



LUND UNIVERSITY

The First Practical Guide to Inflation Targeting

Jonung, Lars

2023

Document Version:
Other version

[Link to publication](#)

Citation for published version (APA):

Jonung, L. (2023). *The First Practical Guide to Inflation Targeting*. (Working Papers; No. 2023:3).

Total number of authors:

1

General rights

Unless other specific re-use rights are stated the following general rights apply:

Copyright and moral rights for the publications made accessible in the public portal are retained by the authors and/or other copyright owners and it is a condition of accessing publications that users recognise and abide by the legal requirements associated with these rights.

- Users may download and print one copy of any publication from the public portal for the purpose of private study or research.
- You may not further distribute the material or use it for any profit-making activity or commercial gain
- You may freely distribute the URL identifying the publication in the public portal

Read more about Creative commons licenses: <https://creativecommons.org/licenses/>

Take down policy

If you believe that this document breaches copyright please contact us providing details, and we will remove access to the work immediately and investigate your claim.

LUND UNIVERSITY

PO Box 117
221 00 Lund
+46 46-222 00 00

Working Paper 2023:3

Department of Economics
School of Economics and Management

The First Practical Guide to Inflation Targeting

Lars Jonung

April 2023



LUND
UNIVERSITY

The First Practical Guide to Inflation Targeting

The confidential reports to the *Riksbank* in 1931 by
Gustav Cassel, David Davidson and Eli Heckscher

Lars Jonung
April 3, 2023

Abstract

When Sweden left the gold standard on September 27, 1931, the Swedish government declared that the aim of monetary policy should be to stabilize the domestic purchasing power of the Swedish currency, the *krona*. With this step, price level targeting officially became for the first time the goal for a central bank. Soon after, the Riksbank (Bank of Sweden) sent a questionnaire to three prominent economics professors, Gustav Cassel, David Davidson and Eli Heckscher, asking for advice about the new monetary situation. In a few weeks, the Riksbank received their replies.

This paper presents the three reports, for decades kept as classified documents in the archives of the Riksbank. The reports give an excellent view of the monetary thinking in the early 1930s of the first generation of modern Swedish economists, prior to the outbreak of the world depression of the 1930s and the emergence of the Stockholm School in macroeconomics. The reports are strikingly modern. They deal with the central issues in the present discussion on inflation targeting, such as the choice of price index to target, the proper instrument to use, the importance of creating public credibility for the new monetary rule, potential legal changes to anchor the new standard, and the appropriate central bank response to changes in the exchange rate. In short, the three economists prepared the first practical guide to inflation targeting at the zero rate.

The paper also considers the impact of the reports on the policy of the Riksbank. Most strikingly, the Riksbank started to construct and collect a weekly consumer price index to use as a guide for implementing the new policy of price stabilization. This task was carried out by Dag Hammarskjöld under the guidance of Erik Lindahl.

Key words: Inflation targeting, price level targeting, Gustav Cassel, David Davidson, Eli Heckscher, Knut Wicksell, Dag Hammarskjöld, Erik Lindahl, the Riksbank, the Great Depression, Sweden.

JEL classification: B22, B25, E31, E32, E50, D83, F33, N14.

Comments invited to: Lars.Jonung@nek.lu.se

List of contents:

Introduction

1. The Riksbank questionnaire
2. The reports by the three economists
 - 2.1. Eli Heckscher
 - 2.2. Gustav Cassel
 - 2.3. David Davidson
3. Summary of the reports
4. Impact of the reports
5. The practical guide of 1931 seen from today
6. Summary

Table 1. The main actors in October 1931.

Table 2. Questionnaire of the Riksbank of October 8, 1931.

Table 3. Price level targeting as a rule for monetary policy. A stylized summary of the recommendations by Heckscher, Cassel and Davidson in October 1931.

Figure 1. Cost-of-living index and wholesale price index, July 1928 – July 1932.

Figure 2. Consumer price index of the Riksbank, 1931 – 1938.

Figure 3. Number of pages devoted to the consumer price index of the Riksbank in the annual report of the Riksbank, 1930 – 1950.

Appendix. Riksbank questionnaire and replies by Eli Heckscher, Gustav Cassel and David Davidson.

The First Practical Guide to Inflation Targeting

The confidential reports to the Riksbank in 1931 by Gustav Cassel, David Davidson and Eli Heckscher

Introduction¹

When Sweden left the gold standard on September 27, 1931, one week after the Bank of England had taken the same step, the Swedish government declared that the aim of Swedish monetary policy should be to stabilize the domestic purchasing power of the Swedish *krona*. This announcement implied that Knut Wicksell's rule of price level stabilization was officially adopted as the guide for the Swedish central bank, the Riksbank.²

The Riksbank, left with the task of implementing the new policy rule, turned to three renowned professors in economics for advice: Gustav Cassel, David Davidson and Eli Heckscher. Their recommendations concerning the proper aims and means for Swedish

¹ This is a revised, updated, and extended version of a paper "Cassel, Davidson and Heckscher on Swedish monetary policy. A confidential report to the Riksbank in 1931", published in *Economy and History* in 1979. See Jonung (1979a). For several reasons, I have updated this paper. First, the adoption of inflation targeting worldwide starting in the 1990s has created an interest in the early Swedish experiment of price level targeting. Second, several studies have been published since 1979 dealing with the Swedish monetary program of 1931, the Riksbank's policy in the 1930s and the monetary and macroeconomic thinking in Sweden in the interwar period. Where relevant, these strands of research are incorporated here.

In the study of 1979, I acknowledged generous assistance from the University Library of Lund and the Royal Library of Stockholm in making the correspondence of Gustav Cassel, David Davidson and Eli Heckscher available to me. I expressed my gratitude to the Board of Directors of the Riksbank for granting me permission to examine the archives of the Bank for the 1930s. Financial support from the Bank of Sweden Tercentenary Foundation was gratefully acknowledged.

The original version benefitted from comments by Rolf Henriksson, Axel Leijonhufvud and Bertil Ohlin. Rolf Henriksson originally helped me to locate the questionnaire of the Riksbank. I am indebted to Fredrik N. G. Andersson, Benny Carlson, Oliver Dieckmann, Barry Eichengreen, Klas Fregert, Jesper Hansson, Michael Hatcher, David Laidler, Hans Landberg, Eric Nicander, Dag Rydorff, Bo Sandelin, Kurt Schuler, Tobias Straumann, Hans Tson Söderström and Anders Vredin for generous help with this updated version as well as to participants at the 2008 NORDOM meeting in Oldenburg, Germany, and at a seminar at the Riksbank in January 2023. Kurt Schuler has given me excellent editorial help.

² See Wicksell (1898), translated from German into English as *Interest and Prices*, published in 1936. Wicksell also presented his rule at a lecture in Swedish in *Nationalekonomiska Föreningen* in 1898.

monetary policy, presented in three separate reports at the end of October 1931, remained for a long time classified documents in the archives of the Riksbank.

This paper explores the reports of the three professors. Their recommendations are of interest for several reasons. First, the reports represent the first practical guide for inflation targeting at the zero rate. They demonstrate how the Swedish economists viewed such a rule-based regime at its very start in October 1931, so far, the only time price level targeting has been adopted officially by any country. The reports give an excellent description of the views of a group of economists who made significant contributions to the development of Swedish economics prior to the 1930s.

Second, their recommendations influenced the policy of the Riksbank in the 1930s. The governor of the Riksbank remained in contact with the economists involved with the questionnaire. Thus, when examining the Swedish stabilization record of this decade, attention should be paid to their replies.

