
Samfundsøkonomiske fordele og ulemper ved prisstabilitet

Erik Haller Pedersen og Tom Wagener, Økonomisk Afdeling

INDLEDNING

De fleste centralbanker i den vestlige verden har i dag prisstabilitet som målsætning. Samtidig er centralbankerne i mange lande blevet udstyret med en udstrakt grad af uafhængighed af de politiske myndigheder ved tilrettelæggelsen af pengepolitikken. Prisstabilitet anses for et centralt rammevilkår for en sund og velfærdsskabende økonomi, og forestillingen om, at der på længere sigt skulle være en mulighed for permanent at sænke arbejdsløsheden og øge den økonomiske vækst ved at holde en højere inflation, er opgivet såvel i teori som praksis. Samtidig er der dog en erkendelse af, at der på det helt korte sigt i visse tilfælde kan opnås en stærkere vækst ved at inflatere økonomien, mens omkostningerne først viser sig senere. Man taler i litteraturen om en "inflation bias" i den økonomiske politik. I de senere år har dette i mange lande, herunder Sverige, England og landene, som har indført euroen, ført til en eksplicit arbejdsdeling i den økonomiske politik, hvor en uafhængig centralbank koncentrerer sig om sikring af prisstabilitet.

Det er vigtigt at understrege, at en centralbanks forfølgelse af prisstabilitet må ses i sammenhæng med den øvrige økonomiske politik. Et overordnet mål om at sikre stabile priser betyder ikke i sig selv, at andre samfundsmæssige målsætninger som fx beskæftigelses- eller fordelingspolitik nedprioriteres. Opfyldelse af disse mål påhviler især finans- og strukturpolitikken, og dermed regering og parlament. Pengepolitikken primære bidrag til fremme af disse målsætninger er at sikre prisstabilitet.

I det følgende beskrives fordele og ulemper ved inflation og dermed fordele og ulemper ved at forfølge prisstabilitet som pengepolitisk hovedmålsætning¹. De rent teoretiske argumenter for og imod prisstabilitet bliver behandlet, inden der ses på de danske erfaringer gennem tiderne med fokus på de seneste 30 år.

¹ I de senere år er der fremkommet en omfattende teoretisk og empirisk litteratur omkring pengepolitiske målsætninger og strategier. For en oversigt se Journal of Monetary Economics (1999), Special Issue samt Lyngesen (1999).

HOVEDKONKLUSIONER

Inflation – forstået som vedvarende stigning i det generelle prisniveau – har, når den ligger ud over et par procent årligt, en lang række negative konsekvenser for en markedsøkonomi i form af utilsigtede omfordelinger mellem forskellige grupper i samfundet, skærpelse af balanceproblemer i økonomien og på længere sigt lavere beskæftigelse. Skadevirkningerne er des større, des højere og mere varierende inflationen er.

Inflation og ikke mindst usikkerheden om størrelsen af den fremtidige inflation øger usikkerheden i forbindelse med husholdningernes og virksomhedernes økonomiske beslutninger om opsparing, forbrug, investering mv. og dermed anvendelsen af samfundets resurser. Generelt fremmer inflation "kortsynethed" i forbindelse med økonomiske dispositioner. Også fastlæggelse af den økonomiske politik bliver sværere. Uventede ændringer i niveauet for prisstigningstakten giver anledning til vilkårlige omfordelinger i form af kapitalgevinst/tab mellem kreditorer (kreditgivere) og debitorer (låntagere) såfremt kontraktforholdet ikke er indekseret. På boligmarkedet bidrager inflation til, at forskellige årgange af købere stilles forskelligt.

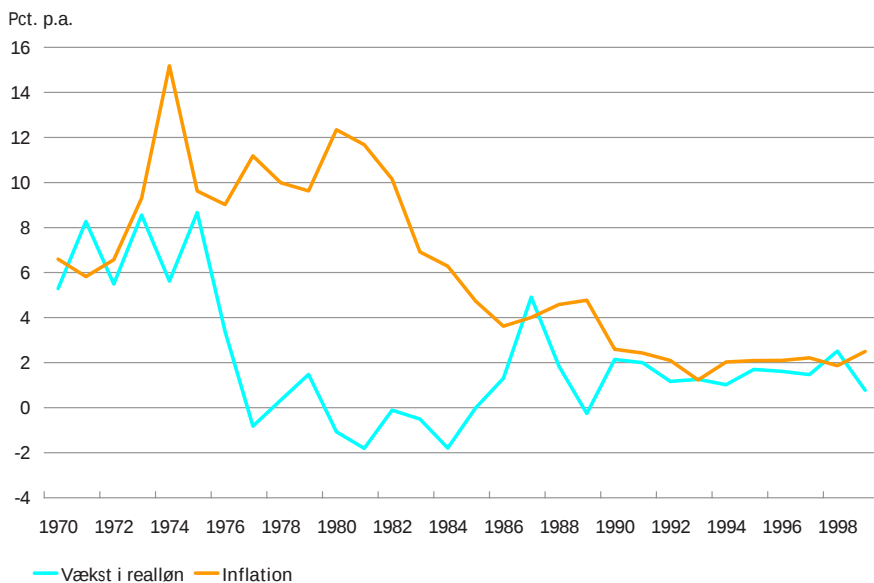
Høj inflation var i kombination med skattesystemet, herunder specielt skatteværdien af rentefradragsretten, en væsentlig årsag til de balanceproblemer, der prægede danske økonomi i 1970'erne og første del af 1980'erne. Den efterfølgende udvikling er et eksempel på, at en troværdig økonomisk politik kan nedbringe prisstigningstakten uden store reale omkostninger i form af højere arbejdsløshed og tabt vækst. En væsentlig forudsætning herfor var, at der blev gjort op med den tætte sammenhæng imellem løn- og prisstigninger i form af den såkaldte automatiske dyrtidsregulering. De danske erfaringer viser, at indeksering af økonomien ikke var løsningen på inflationsproblemet, sådan som det ofte blev fremstillet i teoribøgerne, men i sig selv en del af problemet.

Prisdannelsen har en stærk indre dynamik sådan at forstå, at inflation via løndannelsen er afhængig af forventningerne til den fremtidige inflation. For at undgå denne selvforstærkende effekt er det afgørende, at der er troværdighed omkring den økonomiske politik og myndighedernes vilje til at sikre prisstabilitet.

Det krævede et holdningsskifte i befolkningen at få gjort op med forestillingen om, at høje nominelle lønstigninger også betød højere realløn. Figur 1 viser udviklingen i inflation og realløn i Danmark de seneste 30 år og understøtter den konklusion, at lav inflation er et godt værn mod udhuling af reallønnen.

INFLATION OG VÆKST I REALLØN I DANMARK

Figur 1



Anm.: Realløn er beregnet som timeløn i industrien deflateret med forbrugerprisindekset. Inflation er stigning i forbrugerprisindekset.

Der er væsentlige argumenter mod at fastsætte sit inflationsmål til eksakt nul, så i praksis er en målsætning om en lav inflation det mest hensigtsmæssige.

FORVENTET INFLATION

I den teoretiske litteratur om de samfundsøkonomiske omkostninger ved inflation sondres normalt mellem effekten på økonomien af forudset modsat ikke forudset inflation. I den første gruppe af studier analyseres, gennem hvilke kanaler inflation, som økonomisk fænomen betragtet, påvirker økonomien, mens fokus i den anden gruppe mere specifikt er på de effekter, der følger af usikkerheden omkring inflationsudviklingen.

