



# ANFÖRANDE

DATUM: 2022-05-17  
TALARE: Vice riksbankschef Henry Ohlsson  
PLATS: Ekonomisk-historiska institutionen, Uppsala universitet

SVERIGES RIKSBANK  
SE-103 37 Stockholm  
(Brunkebergstorg 11)

Tel +46 8 787 00 00  
Fax +46 8 21 05 31  
registratorn@riksbank.se  
www.riksbank.se

## Penningpolitik och inflation i krigstider\*

2020-talet kunde onekligen ha börjat bättre. Efter en pandemi, som vi fortfarande inte riktigt sett slutet av, har ännu ett krig brutit ut i Europa. Eftersom information idag sprids snabbare än någonsin tidigare, via nyhetskanaler och sociala medier, och eftersom det är ett land ganska nära oss som har drabbats, så har kriget i Ukraina skakat om oss ovanligt mycket i vår trygga svenska vardag. Det är i varje fall så jag upplever det.

Hur fasansfullt kriget i Ukraina än är så är det inte kriget som sådant jag tänkte prata om idag, utan om de ekonomiska konsekvenserna av det – och av krig i största allmänhet. Det är trots allt inom ekonomi som jag har mina komparativa fördelar, och som beslutsfattare på en centralbank är de ekonomiska konsekvenserna givetvis något som det också är min uppgift att hålla koll på. Jag kommer att fokusera på effekterna på inflationen eftersom det är särskilt viktigt för en centralbank.

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 borsta av de historiekunskaper man eventuellt har och försöka se om det finns tidigare historiska episoder som man förhoppningsvis kan dra någon lärdom av som man kan använda i den aktuella situationen. Man bör förstås också studera den litteratur om ekonomiska konsekvenser av krig som finns för att se om det går att hitta några gemensamma nämnare som kan ge ledtrådar när det gäller det läge som har uppkommit.

Det jag tänkte göra idag är att först översiktligt gå igenom vad forskningslitteraturen har att säga om sambandet mellan krig och inflation. Därefter blickar jag tillbaka på tidigare episoder då krig varit förknippat med stigande inflation i Sverige och drar några slutsatser utifrån detta. Avslutningsvis har jag för avsikt att säga

---

\*Jag vill tacka Mikael Apel för arbetet med detta tal, Johan Almenberg, Anna Breman, Bul Ekici, Charlotta Edler, Rebecka Hallerby, Stefan Ingves, Åsa Olli Segendorf och Anders Vredin för värdefulla synpunkter och Elizabeth Nilsson för översättning.

något om hur jag ser på dagens situation från ett penningpolitiskt perspektiv. Som vanligt är det mina personliga åsikter jag ger uttryck för.

## 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:

“Where the army is, prices are high; when prices rise the wealth of the people is exhausted.”<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 inflationen att stiga. Om armén, såsom ofta varit fallet genom historien, livnar 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 vid en haj som ständigt måste vara i rörelse för att inte själv gå under.<sup>2</sup>

När ett krig väl hade startat levde arméerna vid den här tiden delvis sig eget liv, skilt från staten, och ordnade själva till stor del för sin försörjning, 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.

## 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 kapacitetsutnyttjandet 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 i samband med kriget som slutligen satte punkt för 1930-talsdepressionen.<sup>3</sup>

Hur *finansieringen* av en upprustning eller ett krig går till 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 utgif-

---

<sup>1</sup> Goldstein (2003).

<sup>2</sup> Englund (1993).

<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.

terna minskas så minskar allmänhetens köpkraft. Detta motverkar den inflationshöjande effekt som de ökade offentliga utgifterna innebär. Samtidigt kan en skattefinansiering vara politiskt svår att genomföra.<sup>4</sup> Det på kort sikt ofta politiskt lättaste sättet att finansiera krig, men på längre sikt det kanske ekonomiskt mest skadliga, är via sedelpressarna eftersom det nästan oundvikligen resulterar i högre inflation.

En ganska stor del av litteraturen om effekter av krig på inflationen handlar om just finansieringen av krig. En genomgång av effekterna på inflationen av USA:s krig från den amerikanska revolutionen till Kuwaitkriget visar att mindre krig vanligtvis har kunnat finansieras genom högre skatter eller ökad upplåning eller en kombination av dessa. 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 ett 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 den höga inflationen i länder som Tyskland, Österrike, Ungern, Polen och Ryssland efter första världskriget och även till den högsta hyperinflationen i modern tid, den i Ungern 1945-1946.<sup>6</sup> Enligt vissa beräkningar fördubblades priserna då som snabbast på femton timmar.<sup>7</sup>

## Inflationen ökar ofta även i omvärlden

De faktorer som jag 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 även 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, då de oljeexporterande länderna i Arabvärlden beslutade

---

<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> Rockoff (2015). 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.

