

Deflasjon?

Carl Andreas Claussen, rådgiver i Pengepolitisk avdeling og Kåre Hagelund, spesialrådgiver i Internasjonal avdeling¹

Prisstigningen er svært lav i mange land. I enkelte land er det deflasjon og nedgangstider. I denne artikkelen drøftes følgende spørsmål: Hvordan oppstår deflasjon, og når blir deflasjon farlig? Hvilke politikkalternativer finnes i en slik situasjon? Er det fare for at verdensøkonomien skal komme inn i en situasjon med global deflasjon og nedgangstider?

1. Innledning

Faren for deflasjon, dvs. et vedvarende fall i det generelle prisnivået, har fått fornyet aktualitet i det siste. Det har sammenheng med at prisstigningen er svært lav i mange land. I enkelte land er det deflasjon. Samtidig er styringsrentene lave og handlingsrommet for finanspolitikken begrenset. Med lite rom for ekspansiv penge- og finanspolitikk kan deflasjonsspiraler med tilhørende fall i produksjon og sysselsetting oppstå.

Lav og stabil inflasjon er i utgangspunktet en fordel. Høy og variabel inflasjon er kostbart. Det svekker markedsmechanismenes evne til å fremme effektiv ressursallokering og hemmer den økonomiske veksten. Det gir også tilfeldig og urettferdig omfordeling av formue, for eksempel fra småsparere til profesjonelle investorer, og fra leietakere til eiere av hus og eiendom. Dette er bakgrunnen for at de fleste land har ført en bevisst politikk for å få prisveksten ned. De fleste land har lyktes med dette.

Stor og variabel deflasjon kan ha tilsvarende kostnader som høy og variabel inflasjon. I tillegg kan deflasjon i seg selv bidra til fall i etterspørselen og derigjennom påvirke økonomien i negativ retning. Deflasjon er imidlertid ofte et symptom på, og ikke en årsak til nedgangstider.

I denne artikkelen ser vi nærmere på årsaker til prisfall og deflasjon. Vi forklarer hvordan prisfall kan slå over i etterspørselen og sette i gang deflasjonsspiraler. Vi ser også på hvilke politikkalternativer myndighetene har i

en slik situasjon. Et viktig spørsmål er om myndighetene bør treffe forebyggende tiltak (før en eventuelt kommer inn i en deflasjonsspiral), eller om en bør vente og se utviklingen an. Vi gir også en kortfattet vurdering av faren for deflasjon og deflasjonsspiraler i enkelte land.

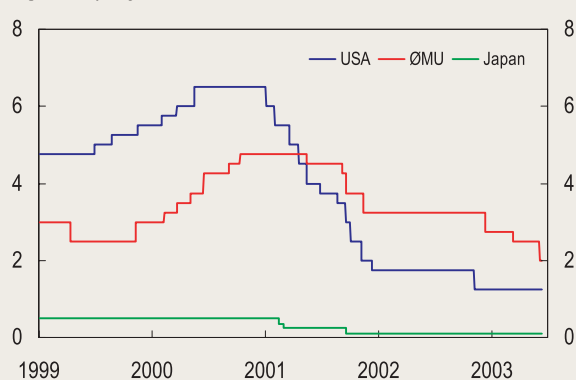
2. Deflasjon og deflasjonsspiraler

Når en skal se på årsakene til deflasjon, kan det være nyttig å starte med en enkel figur. Figur 2 viser samlet tilbud og etterspørsel i en økonomi. Etterspørselen er representert ved AE-kurven. Tilbudet er representert ved AT-kurven. Produksjon (BNP) måles langs den vannrette akse og det generelle prisnivået langs den loddrette akse.²

Av figuren følger det at dersom det generelle prisnivået skal falle, må tilbudskurven skifte mot høyre eller etterspørselskurven mot venstre. Tilbudskurven kan skifte mot høyre av flere årsaker. For eksempel vil økt produktivitet, rimeligere innsatsfaktorer i produksjonen, eller endret forhold mellom lønninger og produktpriser gi et slikt skift. Etterspørselskurven vil skifte mot venstre hvis penge- eller finanspolitikken blir strammere, ved fall i etterspørselen fra utlandet, ved behov for kraftige korreksjoner i kapitalbeholdningen etter en periode med overinvesteringer, ved svekkede forventninger osv.

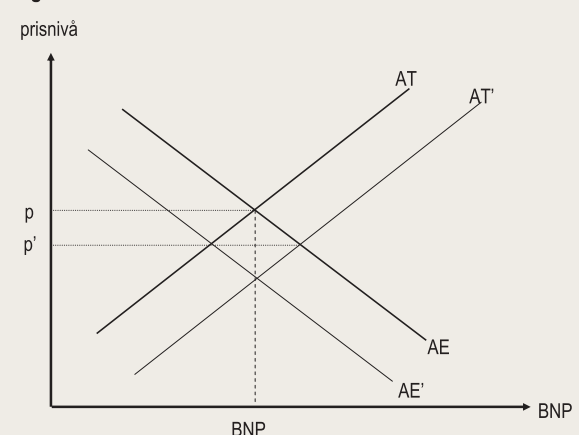
Deflasjon innebærer et vedvarende fall i prisene. I figuren betyr det at AT- eller AE-kurven må skifte i flere perioder etter hverandre. I realiteten vil verken sjokkene

Figur 1 Styringsrenter



Kilde: EcoWin

Figur 2



¹ Takk til kolleger i Norges Bank for nyttige kommentarer. Alle synspunkter er forfatterens og er ikke nødvendigvis sammenfallende med Norske Banks.