En klassisk reference vedrørende omkostningerne ved fuldstændig forventet inflation er Bailey (1956). Synspunktet er her, at inflation virker som en skat på borgernes kontantbeholdninger, da inflationen via overvæltning i den nominelle rente øger tabet ved at holde uforrentede kontanter i stedet for at investere i et rentebærende papir som fx en obligation. Dette leder borgerne til at ligge med en mindre kontantbeholdning, hvorved der må veksles oftere for at klare de løbende transaktioner. Dette har omkostninger, de såkaldte "sålelæderomkostninger" (shoeleather costs), hvor billedet er, at borgeren må i banken oftere. En nyere oversigt over denne litteratur findes i Lucas (2000).

Forudset inflation har desuden samfundsøkonomiske omkostninger i den udstrækning, der skal bruges resurser og tid på at indsamle information om prisudviklingen samt ændre prisskilte, salgsbrochurer mv. Dette går i litteraturen under betegnelsen "menu costs", Ball (1994). Omkostningerne opstår selv ved fuldt forudset inflation, men forøges, hvis inflationsudviklingen ikke kan forudses. Des højere inflation, des højere "menu costs".

Inflation har i et kompliceret samspil med skattesystemet indflydelse på økonomien, men det er svært at holde inflationens effekter ude fra selve skattesystemet, der har en selvstændig forvridende effekt. Denne må naturligvis holdes op mod de samfundsmæssige opgaver, skatteprovenuet gør det muligt at løse. Samspillet mellem skat og inflation betyder, at husholdninger og virksomheders økonomiske dispositioner påvirkes uhensigtsmæssigt, hvilket undgås ved prisstabilitet. Problemet kan deles op i to. Dels inflation og renteniveau, dels inflation og skattekil, dvs. forskellen på realrente før og efter skat.

For så vidt angår inflationens indflydelse på renteniveauet er spørgsmålet, hvordan en forventet prisstigningstakt overvæltet i den nominelle rente. Dette spørgsmål blev behandlet allerede af Fisher i slutningen af 1800-tallet, Fisher (1896). Der bliver her argumenteret for, at inflationsforventningerne overvæltet en-til-en i den nominelle rente, hvilket giver den såkaldte Fisherligning. I en lille åben økonomi er mekanismen, at forventning om 1 pct. højere inflation omsættes til forventninger om 1 pct. p.a. valutakursdepreciering, der igen omsættes til et løft i den indenlandske nominelle rente.

Introduceres skatter i systemet, skal der tages stilling til, hvordan inflation slår ud i realrenten. I en lille åben økonomi er det rimeligt at antage, at realrenten før skat er konstant, svarende til at den nominelle rente vokser en-til-en med inflationsforventningerne, dvs. i overensstemmelse med Fisherligningen. Denne form for overvæltning indebærer, at realrenten efter skat falder med inflationen, jf. boks 1. Det samme gælder afkastkravet til investeringer, hvilket fremmer erhvervenes investeringer.

I en lille åben økonomi med en fuldt troværdig valutakursmålsætning som i det danske tilfælde kan der argumenteres for, at det er det nominelle renteniveau, der er givet ude fra snarere end realrenten før skat. En inflationstakt, der overgangsvist afviger fra omverdenens, vil i dette tilfælde slå direkte ud i den hjemlige realrente både før og efter skat.

I en stor lukket økonomi som fx den amerikanske antages det modsætningsvis ofte, at husholdningernes krav til afkast på opsparingen vil holde realrenten efter skat konstant. Dermed vokser den nominelle rente hurtigere end inflationsforventningerne svarende til, at 1 pct. højere

FISHERLIGNINGEN OG INFLATIONENS OVERVÆLTNING I DEN NOMINELLE RENTE

Boks 1

Fisherligningen dekomponerer den nominelle rente (R) i en real rente (r) og i en inflationsforventningskomponent (p^e):

$$1) R = r + p^e$$

Med skatter fås, idet realrenten efter skat kaldes r_1 og skattesatsen for t , følgende sammenhæng i en verden uden inflation:

$$2) r_1 = r(1-t)$$

Ved inflationsforventninger forskellig fra nul består renteafkastet af en nominel og en real komponent:

$$3) r_2 = R(1-t) - p^e = (r + p^e)(1-t) - p^e = r_1 - tp^e$$

dvs. realrenten bliver i et nominelt skattesystem reduceret med størrelsen tp^e såfremt inflationsforventningerne overvælttes i forholdet en-til-en i den nominelle rente.

inflation kræver 1,5 pct. højere nominel rente før skat, hvis realrenten efter skat skal være uændret med en skattesats på 33 pct. Denne form for overvæltning medfører, at realrenten før skat vokser med inflationen, hvilket hæmmer erhvervenes investeringer.

Udover at have betydning for rentens højde har inflation en effekt på forskellen (kilen) mellem realrente før og efter skat, des højere inflation des større kile. For husholdningerne betyder dette, at den reelle størrelse af beskatningen er afhængig af inflationens højde, der dermed kommer til at fungere som en slags skjult skattelovgiver. Dette øger ikke gennemskuelsen af skattesystemet.

Uanset overvæltningsantagelse vil virksomhedernes investeringsovervejelser i den ideelle situation være uafhængige af beskatningen, dvs. skat bør ikke skabe en kile mellem realrenten og afkastkravet på investeringsprojektet. I praksis virker skattereglerne sådan, at inflation mindsker afkastkravet i forhold til realrenten, dvs. inflation bevirker et subsidieelement i beskatningen, og kan dermed gøre ellers urentable investeringer privatøkonomisk – men ikke nødvendigvis samfundsøkonomisk – rentable. Jo højere inflation, jo mindre afkastkrav i forhold til realrenten. Dette skyldes grundlæggende, at der er fuld fradragsmulighed for inflationskomponenten i den nominelle rente, uden at inflationsgevinsten på værdien af kapitalapparatet tages til indtægt i takt med, at den opstår¹. Konklusionen er, at inflation skævvrider investeringerne.

¹ Jf. Samuelson (1964). Hovedpointen er, at i et nominelt beskatningssystem, skal skattemæssige afskrivninger angive faldet i nominel værdi på afskrivningsgrundlaget. Er nominel værdi steget, bliver afskrivningerne til et indkomstillæg.

I Feldstein (1999) er der foretaget et meget omfattende forsøg på empirisk at vurdere samspillet mellem skattesystem, inflation og samfundsøkonomisk velfærd med udgangspunkt i amerikansk økonomi. Hovedantagelsen i Feldsteins artikel er, at realrenten efter skat er konstant, en forudsætning der, som nævnt, er mest relevant for en stor lukket økonomi. Konklusionen i Feldsteins analyse er, at reduktion af inflationsraten har betydelige velfærdsgevinster selv ved reduktion fra lave inflationsniveauer fx fra 2 pct. p.a. til nul.

