



# Penning- och valutapolitik

2018:2

PENNING- OCH VALUTAPOLITIK  
utges av Sveriges riksbank.

Redaktörer: JESPER LINDÉ OCH MARIANNE NESSÉN

Redaktionsråd: MIKAEL APEL, DILAN ÖLCER OCH KOMMUNIKATIONSENHETEN  
Sveriges riksbank, 103 37 Stockholm  
Telefon 08-787 00 00

De åsikter som uttrycks i signerad artikel är författarnas egna och ska inte  
uppfattas som Riksbankens ståndpunkt.

Tidskriften publiceras på Riksbankens webbplats  
[www.riksbank.se/Penning-och-valutapolitik](http://www.riksbank.se/Penning-och-valutapolitik)  
Beställ länk vid publicering via email: [pov@riksbank.se](mailto:pov@riksbank.se)

Publikationen utkommer även i en engelsk version,  
Sveriges Riksbank Economic Review.

ISSN 2000-978X

## Bästa läsare!

2018 års andra utgåva av Penning- och valutapolitik tar upp såväl breda som mer specifika frågor av relevans för Riksbanken. Två artiklar är skrivna av tidigare respektive nuvarande rådgivare till Riksbanken och diskuterar Riksbankens 350-åriga historia samt samspelet mellan finans- och penningpolitiken. De andra artiklarna är skrivna av ekonomer verksamma på Riksbanken och beskriver dels Riksbankens olika penningpolitiska styrsystem sedan mitten av 1880-talet, dels hur man beräknar mått på marknadens inflationsförväntningar genom att använda räntorna på nominella och reala statsobligationer. Lite mer detaljerad information om varje artikel ges nedan:

- **Riksbankens politiska ekonomi**

*Torsten Persson* beskriver viktiga historiska reformer av Sveriges monetära institutioner för prisstabilitet samt ett säkert och effektivt betalningsväsende. Artikeln tar sin utgångspunkt i modern institutionell ekonomi där man ser institutionella reformer som resultat av stora och viktiga händelser, eller av intressekonflikter. Författaren menar att Riksbankens 350-åriga historia ofta upprepar sig. När det gäller betalningsväsendet återkommer ständigt frågan om konkurrens eller monopol. När det gäller prisstabilitet växlar fokus mellan, å ena sidan, vikten av ett nominellt ankare och, å andra sidan, den kortsiktiga frestelsen att använda makten över pengarna.

- **Sweden's fiscal framework and monetary policy**

*Eric Leepers* artikel påminner oss om den viktiga insikten att grundläggande ekonomisk teori ger vid handen att penning- och finanspolitiken alltid samverkar för att gemensamt bestämma den totala efterfrågan på varor och tjänster och den allmänna prisnivån i ekonomin. I sin artikel analyserar Leeper Sveriges penning- och finanspolitiska ramverk mot bakgrund av denna insikt. Han argumenterar för att teori och den senaste tidens svenska inflations- och ränteutveckling lyfter frågan om de två ekonomisk-politiska ramverken är ömsesidigt konsistenta.

- **Riksbankens räntestyrningssystem 1885–2018**

*Peter Sellin* beskriver hur Riksbankens system för att styra ränteläget i ekonomin med olika sorters penningpolitiska instrument har förändrats sedan mitten av 1880-talet. Han visar hur dessa förändringar har drivits av förändringar i Riksbankens omgivning såväl som av de ambitioner Riksbanken har haft med den förda penningpolitiken.

- **Liquidity premiums in the Swedish inflation-indexed government bond market**

*Lisa Alexandersson* skriver om att skillnaden mellan en nominell och real obligationsränta, den s.k. inflationskompensationen, har blivit en viktig informationskälla för centralbanker för att mäta marknadsaktörers inflationsförväntningar. Till skillnad mot andra mått på förväntningar, såsom enkätundersökningar, kan inflationskompensationen baseras på högfrekvent data. Studier har dock visat att inflationskompensationen påverkas av riskpremier, såsom likviditets- och inflationsrisk, vilket kan förstöra dess informativa värde. I denna artikel utvecklar författaren en metod för att ta hänsyn till dessa premier, och beräknar ett korrigerat mått för marknadsaktörers sanna inflationsförväntningar som är tillgängligt dagligen.

Trevlig läsning!

Jesper Lindé och Marianne Nessén

# Innehåll

**Riksbankens politiska ekonomi 5**

Torsten Persson

**Sweden's fiscal framework and monetary policy 15**

Eric Leeper

**Riksbankens räntestyrningssystem 1885–2018 48**

Peter Sellin

**Liquidity premiums in the Swedish inflation-indexed government bond market 80**

Lisa Alexandersson

# Riksbankens politiska ekonomi

Torsten Persson\*

Författaren är professor vid Institutet för Internationell Ekonomi vid Stockholms Universitet

---

Vilka viktiga förändringar har Sveriges monetära institutioner – rörande prisstabilitet samt ett säkert och effektivt betalningsväsende – genomgått över tiden och vilka krafter har drivit fram dessa reformer? Denna artikel tar sin utgångspunkt i modern institutionell ekonomi där man ser institutionella reformer som resultat av stora och viktiga händelser, eller av intressekonflikter. Föredraget visar hur Riksbankens 350-åriga historia ofta upprepar sig. När det gäller betalningsväsendet återkommer ständigt frågan om konkurrens eller monopol. När det gäller prisstabilitet växlar fokus mellan, å ena sidan, vikten av ett nominellt ankare och, å andra sidan, den kortsiktiga frestelsen att använda makten över pengarna.