Third, starting from the three reports, it is worthwhile to contrast Swedish views in the 1930s on price level targeting with the present approach to inflation targeting. Such a comparison brings out surprising similarities, demonstrating that the Swedish economists worked within a framework that is identical to the modern strategy of inflation targeting. In addition, the Swedish experience attracted considerable interest in the 1930s from U.S. and U.K. economists.³ However, the literature of the last 30 years or so on inflation targeting has hardly given any observance to the Swedish program of price level targeting of 1931. This paper hopes to remedy this state of affairs.

The paper is organized as follows. First, the questions asked by the Riksbank are presented. Second, the individual reports are summarized, forming the main part of the paper. Third, the opinions of the three economists are compared. Next, the impact of the recommendations on the policy of the Riksbank is considered. Finally, the Swedish guide to price stabilization in

³ See for example Fisher (1934), Gayer (1937), Kjellstrom (1934), Lester (1939) and Thomas (1936).

1931 is compared to the present approach to inflation targeting, concluding that the Swedes covered central issues of modern inflation targeting.

As an introduction to the analysis of the reports, Table 1 presents the five main actors in October 1931. Judging from their merits, it is an impressive list. Cassel and Heckscher are still well known in academic economics. Davidson is somewhat known for his productivity rule, that the price level should fall in inverse relation to the rise in productivity. Dag Hammarskjöld, who constructed the consumer price index of the Riksbank in the fall of 1931, served as secretary general of the United Nations in the 1950s. Erik Lindahl, who was guiding Dag Hammarskjöld, is known for the theory of Lindahl-pricing of public goods. Ivar Rooth, the governor of the Riksbank in the 1930s, became managing director of the IMF in the first half of the 1950s.

1. The Questionnaire of the Riksbank

The adoption of the program of price stabilization when Sweden left the gold standard reflected the influence of Swedish economists on policymakers and on policy-framing. In his book *Interest and Prices*, Knut Wicksell (1898, 1936) suggested that price level stabilization should be the proper goal of central bank policy. Prior to World War I, Wicksell and Davidson debated the appropriate “norm”, or as we would now say, “rule”, for monetary policy in an exchange in *Ekonomisk Tidskrift*.⁴ Davidson presented his own rule, proposing that prices should fall in inverse proportion to productivity.⁵

As a result of the sharp fluctuations in the Swedish price level during World War I and briefly after the war, public discussion of the policy of the Riksbank turned exceedingly vigorous prior to the re-establishment of the gold standard in the first half of the 1920s.⁶ Wicksell published numerous articles in daily newspapers dealing with the policy of the

⁴ The term “rule” is used consistently as a synonym for “norm” in this paper in accordance with the present use of the concept of rules in the debate on monetary policy.

⁵ See Selgin (1995) for a summary of the debate between Davidson and Wicksell on the proper rule.

⁶ The most comprehensive account of this debate is given by Östlind (1945). See also Heckscher (1930) and Thomas (1936) for summaries in English.

Riksbank, price level stabilization and the causes of fluctuations in prices.⁷ Cassel, Davidson and Heckscher took part in this lively exchange as well. Other economists made their opinions known through newspaper articles.⁸ After the return to gold in 1924, economists remained diligent writers on monetary issues. In the 1920s, most notably, Erik Lindahl prepared two important contributions about the goals and instruments of monetary policy, supporting Davidsons's rule.⁹

Because of this exchange of ideas on monetary policy, to which the economists as well as representatives from the Riksbank and business contributed, the Swedish public became acquainted with the choice of monetary rules for a paper standard.¹⁰ An American observer noted that the Swedish public became "price-level minded" due to the journalistic activity of the economists.¹¹

When price stabilization was made the official goal of monetary policy at the end of September 1931, the management of the Riksbank wanted to obtain information about the conduct of monetary policy under a "free" or "independent" standard, as economists termed the new floating exchange rate regime. At the suggestion of Ivar Rooth, the governor of the Riksbank, the Board of Directors of the Riksbank decided at a meeting on October 8, 1931:¹²

to ask each of professors David Davidson, Gustav Cassel and Eli Heckscher to inform the Board in a short report about their views on the proper guidelines for the development of

⁷ In addition, Wicksell left a number of unpublished manuscripts on Swedish monetary policy. More than 20 of these manuscripts are published in Jonung et al (2001). In all these texts, Wicksell built upon the analysis in his *Interest and Prices*.

⁸ The tradition of Swedish economists participating in public debate is described by Carlson and Jonung (2006) based on the writings of Knut Wicksell, Gustav Cassel, Eli Heckscher, Gunnar Myrdal and Bertil Ohlin.

⁹ See Lindahl (1929, 1930).

¹⁰ See Fregert (1993) for a summary of the Swedish debate on the rules for monetary policy.

¹¹ Lester (1939, p. 266).

¹² This request was preceded by consultations between Ivar Rooth and Eli Heckscher, judging from Heckscher's correspondence. Much evidence suggests that Heckscher designed the questionnaire. Heckscher was very active as advisor to the government and the Riksbank in the fall of 1931. See Landberg (2012).

the Swedish monetary system.

The Board turned to the three professors for several reasons. They were at that time the most prominent monetary economists in Sweden.¹³ They were well-known to the Riksbank and the public as they had all actively participated in the monetary debate for many years. Cassel and Heckscher had been in frequent contact with the government and with Ivar Rooth in September 1931.¹⁴

The next day, October 9, the Riksbank mailed a set of questions to the three economists, displayed in Table 2. The questions focused on three main issues: the proper goal of Swedish monetary policy, the instruments available to the Riksbank, and other monetary matters they considered important. Most of the questions, that is I.A, I.B, I.C and I.D, concerned a fixed exchange rate for the *krona*. Questions I.E and I.F asked about the policy of the Riksbank under a paper standard.

2. The reports by the three economists

Less than two weeks later, the Riksbank received the replies to the questionnaire. As Heckscher offered the longest response, let us turn to him first. The appendix gives full versions of the reports in Swedish. Table 3 gives a condensed summary of the views of Heckscher, Cassel and Davidson.

2.1. The report by Eli Heckscher

In the introductory note to his “Guidelines for the development of the Swedish monetary system”, Heckscher declared that the present monetary situation was so complex that a report as short as his could only identify a large number of problems in need of solution. In his opinion, he was not able to provide any acceptable and well supported answers, only preliminary ones, to the questions raised by the Riksbank.

¹³ See Table 1 for a brief presentation of the three professors.

¹⁴ According to his autobiography, Cassel (1941, p. 285) drafted the monetary program of September 1931. However, it cannot be ruled out that Heckscher also influenced the framing of the declaration.

In his answer to the first question, that is question I.A, concerning the appropriate timing for tying the *krona* to the monetary conditions of other countries, Heckscher stated that it was desirable to tie the *krona* to an international monetary standard, based on either gold or on a foreign currency, as soon as the international monetary system was satisfactorily organized. A well-managed international standard had considerable practical advantages compared to an independent paper standard in a world of strong economic connections between countries, although a “free standard” had certain theoretical advantages.

Heckscher feared, however, that the outlook for a well-functioning international monetary system was bleak. It would require support from major countries. The political and economic views among these diverged too much for the moment, precluding guarantees for a stable international solution.

Concerning question I.B, Heckscher believed that it would probably take a considerable time before a lasting international currency system could be established. Thus, tying the *krona* to a particular foreign currency had to be considered. The main candidates were the British pound, as Britain was Sweden's largest market for exports, or the German mark, as a major share of Sweden's imports originated from Germany. Still, both countries represented such a small part of Sweden's total exports and imports that the gains from such a policy would be modest, at least as long as England and Germany did not belong to the same monetary system.

At any rate, the economic problems of Germany ruled out any serious plan of pegging the *krona* to the German *mark*.¹⁵ According to Heckscher, the possibility of tying the *krona* to the pound should be seriously considered only if Britain found a proper solution to its monetary problems, acceptable to other countries, and if the international monetary system remained in disarray.¹⁶

¹⁵ Germany had experienced a banking crisis in the summer of 1931 and had tightened exchange controls.