Inflationsproblemet i skattemæssig henseende kan teoretisk løses på flere måder bl.a. ved at gøre skattesystemet realt i stedet for nominelt. Dette ville indebære, at inflationselementet i renten blev holdt uden for beskatning, analogt til gældende regler for indekslån. Fælles for de teoretiske løsninger er, at de er politisk uacceptable bl.a. som følge af, at de er administrativt indviklede og svære at forstå for lægmand, fx beskatning af ikke realiserede kursgevinster. I praksis er prisstabilitet således den eneste realistiske måde at mindske den inflationsskabte skævvridning af opsparings- og investeringsbeslutningerne.

IKKE FORUDSET INFLATION

Den ikke forudsete inflations væsentligste negative påvirkning af økonomien er, at den slører informationsindholdet i priserne, hvilket er et alvorligt problem i en markedsøkonomi, hvor tillid til prisernes signalværdi er helt essentiel for økonomiens virkemåde.

Usikkerhed omkring de fremtidige priser vil påvirke både niveauet og sammensætningen af investeringerne. Inflationsusikkerhed vil i sig selv gøre virksomhedernes investeringskalkuler mere usikre og dermed normalt virke hæmmende på investeringerne, specielt i de tilfælde hvor afkastet ligger langt ude i fremtiden. Der kan imidlertid også argumenteres den anden vej; inflationsusikkerhed gør realinvesteringer mere tillokkende, da de giver et vist værn mod inflationsudhuling. En økonomisk politik, der fremmer inflation, er dog en meget uhensigtsmæssig måde at fremme investeringerne på.

På opsparingssiden vil långiver reagere på øget usikkerhed ved at forlange en risikopræmie, hvorved de reale låneomkostninger stiger. Dette hæmmer investeringerne og dermed den økonomiske vækst. Det er ikke bare på investeringssiden, at inflation fremmer "kortsynethed". Generelt gør inflationsusikkerhed det mindre attraktivt for såvel husholdninger som virksomheder at gå ind i lange nominelle kontrakter.

Uforudset inflation skaber også usikkerhed omkring de aktuelle prisforhold. I en markedsøkonomi er det de relative priser snarere end selve priseniveauet, som er af betydning. Som følge af forskelle i produktivi-

tetsudviklingen i forskellige brancher og de enkelte virksomheder imellem, vil der altid være priser, der stiger, nogle der falder, og andre igen, der forbliver uændret. Selv ved prisstabilitet er der således ingen tendens til, at alle priser følges ad, og dermed sker der hele tiden ændringer i de relative priser. Disse prissignaler er af central betydning for økonomiens virkemåde, da de er bestemmende for forbrugs- og investeringsbeslutningerne. Inflation er et onde, i den udstrækning den i sig selv påvirker de relative priser eller gør det mere besværligt for agenterne i økonomien at fastslå den relative prisstruktur. For et forsøg på at estimere omkostningerne samt litteraturhenvisninger kan henvises til Rankin (1994).

Usikkerhed med hensyn til den fremtidige inflation vil i praksis være des større des højere inflation. Dette følger af den empiriske observation, at variabiliteten i prisstigningstakten øges, jo højere inflationen er, jf. fx Barro (1995).

Uforudset inflation fører ud over de allerede nævnte effekter til en ikke politisk bestemt omfordeling af indkomst og formue mellem forskellige grupper i samfundet. For så vidt angår arbejdsindkomst, vil der ved et uforudset hop i prisstigningstakten ske omfordeling fra lønmodtagere, hvis aflønning typisk er fastlagt i nominelle termer, til fordel for kapitalejere – hvilket i princippet kan være lønmodtagerne selv via deres pensionsopsparing. Inden for lønmodtagergruppen vil der desuden være forskel på, hvor hurtigt og i hvor høj grad de enkelte grupper er i stand til at skaffe sig kompensation i form af højere løn. Inflationsusikkerhed er ikke befordrende for lange overenskomstperioder.

Med hensyn til formue vil en uventet stigning i inflationen bevirke en omfordeling fra personer med en positiv formue i nominelle aktiver som fx ikke-indekserede obligationer eller bankindeståender til personer med gæld. Mekanismen er, at øget inflation udhuler realværdien af nominal gæld og dermed giver anledning til debitorgevinster. Modstykket til dette er kreditortab. Hvis inflationen er forudset, vil debitor i større eller mindre udstrækning selv komme til at betale for debitorgevinsten gennem et højere vederlag for lånet, dvs. højere rente.

Det kan være svært præcis at opgøre de samfundsmæssige omkostninger ved inflationsbetinget omfordeling af løn og formue, da det på samfundsniveau umiddelbart vil være sådan, at der for hver taber også er en vinder (nul-sums-spil), selv om omfordelingen på sigt godt kan have konsekvenser for produktionen. Vurderingen af det ønskelige i omfordelingen bliver derved rent politisk. Dog vil kapitalgevinster være ulige fordelt alene af den grund, at formuefordelingen er mere skæv end indkomstfordelingen, ligesom inflationsbetinget omfordeling er helt tilfældig og ikke egnet som politisk omfordelingsinstrument.

INFLATION OG VÆKST

De teoretiske argumenter, der er præsenteret ovenfor, peger stort set entydigt i retning af en negativ sammenhæng mellem inflation, inflationsvariation og vækst. At eftervise dette empirisk er imidlertid kompliceret. Inflation bestemmes i et samspil med andre økonomiske størrelser, fx væksten, løndannelsen mv. Den empiriske sammenhæng, der kan etableres mellem de to variabler ved regressionsanalyser, kan derfor ikke umiddelbart tages som udtryk for en kausal sammenhæng fra inflation til vækst. På det korte sigt kan sammenhængen nemt gå den modsatte vej; høj vækst medfører højere inflation. Der må tages højde for dette i det empiriske arbejde.

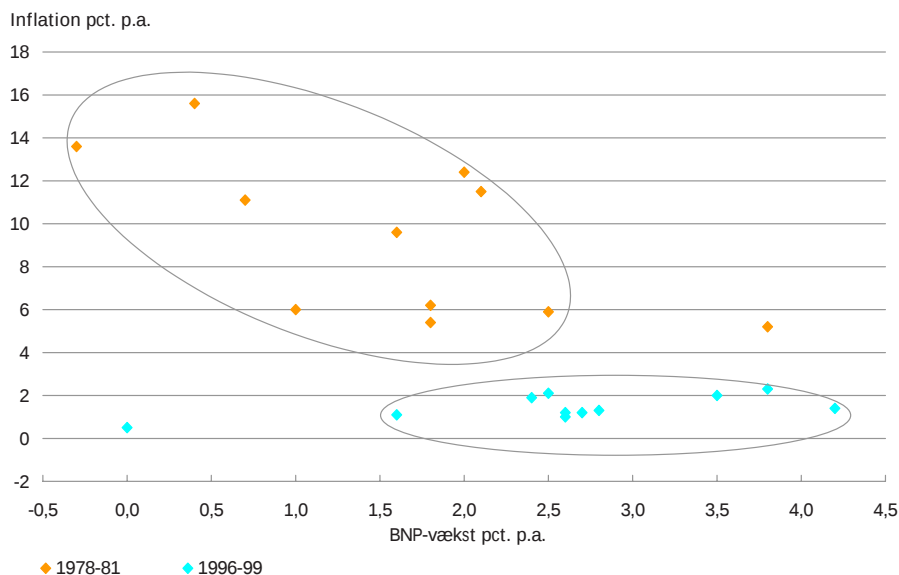
Der findes en omfattende litteratur, som forsøger at eftervise en sammenhæng mellem inflation og vækst eller i nogle tilfælde produktivitet. Se Briault (1995) for en kritisk gennemgang af denne litteratur samt Fischer (1996). Undersøgelserne kan enten laves på tidsrække-data, dvs. inflation og vækst for et givet land sammenstilles over tid, eller som cross-section, hvorved der ses på flere lande samtidigt. For høje inflationstakter, dvs. over 10 pct. p.a., er resultaterne entydige; der er en signifikant negativ sammenhæng mellem inflation og vækst. Generelt vil inflation underminere nytten af penge som måleenhed og som værdiopbevaringsmiddel og ved højere stigningstakter også som transaktionsmiddel. Ført ud i sin yderste konsekvens mister penge fuldstændig sine funktioner i økonomien. Det er tilfældet under hyperinflation, se Cagan (1956) for en analyse af bl.a. den tyske hyperinflation i begyndelsen af 1920'erne.