² Kurvene i figuren kan motiveres på flere måter. I en standard IS/LM modell vil likevektbetingelsen for pengemarkedet gi en fallende etterspørselskurve: Lavere prisnivå gir større realpengemengde. For at publikum skal være villig til å sitte med denne, må renten reduseres. Lavere renter gir høyere investeringer og dermed høyere BNP. Tilbudskurven kan utledes med utgangspunkt i en enkel Phillips-kurve hvor lønnsveksten avhenger av prisset på arbeidsmarkedet. Utgangspunktet er at dersom prisene blir høyere enn forventet, vil produksjonen øke. (Se for eksempel Mankiw 1994)

eller virkningene av disse komme momentant slik som i figuren. Sjøkket kommer mer gradvis og prisene faller gradvis. Dermed vil det som i figuren framstår som ett prisfall i realiteten være en serie mindre prisfall over flere perioder, dvs. deflasjon.

En kan imidlertid også tenke seg at det kommer flere påfølgende skift i etterspørselen. Slike påfølgende skift kan være en del av tilpasningen tilbake til likevekt etter at økonomien har vært utsatt for et tilbuds- eller etterspørselssjokk. Deflasjon vil da være et symptom på det initiale etterspørselssjøkket, men ikke en årsak til dette.³ Påfølgende skift kan imidlertid også skyldes at prisfall i seg selv setter i gang ytterligere destabiliserende skift i etterspørselen. Prisfall og deflasjon kan sette i gang destabiliserende effekter gjennom flere kanaler:

– *Realrenteeffekter*

Siden prisene i framtiden ikke er kjent, blir forventet prisutvikling bestemmende for realrenten. Når aktørene begynner å forvente lavere priser i framtiden, øker realrenten. Dermed blir forbruk og investeringer i framtiden billigere relativt til i dag. Effekten kan bli at aktørene utsetter forbruk og investeringer i påvente av prisfall. Det øker den finansielle sparingen i dag og fører til ytterligere fall i etterspørselen i dag.

– *Virksomheter av økt reell gjeldsbyrde*

Når priser og lønninger faller, øker låntakernes reelle gjeldsbyrde. Det trekker i retning av lavere etterspørsel. Samtidig får fordringshaverne en gevinst. Det trekker i retning av høyere etterspørsel. Effekten på låntakernes etterspørsel er som regel sterkest, slik at det samlet sett blir et fall i etterspørselen. Økonomier hvor bedrifter og husholdninger har relativt store gjeldsbyrder, er derfor spesielt sårbare overfor deflasjon. Dersom deflasjonen er tatt hensyn til ved nominelle kontraktsinngåelser vil virkningen av deflasjon gjennom denne gjeldskanalen forsvinne.

– *Kredittskvis og bankproblemer*

En annen destabiliserende effekt virker gjennom finansinstitusjonenes utlån. Fall i vare- og tjenestepriene går ofte sammen med fall i formuespriser, for eksempel prisen på bolig eller aksjer. Når verdien på sikkerheten som stilles for ulike lån faller, kan det redusere bankenes samlede utlån. Når kreditten begrenses, kan det dempe den samlede etterspørselen i økonomien.

Begrepet «deflasjonsspiral» brukes om en situasjon med deflasjon, nedgangstider og hvor de destabiliserende effektene virker sammen og forsterker hverandre. Deflasjonsspiraler kan i utgangspunktet komme både dersom det initiale prisfallet skyldes et fall i etterspørselen eller økt tilbud. Sjansen for deflasjonsspiraler er imidlertid mindre ved positive skift i tilbudet enn ved prisfall som skyldes svikt i etterspørselen. Dette har

sammenheng med at et positivt sjokk i tilbudet ikke innebærer inntektsfall for aktørene i det økonomiske livet. Prisfall gir økt eller uendret produksjon og sysselsetting og går sammen med reallønnsvekst og eventuelt en økning i overskuddene i bedriftene, økte aksjekurser og forventninger om en positiv økonomisk utvikling. Dermed kan skiftet i tilbudet utløse et positivt skift i etterspørselen. Dette vil motvirke det initiale prisfallet. I den engelskspråklige litteraturen brukes ofte begrepene «good and bad deflation» om deflasjon som skyldes skift henholdsvis i tilbud og i etterspørsel.

3. Kostnader ved, og spredning av deflasjon

Kostnader

Nedgangstider med produksjonsfall, arbeidsledighet og deflasjon er kostbart. Men vanligvis er prisfall og deflasjon et symptom på nedgangstider og ikke en årsak til disse. Dermed er det ikke deflasjonen i seg selv som gir disse kostnadene. Dersom deflasjonen setter i gang destabiliserende effekter, vil den imidlertid få kostnader. Kostnaden er da nedgangstider med lavere produksjon og økt arbeidsledighet.

Ved deflasjon som følge av økt produktivitet eller et fall i importprisene (i utenlandsk valuta), dvs. at tilbudskurven har skiftet mot høyre, vil produksjon og sysselsetting opprettholdes eller øke. Prisfallet gir reallønnsvekst, og eventuelt en økning i overskuddene i bedriftene og økte aksjekurser. I slike tilfeller er det ikke kostnader ved deflasjon.

Kraftig deflasjon kan få kostnader tilsvarende de som forbindes med høy og variabel inflasjon: Det svekker markedsmekanismenes evne til å fremme effektiv ressursallokering og leder til tilfeldig og urettferdig omfordeling av formue.

Fleksibiliteten i økonomien har implikasjoner for kostnadene ved deflasjon. Det er ofte vanskelig å få aksept for å redusere lønninger nominelt. Dermed blir det vanskelig å få til endringer i reallønningene når inflasjonen er svært lav, eller når det er deflasjon. Det kan medføre kostnader for eksempel i form av arbeidsledighet.

