

Hvorfor steg inflationen - og hvorfor faldt den igen?

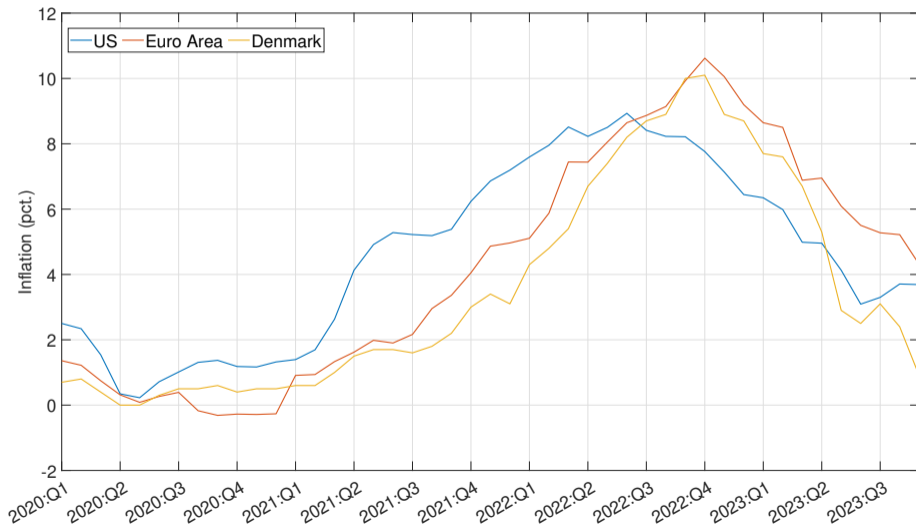
Søren Hove Ravn

Københavns Universitet

Nationaløkonomisk Forening

1. November 2023

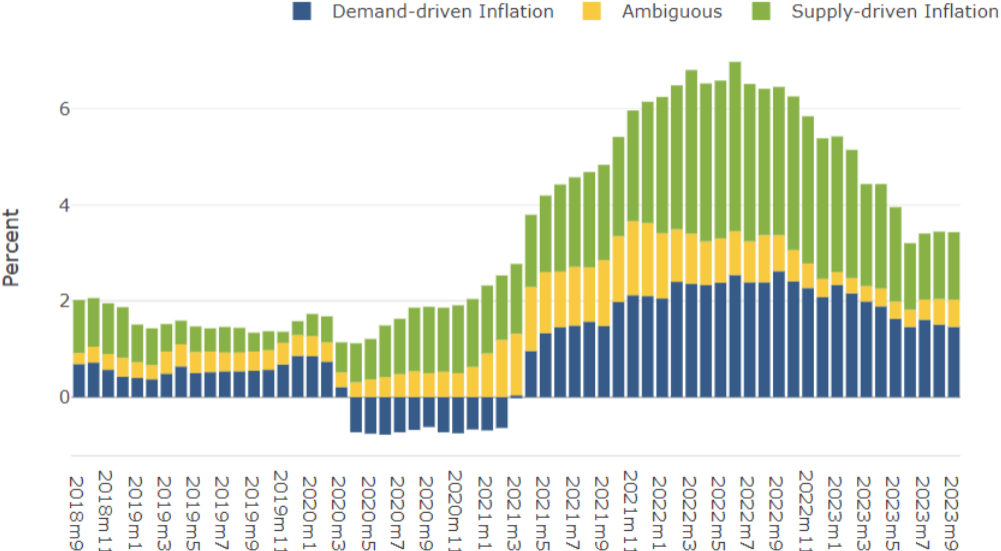
Inflation i Danmark, Eurozonen og USA: 2020-2023



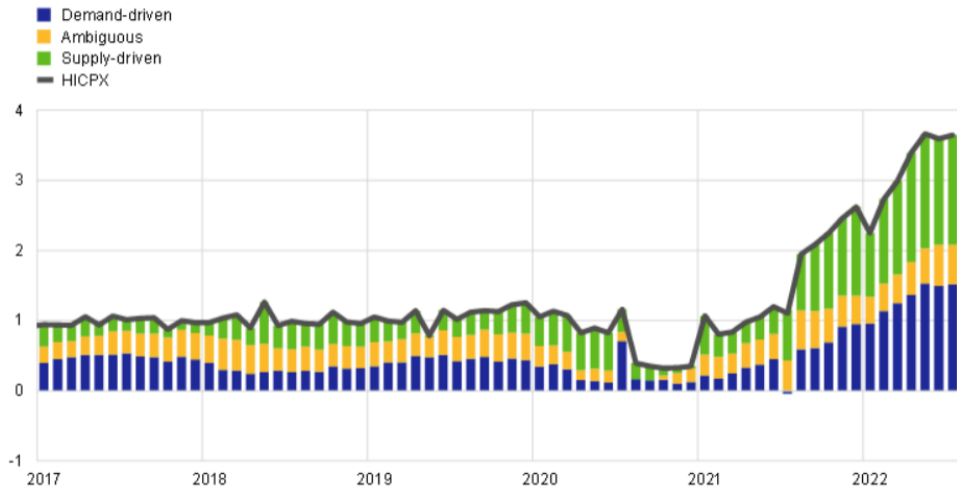
Hvorfor steg inflationen i 2021-22?