For mere moderate prisstigningstakter er resultaterne mindre klare. Andre faktorer end inflation har betydning for den økonomiske vækst, fx produktivitets- og befolkningsudviklingen, og disse faktorer kan dominere inflationens isolerede effekt, ligesom faktorerne selv kan være funktioner af inflationen. Hertil kommer, at udbudsstød som fx olieprisstigninger kan komplicere analysen.

I figur 2 er inflation og vækst afbildet for en række lande i to perioder. Det ses, at væksten i anden halvdel af 1990'erne i gennemsnit har ligget klart over væksten i højinflationsperioden sidst i 1970'erne og begyndelsen af 1980'erne. Også inden for højinflationsperioden er der en negativ sammenhæng mellem inflation og vækst på tværs af lande. Figuren viser på den anden side også et eksempel på, at lav inflation i sig selv ikke er nogen garanti for høj vækst, jf. Japan, hvor både inflation og vækst i sidste del af 1990'erne har været tæt på nul. I 1970'erne skilte Japan sig også ud, men da med meget høj vækst. Figurens nøjagtige udseende er afhængig af valg af perioder, men den overordnede konklusion holder generelt.

INFLATION OG VÆKST I UDVALGTE OECD-LANDE

Figur 2



Anm.: De valgte lande er: USA, Japan, Tyskland, Frankrig, UK, Spanien, Holland, Belgien, Sverige, Østrig og Danmark. Som inflationsmål er anvendt nationalregnskabsdeflatoren for privatforbrug.

I Barro (1995) gøres der et empirisk forsøg på at isolere inflationseffekten. Det konkluderes, at en stigning i prisstigningstakten på 10 procentpoint vil reducere væksten med 0,2-0,3 procentpoint pr. år. Andre undersøgelser når frem til følsomheder i samme størrelsesorden eller lidt større. Generelt synes det rimeligt at konkludere, at den faktiske udvikling understøtter det synspunkt, at lav inflation er et kendetegn ved velfungerende økonomier i balance. Inflationen er desuden typisk lavere i mere velstående økonomier end i fattigere.

OMKOSTNINGER VED NEDBRINGELSE AF INFLATION

Der er ikke enighed om, hvordan inflationen nedbringes med mindst muligt velfærdstab, men essentielt set handler inflationsbekæmpelse om troværdighed i den økonomiske politik, da det er myndighederne, der i sidste ende er ansvarlige for den fremtidige inflationstakt. Dette gælder, hvad enten det initiale inflationære chok er skabt af myndighederne selv, eller det er ude fra kommende. Der findes en omfattende litteratur omkring troværdighed og regelbaseret versus diskretionær økonomisk politik, som ikke skal gennemgås her, men det står klart, at i praksis vil der kun kunne opnås troværdighed om et inflationsmål tæt på nul og ikke fx otte pct. Opbygning af troværdighed med hensyn til inflationsbekæmpelse kan tage lang tid, og usikkerheden omkring den fremtidige

inflation kan vel at mærke godt være stor, selv om den aktuelle inflation er lav. Centralbankuafhængighed kan i sig selv være en væsentlig faktor i bestræbelserne på at opnå troværdighed omkring en stabilitetsorienteret økonomisk politik.

I efterkrigstiden frem til 1970'erne var det den fremherskende holdning blandt de økonomisk-politiske myndigheder i de fleste vestlige markedsøkonomier, at der var en negativ sammenhæng mellem inflation og arbejdsløshed, den såkaldte Phillipskurve efter en indflydelsesrig artikel af Phillips sidst i 1950'erne, Phillips (1958), der påviste sammenhængen empirisk på engelske data.

Mens Phillipskurve-tankegangen vandt stor tilslutning blandt de økonomiske beslutningstagere, var der fra starten kritik af forestillingen om et simpelt valg mellem inflation og arbejdsløshed fra visse sider i den akademiske verden. Argumentet var, at den simple sammenhæng ville bryde sammen, hvis myndighederne systematisk udnyttede den til at presse arbejdsløsheden ned under sit "naturlige" niveau, også kaldet den strukturelle ledighed. Befolkningen ville i så fald tilpasse sine inflationsforventninger og lønkrav til at afspejle den faktiske udvikling med stigende inflation som konsekvens. Dette kaldes i litteraturen den "forventningsudvidede Phillipskurve", jf. boks 2. Den forventningsudvidede Phillipskurve er lodret på langt sigt svarende til, at der intet langsigtet trade-off er mellem arbejdsløshed og inflation. Der er heller ikke nogen sammenhæng mellem nominelle lønstigninger og realløn på langt sigt. Realindkomst per capita bestemmes af fundamentale realøkonomiske forhold som produktivitet og beholdningen af naturressurser, og forsøg på at presse den nominelle lønstigningstakt op over stigningen i produktiviteten vil slå ud i stigende inflation og/eller – i en lille åben økonomi – stigende betalingsbalanceunderskud.

Selv om det i dag – underbygget af både den teoretiske og empiriske litteratur – er opfattelsen, at der ikke er nogen langsigtet trade-off mellem arbejdsløshed og inflation, er der meget, der taler for, at der er en kortsigtssammenhæng. Dette betyder, at nedbringelse af en given inflationstakt kan have omkostninger i form af arbejdsløshed og tabt vækst. Sådanne omkostninger er typisk af engangsnatur, mens fordelene ved lav inflation er permanente. Hvis omkostningerne er store nok, kan de dog i princippet godt overstige den tilbagediskonterede værdi af den permanente gevinst.

Omkostningerne ved at nedbringe inflationen kan måles ved den såkaldte "sacrifice ratio", der angiver det procentvise tab i BNP pr. procentpoint fald i inflationen. Der er ikke grund til at tro, at omkostningerne er konstante, og teoretisk set kan de godt være nul, jf. senere om de danske erfaringer. Det er endvidere ikke givet, at omkostningerne

Phelps (1967) og Friedman (1977) rettede en teoretisk kritik mod antagelsen om en negativ sammenhæng mellem inflation og arbejdsløshed. I argumentationen antages det som udgangspunkt, at lønstigningstakten (w) afhænger af den forventede inflation (p^e), væksten i produktiviteten (T) samt gabet mellem den faktiske ledighed (u) og en størrelse kaldet den strukturelle ledighed (u^*). Hvis den faktiske ledighed ligger under den strukturelle, er arbejdsmarkedet stramt, hvilket vil lægge et opadrettet pres på lønstigningstakten og omvendt. Dette kan sammenfattes i følgende ligning:

$$1) \quad w = p^e + T - a(u - u^*), \text{ hvor } a \text{ er en konstant}$$

I en lukket økonomi afhænger prisstigningstakten (p) i en given periode positivt af lønstigningstakten og negativt af stigningen i produktiviteten. Dvs.

$$2) \quad p = w - T$$

Det forudsættes hermed implicit, at de reale omkostninger til andre produktionsfaktorer end arbejdskraft er konstante.