Spredning mellom land

Deflasjonstendenser spres mellom land. Spredningen kan skje gjennom flere kanaler. For eksempel kan lavere etterspørsel i et land redusere eksporten fra andre. Dette er imidlertid en generell spredningseffekt av lavere etterspørsel i et land. Det er lavere etterspørsel som spres, og ikke deflasjon. Lavere eksport kan imidlertid føre til deflasjon (etterspørselssjokk).

Et land kan «eksportere» lavere priser mer direkte. Produktivitetsvekst eller mye ledig kapasitet kan lede til at et land finner det lønnsomt å senke prisene på sin

³ Anta for eksempel at økonomien i utgangspunktet er i en situasjon med full kapasitetsutnyttelse, og at det så skjer et negativt skift i etterspørselen. Det fører til ledig kapasitet, og press nedover på prisene. På tilbudssiden i denne økonomien innebærer fallende priser at aktørenes (adaptive) prisforventninger reduseres. Tilbudskurven (som representeres ved en Phillipskurve) skifter derfor mot høyre. Det gir ytterligere press nedover på prisene og økt produksjon. Vi får en situasjon med en gradvis bevegelse tilbake mot full kapasitetsutnyttelse samtidig som prisene faller.

eksport. Dette betyr lavere importpriser for landets handelspartnere. Med store prisfall, og dersom importen dekker en stor del av den samlede etterspørselen, kan fallende eksportpriser gi deflasjon i importlandet. Vi får tilsvarende spredningseffekter ved svekkelse av valutakursen til land som er inne i en deflasjonsspiral.

Denne type spredning vil trolig være begrenset. For å få store spredningseffekter må importen fra landet som «eksporterer» deflasjon dekke en stor del av hvert av de andre landenes samlede etterspørsel. I tillegg må fallet i eksportprisene eller valutakursen være svært stort. Videre kan endringer i valutakursene motvirke endringer i de relative prisene mellom land. Vanligvis kan dessuten myndighetene i andre land treffe tiltak for å motvirke eventuelle deflasjonstendenser. Fall i prisene i utlandet innebærer også at importlandene får høyere realinntekt. Det har positive etterspørselseffekter som motvirker et eventuelt press nedover på innenlandske priser.

I tilfeller hvor det er lav vekst eller fall i importprisene, kunne proteksjonistiske tiltak i utgangspunktet tenkes å bli vurdert i enkelte land. Proteksjonistiske tiltak innebærer tap av kjøpekraft for innbyggerne i importlandet, og reduserte vekstmuligheter for eksportlandene. Avtaleverket i WTO bidrar til at lav vekst i prisene på eksport fra lavkostnadsland som Kina ikke fører til proteksjonistiske tiltak i land som «importerer» lav prisvekst.

4. utfordringer for pengepolitikken

Som forklart ovenfor blir prisfall farlig når det slår over i forventningene. Med et troverdig inflasjonsmål vil inflasjonsforventningene være positive. Dette kan tilsi at land uten inflasjonsmål kan øke beredskapen mot deflasjon ved å formulere, eventuelt bedre kommunisere allerede eksisterende langsiktige mål for inflasjonen. Blant annet har representanter for IMF pekt på dette (Rogoff 2003). Den amerikanske sentralbanken fokuserte eksplisitt på utsiktene for prisene i pressemeldingen i forbindelse med sitt rentemøte den 6. mai 2003. ESB kom med en presisering av sin strategi den 8. mai 2003.⁴ Der konstaterer ESB at de vil sikte mot inflasjonsrater «nær to prosent», og ikke «under to prosent» som i tidligere presiseringer.

Bak de pengepolitiske beslutningene ligger en vurdering og avveining av ulike hensyn og mye informasjon. I enkelte situasjoner kan avveiningen være spesielt vanskelig. For eksempel kan kredittveksten være høy samtidig som det er fare for deflasjon og/eller nedgangstider. Ved å vente med å sette renten ned, kan en da risikere at ytterligere sjokk i etterspørselen reduserer inflasjonsforventningene eller eventuelt gir deflasjonsforventninger. Hvis disse effektene er store, og styringsrenten i utgangspunktet er lav, kan en risikere å komme i en situasjon hvor realrenten blir positiv selv om styringsrenten settes lik null. Det initiale pengepolitiske spillerommet kan da forsvinne, og økonomien kommer inn i en deflasjonsspiral.

Samtidig kan lettelser i pengepolitikken utsette nødvendige restruktureringer og gi opphav til oppblåste formuespriser og uholdbar kredittvekst. Det kan gi problemer senere. Dette er særlig aktuelt i land som nylig har hatt overinvesteringer og sterk vekst i formuesprisene.

Isolert sett kan det argumenteres for at sentralbanken skal reagere mer aggressivt på et stort negativt etterspørselssjokk enn det inflasjonsmålet tilsier, når det er fare for deflasjon. Dersom dette er klart for aktørene i økonomien, vil prisforventningene falle mindre enn ellers og deflasjon kan unngås. Det kan imidlertid også argumenteres for det motsatte, det vil si at det kan være rasjonelt å reagere mindre enn inflasjonsmålet tilsier, når det skjer et negativt sjokk (Goodfriend 1991). Dette har sammenheng med at virkningen på realøkonomien ofte skjer gjennom aktørenes oppfatninger om hva renten blir i fremtiden. Ved å reagere gradvis på et negativt sjokk vil en påvirke de lengre rentene, fordi aktørene da vil forvente ytterligere rentekutt, mens et kraftig rentekutt kan oppfattes som at ikke rentene skal lenger ned. Det siste kan føre til uendrede eller høyere lange renter. En mindre nedgang i rentene initialt vil altså kunne påvirke realøkonomien samtidig som sjansen for at renten må settes til null, reduseres. Kostnadene ved en gradvis tilpassning av renten kan være større variasjon i priser og produksjon i «normale» tider.