¹⁶ On this point Heckscher was foreshadowing actual events: in 1933 the Riksbank pegged the *krona* to the pound and held the rate fixed until 1939, while no international monetary order was restored in the 1930s similar to the stability demonstrated by the pre-1914 gold standard.

In reply to question I.C and I.D regarding the basic conditions for a return of the *krona* to an international monetary system or a foreign currency, Heckscher viewed it as self-evident that Sweden should join an international standard, in case it was established, at the going exchange rate of the *krona*. No attempts should be made to return at any other parity by way of deflation or inflation of Swedish prices, nor should the return be postponed because parity had not been restored.

The financial disorganization of the world economy was so great that the old gold parity was not worth "any effort". This applied even more to the prospect of returning to an old parity with any foreign currency. Heckscher did not say so, but it is reasonable to conclude that his recommendation was based on the experience of Sweden's return to the gold standard in the early 1920s. At that time the deflationary policy of the Riksbank, aimed at raising the gold value of the *krona* to the pre-1914 parity after the war-time inflation, caused pervasive unemployment, a large reduction in the output of Swedish industry and widespread social unrest.¹⁷

Heckscher then turned to questions I.E and I.F, concerning the proper rule of the policy of the Riksbank under the new paper standard and the appropriate choice of price index as a guide for the Riksbank. He stated that there was general agreement that a stable purchasing power of money was the best goal for monetary policy, although there were conflicting views concerning which prices ought to be stabilized.

According to Heckscher, the monetary program of a stable domestic price level implied in "a negative sense" that a fixed exchange rate of the *krona* should not be a goal for the Riksbank.

¹⁷ After the inflation of World War I, Heckscher was one of the strongest advocates of a return of the Swedish currency to its prewar gold parity. In the discussion of Sweden's monetary policy at *Nationalekonomiska Föreningen* on November 26, 1931, that is a few weeks after he answered the questionnaire of the Riksbank, Heckscher explained why he now was suggesting, in case the *krona* was tied to gold again, that the return should not be made at the old gold parity. The deflation in the early 1920s had to some extent corrected for the distributional effects of the preceding war-time inflation. However, a deflation in 1931 to pave the way for a return to gold at the old parity would have no positive effects on the distribution of wealth and income. Rather, it would aggravate the situation for many groups that already were suffering from the recent deflation. Heckscher (1931a, p. 164). The learning of the economists from the experience of the deflation of the early 1920s is analyzed in Fregert and Jonung (2004).

Exchange rate stabilization was incompatible with the monetary program and should thus be rejected. However, the Swedish currency was not yet completely disconnected from gold. Though not required by law to redeem its notes in gold on demand, the Riksbank was still required by law to buy any gold presented to it at a set rate. If a strong international inflation were to take place, and this possibility could not be ruled out in the present unstable situation, the *krona* could appreciate beyond its old gold parity, causing an inflow of gold and thus raising prices in Sweden.

The *krona* was thus permitted by the decision of September 27 to depreciate but not to appreciate relative to gold. Heckscher's argument on this point was influenced by the monetary events of World War I, when the gold price of the Swedish *krona* rose above its pre-war gold parity. This price difference gave rise to an inflow of gold that contributed to Swedish inflation during the war.

Heckscher pinpointed the paragraphs in the currency law (*myntlagen*) and the law of the Riksbank (*riksbankslagen*) that should immediately be changed. He suggested that the last traces of the Scandinavian Currency Union should eventually be removed, specifically the legal tender status of Scandinavian gold coins.¹⁸ Such statutory changes would have the additional benefit of fostering public confidence in the determination of the Swedish authorities to implement the new monetary program.

The reserve requirements regulating the note issue of the Riksbank should also be revised, specifically the rule stating that a given fraction of the note issue should be held in gold. At the end of the third quarter of 1931, the headroom for monetary policy afforded by unused right to issue notes was too small, according to Heckscher, representing only nine percent of the total volume of Riksbank notes in circulation. There was a serious threat that the Riksbank would be tempted to base its policy on the size of the volume of the unused right to issue notes rather than on the purchasing power of the Swedish currency. In his opinion,

¹⁸ The Scandinavian Currency Union was established in the 1870s when Denmark, Sweden and Norway adopted the gold standard and a common currency unit, the *krona*. The Union disintegrated gradually during World War I. See Jonung (2007) and Ögren and Trautwein (2022) for surveys of the workings of the Union.

this risk was so great that the reserve requirements should be revised as soon as possible.

According to Heckscher, the most important problem concerning monetary policy under a paper standard was the behavior of the price level. Confessing his inability of analyzing this issue in depth, he recommended the Riksbank to ask a well-trained economist to make a thorough study.

Heckscher then raised four questions concerning price level stabilization which he regarded as most urgent.

First, which period should be chosen as the base for the program of price stabilization? Heckscher settled for the average price level in the third quarter of 1931. He argued that a return to the price level of 1928-29, before the fall in prices, was not to be recommended for two reasons. First, the inflation required for such a purpose might create requests for higher nominal wages, perhaps giving rise to increasing real wages. Second, and most important, it was extremely difficult to manage a free (that is, floating) currency when prices were rising, since rising prices were likely to cause speculation that is expectations of rising prices. Heckscher referred to the experience of the inflation of World War I as evidence of the damaging effects of speculation. He feared that speculation would even prevent the Riksbank from controlling the purchasing: power of money.

Second, which prices should be stabilized? Heckscher's choice was the price level of goods domestically produced. As a matter of principle, the Riksbank could stabilize an average price level consisting of exports, imports, and non-tradable domestic goods. However, in the prevailing situation this would be to ask too much of monetary policy, as the standard tools of the Riksbank were not precise instruments (*precisionsinstrument*).

Here Heckscher briefly considered the international transmission of cyclical fluctuations, noting that this was an enormously complicated issue. Still, he thought that the Swedish economy would be more independent from the international business cycle under a paper standard than under an arrangement as a member of an international monetary order.

Third, should monetary policy aim at changing the relationship between various price indices, particularly between the wholesale price index and the cost-of-living index? This question was inspired by the divergence between the wholesale price index and the costing of living index that emerged during the period 1928-1931 (see Figure 2).

Heckscher answered in the negative. As monetary policy could not do anything in this field, the Riksbank should set all prices equal to 100 at the time immediately preceding the adoption of the paper standard and ignore any disparate movements of individual indices in the past. This recommendation did not mean that the present relationship between the cost-of-living and the wholesale prices was the desirable or the proper one, only that it was not the task of monetary policy to make such adjustments.

Fourth and finally, which should be the future behavior of the price level, once it was set at 100 at the introduction of the paper standard? Heckscher thought that this was the key issue of monetary policy under a paper standard (*fri valuta*) but it was impossible for him to consider the problem in his report.

Heckscher favored the rule first developed by “professor Davidson and later in more depth by docent Erik Lindahl” of a price level varying inversely with the growth in productivity. This rule has the greatest chance to prevent disturbances in the world of business (*näringslivet*). However, this problem was so complicated that the Riksbank should seek the advice of those who had studied it in great detail. As a matter of fact, a program of this kind required that the index of wholesale prices should be closely monitored, since it tends to change far in advance of retail prices, thus informing the management of the Riksbank at an early stage about movements in retail prices. Retail prices would then show to what extent the policy measures taken had accomplished the intended effects.

Here Heckscher argued that movements in wholesale prices should be used for making forecasts for directing monetary policy and that the fluctuations in retail prices should be adopted as a measure of the actual effects of monetary policy, a "verification".

Heckscher stressed that the Riksbank should make use of all sorts of price indices, not just one. He strongly recommended the Riksbank to employ a young researcher (*yngre forskare*) with the task of assisting the Riksbank with advice and help. This expert should comment on the price data collected, making the analysis available to the management of the Riksbank and to the general public as well. In this way, any tendency to “exaggeration” of the current state of affairs would be dampened.