1) indsat i 2) giver den forventningsudvidede Phillipskurve:

$$3) \quad p = p^e - a(u - u^*)$$

Hvis det antages, at den forventede prisstigningstakt er lig den faktiske, så $p^e = p$, vil inflationen være konstant, hvis og kun hvis $u = u^*$. Dvs. den strukturelle arbejdsløshed kan tolkes som den ledighed, der er forenelig med uændret inflation. Forsøg på at presse arbejdsløsheden ned under u^* fx ved ekspansiv finanspolitik vil medføre stadigt stigende inflation. Den forventningsudvidede Phillipskurve er således lodret på langt sigt, mens der på kort sigt kan være et trade-off mellem arbejdsløshed og inflation. Forudsætningen om en lukket økonomi er ikke central for konklusionen.

Den strukturelle ledighed, der afhænger af bl.a. strukturerne på arbejdsmarkedet, er ikke en umiddelbart observerbar størrelse, men må fastlægges empirisk. Det samme gælder naturligvis selve den forventningsudvidede Phillipskurve, som kun har relevans i den udstrækning, den er i stand til at beskrive den faktiske udvikling, dvs. kan eftervises empirisk.

Den forventningsudvidede Phillipskurve er i ligning 3) angivet på lineær form. Empiriske undersøgelser tyder imidlertid på, at sammenhængen er asymmetrisk i den forstand, at en arbejdsløshed under den strukturelle ledighed bevirker en højere inflation end den nedgang i inflation, der fremkommer ved en tilsvarende forskel den anden vej.

ved at nedbringe inflationen er uafhængig af inflationens højde. Omkostningerne vil sandsynligvis være højere des tættere på nul, man ønsker inflationen bragt ned til, se Akerlof (1996).

Den forventningsudvidede Phillipskurve beskriver inflationen som en funktion af forskellen mellem faktisk og strukturel ledighed og inflationsforventningerne. Der er tendens til, at den strukturelle ledighed stiger, når den faktiske ledighed går op, et fænomen der i litteraturen går

under navnet "hysteresis". Forekomsten af hysteresis betyder, at omkostningerne i form af tabt økonomisk vækst ved at få inflationen bragt ned, når den først er kommet op, kan være store. Det er derfor samfundsøkonomisk vigtigt at holde en fast moderat inflationstakt.

Det er en væsentlig pointe i den forventningsudvidede Phillipskurve, at den faktiske inflation afhænger af forventningerne til den fremtidige inflation. Dette understreger forventningernes centrale betydning for prisdannelsen og betyder, at inflation kan få sin egen indre dynamik, såfremt der opstår manglende troværdighed omkring den økonomiske politik i almindelighed og pengepolitikken i særdeleshed.

ARGUMENTER MOD ABSOLUT PRISSTABILITET

Som der ovenfor blev argumenteret, må prisstabilitet i praksis defineres som en inflation tæt på nul, men hvorfor egentlig ikke eksakt nul? Det klassiske argument er her, at mens inflation er som sand i prisdannelsesprocessen, fungerer den som olie på arbejdsmarkedet, jf. Fischer (1996). De nominelle lønninger antages typisk at være stive i nedadgående retning, og det samme gælder måske i visse tilfælde den nominelle stigningstakt. Et udbudschok som fx stigning i oliepriserne, eller for den enkelte virksomhed faldende ordreindgang, kan nødvendiggøre langsomme stigning eller endda direkte nedgang i reallønnen i en periode, hvis fyringer skal undgås. Med en positiv prisstigningstakt lettes denne proces¹.

Lønstivhed er dog mere en konvention, end det er et strukturelt kendetegn ved økonomien, og kan som sådan ændres. Fx kan det tænkes, at lang tids lav inflation vil lette lønfleksibiliteten også i nominelle termer. En lignende konklusion følger af det faktum, at bonusordninger mange steder benyttes som supplement til lønnen. Dette gør det lettere at tilpasse reallønnen i nedadgående retning. Store produktivitetsforbedringer gør det i sig selv lettere at tilpasse de relative lønninger, uden at det behøver indebære nedgang i de nominelle satser.

Et andet argument mod absolut prisstabilitet henviser til det forhold, at den nominelle rente er begrænset til nul i nedadgående retning. Med en inflation på nul er det derfor ikke muligt for myndighederne at generere negative korte realrenter, således som det kunne være ønskeligt under dybe recessioner.

Det er almindeligt accepteret, at forbrugerprisindekset tenderer mod at overvurdere den sande prisstigningstakt², hvilket også taler for et

¹ Se Issing (2000) for en kritik af dette argument samt diskussionen i King (1999).

² Se Boskin (1996). Emnet er endvidere udførligt behandlet i Journal of Economic Perspectives, (1998).

inflationsmål over nul. Endelig kan omkostningerne ved at komme fra lav inflation til nul-inflation være større end fordelene. Alt i alt er der derfor væsentlige argumenter mod at fastsætte en inflationsmålsætning til eksakt nul.

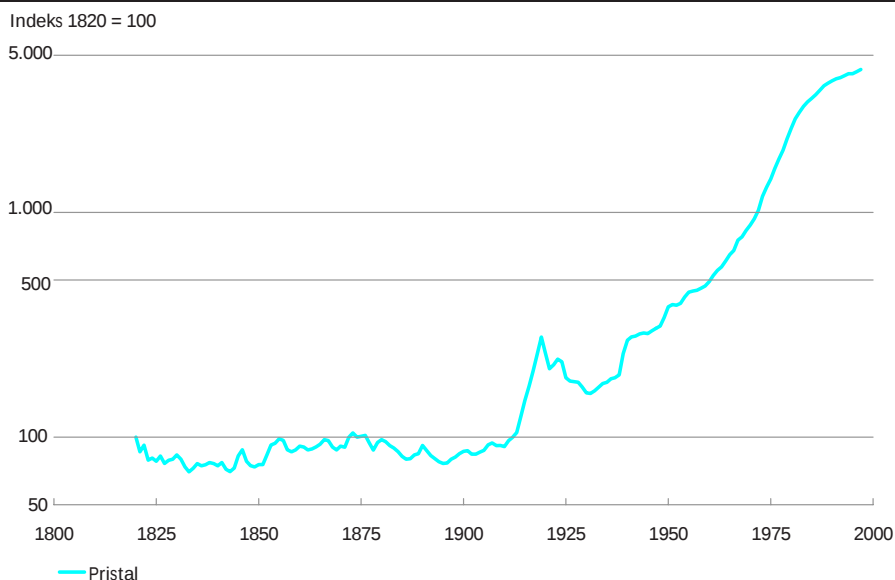
DE DANSKE INFLATIONSERFARINGER

1900-tallets økonomiske danmarkshistorie adskiller sig markant fra 1800-tallets med hensyn til prisudviklingen. Mens den økonomiske vækst fra 1820 og frem til år 1900 skete ved et i gennemsnit stabilt prisniveau, har den økonomiske vækst i 1900-tallet været fulgt af stærke prisstigninger. Samtidig har realvæksten været markant stærkere. Prisniveauet var ved 1900-tallets udgang mere end 50 gange højere end ved begyndelsen, jf. figur 3. Den gennemsnitlige prisstigningstakt har været godt 4 pct. p.a., men med store udsving. Ikke overraskende har inflationen været høj i krigsperioder, dvs. under 1. og 2. verdenskrig samt under Korea-krigen først i 1950'erne. Tiden efter 1. verdenskrig blev fulgt af en lang periode med deflation, dvs. faldende prisniveau. Også tiden efter de to øvrige krige blev fulgt af perioder med moderate prisstigninger.