Politikkalternativer når styringsrenten er nær null⁵

Deflasjon blir farlig når myndighetene ikke lenger har virkemidler tilgjengelige som kan hindre at deflasjonsspiraler settes i gang når prisene begynner å falle. Anta nå at styringsrenten er nær null, og at prisene fortsetter eller er i ferd med å falle samtidig som det er fare for at destabiliserende effekter kommer i gang. Hvilke politikkalternativer har myndighetene i denne situasjonen?

– Finanspolitikk

Finanspolitikken har tradisjonelt hatt en rolle i konjunkturpolitikken. De automatiske stabilisatorene i de fleste industriland er relativt store. I tillegg kan offentlige utgifter økes eller skatter reduseres. Det tar imidlertid tid å beslutte endringer i finanspolitikken. Dessuten er varierende skatter uheldig for ressursallokeringen i økonomien. Det er også uklart hvor effektiv finanspolitikken vil være i ulike situasjoner. Dersom offentlig gjeld er høy, kan aktørene i økonomien møte en økning i offentlige utgifter med økt sparing. Likevel vil det være en rolle å spille for finanspolitikken i en situasjon med et stort negativt etterspørselssjokk.

– Seddelpressefinansiert finanspolitikk

Myndighetene kan øke sine utgifter eller gi skattelettelser og finansiere dette med å trykke penger. Dette

⁴ Den amerikanske sentralbanken har ikke inflasjonsmål, men skal søke å «promote effectively the goals of maximum employment, stable prices, and moderate long-term interest rates.» (Board of Governors 1994, s. 17.)

⁵ Listen over politikkalternativer og deler av diskusjonen av disse er hentet fra Svensson (2003). Se også IMF (2003).

vil virke ekspansivt uten at det innebærer økte skatter i fremtiden. I de fleste land er imidlertid muligheten for en slik finansiering av staten begrenset ved lov. Det har blant annet sammenheng nettopp med at denne type finansiering skaper inflasjon.

– *Øke pengemengden gjennom markedsoperasjoner*

Sentralbanken kan tilføre privat sektor likvide midler gjennom kjøp av statsobligasjoner i annenhåndsmarkedet. Selv om de kortsiktige rentene er lik null, kan de langsiktige rentene være positive. Markedsoperasjoner med sikte på å redusere langsiktige renter kan derfor tenkes å være et mulig tiltak. Det krever imidlertid at virkningen på realrenten er tilstrekkelig stor. Hvis de langsiktige rentene i utgangspunktet er lave, kan det være umulig å få de langsiktige realrentene tilstrekkelig langt ned.

Dersom renten er null (eller nær null) over hele rentekurven, innebærer markedsoperasjoner i statsobligasjoner (eller andre statsgaranterte papirer) utveksling av objekter med ganske lik likviditetsgrad. Alternativt kunne sentralbanken kjøpe mindre likvide og mer risikofylte finansobjekter, som aksjer eller private obligasjoner. Sentralbanken kan også kjøpes realaktiva, som boliger eller forretningseiendommer. I den grad disse objektene er mindre likvide enn penger, kan det føre til økt etterspørsel. Sentralbankens kjøp av slike objekter kan tenkes å drive opp prisene og dermed øke aktørenes formue.

Slike virkemidler er upresise. Det vil være vanskelig å dosere kjøpet av slike objekter. Samtidig vil det skape andre uheldige effekter. For eksempel vil investorenes porteføljer påvirkes av sentralbankens valg av objekter. Sentralbanken vil også ta på seg en stor finansiell risiko. Stort statlig eierskap kan også være problematisk.

– *Depresiering gjennom intervensjoner*

En kraftig depresiering av valutaen vil direkte øke prisene og samtidig stimulere realøkonomien gjennom forbedret konkurranseevne. Sentralbanken kan annonser et mål for valutakursen og forplikte seg til å kjøpe utenlandsk valuta i ubegrensede mengder. Siden sentralbanken kan trykke ubegrensede mengder av sin egen valuta, er dette en troverdig valutakursmålsetning. Dette innebærer imidlertid at det pengepolitiske regimet – for eksempel inflasjonsstyring – settes til side for en periode. Det kan redusere sentralbankens troverdighet.

For en liten åpen økonomi med et isolert deflasjonsproblem kan depresiering gjennom intervensjoner være et alternativ. Et globalt deflasjonsproblem kan imidlertid ikke løses gjennom konkurrerende depresieringer alene. Dersom intervensjonene ikke steriliseres, vil imidlertid den globale likviditeten øke. Dette kan redusere deflasjonstendenser.

– *Skatt på penger*

Grunnen til at renten ikke kan falle under null, er at kost-

naden ved å holde sedler og mynt normalt er svært liten. En investor vil foretrekke penger fremfor et verdipapir med negativ rente. Imidlertid vil en skatt på penger gjøre obligasjoner med negativ rente mer attraktivt.

En slik skatt vil innebære betydelig kostnader og mange praktiske problemer. Den vil redusere pengenes effektivitet i å gjennomføre transaksjoner. For å få beregnet den riktige skatten må det for eksempel registreres hvor lenge hver person har en pengeseddel. En pengeseddel med lik nominell verdi vil få forskjellig reell verdi etter hvor lenge den har vært i omløp siden forrige gang den ble skattlagt.