---

## 1 Introduktion

Vi har samlats här i Riksdagen denna vackra majmorgon för att fira att Riksbanken fyller 350 år.

Under de här 350 åren har Riksbanken huserat i fyra byggnader. Historien börjar med tolv år i Axel Oxenstiernas palats vid Storkyrkobrinken; sedan i Södra Bankohuset vid Järntorget i 225 år; därefter i huset här på Helgeandsholmen, ett av två goda skäl att vi idag samlas just i Riksdagen; till sist i en modernare design vid Brunkebergs torg efter 1976.

Nu ska jag ju inte tala om byggkonst – annat än i bildlig betydelse. För den som funderar på Sveriges riksbanks historia funderar också på historien om hur man byggde Sveriges monetära institutioner. När jag säger monetära institutioner så syftar jag först på de två mål som är inskrivna i riksbankslagets portalparagraf. Som vi vet ska målet för Riksbankens verksamhet vara att upprätthålla ett fast penningvärde. Riksbanken ska också främja ett säkert och effektivt betalningsväsende. I dagligt tal pratar vi om prisstabilitet och finansiell stabilitet. I nationalekonomiska läroböcker handlar det om två av pengars grundläggande funktioner i ekonomin, nämligen att fungera som värdemätare respektive betalningsmedel.

**Kalendarisk eller funktionell historia** Man kan närma sig historien på olika sätt. Ett är en kalendarisk ansats – att betrakta händelser efter en tidslinje. Det finns väldigt mycket material om Riksbankens tidslinje. Faktum är att en hel del av detta material har kommit till vid tidigare jubileer. Ett intressant exempel är Sven Brismans bok från 250-årsjubileet om den tidiga Riksbankens historia och David Davidsons recension av denna i *Ekonomisk Tidskrift* (Brisman 1918 och Davidson 1919, som jag starkt rekommenderar till läsning!). En del nyare böcker innehåller också oceaner av visdom. En är Gunnar Wetterbergs praktverk *Pengarna och makten* (Wetterberg 2009). Andra skatter är tre böcker med samma redaktörer, nämligen Rodney Edvinsson, Tor Jacobson och Daniel Waldenström, som alla är här i dag. De första två är Sveriges historiska monetära statistik och innehåller mycket matnyttigt (Edvinsson m.fl. 2010 och Edvinsson m.fl. 2014). Den tredje, boken inför årets jubileum, ska vi få höra mer om i eftermiddag då flera av författarna kommer hit och berättar om innehållet (Edvinsson m.fl. 2018).

---

\* Artikeln bygger på det anförande som Torsten Persson höll den 25 maj 2018 i samband med Riksbankens 350-årskonferens i Riksdagen. Författaren vill tacka Marianne Nessén och Anders Vredin för synpunkter och Fabian Sinn för assistens med data och figurer.

Men man kan också närma sig historien på ett mer funktionellt sätt. Det är den vinkel som jag valt här i dag. Då ställer man frågan: vilka återkommande drivkrafter ser vi upprepa sig under historien? För att anlägga den vinkeln ska jag ta min utgångspunkt i modern institutionell ekonomi. Enligt den uppkommer institutionella reformer antingen vid stora och viktiga händelser, chocker, i omgivningen och/eller när nya och växande intressekonflikter utmanar den gällande ordningen. Som vi kommer att se upprepar sig historien flera gånger, om än i olika former.

**Institutionernas drivkrafter** Det går att illustrera ansatsen i en enkel matris. Figur 1 säger att vi får nya reformer av institutionerna kring penningvärdet eller betalningsväsendet när rådande institutioner och olika utmaningar kolliderar med varandra. När jag säger institutioner så menar jag existerande regelverk eller bestämmelser, helt enkelt den rådande ordningen. När jag säger utmaningar så menar jag viktiga händelser eller växande intressekonflikter. Utmaningarna kan ha olika ursprung: tekniska eller finansiella innovationer, skeenden utanför Sveriges gränser, eller utvecklingar inom den inhemska politiken. Vi kommer att se ett antal kollisionspunkter som hjälper oss förstå institutionernas utveckling.

Figur 1. Institutioner och utmaningar

Utmaningar Institutioner	Innovationer	Utlandet	Politiken
Penning- värde			
Betalnings- väsende			

## 2 Betalningssystemets motsättningar

Låt mig börja med att tala om betalningssystemet. Alla ekonomier börjar sina ekonomiska transaktioner med någon form av byteshandel. Men det är ganska ineffektivt. När ekonomin blir mer komplex övergår samhället i allmänhet till någon typ av mynt. I Sverige sker det under medeltiden. Olika delar av landet har dock fortfarande olika betalningssystem. Men i takt med att staten blir starkare så blir betalningssystemet enhetligt, även om det fortfarande cirkulerar flera olika typer av mynt, av både silver och koppar. Under mitten av 1600-talet använder man exempelvis tiodalersmynt som är slagna i kopparplåt och väger 19,7 kilo. Det säger sig självt att den typen av betalningsmedel inte gör transaktionerna speciellt smidiga, även om de är bättre än att byta saker med varandra.

