

# Penningpolitik och inflation i krigstider

Mikael Apel och Henry Ohlsson\*

Mikael Apel är senior rådgivare vid Riksbankens avdelning för penningpolitik och Henry Ohlsson är vice riksbankschef

---

När det inträffar stora och ovanliga händelser som ett krig finns det ingen "manual" för hur man som ekonomisk-politisk beslutsfattare bör agera. Alla krig är olika – när det gäller hur omfattande och långvariga de är, var de utspelas och hur de påverkar omvärlden. I stället får man försöka hitta paralleller med tidigare historiska episoder och studera litteraturen om ekonomiska konsekvenser av krig för att se om det går att hitta några gemensamma nämnare. Det är dock klart att krig ofta leder till högre inflation på ett eller annat sätt. I artikeln går vi först översiktligt igenom vad forskningslitteraturen har att säga om sambandet mellan krig och inflation. Därefter gör vi en tillbakablick på tidigare episoder då krig varit förknippat med stigande inflation i Sverige och drar några slutsatser utifrån detta.

---

## 1 Inledning

I februari 2022 invaderade Ryssland Ukraina. Konsekvensen har framförallt blivit ett stort mänskligt lidande och för världsekonomin har invasionen blivit ytterligare en påfrestning. Denna artikel handlar dock inte specifikt om kriget i Ukraina, utan om krig i allmänhet och deras ekonomiska konsekvenser. Fokus är på effekterna på inflationen, eftersom detta är av särskild vikt för en centralbank.

I vanliga fall brukar den empiriska makroekonomens metod vara kvantitativ analys baserad på tidsserier för makrovariabler. Verktöget brukar vara ekonometriska modeller med många observationer. Men krig förekommer lyckligtvis inte så ofta och observationerna är därför få. Detta har två viktiga konsekvenser för analysen av sambanden mellan krig, inflation och penningpolitik: För det första måste tidsperspektivet bli långt för att över huvud taget få ett antal observationer att studera. Men även med ett långt tidsperspektiv blir observationerna som sagt få. Därför blir analysen, för det andra, kvalitativ snarare än kvantitativ.

---

\* Artikeln är en omarbetad och kortad version av ett tal som Henry Ohlsson höll vid Ekonomisk-historiska institutionen vid Uppsala universitet och på Ekonomiska muséet i Stockholm våren 2022. Vi vill tacka Bul Ekici, Rebecka Hallerby, Marianne Nessén, Elizabeth Nilsson och Ulf Söderström för kommentarer och hjälp med diagram. De åsikter som uttrycks i artikeln är författarnas egna och ska inte uppfattas som Riksbankens ståndpunkt.

## 2 Krig leder ofta till inflation

Att krig och inflation ofta går hand i hand är känt sedan mycket länge. Redan på 500-talet f.Kr. konstaterade Sun Tzu, kinesisk general och författare till en bok om krigskonsten:

“Där armén befinner sig är priserna höga; när priserna stiger minskar folkets välfärd.”<sup>1</sup>

Vad detta syftar på är förstås att en armé på kanske tiotusentals soldater kräver mycket resurser bara för att kunna livnära sig och dessa kan vara svåra att uppbringa inom ett geografiskt begränsat område. Efterfrågan stiger helt enkelt i förhållande till det tillgängliga utbudet av mat och förnödenheter, och det får priserna att stiga.<sup>2</sup> Om armén, såsom ofta varit fallet genom historien, livnär sig genom att plundra så kanske den själv kan klara sig ett tag, men för civilbefolkningen kommer priserna att stiga eftersom utbudet minskar. En armé kunde förstås inte heller överleva hur länge som helst på ett och samma ställe eftersom resurserna förr eller senare tar slut. Peter Englund har i sin bok “Ofredsår” liknat den svenska armén under trettioåriga kriget 1618–1648 vid en haj som ständigt måste vara i rörelse för att inte själv gå under (Englund, 1993).

När ett krig väl hade startat levde arméerna vid den här tiden delvis sig eget liv, skilt från staten, och ordnade sin försörjning själva till stor del, i synnerhet förstås under fälttåg utomlands. Inflationen steg därför mer lokalt beroende på var arméerna råkade befinna sig, som ett resultat av att efterfrågan på mat och förnödenheter översteg utbudet.

### 2.1 Stigande efterfrågan och sedelpressfinansiering

När ett land upprustar och utkämpar ett krig kan inflationen också stiga i hela ekonomin av samma skäl, det vill säga att efterfrågan stiger i förhållande till utbudet. Kraftigt ökade offentliga utgifter till följd av en upprustning eller krigsinsats ökar resursutnyttjandet i ekonomin och kan därmed leda till högre inflation. I samband med andra världskriget närmade sig den amerikanska ekonomin fullt resursutnyttjande, vilket bidrog till att inflationen steg. En del ekonomer menar att det var just USA:s upprustning som slutligen satte punkt för 1930-talsdepressionen.<sup>3</sup>

Hur en stat finansierar en upprustning eller ett krig har också stor betydelse för hur inflationen utvecklas. Finansieringen kan ske genom att staten ökar skatterna eller minskar andra utgifter än de militära, genom att den tar upp lån eller genom att den låter centralbanken trycka upp mer pengar, det vill säga finansierar sig via sedelpressarna. Om ett krig finansieras genom att skatterna höjs eller utgifterna minskas så minskar allmänhetens köpkraft. Detta motverkar den inflationshöjande effekt som de ökade offentliga utgifterna innebär. Samtidigt kan det vara politiskt

<sup>1</sup> Goldstein (2003), författarnas översättning.