– *Innføring av inflasjonsstyring*

Dersom deflasjonsforventninger snus til forventninger om inflasjon kan det trekke en økonomi ut av en deflasjonsspiral. Med et troverdig inflasjonsmål vil det per definisjon være inflasjonsforventninger. Dermed kan det å innføre et troverdig inflasjonsmål trekke en økonomi ut av en deflasjonsspiral. Det er imidlertid flere problemer med dette. Blant annet må det etableres et system med inflasjonsrapporter, beslutningssystemer osv. Det kan ta tid å få dette på plass. Et potensielt større problem er at et tilstrekkelig høyt inflasjonsmål ikke er troverdig. Anta at det kreves en årlig inflasjon på 4 prosent de neste årene for at realrenten skal komme tilstrekkelig langt ned. Anta så at inflasjonen to år fram i tid faktisk blir på 4 prosent, samtidig som det er god vekst i økonomien. Da vil myndighetene med stor sannsynlighet søke å bringe inflasjonen ned, evt. ved å definere et lavere deflasjonsmål. Dermed er det ikke troverdig at inflasjonen blir liggende på 4 prosent over en tilstrekkelig lang periode.

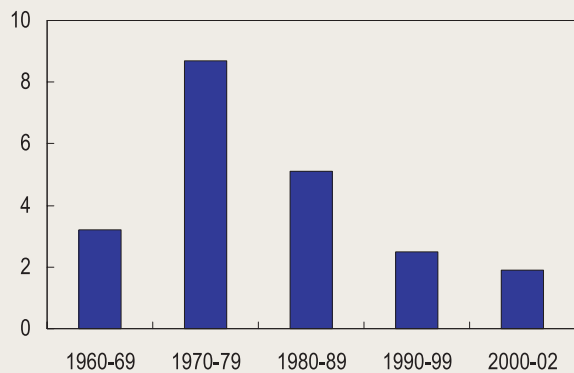
– *Kombinasjoner*

Det siste problemet beskrevet i avsnittet ovenfor kan reduseres ved at det i stedet for et inflasjonsmål innføres et mål for prisnivået. For eksempel kan en legge opp til at prisnivået om tre år skal være 12 prosent høyere enn i dag. Deretter skal prisene stige med en gitt prosent per år.

Svensson (2003) har foreslått en kombinasjon av tiltak som blant annet bygger på dette. Sentralbanken annonserer en stigende bane for prisnivået. Dette definerer inflasjonsmålet og gir økonomien et nominelt anker. Sentralbanken annonserer videre en depresiering og et midlertidig valutakursmål. Dette støttes opp med erklæring om at kursmålet vil bli forsvart med intervensjoner. Depresieringen gir positive impulser til realøkonomi og til priser. Inflasjonsforventningene vil øke og realrenten faller. Samtidig må betingelsene for overgang fra valutakursmål til inflasjonsmål og flytende valuta presiseres. Overgangen skjer når en (årlig) inflasjon konsistent med prisstigningen i prisnivåbanen er etablert.

Sammenliknet med bare å innføre et inflasjonsmål viser en her at en har alvorlige hensikter med å få til økning i prisene. Det er derfor mer troverdig.

Figur 3 Konsumpriser i OECD. Årlig gjennomsnittlig vekst



Kilde: OECD

Doseringen av depresieringen kan vurderes etter hvert som en ser utviklingen. Alle land kan imidlertid ikke gjøre dette samtidig, men det vil kunne være effektivt for isolerte deflasjonsproblemer i små land. Det er trolig mindre effektivt for store land, siden effekten der på prisstigning og realøkonomi av en depresiering er relativt liten. Dette innebærer at valutakursen må beveges relativt mye, noe det kan være vanskelig å få aksept for.

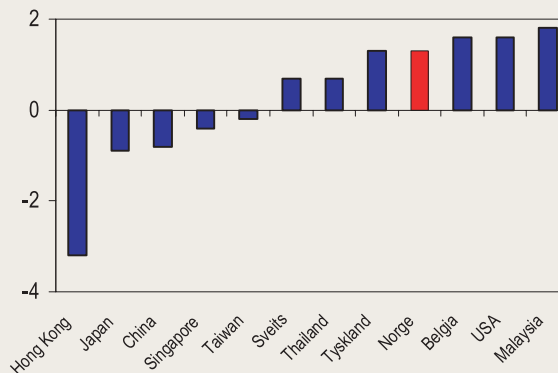
5. Er det fare for global deflasjon?

I industrilandene har inflasjonen falt markert de siste 30 årene (figur 3). I gjennomsnitt er prisstigningen nå under 2 prosent. Med lav inflasjon kan et tilbakeslag i etterspørselen medføre midlertidig deflasjon. Med en kraftig økning i arbeidsledigheten og endrede inflasjonsforventninger kan det ikke utelukkes at et prisfall blir selvforsterkende og mer permanent.

Deflasjon og nedgangstider forbindes ofte med det internasjonale tilbakeslaget etter 1929. Kilden til nedgangen da var USA, hvor fall i etterspørselen sammen med store problemer i finanssektoren førte til at prisnivået ble redusert med rundt 25 prosent. BNP falt også med nesten 30 prosent. Det er imidlertid også historiske episoder med deflasjon uten sterke tilbakeslag. På slutten av 1800-tallet falt det generelle prisnivået i perioder som følge av teknologiske nyvinninger og sterk produktivitetsvekst. Siden andre verdenskrig er det bare helt unntaksvis at prisene har falt internasjonalt. Et viktig unntak er Japan, hvor det har vært deflasjon i flere år. BNP-veksten har vært variabel. Til tider har det vært produksjonsfall.