På den här tiden fanns det på kontinenten inrättningar, som gick under namnet växelbanker, där man kunde lämna in sina mynt och få ett inlåningsbevis i handen som sedan kunde lösas in vid tillfälle. En av de mest kända växelbankerna låg i Amsterdam.

**Riksbankens tillkomst** Från Amsterdam kom också Johan Palmstruch som flyttade till Sverige och fick oktroj – tillstånd att öppna bank – i Stockholm på 1650-talet. Hans Stockholms Banco blev faktiskt den första banken i Europa som gav ut sedlar i fasta belopp, i samband med utlåning till allmänheten. Dessa sedlar började cirkulera i ekonomin och blev snabbt väldigt populära. Ett exempel var en hundradalerssedel som var god för hundra daler i silvermynt. Alltså en pappersbit istället för 197 kilo koppar. Det är lätt att förstå att detta var en intressant innovation som många var villiga att ta till sig.

Palmstruchska banken varar inte så länge. Vi får Sveriges första bankkras, ständerna stänger banken, åtalar Palmstruch och förbjuder vidare sedelutgivning i ekonomin. Men det dröjer inte många år innan ständerna öppnar banken igen. Folk har banken i gott minne och det råder stor efterfrågan på smidiga betalningsmedel, och för all del också på inlåning och utlåning. Om man skämtar lite kan man säga att staten behöver låna pengar, adeln behöver en privatbank, borgarna behöver en affärsbank, och prästerna välsignar hela historien. Även om bönderna inte vill vara med på båten förrän på 1800-talet, blir på det här viset Stockholms Banco en bank under parlamentet. Och det är först då det andra skälet till att dagens jubileum äger rum i Riksdagen.

Bankens ställning gentemot parlamentet har växlat under åren och även ställningen mot regenten har varierat med statskicketets förändringar. Så om man vill sammanfatta tillkomsten av Riksbanken så kan man säga att Sveriges första bankkras i den bank som ger ut Europas första sedlar ger upphov till världens äldsta centralbank. Bara en sådan sak!

**Riksbankens egna innovationer** Tiden går och många är fortfarande intresserade av betalningsmedel som är smidiga att hantera. En viss förbättring sker när Riksbanken från och med början på 1700-talet börjar ge ut så kallade transportsedlar. Transportsedlarna var ett bevis med insättarens namn som man fick när man satte in koppar- eller silvermynt i banken. Sådana sedlar kunde användas för betalningar, men hanteringen var ganska klumpig: man var tvungen att formellt överföra transportsedeln juridiskt till en annan person på det ursprungliga beloppet för insättningen.

Då var det ett mycket större kliv då Riksbanken på 1740-talet började ge ut sedlar i fasta valörer, som var anonyma och alltså inte längre behövde överlåtas till en annan namngiven person. En viktig drivkraft till att man började med denna nyhet just vid denna epok av frihetstiden var att staten behövde pengar. Det regerande Hattpartiet hade satt igång ett krig mot Ryssland. Det var kostsamt och staten lånade i sin egen bank och använde de nya sedlarna för att köpa varor.

**Privatbankernas betalningsmedel** Ett sekel längre fram börjar ekonomin växa på allvar, först på grund av storskiftet och så småningom på grund av industrialiseringen. I takt med ökade inkomster uppkommer de första sparbankerna på 1820-talet och de första affärsbankerna på 1830-talet. Nu är det inte bara Riksbanken utan också de privata affärsbankerna som tillgodoser efterfrågan på betalningsmedel. Figur 2 visar två sedlar: en kronas sedel utgiven av Riksbanken och en hundrakronors sedel utgiven av Stockholms Enskilda Bank, båda från mitten av 1870-talet. Här blir de privata bankerna en del av betalningssystemet parallellt med Riksbanken, och konkurrerar med Riksbanken inte bara när det gäller sedelutgivning utan också när det gäller in- och utlåning.

Figur 2. Privata och offentliga sedlar



**Oklar ansvarsfördelning offentligt – privat** Men rollerna är oklara för det privata och det offentliga banksystemet. Faktum är att relationen mellan Riksbanken och privatbankerna blir ett politiskt stridsäpple. Bönderna – som vid denna tid är starka inom ständerna och, så småningom, inom den nya riksdagen – försöker påverka Riksbanken att i sin verksamhet blockera expansionen av de privata affärsbankerna. Men köpmännen och de nya industria-

listerna vill underlätta för dessa banker och utnyttjar det öra de har hos regeringen, som har makten över den ekonomiska politiken och banklagstiftningen. Maktindelningen mellan regering och riksdag i 1809 års författning gör att det är svårt att komma överens och komma framåt.

Men oredan blir lite mindre i och med 1897 års riksbankslag. Karl Langenskiöld är en väldigt viktig person i att få denna lagstiftning till stånd. Han blir också den första riksbankschefen under den nya riksbankslagen. I och med denna får Riksbanken sedelmonopol och landets enda sedelkontor kommer därmed att ligga i Södra Bankohuset vid Järntorget. Riksbankslagen renodlar arbetsfördelningen gentemot de privata bankerna. Riksbanken har ensamrätt att ge ut sedlar och blir bankernas bank istället för att vara allmänhetens bank.