<sup>7</sup> Hanke och Krus (2012).

att dra ned på sin export, och kriget mellan Irak och Iran. Efter Rysslands invasion av Ukraina har som bekant 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 där flyktingarna tas emot. 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 och vi ser nu motsvarande utveckling när det gäller kriget i Ukraina.

Beroende på omständigheterna kan krig också ge upphov till en period med kraftigt *ökad geopolitisk osäkerhet*. Detta kan innebära att även länder som inte är direkt inblandade i kriget väljer att rusta upp och därmed öka de offentliga utgifterna.

Men en större osäkerhet om framtiden kan också innebära den privata sektorn å sin sida väljer att vänta med investeringar och ökar sitt försiktighetssparande. Det finns således motverkande effekter på den aggregerade efterfrågan och därmed på inflationen.

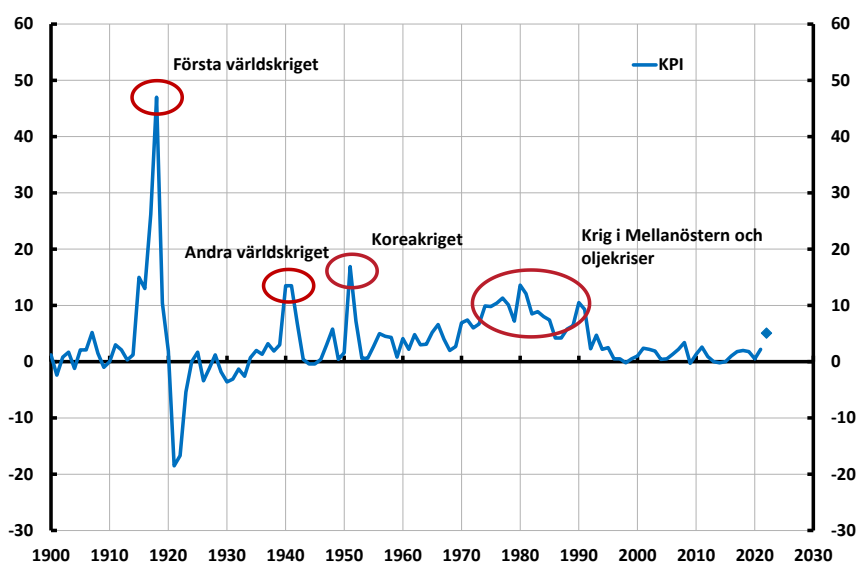
Det finns alltså sammantaget en rad olika sätt på vilket krig kan medföra att inflationen stiger, både i enskilda länder och i världsekonomin som helhet.

## Fyra perioder med hög inflation sedan 1900

Det här är något som framgår ganska klart när man studerar en längre tidsserie för inflationen. Diagram 1 visar inflationen i Sverige från år 1900 och framåt.

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

Årlig procentuell förändring



Anm. Noteringen för 2022 avser genomsnittet januari-april.

Källa: SCB

Det finns några tillfällen då den varit högre än 10 procent, ibland bra mycket högre. Samtliga inträffar just i samband med krig eller någon annan typ av konflikt. Några perioder utgörs av 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 jag valt att se det senare som en sammanhängande period.

Jag 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.

## Högsta inflationen i samband med första världskriget

Låt mig alltså börja med det första världskriget. Inflationen i samband med första världskriget är den i särklass högsta under hela perioden och toppade 1918 på 47 procent. Episoden är speciell också genom den höga inflationen följdes av en kraftig deflation, det vill säga ett fall i den allmänna prisnivån, 1921-23. 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.<sup>8</sup>

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 som hade motsvarande ordning. Guldmyntfoten övergavs i samband med krigsutbrottet 1914 och 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>9</sup>

Som jag konstaterade var Riksbanken ganska osäker på hur den skulle agera. Vid den här tiden var det mest de akademiska ekonomerna som trodde på att man med höjningar av diskontot, den dåvarande motsvarigheten till reporäntan, skulle

---

<sup>8</sup> Wetterberg (2009), s. 256.