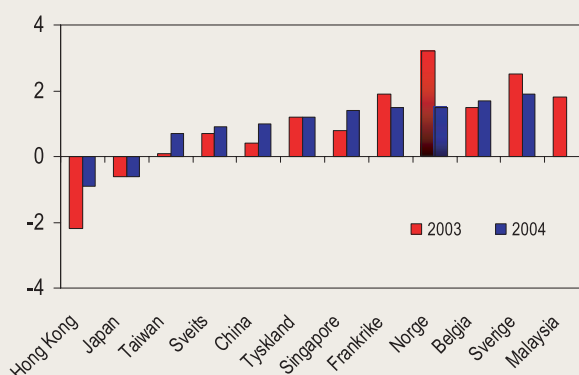
Dagens svake utvikling i USA og flere land i Europa har flere årsaker. Noen av disse årsakene har fellestrekk med tidligere deflasjonsperioder. På slutten av 1990-tallet førte overdreven optimisme til oppblåste aksjekurser og overinvesteringer. Boblene sprakk rundt årtusenskiftet. Det ga en negativ impuls til etterspørselen. Sammen med store investeringsoverheng førte dette til betydelig ledig kapasitet. Den geopolitiske usikkerheten knyttet blant annet til 11. september 2001 og den påfølgende

Figur 4 Konsumprisvekst 2002



Kilde: Consensus Economics, mai 2003

Figur 5 Konsumprisvekst 2003 og 2004. Anslag mai 2003 fra Consensus Forecasts



Kilde: Consensus Economics

Irak-krigen har trolig også bidratt til å dempe etterspørsel og vekst, slik at kapasitetsutnyttelsen har vært lav i en lengre periode.

Det er imidlertid bare i et fåtall land i Asia at prisnivået faller. I 2002 skjedde dette i Hong Kong, Japan, Kina, Singapore og Taiwan (se figur 4). Det er bare i Japan og Hong Kong at prisene har falt gjennom flere år.

Forventningene framover, målt ved Consensus Forecasts anslag, tyder ikke på kraftige fall i det generelle prisnivået internasjonalt. Det er bare i Japan og Hong Kong at prisene forventes å falle (figur 5). I flere land ventes imidlertid en prisstigning på under 1 prosent. Det gjelder i hovedsak land i Asia, som Kina, Taiwan og Singapore, men også Sveits. En prisstigning under 1 prosent kan i realiteten innebære deflasjon, fordi mange prisindekser overvurderer prisstigningen med opptil 1 prosentpoeng.

Faren for deflasjon i USA er begrenset. Produktivitetsveksten er høy. Det gir mulighet for økte reallønninger og økt lønnsomhet slik at etterspørselen kan holde seg oppe. Det generelle prisnivået stiger blant annet fordi prisstigningen på tjenester holder seg oppe. I april var likevel veksten i konsumprisene uten energi og

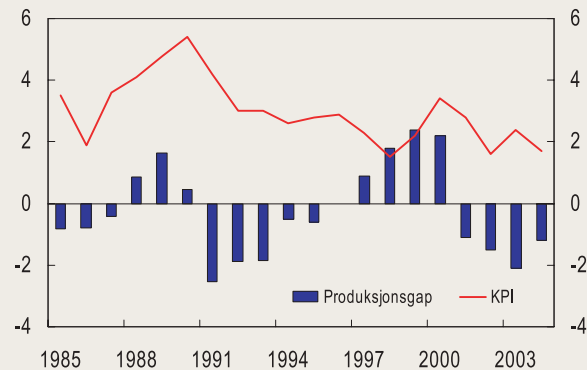
matvarer (kjerneinflasjonen) falt til 1,5 prosent, den laveste årsveksten på nesten 40 år. Selv om det nå er underskudd på statsbudsjettet i USA, er statsgjelden relativt beskjeden. Det er fortsatt rom for finanspolitiske stimulanter, skulle det bli nødvendig. Svakere dollar gir økte importpriser, som kan drive prisstigningen opp. Samtidig vil depresieringen stimulere amerikanske konkurranseutsatte virksomheter. Så langt har det vært få tegn til problemer i den finansielle sektoren. På den annen side er det betydelig ledig kapasitet i amerikansk økonomi. Det vil fortsette å dempe prisene (figur 6). Høy produktivitetsvekst innebærer dessuten at den ledige kapasiteten bare langsomt vil bli redusert, selv om veksten tar seg opp. De lave styringsrentene innebærer begrenset rom for ytterligere stimulanse gjennom konvensjonell pengepolitikk. De alternative virkemidlene i pengepolitikken har mer usikker virkning. Skulle deflasjonstendenser bre seg, utgjør de relativt store gjeldsbyrdene både i husholdninger og bedrifter en fare.

I Tyskland synes faren for en periode med deflasjon å være høyere enn i USA. Prisstigningen er nå 1 prosent og veksten er svak. Det er ledig kapasitet i økonomien (figur 7). Boligprisene har falt og har ikke kunnet motvirke fallet i aksjekursene på husholdningenes formue, slik tilfellet har vært i andre land. Kredittveksten er lav og banksektoren viser svake resultater. Bankene synes sårbare for ytterligere negative sjokk. Tyskland har tradisjonelt vært avhengig av eksportvekst. Landet har gjennom lav inflasjon bedret sin konkurransevne vis-à-vis de øvrige eurolandene. Den kraftige appresieringen av euroen vil imidlertid svekke konkurransevnen overfor andre handelspartnere vesentlig og bidra til enda noe lavere prisstigning. Rommet i finanspolitikken synes nå også å være svært begrenset. Det er imidlertid fortsatt rom for lettelse i pengepolitikken i euroområdet.