<sup>2</sup> Med ”inflation” menas vanligtvis en mer ihållande ökning av prisnivån. Om exempelvis priserna höjs till en ny nivå men sedan inte fortsätter att stiga talar man om ”engångsinflation”, ett begrepp som vi kommer in på senare i artikeln.

<sup>3</sup> Se till exempel Vernon (1994). Andra, som DeLong och Summers (1988), menar dock i stället att återhämtningen i allt väsentligt var fullbordad redan före kriget.

svårt att höja skatterna tillräckligt mycket.<sup>4</sup> Det sätt som oftast är politiskt lättast på kort sikt är att finansiera via sedelpressarna. Men på längre sikt är det kanske det ekonomiskt mest skadliga, eftersom det nästan oundvikligen resulterar i högre inflation.

En ganska stor del av litteraturen om effekterna av krig på inflationen handlar om just finansieringen av krig. En genomgång av effekterna på inflationen av USA:s krig, från det amerikanska frihetskriget 1775–1783 till Kuwaitkriget 1990–1991, visar att mindre krig vanligtvis har kunnat finansieras genom högre skatter eller ökad upplåning eller en kombination av dessa (Rockoff, 2015). Vid större krig har man däremot ofta kommit till en punkt där dessa båda finansieringssätt har ansetts vara uttömda och man har därför sett sig tvingad att använda sedelpressarna. Resultatet har då ofta blivit en avsevärt högre inflation.<sup>5</sup> De båda världskrigen är exempel på detta.

Efter ett krig är länders statsskulder ofta mycket höga. Samtidigt kan det vara svårt att få in skatteintäkter på samma sätt som före kriget. Det kan bero på att den politiska situationen blivit mer instabil eller att ekonomins produktionsförmåga har minskat.

I ett sådant läge kan lockelsen vara stor för en regering att försöka mildra situationen genom att använda sedelpressarna för att finansiera löpande utgifter och betala av på lånen. Svårigheter att generera tillräckligt med skatteintäkter anses vara en viktig förklaring till att sedelpressarna användes i länder som Tyskland, Österrike, Ungern, Polen och Ryssland efter första världskriget, och skapade hög inflation där. Finansiering via sedelpressarna ledde även till den största hyperinflationen i modern tid, den i Ungern 1945–1946.<sup>6</sup> Enligt vissa beräkningar fördubblades priserna då som snabbast på femton timmar (Hanke och Krus, 2012).

## 2.2 Inflationen ökar ofta även i omvärlden

De faktorer som vi hittills tagit upp är sådana som kan bidra till högre inflation i främst de länder som är, eller nyligen har varit, direkt involverade i ett krig.

Men krig kan också ge upphov till högre inflation i omvärlden. Dels kan kriget i sig generera en ökad efterfrågan på världsmarknaden på olika produkter som olja och vissa metaller, dels kan de krigförande länderna vara viktiga exportörer av någon råvara eller produkt som de på grund av kriget inte längre kan producera eller exportera. Det senare resulterar i ett lägre utbud och högre priser på världsmarknaden. Exempel är de stegringar i oljepriset som uppstod i samband med exempelvis Oktoberkriget 1973, då de oljeexporterande länderna i Arabvärlden beslutade att dra ned på sin export, och kriget mellan Irak och Iran som startade 1980.

---

<sup>4</sup> Exempelvis noterar Hamilton (1977) svårigheterna för den amerikanska administrationen att få in skatter för att finansiera det amerikanska frihetskriget 1775–1783: "Our revolutionary ancestors were willing to fight ... for [the] country; but hardly anyone was willing to pay taxes for it." (s. 14). Hall och Sargent (2022) jämför USA:s finansiering av "tre världskrig", där de med det tredje världskriget menar bekämpningen av coronapandemin. De finner bland annat att skattefinansieringen varit betydligt lägre under coronapandemin än under det första och andra världskriget.

<sup>5</sup> Vietnamkriget utgör ett undantag, i den mån detta kan betecknas som ett mindre krig. En del av finansieringen skedde då via sedelpressarna.

<sup>6</sup> Bomberger och Makinen (1983). En möjlighet är också att staten vägrar betala sina skulder, vilket givetvis är förknippat med stora problem när det gäller det framtida förtroendet.

Efter Rysslands invasion av Ukraina har stigande priser på energi och råvaror varit en viktig förklaring till att inflationen har stigit globalt.

Krig kan också göra att många människor blir tvungna att fly, vilket kräver ökade offentliga utgifter i de länder som tar emot flyktingarna. Detta kan ge vissa effekter på inflationen i de mottagande länderna. Det mest utmärkande exemplet då många människor varit på flykt är givetvis i samband med andra världskriget. Ett mer aktuellt exempel är alla människor som drivits på flykt i samband med kriget i Syrien, som startade 2011, och nu senast till följd av kriget i Ukraina.

Ett krig kan också kraftigt öka den geopolitiska osäkerheten, vilket kan innebära att även länder som inte är direkt inblandade i kriget väljer att rusta upp och öka sina offentliga utgifter. Men en större osäkerhet om framtiden kan också innebära den privata sektorn väljer att vänta med investeringar och ökar sitt försiktighetssparande. Det finns alltså även motverkande effekter på den aggregerade efterfrågan och därmed på inflationen.