**Historien upprepar sig** Utvecklingen fortsätter under 1900-talet. Vi får moderna betalningssystem och efter hand ytterligare innovationer i den privata banksektorn: checkar, girosystem, och betalkort som alla är kopplade till privata bankkonton. Och Riksbanken blir, som sagt, bankernas bank och klarerar transaktionerna bankerna emellan.

Vi får så småningom dagens nya teknik där de fysiska betalningarna blir alltmer digitala. Det är väldigt intressant att idag se i stort samma diskussion som på 1800-talet gå i repris. Den gäller samma intressekonflikter och samma principiella fråga. Ska det vara konkurrens eller ska det vara monopol när det gäller betalningsmedel? För konkurrens talar att vi vill ta tillvara på privat innovationskraft. För monopol talar kanske att vi inte kan vara säkra på att ett betalningssystem i privata banker förblir stabilt. Att samtidigt ha ett säkert och effektivt betalningsväsende är alltså inte så lätt, till trots mot riksbankslagens formulering. Historiskt har institutionernas utveckling snarare handlat om att balansera målen om säkerhet och effektivitet.

### 3 Bankkriser och finansiell stabilitet

Uppenbarligen har banksystemets säkerhet att göra med bankreglering, bankkriser och finansiell stabilitet, så låt mig säga några ord om den saken också innan jag kommer in på penningvärdet.

**Tidiga kriser** Ett antal tidiga bankkriser drabbar den då enda existerande banken. Som jag nämnde får Sveriges första bank, den Palmstruchska Stockholms Banco, stänga och det blir sedelförbud. Bakgrunden till detta är den första krisen med en "bankrusning" år 1664, då oroliga insättare kommer till banken och vill ha ut sin inlåning. Oron gäller att banken lånat ut för mycket pengar och skulle sakna täckning för att betala tillbaka. Det blir panik på gatorna och banken blir tvingad att slå igen.

Riksbanken själv får känna av en bankkris i samband med det Stora nordiska kriget. När Karl XII:s krigslycka vänder vid Poltava 1709 börjar de som hade satt in pengar i Riksbanken bli oroliga för att de inte ska få dem tillbaka, eftersom banken lånat ut stora summor till kungen. De vill ha sina insättningar tillbaka och man får frysa inlåningen och utlåningen och hålla dem frusna under ett par årtionden.

**Privata bankkriser** Så kommer vi till 1800-talet där framför allt de privata affärsbankerna tar en viktig roll i finansieringen av de nya industriföretagen, de nya järnvägarna och annan infrastruktur. Dessutom har vi ganska stor kapitalimport i den första riktiga globaliseringsvågen som sveper över världen från ungefär 1870 och framåt. Vi får uppleva de första privata bankkriserna. En del av dem är importerade, andra är hemmagjorda. Banker kommer i trångmål. Under den så kallade handelskrisen år 1857 får statsmakterna gå in och rädda Skånska Banken; under 1878 års järnvägs-kris får man ge nödkrediter till Stockholms Enskilda Bank; vid 1890 års Baringskris klarar man sig lite bättre, men är beredd med kredit i alla fall.

**1900-talets regleringscykel** Vi får ett antal nya myndigheter med uppgifter kring finansiell tillsyn, men ansvarsfördelningen mellan dem och Riksbanken är oklar. Det gäller Hypoteksbanken och det gäller Riksgäldskontoret. Man diskuterar nya regleringar och nya instrument. Vem ska egentligen ge nödkrediter? Vem ska vara "lender of last resort"? Ska man använda räntan för att kyla ned ekonomin när den blir överhettad? Räntan får för första



gången göra konjunkturpolitiska tjänster under Baringskrisen år 1890, när man använder diskontot för att interвенера.

Man kan beskriva hela 1900-talet som ett slags cykel mellan bankkriser och regleringar. Det är nästan övertydligt under det första årtiondet då vi har nya bankkriser år 1903 och 1907 och får nya banklagar år 1903 och 1907. Vi får den första regelrätta övervakningsmyndigheten, Bankinspektionen, år 1907.




Några decennier senare inträffar Kreugerkraschen och 1930-talets depression, som har en väldigt stor effekt, inte minst psykologiskt. Efter kriget reglerar man både ekonomi och finansmarknad.

Under 1980-talet råder avreglering. En orsak är den globala vågen av avregleringar; när man väl avreglerar i andra länder börjar Sveriges valutareglering läcka som ett såll. Den blir svår att upprätthålla och blir avvecklad under andra hälften av årtiondet. En annan orsak är att staten har ett stort budgetunderskott som den måste placera, och göra det inom landet. I och med detta blir ränteregleringen ohållbar: man kan inte tvinga bankerna att hålla hur mycket statsobligationer som helst. Så man släpper under några år i början av 1980-talet den inhemska räntemarknaden fri.

Vi får 1990-talets inhemska bankkris i avregleringarnas spår. Vi får också den globala finanskrisen under 2000-talet, som visar hur snabb smittspridningen är i den moderna ekonomin. Detta ger en ny diskussion om bankregleringar. Cykeln mellan bankkriser och regleringar går alltså fram och tillbaka.