The next section of Heckscher's report discussed whether any constitutional guarantees (*konstitutionella garantier*) should be adopted in support for the paper standard similar to those once included in the Swedish constitution (*grundlag*) and general law (*allmän lag*) pertaining to the gold standard. He was pessimistic about the feasibility of such legal guarantees, since the paper standard lacked those simple points of reference (*hållpunkter*) of the gold standard that made it easy to see if the rules of the system were followed. Still, Heckscher was of the opinion that attempts ought to be made to anchor the paper standard in legislation, suggesting that in due time it would be possible to find better points of references for the paper standard than those presently available.

One approach would be to legally require the central bank to maintain a stable price level. However, this approach was probably dangerous. It would give a constitutional status to the weights of a given price index, which would not adjust to the continuous changes that occur in the economy. One specific price index was, in any case, an inadequate point of reference for monetary policy. At best, the law could prescribe some maximum allowance for the deviations around a fixed level of a price index or of a combination of price indices. However, at this juncture no legal regulations should be introduced. Heckscher hoped that the Riksbank would be capable of managing a considerably more flexible system in due time.

At any rate, the Swedish authorities should publicly declare their firm commitment to the principles of the new monetary system, and preferably also state explicitly that the foreign value of the *krona* and the volume of notes in circulation would not be related to the

monetary program. Apparently, he viewed such announcements as a substitute for legislation forcing the Riksbank to adhere to the monetary program.

Heckscher also dealt with the problem of fluctuating exchange rates under a paper standard, one of the major drawbacks of a free currency according to him. He suggested two ways of smoothing out such disturbances. The Riksbank could minimize day-to-day fluctuations by means of intervention in the foreign exchange market. There was, however, an inherent difficulty in such a policy, namely that of distinguishing temporary deviations from permanent ones. As the external value of the *krona* had exhibited unexpectedly small fluctuations so far, it seemed reasonable that the Riksbank should not intervene, at least not for the time being.

Alternatively, the Riksbank could leave it to the market. How could the export sector be protected from long-run changes in exchange rates, which the Riksbank was not able to or did not want to offset? Heckscher believed that the commercial banks would in due time offer companies in the export sector guarantees against the impact of fluctuations in exchange rates. Such a system would be beneficial to business and make business more favorably disposed to the present monetary system. Clearly, Heckscher was here referring to the gradual development of hedging.¹⁹

Concerning question II, about the appropriate monetary instruments under a paper standard, Heckscher pointed out that the instruments under price level targeting were in principle the same as under a gold standard. However, he was afraid that speculation would turn out to be a destabilizing force under current circumstances.

Under the gold standard, a deviation from gold parity generally released equilibrating speculation that contributed to a return to the parity rate. Under a paper standard, such a tendency should not be counted on. On the contrary, speculation reinforcing the movement

¹⁹ Later in 1931, Heckscher published a book extending his answers to the Riksbank. Here he discussed the creation of a “forward market”, the English term used by him, for foreign currencies similar to his arguments in his report to the Riksbank. See Heckscher (1931b, p. 113).

away from parity was most likely. Heckscher saw no remedy for this. However, firm and clear announcements by the authorities might create general confidence in the monetary policy pursued. After first claiming that he was not an expert on the instruments of monetary policy, he recommended chiefly the use of discount policy, while under exceptional circumstances the Riksbank could also use credit restrictions and accept interest-bearing deposits with the Riksbank.

Emphasizing for the last time that he regarded his report as insufficient, Heckscher summarized his conclusions in the following points:

- 1) The Swedish monetary system should not be tied to the gold standard or to any other international monetary standard in the absence of greater monetary stability. The return should be made as soon as an acceptable international monetary order was established and at the prevailing *krona* rate. No attempt to go back to any old parity should be made.
- 2) In the meantime, Sweden should establish and maintain an independent national currency policy determined by the conditions of its domestic economy. This required a number of changes in the laws pertaining to the old gold standard.
- 3) Domestic price stability should be the foundation of the Swedish monetary system. The price level of the third quarter of 1931 should be the basis for this program aiming at an unchanged price level of domestically produced goods. The Riksbank should study the behavior of prices in all sectors of the economy. Special attention should be given to the wholesale price level such that it could be adjusted in inverse proportion to the growth in productivity.
- 4) The Government (*konungen*) and the Parliament (*Riksdag*) should explicitly express adherence to the new monetary program.
- 5) No attempts should be made presently to smooth out short-run fluctuations in the exchange rate of the *krona*. A system of hedging against the effects of long-run changes

would hopefully emerge.

- 6) The instruments available to the Riksbank are the same as those used under the gold standard. However, due to the specific difficulties associated with the paper standard, it is more important than usual that the authorities clarify the principles of monetary policy and create confidence regarding its implementation.

In summary, Heckscher presented a balanced report, strongly influenced by his appraisal of Swedish monetary experience during World War I and the 1920s. His style was modest and his recommendations were commonly surrounded by qualifications. He showed considerable uncertainty about the future workings of Sweden's newly adopted paper standard, and feared that speculation, that is destabilizing expectations, would pose an insurmountable obstacle. His frequently voiced pleas for public announcements, and declarations in support of the program should be seen in the light of this concern.

2.2. The report by Gustav Cassel

Cassel was more assertive and less modest than Heckscher, sometimes writing in the first person, and referring in a few cases to the advice he had already given elsewhere. His report is considerably shorter than Heckscher's, thus dealing with a smaller number of issues. It focuses on the causes of the fall of the gold standard and on the future of the international monetary system, issues that Cassel discussed in detail in his many contributions in the 1920s and returned to in the 1930s.²⁰ Cassel stressed repeatedly that the main advantage of leaving gold was that Sweden avoided most of the devastating international deflation.

Cassel observed first that he had advocated a policy of maintaining an unchanged domestic purchasing power of the *krona* before the fall of the Swedish gold standard. He added that the government had adopted such a program, and that the Riksbank also appeared to have followed it since September 28. Specifically, the Riksbank seemed to have been successful in preventing an expected increase in the price level by raising the discount rate sharply when

²⁰ On Cassel's criticism of the performance of the gold standard in the interwar period, see Irwin (2014) as well as Cassel (1932a) and Cassel (1936).

Sweden left gold and went on paper.²¹

Under prevailing circumstances, before the future state of the international monetary system was known, Cassel argued that Sweden must have an independently managed paper standard and that there could hardly be any other rule for this standard than the stabilization of the domestic purchasing power of the *krona*.

According to him, this goal had to be determined by a quantitative measure of the purchasing power of the *krona*. The choice at this moment was between stabilizing either wholesale prices or of the cost of living. However, Cassel believed that the "normal equilibrium" between these two price indices did not exist at present because the cost of living had not fallen as much as wholesale prices. The wholesale price index had declined by 25.6 per cent from the average level of 1928 to July 1931, while the cost-of-living index had declined by only 8.7 per cent in the same period.²²

This abnormal situation should first be resolved to establish equilibrium in the Swedish economy. In Cassel's opinion, these two series had to converge before any stabilization could take place. A slight rise in wholesale prices was the best way to accomplish this, given that lowering of the cost of living would imply a substantial reduction in nominal wage rates and subsequent social unrest.

Cassel argued that the public would be favorable toward stabilizing the cost of living at the level prevailing in mid-1931. Most important, it would not cause any changes in the real value of existing nominal wage rates. Since the cost-of-living index was based on the consumption of a working-class family, he suggested that a "broader" measure of the purchasing power of the *krona* than the cost-of-living index should be constructed in the future, preferably computed on a weekly basis. This index should cover all commodities and services (*nyttighetsmängd*) bought by Swedish households. The Riksbank should adopt this general index as a guide for its policy, paying attention to indices for separate groups of

²¹ The Riksbank raised the discount rate from 6 to 8 per cent on September 27. Earlier in 1931 it had already raised the rate several times.