- Meget ens forløb, dog med USA ca. 6 måneder foran Europa og Danmark.
- Formentlig bred enighed om at en række faktorer bidrog - men betydelig uenighed om deres relative betydning.
 - Lempelig finans- og pengepolitik i kølvandet på corona (især i USA), brudte eller pressede forsyningskæder, stigende energi- og råvarepriser (accelereret af Ruslands invasion af Ukraine).
- Økonomer fra San Francisco Fed har forsøgt at kvantificere bidraget fra hhv. “udbuds-” og “efterspørgselsdrevet inflation”.
 - For hver af de 136 komponenter i PCE-indekset køres en VAR-model for priser og mængder. Hvis residualerne for pris og mængde går i samme retning er den givne komponent primært efterspørgselsdrevet; i modsat fald er den udbudsdrevet.

Dekomponering af PCE-inflation i USA baseret på Shapiro (2022)



Dekomponering af HICPX-inflation i EA baseret på Shapiro (2022)

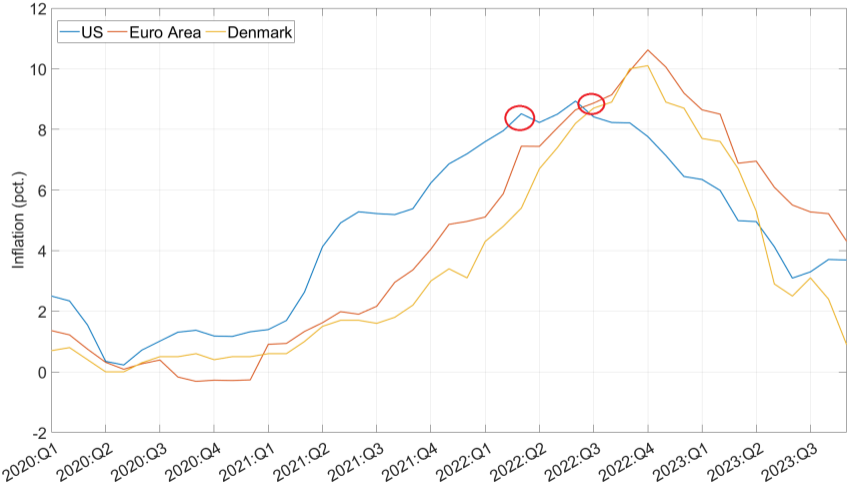


Sources: Eurostat and ECB staff calculations.

Centralbankerne ventede for længe

- Både udbuds- og efterspørgselskomponenter har spillet en betydelig rolle i både USA og Eurozonen. Efterspørgsel påvirker positivt fra start-2021, udbud allerede klart positiv inden invasionen af Ukraine.
- Dekomponeringen ovenfor siger primært noget om “impulsen” til økonomien, men ikke så meget om “responsen”.
- Her tænker jeg især på centralbankernes respons: De har som bekendt til opgave at sørge for en årlig inflationsrate på omkring 2 procent.
- For mig ingen tvivl: Centralbankerne (Fed og ECB) kom *alt* for sent i gang med at sætte renten op.
 - Deres meget kraftige og hurtige efterfølgende rentestigninger indikerer for mig, at der er tale om en tilståelsessag.

Inflation 2020-2023: Hvornår begyndte rentestigningerne?



Hvorfor ventede centralbankerne så længe?

- Hvad kan forklare, at Fed og ECB kom så sent i gang? Nogle bud:
 - Fed's skifte til *Average Inflation Targeting* i 2020 førte til, at man ønskede at lade inflationen forblive "moderately above 2 percent for some time" (Nov. 2021).
 - "Team Transitory": Økonomer i og uden for Fed hævdede (håbede?), at inflationsstigningen var transitorisk, og derfor ville gå væk helt af sig selv.
 - Et lignende argument var, at inflationen skyldtes et udbudsstød, som centralbankerne slet ikke burde reagere på.
 - Oprigtig frygt for, at rentestigninger ville kvæle opsvinget (og i Europa især ville presse visse medlemslande med høj gæld og lav vækst).
 - Måske havde centralbankerne sænket paraderne efter tre årtier med lav inflation? Politisk pres for at bruge pengepolitikken til andre formål?

Skal centralbanken reagere på et udbudsstød?

- Hvad siger Ny-keynesiansk (“mainstream”) makroøkonomisk teori?
- I en standard NK-model indebærer *optimal* pengepolitik, at centralbanken reagerer på udbudsstød **ved at sætte renten op** for at dæmpe inflationen, selv om dette medfører recession (fx Galí, 2015).
 - Dette resultat bygger på, at centralbanken minimerer de *kvadrerede* udsving i output gap og inflation (og holder derfor i mange sammenhænge - men ikke alle!).
- Oplagte udvidelser af NK-modellen kan trække i begge retninger:
 - Ikke-rationelle inflationsforventninger: stærkere case for rentestigning.
 - Heterogene husholdninger (HANK): udhulede reale indkomster har stor negativ effekt på efterspørgslen → svagere case for rentestigning (Auclert mfl., 2023).
- Manglende CB-respons ikke *på grund af* (men snarere *på trods af*) NK-teori.