<sup>9</sup> Lundberg (1983). Till bristen på arbetskraft bidrog införandet av åttatimmarsdagen i juli 1920.

kunna dämpa inflationen, medan man från Riksbankens sida var mer tveksam.<sup>10</sup> Att ekonomisk-politiska beslutsfattare inte delade synen att räntan kan användas för att påverka inflationen var förstås inte något bra utgångsläge och i sig en del-förklaring 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>11</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 kr i början av 1920. Hos Riksbanken var priset för ett kilo guld i stället 2480 kr. Om exportförbudet skulle komma att hävas så skulle man alltså kunna göra en rejäl arbitragevinst.

Heckscher beslutade sig att uppmärksamma allmänheten på detta faktum och gjorde det genom en artikel med titeln 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 1000 kr i sedlar till riksbanken har laglig rätt att utfå 50 st. 20 kr [guldmynt] och dessa ha för närvarande ett värde av 1450 kr – 45 % vinst på den mest riskfria av placeringar"<sup>12</sup>

Slutresultaten blev mycket riktigt en anstormning av folk som ville lösa in sina sedlar hos Riksbanken, som därför tvingades att höja diskontot för att försvara guldreserven. Riksbanken begärde i samband med detta att bli befriad från skyldigheten att lösa in sedlar i guld, vilket senare också beviljades.

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

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

---

<sup>10</sup> Lundberg (1983), s. 56.

<sup>11</sup> Se till exempel Fregert (2013) och Hasselberg (2021).

<sup>12</sup> Statsvetenskaplig tidskrift, maj 1922, s. 151.

Inom politiken drog man slutsatsen att Sverige så snart som möjligt borde återgå till guldmyntfoten och dessutom vid den paritet som hade gällt före kriget. För att detta skulle vara möjligt behövde kronan stärkas, vilket krävde att priser och löner pressades ned. Man var alltså medveten om att det skulle krävas en period med faktiskt 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.<sup>13</sup> Däremot verkar även han ha stått bakom tanken att prinsnivån behövde komma ned och att detta inte skulle orsaka några större problem, givet att politiken var förväntad.<sup>14</sup>

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 till pariteten före kriget. Men kostnaderna för deflationen i form av arbetslöshet och stagnation hade varit extremt höga och undergrävde förtroendet för guldmyntfoten som monetärt system.<sup>15</sup>

## 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 valuta-reglering och hyresreglering infördes tidigt för att dämpa förväntningarna på kraftigt stigande inflation.<sup>16</sup> Inflationen steg ändå en del de första krigsåren, men 1942 godkände regeringen ett program som hade utarbetats av en särskilt tillsatt kommission. Det främsta målet var att stabilisera prinsnivån och det viktigaste medlet var ett allmänt pris- och lönestopp. Intressant nog togs räntan inte upp i kommissionens rapport som ett sätt att påverka konjunkturen och inflationen. Synen även vid den här tiden, framför allt från politiskt håll, var att räntan i huvudsak borde betraktas som en kostnadsfaktor.<sup>17</sup>

Hur som helst så blev politiken i samband med det andra världskriget betydligt med framgångsrik än i samband med det första. Någon efterkrigsrecession uppstod inte och inflationstoppen blev kortvarig och följdes inte av någon deflation att tala om.<sup>18</sup>

Utvecklingen i samband med Koreakriget 1950-53 följde samma mönster med en kraftig men kortvarig uppgång i inflationen. Uppgången föregicks av en devaluering mot dollarn 1949, som Sverige och en rad europeiska länder genomförde för att kunna möta konkurrensen från den amerikanska industrin. Efter krigsutbrottet

---

<sup>13</sup> Wetterberg (2009), s. 271.

<sup>14</sup> Boianovsky (1998).

<sup>15</sup> Jonung (2000).

<sup>16</sup> Se till exempel Jonung (2017).

<sup>17</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 konjunktur-utvecklingen. Riksbanken motsatte sig lågräntepolitiken och riksbankschefen Ivar Rooth begärde 1948 att få avgå.

<sup>18</sup> 1944 och 1945 var inflationen -0,4 procent enligt SCB:s årsstatistik.

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.