På kort sikt innebærer stivhetene i arbeidsmarkedet og lønnsdannelsen redusert risiko for at lønnsveksten skal bli svært lav selv om den realøkonomiske utviklingen skulle forbli svak. På den annen side vil det realøkonomiske tilbakeslaget kunne bli enda større (fordi reallønningene ikke tilpasses) og gi et vedvarende press på prisene. Presset nedover på prisene i Tyskland reflekterer blant annet en nødvendig tilpasning av relative priser og lønninger fordi landet kom inn i ØMU med en for høy realvalutakurs. Det er dermed ikke nødvendigvis en generell deflasjonstendens. En endring i relative priser som forårsaker deflasjon kan imidlertid også bli selvforsterkende. Det er ikke store finansiell ubalanser i husholdnings- og bedriftssektoren i Tyskland. Dette kan redusere faren for at en deflasjonsspiral får feste.

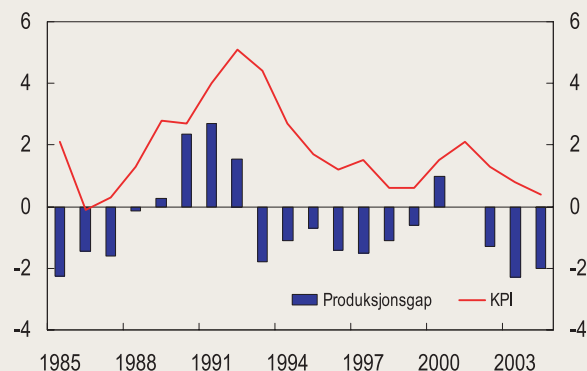
Det har vært deflasjon i Japan siden midten av 1990-tallet. Det er forventning om ytterligere fall i prisene gjennom 2003 og 2004. Det er betydelig ledig kapasitet i økonomien og ledigheten er rekordhøy. I første kvartal falt BNP-deflatoren med 3,5 prosent. Aksjekursene har falt til det laveste nivå på 20 år. Banksektoren er svak, og det er høy gjeld i

Figur 6 USA – KPI og produksjonsgap



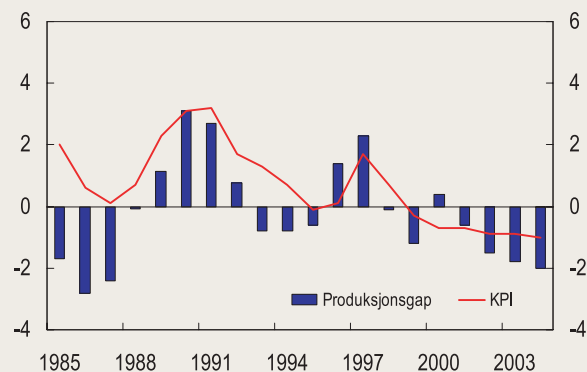
Kilde: OECD, Economic Outlook nr. 73

Figur 7 KPI-vekst og produksjonsgap - Tyskland



Kilde: OECD, Economic Outlook nr. 73

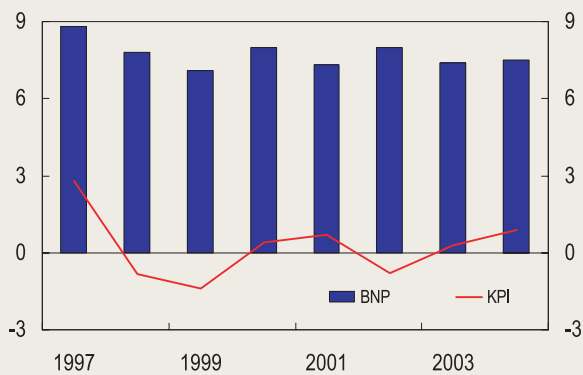
Figur 8 KPI-vekst og produksjonsgap - Japan



Kilde: OECD, Economic Outlook nr. 73

bedriftene. De korte nominelle rentene er nær null. Underskuddet i offentlige finanser er over 7 prosent av BNP, og offentlig gjeld utgjør 150 prosent av BNP. Sentralbanken har tatt i bruk alternative virkemidler, blant annet tilførsel av likviditet til privat sektor, men så langt synes dette å ha hatt små eller ingen effekter på realøkonomi og priser.

Figur 9 KPI- og BNP-vekst - Kina



Kilde: IMF og Consensus Forecasts

Det kan være noe å lære av erfaringene i Japan. En rekke studier av Japan er gjort i de senere år, se for eksempel Ahearne et al. (2001). Viktige lærdommer er:

- Omfanget og størrelsen på tilbakeslaget var ikke forventet av myndighetene, markedene eller privat sektor for øvrig. Penge- og finanspolitikken ble lettet for lite og for sent.
- Pengepolitikken effektivitet var redusert fordi det finansielle systemet var svakt. Den ekspansive finanspolitikken fikk liten effekt blant annet fordi den ble benyttet til prosjekter som ga små ringvirkninger.
- Gitt kostnadene ved deflasjon burde pengepolitikken ha vært mer ekspansiv enn anslagene isolert sett tilsa. Hvis det skulle vise seg at pengepolitikken hadde vært for ekspansiv, kunne dette ha vært møtt ved senere å øke renten.

I Kina har prisstigningen variert rundt null, mens veksten har vært svært høy (figur 9). Periodene med prisfall synes i hovedsak å være drevet av positive tilbudsideforhold, som åpning av økonomien for intern og ekstern konkurranse og sterk produktivitetsvekst. Slike forhold har bidratt til økte inntekter og innebærer at det er liten risiko for at deflasjonen biter seg fast. Det er imidlertid også forhold som kan bidra til varig press på prisene, som stor kapasitet i mange sektorer dominert av statlige bedrifter og stor arbeidsledighet i ulike regioner.

Det har vært hevdet at land med svært god konkurranseevne, som Kina, kan eksportere deflasjon. På den ene siden er det åpenbart at lavere importpriser bidrar til lavere prisstigning. I 2002 var Kinas andel av importen til USA 11 prosent, mens landets andel av importen til Japan var 18 prosent. Kinas import til USA som andel av BNP i USA var imidlertid bare 1 prosent. Den direkte virkningen gjennom importprisene er således relativt liten.