**Sammanfattning** Låt oss försöka sammanfatta historien om reformer av betalningsväsendets institutioner med hjälp av Figur 3. Vi ser en utveckling mot effektivare betalningssystem, som drivs av tekniska eller finansiella innovationer i den privata sektorn. Men risken för kriser i det privata banksystemet gör att vi också får andra reformer som försöker balansera kraven på ett effektivt och säkert betalningssystem. Det är egentligen samma frågor som dyker upp för 1800-talets sedelutgivning som för dagens digitala betalningssystem.

Figur 3. Institutionella reformer i betalningsväsendet

Utmaningar Institutioner	Innovationer	Utlandet	Politiken
Pening- värde			
Betalnings- väsende			

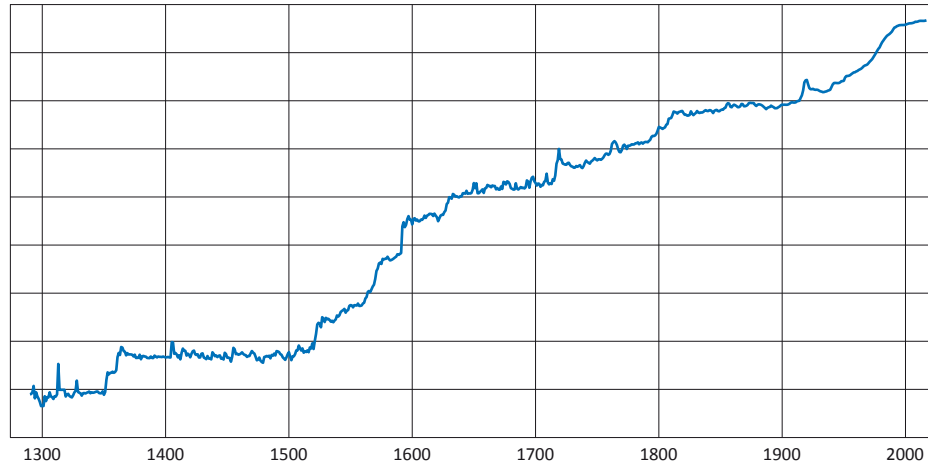
## 4 Peningvärdet och prisstabilitet

Låt mig nu gå över till historien kring de institutioner som har med penningvärdet att göra.

**Prisutvecklingen sedan 1290** Diskussionen om dem blir klarare eftersom vi kan mäta det vi talar om. Tack vare Rodney Edvinsons och Johan Söderbergs nydanande forskning har vi nu ett prisindex som spårar de svenska priserna ända tillbaka till 1290. Diagram 1 visar detta prisindex för varje år från 1290 och framåt på en kvotskala. Här ser vi tydligt de långsiktiga trenderna i den svenska prisnivån. Ett udda kuriosum har att göra med udda och jämna århundraden. Under 1300-talet har vi stigande priser, delvis på grund av pesten, medan 1400-talet har mer stabila priser. Det krigsdrabbade 1500-talet är en katastrof med mycket inflation, medan

1600-talet återigen ser mer stabila priser. På 1700-talet stiger priserna igen och på 1800-talet är de stabila. 1900-talet är ett nytt århundrade med inflation. Det återstår att se om 2000-talet följer samma mönster med stabila priser eller inte – det har åtminstone börjat ganska bra.

Diagram 1. Prisnivå: index sedan 1290

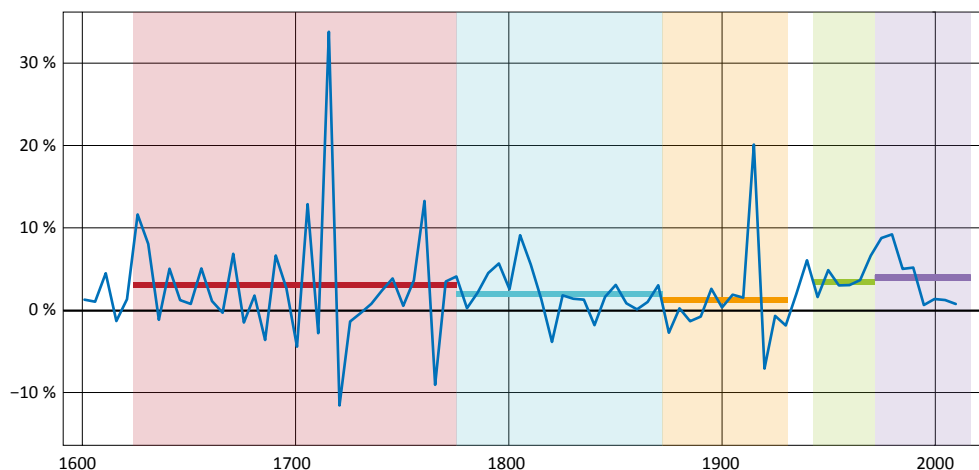


Källa: Edvinsson och Söderberg (2010)

Beräknar man den genomsnittliga inflationstakten över de här 730 åren får man 2,5 procent, en siffra som – intressant nog – ligger ganska nära dagens inflationsmål.