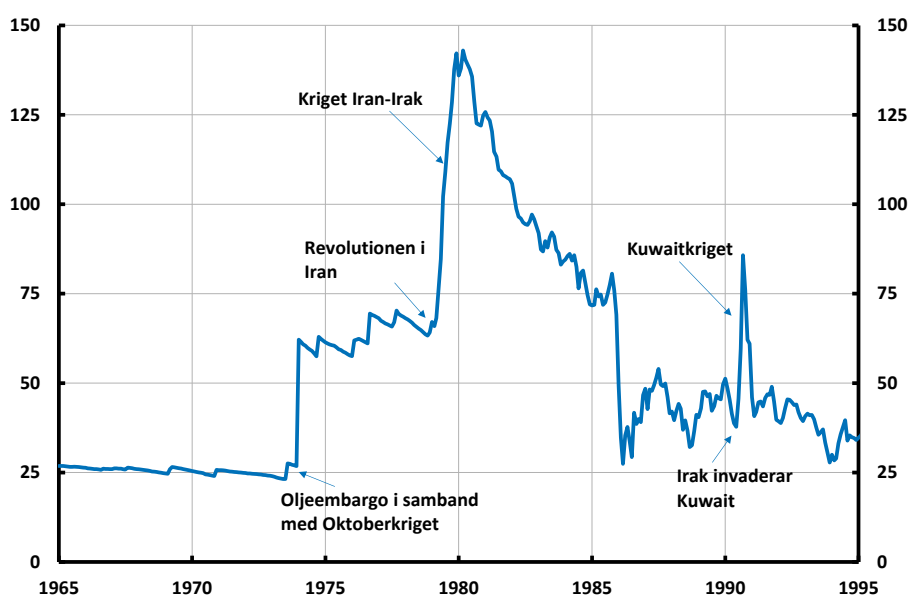
Den dåvarande finansministern Per Edvin Sköld vidtog en rad åtgärder: Punktskatten på försäljning av bilar höjdes, byggnadsregleringen skärptes, skogsindustrin tvingades sätta in en del av sina stora vinster på särskilda konton och en investeringskatt infördes.<sup>19</sup> Räntan höjdes också med en halv procentenhet, vilket enligt 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 ”engångsinflationen”.

## Expansiv politik under den senaste inflationsperioden

Den mer utdragna perioden med hög inflation från början av 1970-talet och framåt är av förklarliga själ den första som jag själv kommer ihåg. Kopplingen till krig är inte lika uppenbar som under de tidigare episoderna, men den finns definitivt där (se diagram 2).

**Diagram 2. Realt oljepris**

USD/fat



Anm. Reala priser har beräknats med KPI 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 1973-74 och 1979-80, 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

<sup>19</sup> Åsbrink (2019).



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 blev 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>20</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 den starka inhemska inflationstrenden med pris- och lönespiraler som krockade med försöken att hålla en fast växelkurs, och därför 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.<sup>21</sup>

I början av 1990-talet bidrog dessa och andra ingredienser till ännu en inhemska kostnadskris, som dessutom sammanföll med en finanskris, till stor del orsakad av alltför vidlyftig utlåning till hushåll och företag. Arbetslösheten steg kraftigt 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 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 blev omläggningen framgångsrik. Några problem med alltför hög inflation har vi inte haft sedan dess, förrän möjligen nu. Oftast har problemet varit det omvända, det vill säga att inflationen har varit lägre än målet.

---

<sup>20</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.

<sup>21</sup> Ekonomikommisionen (1993).

## 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 var endera att politiken – i samband med första världskriget – blev alltför åtstramande och orsakade en recession, eller – i samband med andra världskriget och Koreakriget – att inflationen kunde stävjas med hjälp av långtgående regleringar och direkt styrning av pris- och lönebildningen. De senare verktygen finns 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.<sup>22</sup> Detta kan innebära att man ibland hamnar fel och tenderar att, så att säga, ”utkämpa det förra kriget”. Men i det här fallet är jag ganska säker på att 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 min fjärde slutsats.

## Svårare för penningpolitiken att hantera utbudschocker

För mitt fortsatta resonemang behöver jag komma in på lite nationalekonomisk teori. En ekonomi utsätts hela tiden för vad man med ekonomspråk brukar kalla 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>23</sup> Tidi-

---

<sup>22</sup> Jonung (1999).

<sup>23</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/>

gare exempel på negativa utbudshockor är oljekriserna på 1970-talet. Till på köpet föregicks kriget i Ukraina av en annan utbudshockor – pandemin – då stora delar av världsekonomin stängde ned och distributionskedjor bröts. Som framgick av min genomgång nyss innebär krig inte alltid en negativ utbudshockor. 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.

För en penningpolitiska beslutsfattare är att utbudshockor svårare att hantera än efterfrågehockor. 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 utbudshockor 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. Tecknen på sådana spridningseffekter har idag börjat bli fler i många ekonomier.

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 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.

## Förutsättningarna bättre än tidigare

Jag tänkte sticka ut hakan lite här och påstå att 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. Inget av dessa är någon nyhet, men det är ändå förhållanden som är väl värda att påminna om.