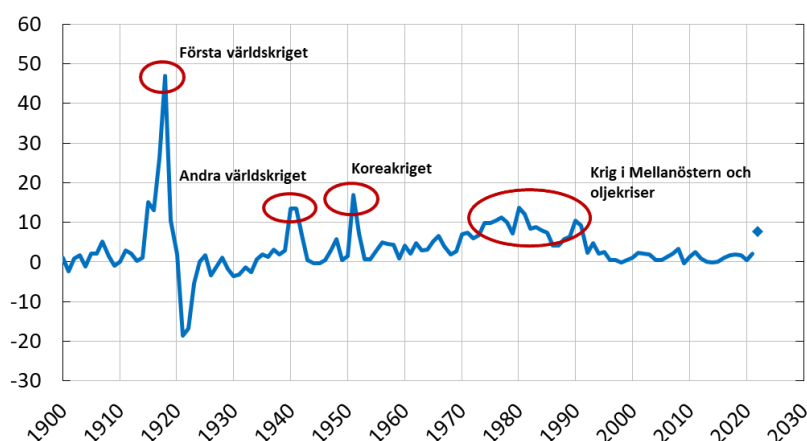
Det finns alltså sammantaget en rad olika sätt, både på efterfråge- och utbudssidan, på vilket krig kan medföra att inflationen stiger, både i enskilda länder och i världsekonomin som helhet.

### 3 Fyra perioder med hög inflation sedan år 1900

Att krig leder till inflation framgår ganska klart när man studerar en längre tidsserie för inflationen. Diagram 1 visar inflationen i Sverige från år 1900 och framåt.

**Figur 1. Svensk inflation 1900-2022**

KPI, årlig procentuell förändring



Anm. Noteringen för 2022 avser januari-oktober.

Källa: SCB.

Det finns några tillfällen då inflationen varit högre än 10 procent, ibland bra mycket högre. Samtliga inträffar just i samband med krig eller någon annan typ av konflikt.

Några perioder har kortvariga toppar där inflationen snabbt faller tillbaka igen, medan inflationen under 1970- och 1980-talet var ganska hög under en mer utdragen period. Även om inflationen då inte hela tiden översteg 10 procent har vi valt att se det som en sammanhängande period.

Vi tänkte gå igenom var och en av de här perioderna – varför inflationen steg, varför den föll tillbaka igen, och hur man tänkte och agerade i den ekonomiska politiken.

### 3.1 Högsta inflationen i samband med första världskriget

Inflationen i samband med första världskriget är den i särklass högsta under hela perioden och toppade 1918 på 47 procent. Episoden är också speciell genom att den höga inflationen följdes av en kraftig deflation, det vill säga ett fall i den allmänna prisnivån, under 1921–1923. Några liknande dramatiska svängningar i inflationen har vi som tur är inte upplevt sedan dess.

I sin bok "Pengarna och makten" om Riksbankens historia konstaterar Gunnar Wetterberg att Riksbankens ledning vid den här tiden ställdes inför en rad frågor som varken den eller de flesta andra bedömare riktigt visste hur man skulle hantera. Kriget och de första efterkrigsåren blev därmed en svår tid för penningpolitiken (Wetterberg, 2009, s. 256).

Hur det monetära systemet var arrangerat spelade en stor roll för inflationsförloppet. Före kriget hade Sverige en guldmyntfot, som hade införts 1873 i samband med bildandet av den skandinaviska myntunionen. Guldmyntfoten innebar att kronan var kopplad till guld och att Riksbanken hade skyldighet att växla in sedlar mot guld till ett fast pris. Detta innebar att kronan hade en fast växelkurs gentemot andra länder med samma ordning. Guldmyntfoten övergavs i samband med krigsutbrottet 1914, eftersom företag och privatpersoner i de osäkra tider som rådde började växla in sina sedlar mot guld i stor omfattning. Detsamma skedde i andra länder.

I de länder som var direkt inblandade i kriget krävde krigsansträngningarna en snabb och omedelbar finansiering. Budgetunderskotten växte och finansierades genom att staten lånade upp i centralbanken, det vill säga genom sedelpressfinansiering. Penningmängden och prisnivån steg därmed kraftigt runt om i världen. Kriget och den internationella upprustningen gjorde att efterfrågan på svenska produkter steg dramatiskt och den ökade exporten gav en rejäl skjuts åt ekonomin. Den svenska inflationen mot slutet av och strax efter kriget har beskrivits som en klassisk pris-, löne- och vinstspiral i en miljö med växande tillgång på pengar och bankkrediter, spekulation och brist på bränsle, råvaror och arbetskraft.<sup>7</sup>

Riksbanken var alltså ganska osäker på hur den skulle agera. Vid den här tiden var det mest de akademiska ekonomerna som trodde på att man skulle kunna dämpa inflationen med höjningar av diskontot, den dåvarande motsvarigheten till dagens styrränta, medan man från Riksbankens sida var mer tveksam (Lundberg, 1983, s. 56). Att ekonomisk-politiska beslutsfattare inte delade synen att räntan kan användas för

---

<sup>7</sup> Lundberg (1983). Till bristen på arbetskraft bidrog införandet av åttatimmarsdagen i juli 1920.

att påverka inflationen var förstås inte något bra utgångsläge och i sig en delförklaring till att inflationen kunde stiga så kraftigt.

En intressant men för de flesta kanske inte så känd händelse under den här perioden var att Eli Heckscher, professor vid Handelshögskolan och internationellt känd nationalekonom, 1920 faktiskt orsakade en bankrusning hos Riksbanken.<sup>8</sup>

Även om inflationstoppen hade passerats var inflationen i början av 1920 fortfarande så hög att Heckscher ansåg att Riksbanken borde höja diskontot betydligt. När Riksbanken inte ville göra detta beslutade sig Heckscher för att göra något åt saken.