Efter erfaringerne fra 1930'erne med økonomisk stagnation, massearbejdsløshed og politisk polarisering var det efter krigen den udbredte opfattelse blandt de økonomiske beslutningstagere i de vestlige mar-

PRISINDEKS FOR DANMARK

Figur 3



Kilde: Svend Åge Hansen (1984), Jørgen Pedersen (1930) og Danmarks Statistik 10-årsoversigt.
Anm.: Logaritmisk skala.

kedsøkonomier, at fuld beskæftigelse måtte gives topprioritet i den økonomiske politik. Hertil kom en målsætning om at holde lav inflation. At der kunne være en konflikt mellem de to mål blev tidligt erkendt, men der var generelt optimisme med hensyn til mulighederne for at opfylde begge målsætninger. Det var opfattelsen, at der ved tilrettelæggelsen af den økonomiske politik var et valg mellem arbejdsløshed og inflation, således at man kunne vælge en lavere arbejdsløshed mod til gengæld at tolerere lidt mere inflation.

Udviklingen i 1970'erne med både arbejdsløshed og høj og stigende inflation, også kaldet stagflation, bekræftede på mange måder kritikken af, at beslutningstagerne kunne udnytte Phillipskurve-tankegangen i den økonomiske politik. Man talte om Phillipskurvens sammenbrud. Dette var baggrunden for reorienteringen af den økonomiske politik i mange vestlige lande efter 1980 med større fokusering på prisstabilitet som et centralt rammevilkår for økonomien og dermed større selvstændig rolle til pengepolitikken, der i de forudgående årtier havde stået i skyggen af finanspolitikken. Resultatet af denne reorientering af den økonomiske politik fremgår klart af figur 2.

I figur 4 og 5 er vist udviklingen i dansk inflation og lang rente i forhold til Tyskland, der fremstår som det OECD-land, der mest konsekvent har ført en anti-inflationær stabilitetsorienteret økonomisk politik i perioden efter 2. verdenskrig. Det skal bl.a. ses på baggrund af konsekvenserne af hyperinflation i 1920'erne. Dansk økonomi klarede sig sammen med de fleste andre OECD-lande markant dårligere end Tyskland i 1970'erne med lavere vækst og større ubalancer, selv om de ude fra kommende udbudsstød i form af markante olieprisstigninger i 1973 og 1979 ramte ens. Det er ikke hensigten her at analysere 1970'ernes stagflation i dybden, men blot pege på et par af de medvirkende årsager til, at Danmark mht. inflation klarede sig særligt dårligt i perioden¹.

Et særligt kendetegn ved Danmark var den såkaldte automatiske dyrtidsregulering, der sørgede for, at lønmodtagerne med en vis forsinkelse fik kompensation for stigninger i leveomkostningerne. Noget lignende fandtes i en del andre lande, dog ikke Tyskland, men ikke så systematisk og konsekvent som herhjemme². Også skattesystem, overførselsindkomstsatser m.m. var i en vis grad indekserede. Den danske økonomi var således indekseret i højere grad end de fleste andre økonomier.

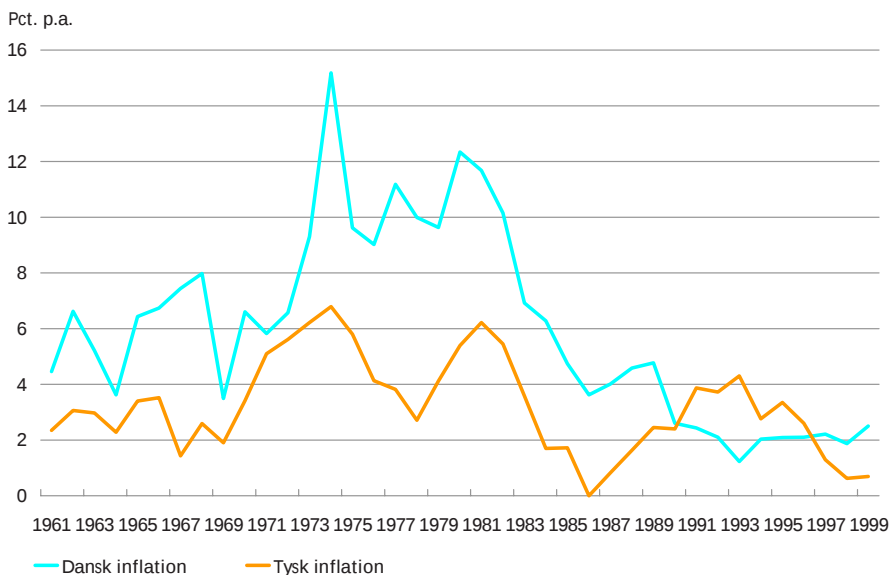
Den stigende inflation i begyndelsen af 1970'erne blev fulgt af stigende arbejdsløshed, som uden held søgtes nedbragt med ekspansiv finans-

¹ Der er ikke enighed i litteraturen om årsagerne til 1970'ernes stagflation og ikke engang om, at olieprisstigningerne er af betydning, se fx Barsky og Kilian (2000). For en beskrivelse af den økonomiske politik i Danmark i perioden se Hoffmeyer (1993).

² Inflationens Årsager (1966), side 28.

DANSK OG TYSK INFLATION

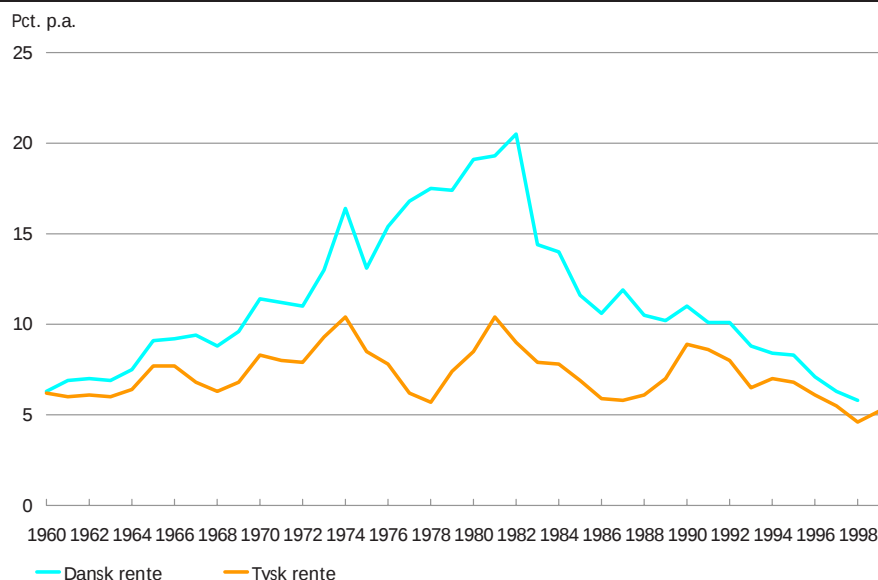
Figur 4



politik. På det monetære område førtes i princippet fastkurspolitik inden for det såkaldte slangesamarbejde, men i praksis blev kronen gentagne gange devalueret over for de stærke valutaer i samarbejdet, herunder D-mark. Der var generelt ikke tale om offensive devalueringer,

DANSK OG TYSK LANG RENTE

Figur 5



Anm.: 10-årige statsobligationsrenter.