Den indirekte virkningen gjennom økt konkurranse og strukturendringer i andre land kan være større. Slike

strukturendringer vil ikke være smertefrie, spesielt ikke i en situasjon med svak vekst i verdensøkonomien. De vil få størst negativ effekt i land med lite fleksible produkt- og arbeidsmarkeder. Etter hvert som globalisering og frihandel også omfatter tjenesteyting, kan slike omstillingsproblemer bli større.

Motstykket er at industrilandene kan importere billige produkter. Dette reduserer kostnadene i bedrifter og øker realinntektene for konsumentene. Slikt sett innebærer det et positivt tilbudssidesjokk og en bedring i industrilandenes bytteforhold. Dette vil redusere faren for at deflasjon festner seg.

Avtaleverket i WTO og Kinas medlemskap siden slutten av 2001 bidrar til at Kinas handelspartnere ikke setter i verk proteksjonistiske tiltak for å motvirke den lave importerte prisveksten.

I prinsippet innebærer god vekst i Kina også markedsmuligheter for andre land. På tross av sterk importvekst har imidlertid Kina et relativt stort driftsbalanseoverskudd. I 2002 var overskuddet rundt 2 prosent av BNP. Det forventes å reduseres noe i løpet av inneførende og neste år, men antyder likevel at det kan være et behov for en realappresiering. Dette kan skje gjennom høyere lønnsvekst, noe som vil redusere deflasjonstendensene.

6. Konklusjoner

Prisstabilitet, definert som en moderat økning i prisene, legger grunnlaget for en stabil og forutsigbar økonomisk utvikling. Et troverdig inflasjonsmål gir forventninger om prisstabilitet i framtiden. Inflasjonsmål kan derfor virke som en forsikring mot negative prisforventninger ved at det innebærer forventninger om en moderat økning i prisene. Et troverdig og tallfestet inflasjonsmål binder forventningene og er et robust pengepolitisk regime mot deflasjon så vel som inflasjon.

Prisfall skyldes negative sjokk i etterspørselen eller positive sjokk i tilbudet. Det er først og fremst fall i etterspørselen som kan gi opphav til deflasjon. Deflasjon kan være et symptom på økonomiens tilpassning til sjokk i etterspørselen. I en situasjon med lav prisstigning må en vente at det av og til kan bli et midlertidig fall i prisnivået. Det er først når prisfall i seg selv gir opphav til ytterligere svekkelser i etterspørselen, at det blir en årsak til nedgangstider.

I visse tilfeller, når rommet for ekspansiv penge- og finanspolitikk er lite, kan prisfall bli farlig og lede til deflasjon med langvarige nedgangstider. Det finnes imidlertid mer utradisjonelle tiltak som kan treffes i en slik situasjon. Disse vil ofte være mer effektive for små land og dersom deflasjon ikke er et globalt fenomen. Virkningene av slik ukonvensjonell pengepolitikk er imidlertid usikre.

Avtaleverket i WTO bidrar til at lav vekst i prisene på eksport fra lavkostnadsland som Kina ikke fører til proteksjonistiske tiltak i land som «importerer» lav prisvekst.

Det er en mulighet for at det i tiden fremover kan bli et økende antall land som får et midlertidig fall i prisene. Deflasjonen kan også bli forverret i landene som allerede er berørt av deflasjon. Det har vært forhold både på etterspørselsiden og på tilbudssiden som har ført til økt risiko for deflasjon. Samtidig innebærer økt konkurranse fra mange lavkostland også et prispress for industri-landene. Sårbarheten overfor deflasjon er økt fordi rommet for ytterligere (konvensjonell) stimulanse i pengepolitikken og i finanspolitikken er redusert. Ved en ytterligere utsettelse av den forventede internasjonale oppgangen eller ved nye negative sjokk kan deflasjon bli mer utbredt enn vi nå ser for oss. Erfaringene fra Japan viser at det er vanskelig å forutsi deflasjon.

Risikoen for global deflasjon synes imidlertid nokså begrenset. Myndighetene i alle land er klare over kostnadene ved vedvarende deflasjon og er opptatt av å hindre at deflasjonsforventninger får feste. I flere land er penge- og finanspolitikken innrettet ekspansivt. Dagens pengepolitiske regimer er også gjennomgående langt mer fleksible enn de var for eksempel på 1930-tallet. Så langt har finanssektoren fungert godt i de fleste land. Gjeldssituasjonen i bedrifter og husholdninger synes fortsatt å være under kontroll. Det er fortsatt rom for ytterligere stimulanse fra penge- og finanspolitikken.

Litteraturliste

Ahearne et al (2002): Preventing Deflation: Lessons from Japan's Experience in the 1990s, Board of Governors of the Federal Reserve System, International Finance Discussion Papers, Number 279.

Board of Governors (1994): *The Federal Reserve System, Purposes and Functions*, <http://www.federalreserve.gov/pf/pf.htm>

Goodfriend, Marvin (1991): Interest Rates and the Conduct of Monetary Policy, Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy, Vol 34, s 7-30

IMF (2003): Deflation: Determinants, Risks and Policy Options – Findings of an Interdepartmental Task Force

Kenneth Rogoff (2003): A Case for Inflation Transparency, *Financial Times* April 23, internet: <http://www.imf.org/external/np/vc/2003/042303.htm>

Mankiew N. Gregory (1994): *Macroeconomics*, Second Edition, Worth Publishers, New York

Svensson, Lars E.O. (2003): «Escaping from a liquidity trap and deflation: The foolproof way and others», <http://www.pricetown.wdu/svensson/> (kommer i: *Journal of Economic Perspectives*)