**Inflationen sedan 1600** Om man är mer intresserad av de kortsiktiga variationerna i penningvärdet så är det lättare att se dem i ett diagram för inflationstakten. Diagram 2 visar därför inflationen i genomsnitt under varje femårsperiod från år 1600 och framåt, för att vi ska kunna fokusera på den tid som överlappar med Riksbanken. Vi ser ganska avsevärda variationer i femårsinflationen. Den högsta noteringen är 36 procent och den lägsta är -12 procent. Frågan är uppenbar: Vad driver de här variationerna i priser och inflationstakt och hur hänger de ihop med de underliggande institutionerna?

Diagram 2. Svensk inflation 1600–2018  
Femårsinflation



Anm. De tjocka heldragna linjerna visar den genomsnittliga inflationstakten under respektive period.  
Källor: Edvinsson och Söderberg (2010) samt författarens egna beräkningar

**Olika myntfötter** En urgammal institution i det svenska systemet är att försöka förankra den långsiktiga pristabiliteten genom att välja en lämplig myntfot – man knyter pengarnas värde till en ädelmetall eller en utländsk valuta genom att ge medborgarna rätt att lösa in

inhemska pengar till en viss given kurs. Det här kräver förstås ett visst mått av statsmakt. Man kan tänka på inlösenrätten som ett försök att binda sig vid masten genom en långsiktig regel för att trovärdigt stabilisera penningvärdet. En sådan myntfot blir naturligtvis mer stabil – och svårare att manipulera – om dess ankare har ett relativpris som är bestämt utanför landets gränser.

Låt oss se på de myntfötter som Sverige har anammat under den här tiden. Var och en av dem motsvarar ett av de färglagda fälten i Diagram 2. Från 1624 till 1725 har vi ett slags dubbelmyntfot som är byggd på inlösen av både silver och koppar. Dessutom cirkulerar två olika mynt: mark såväl som daler. Det här är en ganska snårig regim. Koppar är heller inget slumpmässigt val av ankare. Det här är en epok då Sverige står för 50 procent av världsproduktionen, och från tid till annan också försöker driva upp kopparpriset. På vilket sätt? Jo, man försöker dra undan koppar från kommersiell användning genom att istället prägla kopparmynt och då använda de stora kopparplåtarna. Denna hybrid till regim varar i ungefär 150 år med en genomsnittlig inflationstakt på ungefär 3,5 procent.

År 1776 inför Gustav III och Riksbanken en silvermyntfot, som ska vara i ungefär 100 år. Silvermyntfoten är kopplad till en myntreform där riksdalern blir den enda interna valutan. Inflationstakten under århundradet med silvermyntfot är ungefär 2,5 procent i genomsnitt.

Sedan får vi guldmyntfot år 1873. Detta är inte en ensidig regim, utan en del av ett internationellt avtal där ett tjugotal av de viktigaste ekonomierna samtliga förbinder sig att lösa in sina valutor mot guld. Guldmyntfoten är också kopplad till den nordiska myntunionen där Sverige, Norge och Danmark alla inför kronor och växlar dem ett till ett. Guldmyntfoten varar till 1931 och den genomsnittliga inflationen under denna tid är nere på 1,5 procent.

Det blir 1944 (vi hoppar tillfälligt över tiden emellan) och Sverige inför en greenback-regim. Det är en dollarmyntfot, eller egentligen en ömsesidig pappersmyntfot i och med att västvärldens samtliga länder binder sina valutor mot den amerikanska dollarn, och där USA i sin tur tillåter inlösen mot guld. Pappersmyntfoten är en del av det globala Bretton Woods-avtalet som också innefattar en hel del andra regler. Till exempel förbinder sig länderna att inte förändra sin växelkurs, om man inte har en ekonomi i "tydlig obalans" (fundamental disequilibrium). Inflationstakten under den här tiden är ungefär 4 procent, eller 3,8 procent om man ska vara noga.

Efter Bretton-Woodssystemets sammanbrott från 1973 får vi en ensidig pappersmyntfot. Under en första delperiod försöker vi koppla oss till olika valutor, under en andra delperiod blir det flytande växelkurs och inflationsmål. Inflationstakten är nu i genomsnitt 4,5 procent med betydligt högre inflation i början av perioden.

**Regler med undantag** Vi kan beskriva Sveriges olika myntfötter som regelsystem. Men även de bästa regler gäller inte under alla förhållanden: det finns alltid en undantagsklausul. I det här fallet speglar undantagen regenternas frestelse att utnyttja sin makt till att urholka penningvärdet, antingen för att ge staten inkomster eller för att expandera ekonomin. Regeln om ett långsiktigt ankare syftar till att minska det trovärdighetsproblem som är kopplat till denna frestelse. Men i stort sett alla de ankare vi haft har lättats och sedan fällts igen. Som Diagram 2 visar är resultatet en tämligen tydlig inflationscykel.

**Höginflationsperioder** I cykelns uppgångar får vi episoder med högre inflation. Här gör man avsteg från inlösenrätten, expanderar genom att prägla nya mynt med dåligt metallinnehåll, trycka nya sedlar eller devalvera. Sedan år 1700 har vi under fem tillfällen mer än 10 procents inflation (i femårsgenomsnitt).