Hvorfor er inflationen faldet siden sommer/efterår 2022?

- En del af faldet skyldes faldende råvarepriser (og såkaldte basiseffekter).
- Mere interessant: Hvor meget kan tilskrives pengepolitikken?
 - Traditionelle makro-studier: Højere renter reducerer inflationen med betydelig forsinkelse. Effekt efter 18-24 måneder er stort set nul (se fx Coibion, 2012).
- Inden for de seneste år er mere moderne studier udkommet, som har bedre identifikation af pengepolitiske stød (Jarocinski og Karadi, 2020; Miranda-Agrippino og Ricco, 2021).
 - Disse studier finder, at inflationen påvirkes **væsentligt hurtigere og kraftigere**.
- Min egen back-of-the-envelope udregning baseret på disse studier: Fed's rentestigninger har reduceret inflationen i USA med 2-3 pct.-point (ca. halvdelen af det samlede fald).
 - Tag dette tal med et pænt forbehold!

Hvorfor er inflationen faldet siden sommer/efterår 2022?

- **Spørgsmål:** Hvis pengepolitikken har reduceret inflationen, hvorfor er arbejdsløsheden så ikke steget?
 - Empiriske studier ville tyde på en stigning i arbejdsløsheden på mellem 1.5 og 2.5 pct.-point (Coibion, 2012; Miranda-Agrippino og Ricco, 2021).
- Det centrale spørgsmål: Er højere arbejdsløshed en hyppig, men ikke nødvendig *bivirkning* ved højere renter, eller er det selve den mekanisme, hvorigennem kuren virker?
 - To ledende NK-repræsentanter er uenige her (jvf. debat på X / Twitter)
 - **Olivier Blanchard:** Det er selve kuren.
 - **Ricardo Reis:** Det er en hyppig bivirkning, dvs. ikke nødvendig for lavere inflation.
- I NK-modellen har Reis ret: Højere renter medfører *altid* lavere inflation, men *kun* højere arbejdsløshed hvis priserne er rigide og/eller agenterne bliver overraskede.

Hvorfor er inflationen faldet siden sommer/efterår 2022?

- Endelig: Vigtigt at huske den centrale rolle, som inflationsforventningerne spiller (i NK-modellen og i virkeligheden).
 - Bidrog centralbankernes oprindelige tøven, og den efterfølgende meget kraftige reaktion, til at inflationsforventningerne først steg i 2021-22, og siden faldt i 2022-23?
 - Studier af bl.a. Ricardo Reis kunne tyde på det, men på dette punkt er juryen stadig ude.
- Flere studier har vist, at inflationsforventningerne i USA i dag er langt mere *velforankrede* (dvs. reagerer mindre på forbigående inflationsudsving) end i 1970'erne og 1980'erne.
 - Dette tilsiger igen, at "omkostningen" (i form af højere arbejdsløshed) ved at nedbringe inflationen er markant lavere i dag end under Volcker (Jørgensen, 2023).
- Bottom line: Den udeblevne recession er mindre overraskende end ved første øjekast.

Konklusion

- Centralbankerne spiller en nøglerolle i forståelsen af de seneste tre års inflationsdynamik.
 - Både på vej op, hvor centralbankerne ventede for længe med at reagere.
 - - og på vej ned, hvor deres kraftige rentestigninger og markant anderledes kommunikation var kraftigt medvirkende faktorer.
- Økonomer debatterer stadig 1970'erne (og for den sags skyld 1930'erne) så den akademiske debat om inflationens stigning og fald er kun lige begyndt!
 - "Intet er så skidt..." De seneste år har frembragt (og vil fortsat frembringe) en lang række interessante forskningsartikler, hvor et gammelt emne som inflation belyses med moderne makroøkonomiske forskningsmetoder.

Referencer

Auclert, A., H. Monnery, M. Rognlie, and L. Straub, 2023, Managing an Energy Shock: Fiscal and Monetary Policy, working paper.

Coibion, O., 2012, Are The Effects of Monetary Policy Shocks Big or Small?, *American Economic Journal: Macroeconomics*, vol. 4, p. 1–32.

Galí, J., 2015, Monetary Policy, Inflation, and the Business Cycle, Princeton University Press.

Jarocinski, M., and P. Karadi, 2020, Deconstructing Monetary Policy Surprises—The Role of Information Shocks, *American Economic Journal: Macroeconomics*, vol. 12, p. 1–43.

Jørgensen, P.L., 2023, Anchored Inflation Expectations and the Costs of Disinflations, working paper.

Miranda-Agrippino, S., and G. Ricco, 2021, The Transmission of Monetary Policy Shocks, *American Economic Journal: Macroeconomics*, vol. 13, p. 74–107.

Shapiro, A., 2022, Decomposing Supply and Demand Driven Inflation, working paper.