Rätten att växla in sedlar mot guld hade upphört i samband med krigsutbrottet 1914, men infördes igen 1916. Men eftersom det hade införts ett exportförbud på guld 1914 så innebar detta i praktiken inte att guldmyntfoten hade återupprättats. Exportförbudet gjorde att guldpriset kunde skilja sig åt mellan länder och att värdet på kronan kunde förändras gentemot andra valutor. Så blev också fallet genom att kronan deprecierade mot dollarn.

Hos den amerikanska centralbanken Federal Reserve var priset för ett kilo guld i den deprecierade svenska valutan 3600 kronor i början av 1920. Hos Riksbanken var priset för ett kilo guld i stället 2480 kronor. Om exportförbudet skulle komma att hävas så skulle man alltså kunna göra en rejäl arbitragevinst.

Heckscher beslutade sig för att uppmärksamma allmänheten på detta faktum och gjorde det genom en artikel med rubriken "Den nya prisrevolutionen", publicerad i Stockholms Dagblad den 11 mars 1920. Artikeln var mer eller mindre en uttrycklig uppmaning till läsarna att ta ut sina pengar från banken och gå till Riksbanken för att lösa in dem mot guld:

"Var och en som kommer med 1 000 kr i sedlar till Riksbanken har laglig rätt att utfå 50 st. 20-kr.-stycken och dessa ha för närvarande ett värde av 1 450 kr. Visserligen kan beloppet ej omedelbart realiseras, nämligen icke så länge guldexportförbudet kvarstår eller den svenska valutans guldhalt ej officiellt nedsättes. Men 45 proc. vinst på den mest riskfria bland placeringar tillåter ju ganska lång väntan."<sup>9</sup>

De "stycken" som Heckscher avsåg var 20 kronors guldmynt, som fanns vid den här tiden. Slutresultaten blev mycket riktigt en anstormning av folk som ville lösa in sina sedlar hos Riksbanken, som därför tvingades att höja diskontot för att öka avkastningen på alternativ till sedelinlösen och på så sätt försvara guldreserven. Riksbanken begärde i samband med detta att bli befriad från skyldigheten att lösa in sedlar i guld, vilket senare också beviljades.

---

<sup>8</sup> Se till exempel Fregert (2013) och Hasselberg (2021).

<sup>9</sup> Heckscher (1920).

### 3.2 ... men den följdes också av deflation och recession

Men ganska kort därefter slog prisutvecklingen om till sin motsats. Det fanns olika orsaker, bland annat började den internationella konjunkturen försvagas. Men det viktigaste skälet har att göra med den syn på det monetära systemet som då rådde.

Inom politiken drog man slutsatsen att Sverige så snart som möjligt borde återgå till guldmyntfoten och dessutom till den växlingskurs som hade gällt före kriget. För att detta skulle vara möjligt behövde kronan stärkas, vilket krävde att priser och löner pressades ned (Wetterberg, 2009, s. 270). Man var alltså medveten om att det skulle krävas en period med deflation.

Knut Wicksell, Sveriges kanske mest kände nationalekonom, tillhörde dem som menade att guldmyntfoten inte borde återinföras, utan för all framtid slås ur hågen. Han argumenterade i stället för en fri myntfot, utan någon metallisk bas (Wetterberg, 2009, s. 271). Däremot verkar även han ha stått bakom tanken att prisnivån behövde komma ner och att detta inte skulle orsaka några större problem, givet att politiken var förväntad (Boianovsky, 1998).

Den svenska penningpolitiken kom att bli mer restriktiv än den i både andra europeiska länder och i USA. Åtstramningen gjorde att realräntorna steg kraftigt och ekonomin gick in i en recession. Sverige återgick 1924 som första europeiska land till guldmyntfoten med samma växlingskurs som före kriget. Men kostnaderna för deflationen i form av arbetslöshet och stagnation hade varit extremt höga och undergrävde förtroendet för guldmyntfoten som monetärt system (Jonung, 2000).

### 3.3 Andra världskriget och Koreakriget gav kortvariga inflationstoppar

I samband med andra världskriget var man fast besluten att inte upprepa de ekonomisk-politiska misstagen från det första. Omfattande regleringar såsom valutareglering och hyresreglering infördes tidigt för att dämpa förväntningarna på att inflationen skulle stiga kraftigt.<sup>10</sup> Inflationen steg ändå en del under de första krigsåren, men 1942 godkände regeringen ett program som hade utarbetats av en särskilt tillsatt kommission. Det främsta målet med programmet var att stabilisera prisnivån och det viktigaste medlet var ett allmänt pris- och lönestopp. Intressant nog tog kommissionen inte upp räntan i sin rapport när den diskuterade sätt att påverka konjunkturen och inflationen. Synen var även vid den här tiden att räntan i huvudsak borde betraktas som en kostnadsfaktor, framför allt från politiskt håll.<sup>11</sup>

Den här politiken blev betydligt mer framgångsrik än den som fördes i samband med det första världskriget. Någon efterkrigsrecession uppstod inte och inflationstoppen blev kortvarig och följdes inte av någon deflation att tala om.<sup>12</sup>

---

<sup>10</sup> Se till exempel Jonung (2017).

<sup>11</sup> Wetterberg (2009), s. 314. Den socialdemokratiska regeringens efterkrigspolitik inriktades på full sysselsättning och på att hålla räntorna nere – den så kallade lågräntepolitiken. I stället skulle finanspolitiken styra konjunkturutvecklingen. Riksbanken motsatte sig lågräntepolitiken och riksbankschefen Ivar Rooth begärde 1948 att få avgå.