²² See Figure 1.

goods only under special circumstances.

Cassel concluded that stabilizing the domestic purchasing power of the *krona* would make Sweden independent of the "irrational and completely unpredictable forces presently determining the changes in the value of gold". Movements in the gold value of the *krona* and thus in the foreign exchange rates of the *krona* could be accepted with "complete calm". He stated that the great advantage of the paper standard was that Sweden became isolated from the "destructive" deflation taking place in those countries still on gold. This ability of the paper standard to prevent the world deflation from spreading to Sweden should be regarded as the main reason why Sweden left the gold standard.

According to Cassel, Sweden's return to an international monetary system should depend on whether such a system was sufficiently stable. When analyzing this question, it was important to understand the causes of the breakdown of the classical gold standard. Consequently, his report described how the gold standard was supposed to work according to the classical theory of the gold flow mechanism: if a country received an inflow of gold, its domestic money stock (*inre betalningsmedelsförsörjning*) expanded, prices rose, imports increased, exports declined and an outflow of gold took place, lowering the price level and re-establishing equilibrium.

In the 1920s, some countries, notably the United States and France, broke the rules of the international gold standard by increasing their gold holdings without simultaneously expanding their domestic supplies of means of exchange, thus avoiding the inflation that otherwise would have occurred. The rest of the world had been left with "too little" gold, a rising price of gold and deflationary pressure on their price levels. The outcome of this process was ultimately the abandonment of the gold standard in a number of countries, first in Australia, Latin America, Canada, then in Austria and Germany and most recently in Great Britain and in the Scandinavian countries.

Cassel did not expect a rapid return to an international gold standard. A necessary prerequisite for the efficient working of such a standard was a "thorough and intelligent

international cooperation" which could take many years to realize. Under present circumstances, with large fluctuations in the value of gold, Cassel saw no other way for Sweden but to adhere to its monetary program and to maintain a paper standard, avoiding tying the *krona* to gold again. Sweden might cooperate with countries having independent standards, specifically with Great Britain. Only if England decided to stabilize the purchasing power of its currency, would it be proper to tie the *krona* to the pound. Otherwise, the *krona* should be freely floating.

Due to the extreme uncertainty about the future organization of the international monetary system, Cassel felt he could not give a detailed answer to questions I.A, I.B, I.C, and I.D. Instead, he suggested a wait-and-see strategy, where Sweden in the meantime carried out an independent stabilization policy based on domestic price stabilization.

Turning to question II, Cassel recommended that the Riksbank be given sufficient freedom of action to implement the program of price stabilization. Specifically, he suggested abolishing legal restrictions on the note issue of the Riksbank related to the backing of its notes by gold. Such restrictions were generally of no use for monetary policy; rather, they could easily cause grave damages as recent events had confirmed. He referred to his article in the October issue of the *Quarterly Review of Skandinaviska Kreditaktiebolaget*, pleading for an immediate international agreement to abolish all legal reserve requirements for central bank note issues.²³

Cassel advised the Riksbank to stand ready to supply as many notes as demanded by the public, pointing at the prevailing tendency of hoarding of notes in several countries. According to Cassel, the best way to counter such a development was by expanding the note issue freely and by official declarations that any increase in the demand for notes would be satisfied. The Riksbank should not fear that a run would cause inflation. Prices would increase only if the growth in the note issue led to a rise in active purchasing power (*aktiv köpkraft*), and not merely to hoarding. An expansion in the volume of notes due to hoarding should thus be accepted. It would have no effect on the purchasing power of the *krona*.

²³ Cassel (1931).

Nothing could be worse than having the public believe that the Riksbank was not able to put enough notes in circulation.

Here Cassel was discussing the convertibility of commercial bank deposits into Riksbank notes, that is the liquidity of the commercial banking system. In other words, he feared a run (*rusning*) on Swedish banks where the public tried to withdraw deposits on a massive scale, converting them to Riksbank notes. His advice implied that the Riksbank must furnish, through rediscounts or loans, the volume of notes demanded by the banking system and ultimately by the public.

Actual events in Sweden revealed that Cassel's fear of bank runs was exaggerated. The Swedish currency-to-money ratio remained constant during the early 1930s.²⁴ It is likely that Cassel had in mind the hoarding of Riksbank notes that followed the outbreak of war in August 1914, when Sweden left the gold standard. He may have expected a similar development in the autumn of 1931 after the introduction of the paper standard.²⁵

Finally, in reply to question III, Cassel declined to give an answer, concluding that the authorities should closely follow international monetary developments and be ready to revise Swedish monetary policy in response to changing circumstances.

2.3. The report by David Davidson

Davidson presented two reports. The first, "The Fight over Gold" (*Striden om guld*), explained why the international gold standard system had disintegrated. Davidson claimed that since the early 1920s the Federal Reserve System had managed successfully to cut the connection between gold flows and U.S. prices by conducting offsetting open market operations. Through such a sterilization policy, gold flows in and out of the United States had not been allowed to influence the American money stock (*mängden av allmänna betalningsmedel*).

²⁴ The ratio increased from an annual average of 11.9 percent in 1930 to 12.0 per cent in 1933.

²⁵ Cassel (1917, pp. 34-45) analyzed in detail the hoarding of notes in 1914-1915.

This policy created few problems as long as other countries expressed a limited demand for gold within a well-functioning gold standard arrangement. However, since the French return to gold, France had been buying gold, steadily increasing its share of the world monetary gold stock from 8 per cent at the end of 1926 to 22 per cent in early October 1931. Holland, Belgium, and Switzerland had recently followed suit, also expanding their gold holdings significantly.

This fight over gold, running counter to the ideals of the gold standard system, had resulted in a rising value of gold and a falling price level in countries on gold. Now, there was even a remote chance that the French demand for gold might force the United States to leave the gold standard. However, Davidson believed that this would hardly be the case because most countries were interested in maintaining a sound (*sunt*) gold standard order, irrespective of whether they were on gold or not at present.

The short report on the fight over gold should be viewed as an introduction to Davidson's main report, entitled "On the desirable guidelines for the development of the Swedish monetary system".

Davidson stated that Sweden was fortunate in having left the gold standard; otherwise the economic outlook would have been still worse. Turning to the questions on the future monetary standard of Sweden, Davidson declared that the re-establishment of a well-functioning gold standard system would be most desirable. However, at this stage Davidson could not say if and when such a return should be made. He was actually quite pessimistic, doubting that an international gold standard system would ever function in a normal way again after recent international disturbances.

In reply to questions I.C and I.D, Davidson was of the opinion that earlier experience made it clear that Sweden ought to go back on gold at the existing *krona* exchange rate in case the gold standard was re-established, and to do this at once, in one permanent step in order to avoid speculation. Davidson probably had in mind the negative effects on production and employment of the Swedish deflation of the early 1920s, necessary to bring back the *krona* to

its pre-war gold parity, and the long period before the gold standard was legally re-introduced while it was *de facto* maintained.

Concerning question II, Davidson felt that the Riksbank did not need any new instruments. However, speculation could be a major threat in case of a return to gold and shortly thereafter. Large foreign reserves should be obtained as an effective method of preventing speculation.

Finally, Davidson gave no specific reply to question III, referring to his answer to question I.A, and stating that a thorough and yet unknown reorganization of the gold standard system was probably needed before equilibrium could be re-established within this arrangement. Davidson was convinced that a return to a fixed rate would take a long time. In the meantime, Sweden had the choice of a monetary system in which the *krona* was either a completely independent currency or was pegged either to the British pound or to the other Scandinavian currencies.