Den första och kraftigaste inflationen inträffar under Stora nordiska kriget mellan 1700 och 1720. Karl XII präglar nya kopparmynt med väldigt lite metallinnehåll och dessa jagar varor samtidigt som allmänheten kräver högre priser när de säljer sina egna varor för att upprätthålla inkomsternas värde.

Den andra inflationsepisoden får vi under 1740- och 1750-talen när hattarna för sitt krig mot Ryssland och senare också ett krig mot Pommern. De lånar i Riksbanken (och trycker nya sedlar) för att finansiera kriget och priserna stiger ganska kraftigt.

Den tredje episoden inträffar i samband med Sveriges sista period med krig, från 1788 till 1814. Under den här tiden trycker statsmakten också sedlar, men denna gång på ett nytt sätt. Kungen inrättar Riksgäldskontoret, lånar pengar i det nya kontoret i utbyte mot nya sedlar. Dessa är dock inte inlösningsbara mot silver. Däremot lämnar man Riksbanken ifred, vars sedlar fortfarande går att lösa in mot silver, men Riksgäldskontorets sedlar tränger efter hand ut Riksbankens.

Den fjärde höginflationsperioden är under första världskriget, då guldmyntfoten är satt ur spel, det är hög efterfrågan på Sveriges varor och priserna stiger. Till slut har vi 1970- och 1980-talets inflation när regeringen beslutar om upprepade devalveringar för att förhindra kostnadskriser i samband med snabba inhemska lönestegringar och prisstegringar.

**Kostsam deflation** Hur kan man återskapa trovärdighet och stabilitet efter dylika inflationsimpulser? Det ligger nära till hands att försöka fälla ankaret igen, genom att återknyta pengarna till sin tidigare inlösenrätt. Men hur ska man då göra med växelkursen? Ska man återta den tidigare kursen, vilket kan ge mer trovärdighet – om man lyckas? Eller ska man ackommodera de stigande priserna genom en intern devalvering och därmed sänka pengarnas värde?

För att undvika en kostsam deflation blir stabiliseringen av ekonomin ofta en kompromiss mellan dessa handlingslinjer. Dock ser vi efter de fem höginflationsepisoderna tre markerade deflationsperioder. Den första inträffar på 1730-talet då Arvid Horn får ståda upp efter de många krigen till priset av en ganska kraftig deflation. Den andra perioden är frihetstidens 1760-tal då mössorna tar över efter hattarna. De har en hemlig plan att dra in sedlar och efterhand återinföra riksdalerns kopparvärde till sin ursprungliga nivå, men planen blir avbruten för att undvika en deflationsspiral. Förväntningarna om nya prisfall är ändå vitt spridda och sätter spår i Bellmans 24:e epistel:

”Usla tider! Hvad det lider, Bara Cursen nederslås, Bättre köp på brännvin fås”.

Så har vi till slut perioden efter första världskrigsinflationen, då regeringen återför Sverige till guldmyntfoten, med inlösenrätt vid det tidigare guldpriset. Det här leder snabbt till fallande priser och den djupaste depressionen i modern tid.

**1930-tals experimentet** Låt mig avsluta med att peka på två perioder av stabilisering som sticker ut. I den första sjösätter Riksbanken en ny regim som aldrig testats förut, nämligen en pappersmyntfot med ett inhemskt istället för ett utländskt ankare. Den börjar år 1931, då Sverige – till skillnad från den penningpolitiska linjen efter första världskriget – inte återgår till guldmyntfoten, utan ger upp den. Sedan devalverar man kronan och sänker räntan för att hålla uppe priserna, undgå deflation och så gott som möjligt undgå den globala depressionen. Riksbanken blir den första centralbanken som inför ett direkt mål syftande till en stabil inhemsk prisnivå, och det varar faktiskt ända fram till 1939.

Många ekonomer är inblandade i diskussionerna som leder fram till det här experimentet, inklusive Sveriges då ledande ekonomer – som Cassel, Lindahl, och Ohlin. Med 1920-talsdeflationen i färskt minne, menar de flesta att ett inhemskt ankare är ett bättre sätt att förankra penningvärdet. Irving Fisher, då världens kanske mest berömda nationalekonom, beskriver strategin som ”the Swedish experiment” i sin bok *Stabilized Money* (Fisher 1935), vilken behandlar inflation och inflationsbekämpning – mer intressant läsning! För att få den nya regimen att fungera vill man kunna mäta priserna med tätare frekvens än varje år och börjar därför samla in ett veckovis prisindex. Uppdraget att sätta samman detta prisindex ger man till den unge, lovande ekonomen Dag Hammarskjöld, som så småningom skulle få andra uppgifter.<sup>1</sup>



**Inflationsmålet** Den andra episoden av stabilisering börjar år 1992 efter två årtionden av inflation. Återigen tvingas Riksbanken ge upp sin växelkurs och återigen lurar depression runt hörnet under den inhemska nittiotalskrisen. Nu inför Sverige flytande växelkurs och Riksbanken blir en av de första centralbankerna som formulerar ett inhemskt inflationsmål (efter Nya Zeeland, Kanada och England som har gjort det bara något år tidigare). Även denna