<sup>12</sup> 1944 och 1945 var inflationen –0,4 procent enligt SCB:s årsstatistik.

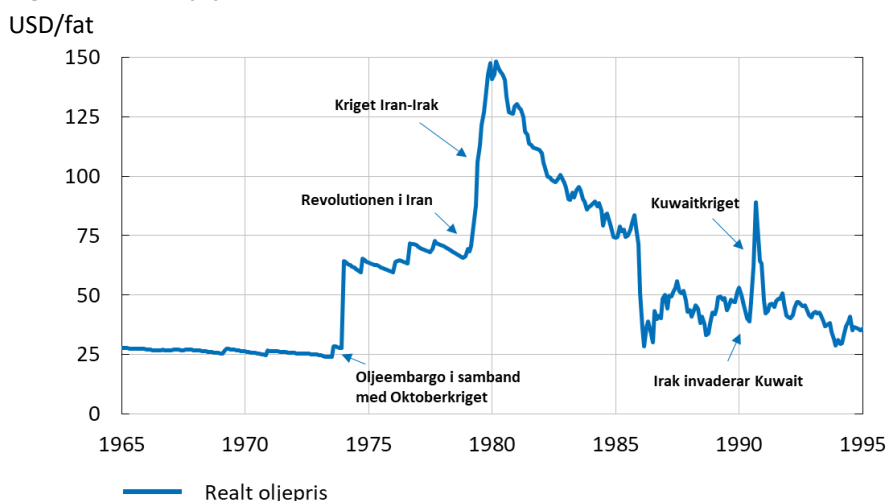
Utvecklingen i samband med Koreakriget 1950–1953 följde samma mönster med en kraftig men kortvarig uppgång i inflationen. Uppgången föregicks av en devalvering mot dollarn 1949, som Sverige och en rad europeiska länder genomförde för att kunna möta konkurrensen från den amerikanska industrin. Efter krigsutbrottet steg den internationella inflationen kraftigt. Speciellt stora var prisuppgångarna på råvaror. Vinsterna i den svenska industrin steg markant och resulterade i en pris- och lönestegringsprocess, där lönekostnaderna steg med som mest ungefär 20 procent per år.

Den dåvarande finansministern Per Edvin Sköld vidtog en rad åtgärder: Punktskatten på försäljning av bilar höjdes, byggnadsregleringen skärptes, skogsindustrin tvingades sätta in en del av sina stora vinster på särskilda konton och en investeringskatt infördes (Åsbrink, 2019). Räntan höjdes också med en halv procentenhet, vilket med en modern måttstock kan tyckas ganska blygsamt med tanke på omständigheterna. Tillsammans gjorde detta att inflationen även denna gång blev övergående, och den brukar också i historieböckerna benämnas som "engångsinflationen".

### 3.4 Expansiv politik under den senaste inflationsperioden

När det gäller den mer utdragna perioden med hög inflation från början av 1970-talet är kopplingen till krig är inte lika uppenbar som under de tidigare episoderna, men den finns där i form av flera krig och konflikter i Mellanöstern som påverkade oljepriset (se diagram 2).

**Figur 2. Realt oljepris**



Anm. Reala priser har beräknats med KPI oktober 2022 i USA.

Källa: U.S. Bureau of Labor Statistics (BLS), U.S. Energy Information Administration och Riksbanken.

En ganska stor roll i förloppet spelar de två oljekriserna 1973–1974 och 1979–1980, ofta benämnda OPEC I och OPEC II. OPEC I föregicks av det så kallade Oktoberkriget 1973 mellan å ena sidan Egypten och Syrien och å andra sidan Israel. OPEC II hänger samman med revolutionen i Iran 1979, som ledde till ett betydande produktionsbortfall av olja som inte matchades av de andra oljeproducerande



länderna. När Irak sedan invaderade Iran 1980 förvärrades situationen ytterligare. Även i samband med att Irak attackerade Kuwait 1990 steg oljepriset, men mycket kortvarigt.

Men en betydande roll under den här perioden spelade också den politik som fördes. Den blev av olika skäl i genomsnitt alltför expansiv eller, som det kallas, ackommoderande. I nationalekonomiska läroböcker brukar man benämna den här perioden med hög och långvarig inflation i världen "The Great Inflation". Man avser då oftast perioden 1965–1982, där man som slutpunkt brukar se "the Volcker disinflation", dåvarande chefen för Federal Reserve Paul Volckers strama penningpolitik för att knäcka inflationen i USA.<sup>13</sup> För svensk del kan man snarare tala om en period som både börjar och slutar ungefär tio år senare.

Svensk ekonomi brottades med svåra ekonomiska problem under den här perioden. Det kanske främsta bekymret var att den starka inhemska inflationstrenden med pris- och lönespiraler krockade med försöken att hålla en fast växelkurs, vilket ledde till återkommande kostnadskriser och devalveringar. Ett annat skäl, som delvis hängde ihop med detta, var att finanspolitiken ofta var alltför expansiv, med snabbt stigande offentliga utgifter och tendenser till strukturella underskott som följd. Till detta kom dessutom den avreglering av kreditmarknaden som gjordes i mitten av 1980-talet, och som skulle komma att medföra betydligt större problem än vad som förutspåddes när reformen genomfördes (Ekonomikommisionen, 1993).