För det första har vi sedan 1993 ett inflationsmål i svensk ekonomi. Under den senaste perioden med varaktigt hög inflation 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 jag nyss konstaterade fungerade detta inte särskilt bra. Det fanns, med ekonomspråk, inget trovärdigt nominellt

---

och den amerikanska på <https://www.igmchicago.org/surveys/ukraine-2/>. Resultaten sammanfattas av Vaitilingam (2022).

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 alltid 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 ändå finns ett trovärdigt nominellt ankare är förstås något som underlättar betydligt, men det 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. Sambandet mellan "märket" och inflationsmålet har inte alltid varit glasklart. Bland annat har företrädare för arbetsgivarsidan ibland uttryckt åsikten att inflationsmålet är obsolet 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, så att säga, uppåt och nedåt. 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 min bedömning att de former för lönebildningen vi har idag kommer att fungera som en inbyggd och nyttig broms i systemet.

För det tredje infördes är 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 denna potentiella källa till alltför hög inflation i praktiken har eliminerats.

## Mina reflektioner kring läget idag

Hur ser jag då avslutningsvis mer specifikt på den dagsaktuella situationen? Och vad kan vi lära oss av historien? Under flera av episoderna med hög inflation i samband med krig har effekterna av penningpolitiken varit starkt beroende av företagens och hushållens förväntningar om den kommande ekonomiska utvecklingen. Det finns ett exempel på en deflationsspiral efter första världskriget då förväntningar om lägre priser i framtiden ledde till fall i den aggregerade efterfrågan.

Och det finns på exempel på pris- och lönespiraler då förväntningar om högre priser i framtiden ledde högre löneökningar som i sin tur till slut tvingade fram ett byte från fast växelkurs till rörlig växelkurs. I samband med bytet till rörlig växelkurs infördes också inflationsmålet. De ekonomiska aktörernas förväntningar om inflationen i framtiden är ett viktigt element för att bedöma penningpolitikens trovärdighet när det gäller att nå inflationsmålet.

Hur ser det då ut idag? Inflationsförväntningarna på fem års sikt bland aktörer på penningmarknaden har länge legat nära 2 procent. Den senaste notering som fanns tillgänglig vid vårt möte i april var på 2,2 procent i medeltal. I maj steg den till knappt 2,4 procent. Förväntningarna har alltså stigit, om än inte till några alarmerande nivåer. Det ska också tilläggas att medianen, det vill säga den mittersta observationen, alltså ligger på 2 procent.

Det är viktigt att framhålla penningmarknadsaktörernas inflationsförväntningar inte bildas i ett vakuum. Dessa aktörer bildar samtidigt förväntningar om en rad makroekonomiska nyckelvariabler. Hit hör förväntningar om den kommande penningpolitiken. I april 2022 förväntade sig penningmarknadsaktörerna en reporänta på avrundat 0,8 procent tolv månader fram i tiden och en reporänta på 1,1 procent 24 månader fram i tiden från april 2022. I maj var motsvarande förväntningar ungefär 1,3 och 1,6 procent. Med andra ord, penningmarknadsaktörernas förväntningar för inflationen på bygger på en förväntan om en mindre expansiv penningpolitik.

Jag anser att det finns en viktig slutsats att dra av detta: Bara för att inflationsförväntningarna är i närheten av inflationsmålet kan inte Riksbanken avstå från att bedriva en aktiv penningpolitik för att se till att de på sikt håller sig kvar vid det.

De prisökningar vi har sett de senaste månaderna är inget penningpolitiken kan göra något åt. Men den höga inflationen riskerar att dra igång en spiral av prishöjningar, löneglidning, prishöjningar, löneglidning och så vidare. Det är centralt att mota sådana tendenser i tid. Det var därför dags att ändra penningpolitikens inriktning. Vid det penningpolitiska mötet i april beslutade om en mindre expansiv penningpolitik, reporäntan höjdes med 0,25 procentenheter. Det var viktigt att agera i god tid. Som jag ser det idag bör reporäntan upp ett par procentenheter på några års sikt.

En av poängerna med en mindre expansiv penningpolitik är att dämpa den ekonomiska aktiviteten för att på så sätt minska inflationstrycket i ekonomin. Detta kan samtidigt innebära en lägre aktivitet på arbetsmarknaden. Här är det viktigt att ha i åtanke att penningpolitiken bara kan påverka arbetsmarknaden på ett oprecist sätt medan arbetsmarknadspolitikerna har mycket större möjligheter att fokusera på de specifika problemen.

## 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 1879-1924*, Gidlunds förlag.
- 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.