The idea of pegging the *krona* to the pound was rejected by Davidson with the argument that England had returned to gold in 1925 at the prewar rate without first carrying through a sufficient deflation of British prices. The British price level should have been lower by at least ten per cent, according to him. Domestic economic and financial concerns prevented such an operation. Because of this "incorrect" conduct of British monetary policy, with the British refusing to follow the rules of the gold standard, Sweden ought to avoid tying the *krona* to the pound.

Davidson did not present any further arguments for his advice; rather, the faulty British policy in the past should be reason enough for the Riksbank to refrain from engaging in British-Swedish monetary cooperation. The experience with the Scandinavian Currency Union during World War I did not make a case for renewed cooperation with Denmark and Norway either. His conclusion was that the *krona* ought to remain a "completely free currency", that is a paper standard.

Next, Davidson considered the appropriate rules (*principer*) for such a free currency. He discussed two competing monetary rules in reply to question I.E: first, a stable general price level, and second, "normal conditions within the business world in a broad sense".

A stable price level has the advantage of being simple and easy to follow, although it was not the correct guideline for monetary policy in his opinion. The second rule, however, aims "at something very indeterminate but this lack of exactness can probably not be avoided". Davidson made no attempt to clarify how the Riksbank should make this rule operational. He stated that a considerable stability of prices was required to establish "normal conditions" and recommended the Riksbank to investigate the causes of changes in prices, because movements in prices have a different significance under the second rule than under the first one.

Unfortunately, Davidson was not explicit when discussing his second rule for monetary policy. On basis of his prior writings in monetary economics and his objections to Knut Wicksell's rule of price stabilization, it is possible that Davidson was referring to the rule associated with his name; the price level should move in inverse proportion to changes in productivity. The suggestion that the causes of fluctuations in prices should be studied rested on his theory of changes in the price level, where he made a distinction between two types of inflation, commodity inflation (*varuinflation*) and monetary inflation. A commodity inflation was caused by a shortage of goods. This, according to him, was a major explanation for Sweden's inflation during World War I. Monetary inflation, on the other hand, was due to changes in the money stock or in the velocity of money.

The choice of monetary policy instruments should depend on the causes of the changes in prices. Judging from his writings, he appears convinced that the Riksbank was able to prevent monetary inflation but not commodity inflation.²⁶ This interpretation is supported by the views on monetary policy that Davidson presented in earlier articles and comments, although

²⁶ On this point see Uhr (1975, chapter 8). See Davidson (1923) for an account of his theory of inflation applied in an empirical investigation of the movements in the Swedish price level during and after World War I.

he was often vague and cryptic in those as well.²⁷

In reply to question I.F concerning the proper choice of price index to be used by the Riksbank, Davidson suggested that "due attention" be given to every kind of index since so little was presently known about this issue. He advised the Riksbank to explain in great detail how its price data was going to be compiled and constructed because such knowledge would facilitate an analysis of actual price movements. The Riksbank ought to use its price data for two purposes: to measure the impact of monetary policy and, less importantly, to obtain information about future developments. Davidson suggested also that collecting data on prices would be as important under a future gold standard as under the present paper standard.

In Davidson's view, question I.E, concerning the conduct of monetary policy under a paper standard, was the most difficult one. According to him, Sweden lacked any recent experience of such a policy to provide guidance for the Riksbank. He explicitly rejected the view that monetary events during World War I had much relevance for the present situation. Here he was clearly at variance with Cassel and Heckscher. Davidson emphasized his own interpretation of the upward movements of prices in the war years of 1914-18 as primarily being due to a shortage of goods (*varubrist*). The rising price level at that time was not a case of inflation. However, in the fall of 1931 there was no shortage of commodities; on the contrary, the opposite was the case. Thus, there was not much to be learned from the past policy of the Riksbank.

Referring to the means of monetary policy, Davidson was of the opinion that the present paper standard did not require any extension in the number of the instruments available to the Riksbank. However, the tools used by the Federal Reserve System in the 1920s should be studied, specifically some of the techniques adopted besides changes in the discount rate. He thought such measures well worth trying in Sweden. Davidson did not mention which techniques he meant, but he probably had in mind the use of open market operations to offset

²⁷ Davidson was known for expressing himself unclearly. See for example the comment by Dag Hammarskjöld (1955, p. 146) that he "must make a reservation concerning the possibility of misinterpretations of, in particular Davidson's ideas, which are often difficult to follow".

undesired effects of balance-of-payments developments, judging from his discussion of U.S. monetary policy and from the fact that the Riksbank was not familiar with open market operations at that time.

Finally, Davidson argued that the policy of the Riksbank under the new paper standard should be similar to the policy of the Federal Reserve System in the 1920s. Actually, he suggested that the Riksbank, confronted with an entirely new and difficult monetary situation, should study the *Federal Reserve Bulletin* and the *Annual Report* of the Federal Reserve System to learn about monetary policy under a paper standard. He argued that the United States had *de facto* maintained a free currency because the Federal Reserve System had not followed the rules of the gold standard: gold flows to and from the United States had been offset by discretionary actions. The Federal Reserve System had controlled the money stock and the velocity of money guided by prices and exchange rates. The U.S. experience should thus give the Riksbank useful information concerning the conduct of monetary policy under the new paper standard.

3. Summary of the reports

The reports of the three economists reflect their monetary thinking, their approach to the analysis of monetary policy issues and their style of writing. Someone familiar with their earlier work reading the three reports would probably be able to identify them from a “blind” reading. Heckscher has a cautious and searching attitude, trying different arguments before arriving at any conclusion. He stresses the need for more research on various issues. His narrative, rich in detail and reflections, makes frequent references to earlier Swedish monetary history in support for his arguments. Cassel, on the other hand, presents a short and concise report. True to his style, he appears often uncompromising and self-assured. Davidson, finally, has neither the caution of Heckscher, nor the clarity of Cassel. His thinking is sometimes difficult to follow.

These differences in style should not obscure the fact that the three economists held

common views on practically every important issue raised by the Riksbank. There are impressive commonalities in their recommendations.²⁸ Sweden should maintain a free currency, that is, a paper standard, as long as the world monetary system remained disorganized. There should be a rapid and immediate return at the prevailing exchange rate to a gold standard or to an international monetary system once international monetary stability has been restored. No attempts to go back to a pre-crisis parity through deflation or inflation of the domestic price level should be made. The rule of monetary policy under the free standard should be the stabilization of the price level. The Riksbank should be able to regulate the domestic price level with available instruments, primarily using its discount rate. They were cautious in their opinions about the actual workings of the paper standard, stressing that price level stabilization was a new rule for monetary policy. (See also the summary of their recommendations in Table 3.)

Some minor differences in opinion emerge among the three professors. It is likely that the dispersion of views would have been wider if Cassel and Davidson had delivered reports as long and detailed as Heckscher's. Three areas of conflicting recommendations are evident from the description above.

One concerns the operational definition of price stability. Heckscher suggested that the Riksbank should make the level of wholesale prices vary in inverse proportion to productivity, that is, he proposed the rule of Davidson and Lindahl. Cassel and Davidson, on the other hand, preferred a stable price level as the goal of monetary policy, although Davidson did not believe this was the correct guideline. He was willing, however, to accept it under present circumstances. It is surprising that Davidson did not advocate more explicitly the adoption of the monetary rule associated with his name. He did not even mention it unless his proposal that the Riksbank should choose the rule of fostering "normal conditions in the economy" is interpreted as a cover for his rule.

²⁸ Swedish economists held in the fall of 1931 roughly the same views about the proper conduct of Swedish monetary policy. This is seen from the discussion documented in the *Nationalekonomiska Föreningen*. However, as the depression became deeper, divergent views gradually emerged concerning the role of monetary and fiscal policy in the 1930s. See Jonung (1979b) and the contributions in Jonung (1991).

