne kun tiltager moderat, så vil inflationen med tiden falde tilbage af sig selv, når råvarepriserne stabiliserer sig på deres nye niveau. Omkostningen er, at vi må indstille os på et lidt lavere forbrug, end vi ellers havde kunnet se frem til. Den aktuelt høje inflation siden 2021 bringer lønmodtagernes gennemsnitlige købekraft tilbage til niveauet fra 2018. Løbende fremgang i produktiviteten bevirker imidlertid,

at der i fremtiden igen vil være udsigt til, at lønnen stiger mere end inflationen.

Ufinansierede kompensationsordninger kan forlænge inflationen

Fra politisk side er der fremkommet en række forslag til at kompensere udvalgte grupper for de stigende priser. Et eksempel herpå er den såkaldte varmecheck, som blev vedtaget i februar. Hvorvidt udvalgte befolkningsgrupper skal kompenseres for de stigende priser, er et politisk valg. Men man kommer ikke uden om, at kompensationsordninger, der ikke ledsages af offentlige besparelser eller højere skatter, vil bidrage til presset på økonomien og dermed potentielt forlænge perioden med høj inflation. Det kan let udvikle sig til en glidebane.

Under alle omstændigheder bevirker de stigende verdensmarkedspriser på en række varer, at der er en regning, som skal betales i form af et lavere forbrug. Og der er kun os selv til at betale den. Uanset hvordan og hvor meget vi forsøger at kompensere hinanden, så skaber det ikke flere varer at dele ud af. I stedet vil det skubbe priserne yderligere op. Ufinansierede kompensationsordninger vil derfor i lighed med højere lønstigninger drevet af høje inflationsforventninger øge risikoen for, at den høje inflation bider sig fast – og dermed også risikoen for, at der på længere sigt kommer en større økonomisk afmatning.

Fastkurspolitikken betyder, at aktivitetsvirkningen af dansk pengepolitik er afstemt med euroområdet. I tilfælde af at kapacitetspresset i dansk økonomi afviger fra euroområdet, kan finanspolitikken anvendes som stabiliseringsinstrument. I den aktuelle situation er der større pres på dansk økonomi end på økonomien i euroområdet, hvilket i sig selv tilsiger, at den hjemlige finanspolitik skal være mindre stimulerende end euroområdets. Det begrænser yderligere potentialet for at gennemføre kompensationsordninger.

Det er endnu uklart, om den høje inflation i sig selv vil påvirke kapacitetspresset. I teorien kan udsigten til stigende priser få forbrugerne til at fremrykke forbrug og dermed skabe yderligere pres på kapaciteten. Men hvis de stigende priser fører til, at forbrugerne i stort omfang vælger at spare mere op frem for at forbruge, kan situationen ændre sig. Der er vi bare ikke.

Centralbankernes troværdighed er en afgørende forskel fra 1970'erne

Den udvikling, som vi har set på det seneste, svarer på nogle punkter til, hvad man så i 1970'erne. Dengang førte geopolitiske forhold også til en markant stigning i energipriserne. Sammenlignet med i dag havde både

husholdninger og virksomheder langt mindre tiltro til centralbankernes evne og vilje til at sikre stabile priser.

Den manglende tiltro til, at inflationen ville komme under kontrol, betød, at lønmodtagerne forlangte højere lønstigninger som kompensation for de højere priser. Det var endda sådan i Danmark og en række andre lande, at lønningerne var indekseret til priserne, så de automatisk blev reguleret opad i takt med de stigende priser. På den måde blev der i mange lande igangsat en pris-løn-spiral, hvor lønningerne steg kraftigt, men hvor lønfremgangen blev spist af højere inflation.

Oplevelserne med høj inflation i 1970'erne dannede grundlaget for, at en lang række lande siden da har formuleret eksplicitte inflationsmålsætninger for deres centralbanker. Det er også baggrunden for, at Nationalbanken gennem de seneste fire årtier har ført en konsekvent fastkurspolitik over for først den tyske D-mark og siden 1999 over for euroen.

Både ECB og Nationalbanken har gennem en lang årrække vist, at de både har evnen og viljen til at sikre prisstabilitet. Det er afsættet for, at den private sektors forventninger til inflationen over de kommende år kun er steget relativt moderat. Der er med andre ord tiltro til, at centralbankerne bringer inflationen tilbage til målsætningerne inden for en overskuelig horisont.

Vi kan sikre, at inflationen falder tilbage inden for en overskuelig horisont

I den nuværende situation er der grundlæggende to veje, vi kan gå. Den første er at acceptere, at de stigende råvarepriser og generelt høje inflation betyder, at vi kan købe mindre for vores løn, end vi ellers havde haft mulighed for – og dermed undlade at lade inflationen give sig udslag i højere lønstigninger. Det vil få inflationen til at falde tilbage. Den anden vej at gå er at trække pinen i langdrag ved at forsøge at kompensere for de højere priser gennem højere lønstigninger og ufinansierede statslige kompensationsordninger.

Under alle omstændigheder er der udsigt til, at inflationen vil forblive høj i år. Det skyldes bl.a., at de høje energipriser gradvis vil blive væltet over i andre varer og serviceydelser, og at den globale efterspørgsel er stærk. Derudover kan stramheden på arbejdsmarkedet forventes at give sig udslag i lidt højere lønstigninger.

Men vælger vi den første løsning, hvor vi undlader at kompensere hinanden med væsentligt højere lønstigninger og statslige kompensationsordninger, der ikke suppleres af offentlige besparelser eller højere skatter, er

det sandsynligt, at inflationen næste år vil falde væsentligt. Det afspejler bl.a. en forventning om, at ubalancerne på energimarkedet ikke forværres yderligere. Priserne på kontrakter om fremtidige leverancer af energi indikerer da også, at der på markederne er forventninger om svagt fallende energipriser over det kommende år. Strammere pengepolitik og højere renter i euroområdet og dermed i Danmark vil også bidrage til at dæmpe inflationen.

Vælger vi derimod løsningen med på forskellig vis at kompensere hinanden for den højere inflation, øger det risikoen for, at inflationen bider sig fast. Det vil kun skubbe regningen foran os og gøre den fremtidige tilpasning mere smertefuld.