1 Dag Hammarskjöld var ordförande i Riksbankens fullmäktige 1941–1948, statsråd och ledamot i Svenska Akademin innan sin period som FN:s generalsekreterare.

gång sammanfaller reformerna med en diskussion bland akademiska ekonomer, som denna gång är mer internationell än inhemsk. Efter några år får Riksbanken också formell juridisk självständighet, även om man de facto redan varit självständig sedan 1993. Inom Sverige diskuterar man denna institutionella reform i Riksbanksutredningen där jag hade glädjen att vara expert.<sup>2</sup> Men en bestämmelse i EU-fördraget ställer också krav på självständighet. Beroende på vem man talar med får man en av dessa förklaringar till Riksbanksreformen. Möjligen kan man nämna att bestämmelsen i EU-fördraget också i mångt och mycket speglar argument i den internationella akademiska diskussionen.

**Sammanfattning** Låt mig försöka sammanfatta när det gäller penningvärdets institutioner med hjälp av Figur 4. Under de senaste 350 åren försöker de styrande och Riksbanken att på olika sätt långsiktigt förankra penningvärdet, oftast genom att koppla pengarnas värde till en ädelmetall eller till en utländsk valuta. Dessa regelverk speglar ett latent trovärdighetsproblem som härrör från den inhemska politiken: regentens frestelse att använda makten över pengarna till att skaffa inkomster eller expandera ekonomin. Ett antal undantag från dessa regler ger upphov till inflationscykler. De institutionella reformerna på området är ofta kopplade till utländska störningar eller till reformer av globala institutioner.

Figur 4. Institutionella reformer kring penningvärdet

<div style="text-align: right; color: blue;">Utmaningar</div> <div style="text-align: left; color: blue;">Institutioner</div>	Innovationer	Utlandet	Politiken
Pening-värde			
Betalnings-väsende			

## 5 Historien och framtiden

Vad kommer vi att diskutera vid Riksbankens 400-årsjubileum? Jag ska inte ställa någon prognos på detta, men ämnet lär säkert komma upp vid den paneldiskussion som står näst på programmet. Men det förefaller som att ett antal eviga frågor återkommer gång efter annan i diskussionen kring Riksbanken. Antagligen kommer de att dyka upp även under de kommande 50 åren. Ett spørsmål gäller balansen mellan privat och offentligt i betalningssystemet. Givet den tekniska utvecklingen kommer detta säkert att innefatta frågan om vi ska ha inhemska eller internationella betalningssystem, speciellt digitala betalningssystem. Kommer vi då att se en annan nyans i avvägningen mellan ett säkert och ett effektivt betalningsväsende? Med stor säkerhet får vi se ett nytt varv i cykeln mellan bankkriser och bankregleringar. Jag gissar också att arbetsfördelningen mellan Riksbanken och andra myndigheter kommer att vara ett stridsäpple framöver, inte bara i den pågående Riksbankskommittén. Ett annat ämne på tapeten i denna kommitté gäller bankens självständighet. Men Riksbanken har ju två relaterade uppgifter: att värna betalningsväsendet och prisstabiliteten. Kan man vara självständig i den ena men inte i den andra? Hur ser denna konstruktion i så fall ut? Kanske kommer vi att ha haft ytterligare ett undantag från den långsiktiga regeln för prisstabilitet. Jag hoppas inte det. Men om man ska gå efter historien brukar vi se minst en inflationscykel i varje penningpolitisk regim. Så vem vet?

<sup>2</sup> Se SOU 1993:20.

## Referenser

Brisman, Sven (1918), *Sveriges riksbank 1668–1918: bankens tillkomst och verksamhet. I. Den Palmstruchska banken och Riksens Ständers Bank under den karolinska tiden*, P.A. Norstedt & Söner.

Davidson, David (1919), "Sveriges riksbank 1668–1918. I. Den Palmstruchska banken och Riksens Ständers Bank under den karolinska tiden. Af Sven Brisman", *Ekonomisk Tidskrift*, årgång 21.

Edvinsson, Rodney, Tor Jacobson och Daniel Waldenström (2010), *Historical Monetary and Financial Statistics for Sweden, Volume 1: Exchange rates, Prices and Wages, 1277–2008*, Sveriges riksbank och Ekerlids förlag.

Edvinsson, Rodney, Tor Jacobson och Daniel Waldenström (2014), *Historical Monetary and Financial Statistics for Sweden, Volume 2: House Prices, Stock Returns, National Accounts, and the Riksbank Balance Sheet, 2012*, Sveriges riksbank och Ekerlids förlag.

Edvinsson, Rodney, Tor Jacobson och Daniel Waldenström (2018), *Sveriges Riksbank and the History of Central Banking*, Cambridge University Press.

Edvinsson, Rodney, och Johan Söderberg (2010), "The evolution of Swedish consumer prices 1290–2008", kapitel 8 i Edvinsson, Jacobson och Waldenström (2010).

Fisher, Irving (1935), *Stabilized Money. A History of the Movement*, London: George Allen & Unwin.

SOU 1993:20 *Riksbanken och prisstabiliteten*, Stockholm. Allmänna förlaget.

Wetterberg, Gunnar (2009), *Pengarna & makten: Riksbankens historia*, Atlantis: Stockholm.