På den internationella arenan skapade den tyska återföreningen 1990 en lokal tysk högkonjunktur och inflation som gjorde att Bundesbank höjde räntan. Detta lockade stora mängder kapital till Tyskland i och med att investerare i andra länder sökte sig till den höga avkastningen på landets kapitalmarknad. Det fick i sin tur till följd att spänningarna inom den europeiska växelkursmekanismen ERM ökade. Andra länder tvingades följa efter med sina räntor för att bevara de inbördes växelkurserna, trots att detta försämrade den svaga konjunktur som redan rådde där. I Sverige gjorde dessutom skattereformen 1990–1991 det dyrare att låna. Från att ha varit negativ steg realräntan på kort tid till omkring 5 procent, i vad som har kallats "realräntechocken".

I början av 1990-talet bidrog detta till en kraftig konjunkturedgång i svensk ekonomi, som dessutom förstärktes av en finanskris, till stor del orsakad av alltför vidlyftig utlåning till hushåll och företag. Arbetslösheten steg markant och de offentliga finanserna försämrades dramatiskt. Kronan sattes under stark press av placerare som räknade med att Sverige snart skulle devalvera igen, och i november 1992 tvingades Riksbanken ge upp försvaret av den fasta växelkursen.

Det hade blivit uppenbart att den typ av politik Sverige hade fört under ett antal decennier hade nått vägs ände och behövde omformas i grunden. I stället för att försvara en fast växelkurs skulle penningpolitikens uppgift från och med nu vara att

---

<sup>13</sup> Drechsler m.fl. (2020) ger en alternativ förklaring till "the Great Inflation" för USA, som bygger på att penningpolitikens transmissionsmekanism inte fungerade tillfredsställande. En speciell lag, Regulation Q, satte ett tak på bankernas inlåningsränta. När Fed höjde räntan för att bromsa inflationen medförde detta tak att ränteändringarna för de flesta inte gjorde någon skillnad. När Regulation Q upphävdes i slutet av 1970-talet slog penningpolitiken igenom igen och inflationen föll.

hålla inflationen låg och stabil kring 2 procent. Finanspolitiken skulle å sin sida i betydligt större utsträckning än tidigare inriktas på att hålla de offentliga finanserna i gott skick, för att upprätthålla marknadens förtroende. Sett så här trettio år senare kan vi konstatera att omläggningen blev framgångsrik. Vi har inte haft några problem med alltför hög inflation sedan dess, tills för helt nyligen då inflationen återigen har stigit upp mot 1970- och 1980-talsnivåer. Oftast har problemet varit det omvända, det vill säga att inflationen har varit lägre än målet.

## 4 Några slutsatser från inflationshistorien

Så vilka slutsatser kan man dra av den här genomgången av den svenska inflationshistorien sedan 1900? En slutsats, som ju också var lite av utgångspunkten, är inflationen tenderar att stiga i samband med krig och att detta gäller även i länder som Sverige, som ju under den här perioden har haft turen att inte vara direkt inblandad i något krig.

En annan slutsats är att de första tre inflationstopparna under 1900-talet var så kortvariga att någon mer långsiktig inflationsförväntan helt enkelt inte hann byggas in i pris- och lönebildningssystemet.

En tredje slutsats är att skälet till att den höga inflationen *blev* så kortvarig vid de här tillfällena antingen var att politiken blev alltför åtstramande och orsakade en recession, som i samband med första världskriget, eller att inflationen kunde stävjas med hjälp av långtgående regleringar och direkt styrning av pris- och lönebildningen, som i samband med andra världskriget och Koreakriget. Men sådana verktyg har i längden visat sig göra mer skada än nytta och finns därför knappast längre kvar som alternativ i den politiska verktygslådan.

Det sägs ibland att ekonomisk-politiska beslutfattare ofta baserar sitt agerande under en kris på den tolkning man har gjort av den närmast föregående krisen (Jonung, 1999). Detta kan innebära att man ibland hamnar fel och tenderar att "utkämpa det förra kriget". Men om det nu skulle vara så att vi befinner oss i början av något som visar sig bli en längre period med varaktigt högre globalt inflationstryck, så är det just från den senaste perioden med hög inflation, den under 1970- och 1980-talet, som vi har mest att lära. Det är vår fjärde slutsats.

## 5 Svårare för penningpolitiken att hantera utbudsstörningar

För det fortsatta resonemanget behöver vi komma in på lite nationalekonomisk teori. En ekonomi utsätts hela tiden för vad man med ekonomspråk brukar kalla störningar eller chocker, med vilket man i princip menar en snabb och oväntad utveckling. Vissa chocker är positiva och innebär exempelvis att konjunkturen förbättras och arbetslösheten minskar. Andra chocker är negativa och leder till lågkonjunktur och ökad arbetslöshet. Man kan dela in chockerna i efterfrågechocker och utbudschocker, beroende på om det är efterfrågan eller utbudet som utvecklas på ett oväntat sätt.

Den ekonomiska effekten av kriget i Ukraina kan beskrivas som vad läroböckerna kallar en negativ utbudschock. Det innebär att aktiviteten i ekonomin minskar *samtidigt* som priserna stiger. Effekten blir med andra ord stagflationistisk, det vill säga vi får en kombination av lägre tillväxt och tryck uppåt på inflationen.<sup>14</sup> Tidigare exempel på negativa utbudschocker är oljekriserna på 1970-talet. Till på köpet föregicks kriget i Ukraina av en annan utbudschock – pandemin – då stora delar av världsekonomin stängde ned och distributionskedjor bröts. Som framgick av den tidigare genomgången innebär krig inte alltid en negativ utbudsstörning. I samband med Koreakriget pratade man exempelvis om ”koreaboomen” eller ”koreakonjunkturen” eftersom inflationen då till stor del berodde på en ökad *efterfrågan* på svenska varor och höjde både den ekonomiska aktiviteten och inflationen.