A second clear difference in advice is found between Heckscher's recommendation that the Riksbank should stabilize the price level at the existing structure of prices and Cassel's argument that the wholesale price index should first be raised, closing the "gap" between wholesale prices and the cost of living that had developed 1928-31, before the Riksbank started to stabilize prices. Davidson did not discuss this issue at all.

Last, both Heckscher and Cassel envisaged pegging the *krona* to the pound, while Davidson ruled out any Swedish-English monetary linkage. Still, these points of divergence are secondary compared to the solid consensus on the major issues dealt with.

The analysis and recommendations emphasized the importance of monetary factors and the potential of monetary policy. Cassel and Davidson argued that the crisis in the international exchange rate system of the early 1930s was caused by monetary developments, more specifically by the refusal of France and the United States to play according to the rules of the gold standard. They also believed that the Riksbank had the ability to regulate the domestic price level with available instruments, in this way protecting Sweden from international disturbances.

It is worth considering some policy issues that were *not* present in the three reports. First, while Heckscher, Cassel and Davidson thought that the Riksbank could control the domestic price level, none of them considered any time lags involved in this process.²⁹ From Cassel's recommendation that data on prices should be collected on a weekly basis, one may infer that he believed in a very close and direct link between the Riksbank's measures and the price level. This is an impression given in several analyses by Swedish economists writing at that time, in particular by Erik Lindahl. He once said, with a much self-irony, that he was ready to propose a change in monetary policy if the second decimal in the price index of the Riksbank had changed.³⁰

²⁹ The issue of time lags in stabilization policy apparently emerged in Sweden with the theories of fiscal policy developed by the members of the Stockholm School in the 1930s.

³⁰ On this story, part of the oral tradition of Swedish economics in the 1930s, see Jonung (1979b).

Second, the three economists did not consider the use of a tolerance band around the price level to be held constant by the Riksbank. This is a bit surprising, since Lindahl (1929) had explicitly proposed the use of such a band. It would allow for minor fluctuations around the price level. The neglect here might be related to a strong belief that the Riksbank could control the price level with high accuracy, thus the use of a tolerance band did not emerge as a policy issue in the reports of 1931. This disregard might also be due to ignorance of the three economists of the work of Lindahl.

Third, outside Sweden, bank runs and bank failures were striking features in the early 1930s, most prominently in Germany and the United States. Only Cassel considered a run on a commercial bank as a possibility, proposing that all legal restrictions on the note issue of the Riksbank should be abolished. Otherwise, no fear of bank failures or other type of financial risks was on the mind of the economists.

Fourth, the three professors did not discuss explicitly the proper relationship between the Riksbank and the government during the new monetary program, that is, central bank independence in modern parlance. The main reason was probably that the Riksbank was already fairly independent. It was owned by the Riksdag, thus the Riksdag was in control of the central bank. Rooth was in close contact with the government while being appointed by the representatives of the Riksdag. He was thus not an ordinary official within the government. Rather, he was a central banker with a considerable independence.

Fifth, the three economists did not discuss how the monetary program should be treated in the political process. In September 1932, Cassel discussed this issue in more detail in an op-ed in *Svenska Dagbladet*. Here he considered the role of the government, the parliament and the Riksbank in establishing the mandate for the new monetary program, an issue not dealt with in his report in October 1931. Cassel (1932b) started by saying that the gold standard might never return. But this should not imply that our monetary system should be based on “pure discretion” (*rena godtycket*).

If the duty of the Riksbank to exchange its notes to gold at a fixed price given by law is

abandoned, this rule must be replaced by another rule:

The Riksbank must be legally bound to maintain a specific monetary program and this program must be mandated through joint decisions by the government and the parliament. The government must take the initiative to develop such a program, submit a well-founded proposal to the parliament and get it approved. The task of the Riksbank must then be to carry out this program. Without doubt the Riksbank must be given maximum freedom in its choice of instruments but the program must be established by the Crown (*statsmakterna*). This program implies by necessity the choice of a firm rule for the stability of the value of the Swedish krona.

Finally, in his op-ed, Cassel complained that the government had failed in 1932 to anchor a monetary program in the proper way, instead allowing the Riksbank to decide at its discretion (*gottfinnande*) the destiny of the *krona*. This piece of analysis about one year after Sweden left the gold standard, although missing in Cassel's report to the Riksbank, has a distinctly modern approach.³¹ Cassel's proposed legislative procedure was finally embraced with the Riksbank law of 1998, when the Crown gave the Riksbank the explicit mandate to carry out inflation targeting. Such a legal move did not come about in the 1930s.

Sixth, the three economists did not consider the use of exchange controls, tariffs, and restrictions on the flow of trade, measures adopted in the 1930s by many countries. All had a liberal attitude towards free trade and commerce. In addition, none made any reference to fiscal policy measures or to any other government interventions except those legislative adjustments deemed necessary for the adoption of the paper standard. In the 1930s, younger economists like Gunnar Myrdal and Bertil Ohlin became ardent proponents of fiscal policy, while Cassel and Heckscher remained unconvinced.³² There is no mentioning of the problem of unemployment either, except for a fear that deflation might cause social unrest.³³ In short,

³¹ Cassel is here clearly dealing with the issue of rules versus discretion in monetary policy making. See Dellas and Tavlas (2022) for the evolution of the debate on rules versus discretion in monetary policy, although they are not aware of the Swedish debate in the 1930s.

³² See Jonung (1979b).

³³ In October 1931, the Swedish rate of unemployment remained at a low level. However, in

the three reports dealt purely with monetary issues.

To sum up, the reports demonstrate that the three economists shared the same approach to the questions raised by the Riksbank. This common view was due to the influence of Knut Wicksell. His work served as the basis for the adoption of price level targeting in 1931. Ohlin (1934) makes this point forcefully in an article on the monetary program of 1931 by titling it “Knut Wicksell. Father of the Swedish Monetary Experiment”. The lively discussion of monetary theory and of the monetary experience of Sweden in the first three decades of the 20th century contributed to the emergence of a unified body of Wicksellian thought among the three.³⁴

The fundamental and lasting impact of Wicksell on Swedish monetary thought is well demonstrated by the farewell lecture given by Heckscher in 1944, the year he retired from his chair in economics. Looking back on his 40 years as professor and as policy advisor, Heckscher (1944, p. 91) talked about Wicksell in the most praising way:

Almost all of us were more or less students of his in the sense that we probably all had learnt more from his works than from the works of any other Swedish scientist. Still, this was not the even his most important trait. It was his moral standing. He was a modest man, who did not rank his own results particularly high and was always ready to receive criticism of them. Above all else, he always expected something precious from others and listened as attentively to the youngest among his colleagues as to any top-ranking economist. Thus, in our small circuit his highly respected position was given.

4. The impact of the reports

1932 and 1933 unemployment emerged as a major social issue. The deepening of the depression caused a rift between the old generation of economists and the young one. Younger economists like Bertil Ohlin quickly became critical of price stabilization and suggested more reliance on fiscal measures. See for example Ohlin (1933) and Jonung (1979b).

³⁴ As pointed out by David Laidler in private correspondence, this is in contrast to the state of monetary analysis in the United States where no single authority held a position like Wicksell did in Sweden.

What was the impact of the recommendations of the three economists on Swedish monetary policy in the 1930s? Some developments suggest that the Riksbank was influenced by the reports. That the Riksbank asked for advice and prepared a questionnaire indicates that it was ready to listen to views from the outside. It received fairly similar advice by leading authorities on the issues discussed; thus these views could not easily be dismissed by the management of the Riksbank.