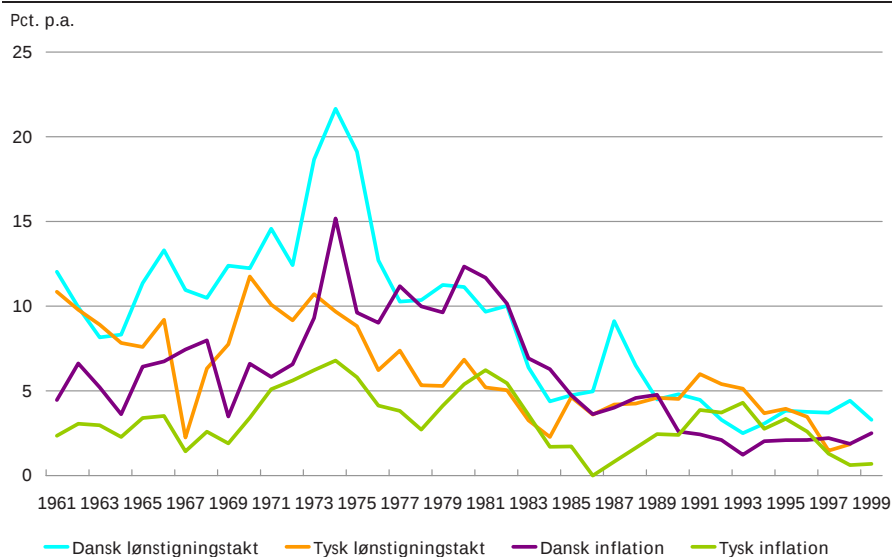
hvor det blev forsøgt at opnå en konkurrenceevnefordel, men om en såkaldt akkomoderende politik, der søgte at rette op på tabt konkurrenceevne som følge af for store forudgående lønstigninger. Lønstigningerne var store bl.a. på grund af forventninger om fortsat høj inflation, hvilket i kraft af den automatiske dyrtidsregulering og devalueringerne blev en selvopfyldende profeti. Samspillet mellem faktisk inflation, forventet inflation, løndannelse samt den førte finans- og valutakurspolitik er således væsentlige brikker til forståelse af den økonomiske udvikling i 1970'erne. De to markante udbudsstød i form af olieprisstigningerne i 1973 og 1979 fik via en u hensigtsmæssig økonomisk politikrespons samt uheldig strukturelle rammer, dyrtidsreguleringen, lov til at udløse en løn-prisspiral, jf. figur 6. Også den fagøkonomiske forståelse af disse sammenhænge var på det pågældende tidspunkt mangelfuld. Indeksering af økonomien var en del af problemet og ikke – som ofte fremstillet i dele af den teoretiske litteratur – løsningen. Andre lande har haft lignende erfaringer, se fx Patinkin (1993) for en beskrivelse af Israel.

Kombinationen af inflation og det daværende danske skattesystem betød, at realrenten efter skat for mange var negativ i lange perioder fra 1960'erne og frem til første halvdel af 1980'erne, jf. tabel 1.

Størrelsen af realrenten efter skat var for privatpersoner afhængig af marginalsattesatsen og varierede således fra låntager til låntager. Den negative efterskat realrente tilskyndede til et højt boligforbrug samt en for lav privat opsparing, og var en væsentlig grund til de permanente

DANSK OG TYSK LØNSTIGNINGSTAKT OG INFLATION

Figur 6



REALRENTEN EFTER SKAT						Tabel 1
pct. p.a.	1965	1975	1980	1985	1990	2000
Nominel rente	9,1	13,1	19,1	12,3	11,0	7,3
Prisstigningstakt	6,4	9,6	12,3	4,7	2,6	2,8
Skattesats	30	54	58	63	52	36
Realrente efter skat	0,0	-3,6	-4,3	-0,1	2,7	1,9

Anm.: Der er anvendt renten på en lang realkreditobligation. Realrente efter skat er beregnet ved hjælp af formel 3 i boks 1 med forventet inflation lig faktisk inflation. Skattesatsen er en gennemsnitlig sats (tsuih), jf. Adams databank.

balanceproblemer i perioden. Hertil kom, at sådanne rammer tilskyndede til at ophobe gæld i husholdningssektoren, hvilket betød et stigende provenutab for det offentlige som følge af rentefradragsretten. Samtidig var beskatningen af afkast i pensionskasser nul frem til indførelsen af realrenteafgiften i 1983. Det var en medvirkende årsag til det statsfinansielle underskud fra midt i 1970'erne og frem. For at begrænse det lånefinansierede forbrug og boliginvesteringerne anvendtes forskellige former for kreditrestriktioner og andre kreditpolitiske tiltag.

Problemerne accelererede mod slutningen af 1970'erne. I 1979 blev der foretaget nok et par devalueringer for at rette op på forudgående konkurrenceevneforringelser som følge af for store lønstigninger. Alligevel skabtes frygt for yderligere devalueringer, og det lange rentespænd over for Tyskland, der er en indikator på forskellen i inflationsforventningerne, steg til historiske højder, ca. 10 procentpoint. Sammen med en voldsom stigning i underskuddet på statsfinanserne førte udviklingen til debatten om Danmark på vej mod den økonomiske afgrund.

Omlægningen af den økonomiske politik begyndte mod slutningen af 1970'erne bl.a. med et begyndende opgør med dyrtidsreguleringen i form af indefrysning og bortfald af enkelte dyrtidsportioner. Det helt afgørende skridt i retning af at genskabe troværdighed omkring den økonomiske politik og få inflationsforventningerne slået ned blev taget i efteråret 1982, da en ny regering undlod at justere valutakursen og i stedet annoncerede, at der fremover ville blive ført fastkurspolitik. Kort efter blev den tilbageværende del af dyrtidsreguleringen suspenderet – og helt afskaffet ved lov i 1986 – samtidig blev finanspolitikken strammet. Markedets reaktion var hurtig og kraftig. Inflationen og den nominelle rente faldt omgående markant, og i de følgende år kunne Danmark følge det internationale rentefald.