För penningpolitiska beslutsfattare är utbudschocker svårare att hantera än efterfrågechocker. Om inflationen stiger därför att efterfrågan har ökat på ett oväntat sätt är botemedlet enkelt: Centralbanken höjer styrräntan och dämpar på så sätt både inflationen och efterfrågan, och minskar därmed risken för en överhettning av ekonomin.

Men om inflationen stiger som ett resultat av en negativ utbudschock är problemet svårare. Om de flesta räknar med att effekten på inflationen är övergående behöver problemet visserligen inte vara så stort. Centralbanken kan då helt enkelt vänta tills inflationen faller tillbaka. Men en risk som alltid finns är att prisimpulsen sprider sig till andra priser och börjar sätta sig i förväntningarna hos aktörerna i ekonomin. Dessa kan då komma att vänta sig att inflationen kommer att fortsätta att vara hög, eller i värsta fall stiga ytterligare. Det vi har sett i Sverige och andra länder den senaste tiden är att den inflationsimpuls som inledningsvis i huvudsak var utbudsdriven har börjat sprida sig i ekonomin och fått den mer underliggande inflationen att stiga.

För penningpolitiken handlar det då om en knepig balansgång: Samtidigt som man vill upprätthålla förtroendet för inflationsmålet och förhindra att inflationen fastnar för högt, så vill man undvika att föra en så åtstramande politik att ekonomin går in i en alltför djup recession. Som vi såg var detta vad som hände efter första världskriget, även om motivet då var att återgå till den tidigare *prisnivån* snarare än att få ned inflationen. Om man vill vara lite drastiskt så kan man säga att den uppgift centralbankerna står inför är att undvika ”The Great Inflation 2.0”, och att göra det till så låga kostnader som möjligt i form av lägre produktion och högre arbetslöshet.

---

<sup>14</sup> Det råder stor enighet i ekonomkåren om denna slutsats. IGM Forum vid Chicago Booth frågar regelbundet en panel bestående av ledande ekonomer i Europa och USA i vilken mån de instämmer eller inte i olika påståenden. I den undersökning som publicerades den 8 mars ingick bland annat följande påstående: ”Effekterna av den ryska invasionen av Ukraina kommer att vara stagflationistiska genom att märkbart minska den globala tillväxten och höja den globala inflationen det kommande året”. En mycket stor majoritet instämde, medan ingen trodde att så inte skulle bli fallet. Den europeiska panelens svar redovisas på <https://www.igmchicago.org/surveys/ukraine/> och den amerikanska på <https://www.igmchicago.org/surveys/ukraine-2/>. Resultaten sammanfattas av Vaitilingam (2022).

## 6 Förutsättningarna bättre än tidigare

Förutsättningarna att klara den här balansgången är för svensk del ganska goda och i varje fall betydligt bättre än de var när inflationen började stiga i mitten av 1970-talet. Det finns flera skäl till detta.

För det första beslutade vi 1993 att införa ett inflationsmål i svensk ekonomi. Under den senaste perioden med varaktigt hög inflation på 1970- och 1980-talet var tanken att inflationen skulle hållas nere med hjälp av den fasta växelkursen. Att kronans kurs var fast förväntades ha en disciplinerande effekt på pris- och lönebildningen genom att alltför hög inflation i förhållande till omvärlden skulle komma att leda till svårigheter för exportindustrin och ökad arbetslöshet. Men som vi konstaterade ovan fungerade inte detta särskilt bra. Det fanns, med ekonomspråk, inget trovärdigt nominellt ankare i ekonomin, det vill säga en tydlig siffersatt utgångspunkt för pris- och lönebildningen. Det finns det idag i form av inflationsmålet. Under perioden med inflationsmål har de långsiktiga inflationsförväntningarna, som vi kan mäta dem, hållit sig ganska stabila kring 2 procent.

Det innebär förstås inte att Riksbanken bara kan sitta med armarna i kors när inflationen stiger och räkna med att inflationen kommer tillbaka till målet "av sig själv". Det faktum att de långsiktiga inflationsförväntningarna är väl förankrade vid målet beror rimligen på att aktörerna i ekonomin *förväntar* sig att Riksbanken faktiskt agerar när detta behövs. Att det idag finns ett trovärdigt nominellt ankare underlättar förstås betydligt, men hur utvecklingen faktiskt blir hänger i hög grad på hur penningpolitiken utformas.

För det andra fungerar svensk lönebildning på ett helt annat sätt än under 1970- och 1980-talet. En viktig reform var det så kallade Industriavtalet, som bland annat innebär att industrin sedan drygt tjugo år tillbaka sätter "märket" i löneförhandlingarna och i förlängningen därmed styr lönekostnadsökningarna i hela ekonomin. På så sätt tas hänsyn till den internationella konkurrenskraften när svenska löner sätts. Sambandet mellan "märket" och inflationsmålet har inte alltid varit glasklart. Bland annat har företrädare för arbetsgivarsidan ibland uttryckt åsikten att inflationsmålet är föråldrat och inget man bör utgå ifrån i löneförhandlingarna. Detta var dock under den, i och för sig ganska långa, period när inflationen har tenderat att ligga i underkant av målet. Men som utvecklingen nu visar måste man räkna med att inflationen ibland också kommer att ligga över målet. Förhoppningsvis är detta något som ytterligare understryker vikten av inflationsmålet som nominellt ankare för den svenska ekonomin, både uppåt och nedåt så att säga. Om det nu skulle vara så att vi kommer att gå in i en längre period med varaktigt högre inflationstryck – vilket vi förstås inte vet ännu – så är vår bedömning att de former för lönebildningen vi har idag kommer att fungera som en inbyggd och nyttig broms i systemet när det gäller att motverka en spiral av löneökningar och prisökningar.

För det tredje infördes ett striktare och mer robust finanspolitiskt regelverk efter 1990-talskrisen. Det har bidragit till att de offentliga finanserna idag är i betydligt bättre skick än vad de var under framför allt 1980- och 1990-talet. En stor och växande statsskuld kan ge näring åt inflationsförväntningar, som bygger på

misstanken att staten till slut kan komma att försöka lösa problemet med statsskulden genom att inflatera bort den. Med detta menas att staten minskar det reala värdet på skulden genom att släppa upp inflationen. Men till skillnad från vad som var fallet under 1970- och 1980-talet har vi efter 1990-talskrisen fått ett antal kontrollmekanismer på plats som innebär att risken för hög inflation via denna mekanism i praktiken har eliminerats.

Det dock viktigt att finanspolitiken och penningpolitiken samspelar på ett bra sätt. När penningpolitiken stramas åt för att få ner inflationen kan det visserligen finnas skäl att bedriva en riktad finanspolitik som på ett träffsäkert sätt försöker mildra de negativa konsekvenserna för hushåll och företag som drabbas särskilt hårt av den svagare ekonomiska utvecklingen. Däremot bör man undvika breda finanspolitiska stimulansåtgärder som driver upp den aggregerade efterfrågan i hela ekonomin och gör att räntan måste höjas ännu mer.

Inflationen har under det senaste året stigit till högre nivåer än någon gång under hela den period som vi har haft ett inflationsmål. I den meningen kan man säga att det är första gången som inflationsmålspolitiken på riktigt allvar har satts på prov "på uppsidan". Men man kan också konstatera att vi idag har ett ekonomiskt-politiskt ramverk på plats som ger goda förutsättningar att hantera situationen.

## Referenser

Boianovsky, Mauro (1998), "Wicksell on deflation in the early 1920s", *History of Political Economy* 30(2), s. 219–73.

Bomberger, William A. och Gail E. Makinen (1983), "The Hungarian hyperinflation and stabilization of 1945-1946", *Journal of Political Economy* 91, s. 801–824.

DeLong, J. Bradford och Lawrence Summers (1988), "How does macroeconomic policy affect output?", *Brookings Papers on Economic Activity* 19(2), s. 433–480.

Drechsler, Itamar, Alexi Savov och Philipp Schnabl (2020), "The financial origins of the rise and fall of American inflation", uppsats, New York University Stern School of Business.

Ekonomikommisionen (1993), *Nya villkor för ekonomi och politik*, Ekonomikommisionens förslag, SOU 1993:16.

Englund, Peter (1993), *Ofredsår*, Atlantis.

Fregert, Klas (2013), "Belling the cat: Eli F. Heckscher on the gold standard as a disciplinary device", *History of Political Economy* 45 (1), s. 39–59.

Goldstein, Joshua S. (2003), "War and economic history", i Joel Mokyr (red.), *The Oxford Encyclopedia of Economic History*, Oxford University Press.

Hall, George J. och Thomas J. S (2022), "Three world wars: Fiscal-monetary consequences", uppsats, Graduate Center, City University of New York.

Hanke, Steve H. och Nicholas Krus (2012), "World hyperinflations", Cato Working Paper No. 8.

Hamilton, Earl J. (1977), "The role of war in modern inflation", *Journal of Economic History* 37, s. 13–19.

Hasselberg, Ylva (2021), *Vetenskapens karaktär – Eli F. Heckscher, del I: Oberoende liv 1879-1924*, Gidlunds förlag.

Heckscher, Eli F (1920), "Den nya prisrevolutionen", Stockholms Dagblad, 11 mars 1920.

Jonung, Lars (1999), "Med backspegeln som kompass – om stabiliseringspolitiken som läroprocess", rapport till Expertgruppen för studier i offentlig ekonomi (ESO). -

Jonung, Lars (2000), "Från guldmyntfot till inflationsmål – svensk stabiliseringspolitik under det 20:e seklet", *Ekonomisk Debatt*, nr 1.

Jonung, Lars (2017), "Jakten på den stabila stabiliseringspolitiken", *Ekonomisk Debatt*, nr. 4.

Lundberg, Erik (1983), *Ekonomiska kriser förr och nu*, Studieförbundet Näringsliv och Samhälle.

Rockoff, Hugh (2015), "War and inflation in the United States from the revolution to the first Iraq war", NBER Working paper 21221.

Vaitilingam, Romesh (2022), "Economic consequences of Russia's invasion of Ukraine: Views of leading economists", kolumn på VoxEU, 10 mars, Economic consequences of war in Ukraine: IGM Forum survey | VOX, CEPR Policy Portal (voxeu.org)

Vernon, J.R. (1994), "World War II fiscal policies and the end of the great depression", *Journal of Economic History* 54, s. 850–868.

Wetterberg, Gunnar (2009), *Pengarna och makten – Riksbankens historia*, Sveriges riksbank och Atlantis.

Åsbrink, Erik (2019), *Gunnar Sträng*, Albert Bonniers Förlag.