Nedbringelsen af inflationen fra 1982 og årene derefter var overraskende med hensyn til den hurtighed, hvormed det skete, og uden at det havde umiddelbare reale omkostninger i form af tabt vækst. Tværtimod var den efterfølgende periode kendetegnet ved en stærk inden-

landsk konjunktur. Det danske opsving tiltrak sig betydelig international opmærksomhed som følge af, at højkonjunktoren fandt sted i kølvandet på en betydelig finanspolitisk stramning, se fx Giavazzi og Pagano (1990) samt Bergman og Hutchinson (1999). En af årsagerne til højkonjunktoren var, at husholdningerne var længe om at erkende, at faldet i den nominelle rente ikke var ensbetydende med fald i realrenten, som derimod steg. Da omsvinget kom i 1986, blev det kraftigere og mere langvarigt, end det ellers ville have været.

Forventningsdannelsen gør, at en fast troværdig inflationsmålsætning i sig selv bidrager til, at inflationen holdes på lavt niveau. I store lande som Tyskland er dette typisk blevet opnået ved, at inflationsbekæmpelse er skrevet ind som centralbankens hovedmålsætning. Danmark fulgte som en lille åben økonomi en anden strategi og importerede via den annoncerede fastkurspolitik så at sige den antiinflation politik, som centralbankerne i kernelandene i det europæiske valutakurssamarbejde førte. Fastkurspolitikken har for alvor bestået sin prøve under det seneste opsving, hvor prisstigningstakten er forblevet moderat under en hel konjunkturcykel. De seneste overenskomster på det private arbejdsmarked, der som noget nyt er fireårige, afspejler tillige tillid til de økonomiske rammer, herunder prisudviklingen. Hovedargumentet for den automatiske dyrtidsregulering tilbage i tiden var faktisk, at denne var nødvendig for at få arbejdstagerside til at indgå toårige overenskomster, jf. *Inflationens Årsager* (1966).

At det i 1990'erne er lykkedes at holde inflationen på et relativt stabilt lavt niveau herhjemme, er ikke blot en konsekvens af fastkurspolitikken, men også en følge af et bedre fungerende arbejdsmarked. Noget af dette kan tilskrives politisk vedtagne strukturreformer, der har smidiggjort rammerne, inden for hvilke arbejdsmarkedet fungerer, men noget skyldes også, at der i dag blandt lønmodtagerne er en bedre forståelse af de internationale vilkår, som økonomien og virksomhederne er underlagt. Det er blevet accepteret, at lønkrav ikke kan stilles uden hensyn til virksomhedernes internationale konkurrenceevne. Den forståelse var ikke altid til stede tidligere, og indebærer sammen med strukturreformerne, at det danske arbejdsmarked alt i alt står godt rustet til fremtiden også i tilfælde af dansk deltagelse i euroen.

LITTERATUR

Akerlof, G., W. Dickens og G. Perry (1996), The Macroeconomics of Low Inflation, *Brookings Papers on Economic Activity* 1.

Baily, M. (1956), The Welfare Cost of Inflationary Finance, *Journal of Political Economy* 64.

Ball, L. og N. G. Mankiw (1994), A sticky-price manifesto, *National Bureau of Economic Research, Working Paper* 4.677.

Bakshi, H. A. G. Haldane og N. Hatch (1999), Some Costs and Benefits of Price Stability in the United Kingdom i *The Costs and Benefits of Price Stability*, M. Feldstein (ed.).

Barro, R. J. (1995), Inflation and economic growth, Bank of England, *Quarterly Bulletin*, May.

Barsky, R. B. og L. Kilian (2000), A Monetary Explanation of the Great Stagflation of the 1970s, *Centre for Economic Policy Research, Diskussion Paper* nr. 2389.

Bergman, U. M. og M. M. Hutchinson (1999), Economic Expansions and Fiscal Contractions: International Evidence and the 1982 Danish Stabilization i *Macroeconomic Perspectives of the Danish Economy*, T. M. Andersen, S. E. H. Jensen og O. Risager (eds.).

Boskin, M. J., E. Dulberger, R. Gordon, Z. Griliches og D. Jorgenson (1996), Toward a More Accurate Measure of the Cost of Living, *Final Report to the Senate Finance Committee*, December 4, 1996.

Bolig, inflation og skat (1987), Nordisk Ministerråd.

Briault, C. (1995), The Costs of Inflation, Bank of England, *Quarterly Bulletin*, February.

Cagan, P. (1956), The Monetary Dynamics of Hyperinflation i *Studies in the Theory of Money*, M. Friedman (ed.).

Danmarks Statistik, Statistisk 10-årsoversigt, Danmarks Statistik, diverse årgange.

Driffill, J., G. E. Mizon og A. Ulph. (1996), Costs of Inflation i *Handbook of Monetary Economics*, vol. 2, B. Friedman og F. H. Hahn (eds.).

Feldstein, M. (1999), Capital Income Taxes and the Benefit of Price Stability i *The Costs and Benefits of Price Stability*, M. Feldstein (ed.).

Fischer, S (1996), Why Are Central Banks Pursuing Long-Run Price Stability, *Achieving Price Stability*, A Symposium Sponsored By The Federal Reserve Bank of Kansas City.

Fisher, I. (1896), Appreciation and Interest, *Publications of the American Economic Association*, vol. 11.

Friedman, M., (1977), Nobel Lecture: Inflation and Unemployment, *Journal of Political Economy*, vol. 85, nr. 3.

Giavazzi, F. og M. Pagano (1990), Can severe fiscal contractions be expansionary? Tale of two small European countries i National Bureau of Economic Research, *Macroeconomic Annual 1990*, O. J. Blanchard and S. Fischer (eds.). Side 75-123.

Hansen, Svend Åge (1984), *Økonomisk vækst i Danmark*, bind 1 og 2.

Hoffmeyer, E. (1993), Pengepolitiske Problemstillinger 1965-1990, *Dansk Pengehistorie*, bind 5.

Inflationens Årsager (1966), Betænkning nr. 421, Økonomiministeriet.

Issing, O. (2000), How to promote growth in the euro area: The contribution of monetary policy. Tale holdt på konference arrangeret af den belgiske centralbank, 12. maj 2000.

Journal of Economic Perspectives (1998), Winter.

Journal of Monetary Economics, (1999), vol. 43, nr. 3, Special Issue: Monetary Policy Rules.

King, M. (1999), Challenges for Monetary Policy: New and Old i *New Challenges for Monetary Policy*, A Symposium Sponsored By The Federal Reserve Bank of Kansas City.

Lucas, R. E. (2000), Inflation and Welfare, *Econometrica*, vol. 68, nr. 2.

Lyngesen, H. (1999), Pengepolitiske strategier, *Nationaløkonomisk Tidsskrift*, nr. 3.

Patinkin, D. (1993), Israel's Stabilisation Program of 1985, or Some Simple Truth of Monetary Policy, *Journal of Economic Perspectives*, 7, Spring.

Pedersen, Jørgen (1930), Arbejdslønnen i Danmark.

Phelps, E. S. (1967), Phillips Curve, Expectations of Inflation and Optimal Unemployment over Time, *Economica*, August.

Phillips, A. W. (1958), The Relationship between Unemployment and the Rate of Change of Money Wages in the United Kingdom 1861-1957, *Economica*, November.

Rankin, N. (1994), Nominal Rigidity and Monetary Uncertainty, *Centre for Economic Policy Research*, Discussion Paper nr. 890.

Samuelson, P. A. (1964), Tax Deductibility of Economic Depreciation to Insure Invariant Valuations, *Journal of Political Economy*, February.