One way to answer the question about the effects of the reports is to examine the actual policy of the Riksbank in the 1930s. Was it in line with the recommendations proposed by the economists? This approach is open to the objection that it cannot be known to what extent the policy measures taken were due to the advice of the reports or to other influences. The management of the Riksbank was continuously seeing representatives from commercial banking, industry, the government, the Riksdag and from other foreign central banks expressing their views about the conduct of Sweden's monetary policy. In the 1930's, Rooth was also consulting with other economists than the three, most prominently with Lindahl.³⁵

The Riksbank took several actions in the 1930s that were consistent with the recommendations of the three economists. Most important, it began to compile and publish a consumer price index. This work started already in September 1931 when Sweden still was on gold. The government wanted to be informed by better statistics on the Swedish economy. The work was pushed forward vigorously after the fall of the gold standard. Dag Hammarskjöld was assigned the task of constructing a consumer price index on October 2 at a meeting where Rooth and Heckscher took part.³⁶ Erik Lindahl, professor in Gothenburg, was recruited to serve as Hammarskjöld's supervisor.³⁷

³⁵ Erik Lindahl was in frequent contact with Rooth in 1932 and onwards judging from the archive of Erik Lindahl at the University Library of Lund and from the Riksbank archive. A letter from Lindahl to Rooth dated April 6, 1932, illustrates this point. Lindahl sends Rooth a short memo on the monetary policy situation ending his letter: "As far as I understand, a small reduction in the policy rate is recommended."

³⁶ The next day Hammarskjöld presented his plans for collecting statistics on prices at a morning meeting at the Riksbank. In his diary, he noted that he was confronted by "a number of malevolent gentlemen". The Riksbank bureaucracy was not impressed by the new ideas coming from a very young economist. See Landberg (2005, p.17)

³⁷ Landberg (2005) gives a detailed account of Hammarskjöld's involvement with the

As usual, Hammarskjöld worked diligently. Already at the end of October, Hammarskjöld and Lindahl presented their plan concerning the new consumer price index of the Riksbank. After that, the work on the new index went smoothly. The index was collected on a weekly basis, calculated initially with two decimal point precision. The figures were made available regularly to the public.

Judging from its behavior, the consumer price level was stabilized around the level of September 1931 with no officially announced attempt to raise or lower the consumer prices to any pre-1931 level as seen from Figure 2. The *krona* remained on a flexible exchange rate during most of the period 1932-33 before the international monetary situation stabilized in 1933.

When the construction of the consumer price index was completed, Hammarskjöld left the Riksbank in early 1933 to work on his thesis and on other tasks. Erik Lindahl continued to serve as an advisor to the Riksbank, focusing on the analysis of the consumer price index.³⁸ He remained in close contact with Rooth in the 1930s.

Rooth managed to bring Hammarskjöld back to the Riksbank later in the 1930s. Hammarskjöld worked for a while at the Ministry of Finance and at the Riksbank at the same time.³⁹ Eventually, he became chairman of the General Council (*Riksbanksfullmäktige*) of the Riksbank.

Riksbank. See also Landberg (2012) for a monumental study of Dag Hammarskjöld's career as a civil servant.

³⁸ Lindahl (1933) made a lengthy and detailed presentation of the construction and the use of the consumer price index of the Riksbank in *Ekonomisk Tidskrift*. The index was calculated using data from 15 cities. Three version of the index were prepared: one with seasonal adjustments, one dealing explicitly with indirect taxation and one general version. The Riksbank cooperated with the *Socialstyrelsen* (National Board of Health and Welfare) in collecting data for the price index.

³⁹ Dag Hammarskjöld took part in the framing of Swedish monetary policy during World War II and the years immediately following. He was a strong proponent of price stabilization and was instrumental in the adoption of Davidson's rule as guide for Swedish monetary policy in 1944.

To what extent was Ivar Rooth, who became governor of the Riksbank in 1928, open to the idea of price level targeting? Did he have the necessary training and background to absorb the views of the economists in 1931? In his autobiography, Rooth (1988, p.78) confessed that he was an autodidact in economics with no formal training in economics at a Swedish university. To him, it was learning by doing. Still, he had an open mind towards the economics profession, although he thought that many professors lacked knowledge about the real world. At an early stage, he had turned to several professors in economics asking for the names of some “really able boys” to recruit to the Riksbank. Eventually, Heckscher recommended Hammarskjöld as the most able of them all.⁴⁰ Rooth also stayed in close contact with Lindahl as his advisor in the 1930s. It is safe to conclude that Rooth was listening to the views of the economists.

Although it cannot be determined precisely to what extent influence ran from the economists’ reports to the actions of the Riksbank, the reports contributed to an understanding of the problems and policy alternatives facing a central bank basing its policy on price level targeting, counteracting the Riksbank's traditional penchant for fixed exchange rates.

In addition, Cassel and Heckscher exerted an indirect influence on the Riksbank through their prolific writings in the press during the 1930s. Cassel was a regular contributor to *Svenska Dagbladet* and Heckscher to *Dagens Nyheter*; both newspapers were major Stockholm dailies. Here they served as proponents of price level stabilization, educating the public on the proper conduct of monetary policy under a paper standard and on the dangers of a gold standard.⁴¹

It is an open question to what extent the management of the Riksbank actually accepted price

⁴⁰ Rooth (1988, p. 79). Later in the 1930s, Hammarskjöld worked at the Riksbank and the Ministry of Finance at the same time, forging a link between the government and the Riksbank, weakening the independence of the Riksbank.

⁴¹ The coverage by the leading newspapers of Swedish monetary policy and monetary events in the 1930s is examined in a paper by Carlson (2011) and in a book by Carlson (2014). Here Cassel and Heckscher play a major role. Carlson (2011) refers to 37 editorials and op-eds by Cassel while 13 is the corresponding number for Heckscher. Among the young economists, Ohlin holds a prominent position as the author of 33 newspaper articles cited.

stabilization as the goal of its policy. Much suggests that the Riksbank wanted a rapid return to fixed exchange rates and regarded price stabilization more as a restriction on its actions than as the proper goal of Sweden's monetary policy except for the most immediate period after the fall of the gold standard.⁴² Already in November 1931, the Riksbank made an attempt at pegging the *krona* to the British pound. It failed after a few days.

In the spring of 1933, the Riksbank pegged the *krona* to the pound successfully. The step was viewed as a temporary one initially, but turned into a long-term measure. This pegging was actually in line with the recommendations of the three economists. The peg can be interpreted as an intermediate step to maintain price stability as long as the British price level remained stable.

The consumer price index of the Riksbank displayed a remarkable stability during the monetary program of 1931, as Figure 2 shows. The “amazing stability in prices” inspired a lively controversy already in the 1930s.⁴³ Was it due to the policy of the Riksbank or was it due to other forces, simply being an accident? In an appendix, Irving Fisher (1934, p. 409) summarizes the major contributions, Swedish as well as international, to this discussion, while promoting a very favorable interpretation of the program:

If little Sweden can become an oasis in the world-wide desert of depression surrounding her, and despite the Kreuger disaster at home, can maintain her chosen index number almost unchanged, the same result is *economically* feasible almost anywhere. (Fisher's italics)

Fisher was most enthusiastic about the Swedish monetary program of 1931, viewing it as a model for the United States. In his many letters in the 1930s to policymakers like British Prime Minister Ramsay MacDonald and U.S. President Franklin Roosevelt, Fisher pointed “with increasing frequency to the example of Sweden”.⁴⁴ In his letter to Roosevelt of February 25, 1933, Fisher even included “a chart showing Sweden's stable price level”. An

⁴² This issue is discussed in Jonung (1979b) and Berg and Jonung (1999).

⁴³ See Kjellstrom (1934, p.56).

⁴⁴ Barber (1997, p. 27).

updated version was sent to Roosevelt on September 11, 1933 with the following comment by Fisher “It shows that Sweden is still doing her stabilization job well but that America has fallen down on her reflation job.”⁴⁵

Another way to study the impact of the reports on the Riksbank is to follow the treatment of the consumer price index in Riksbank’s annual reports. See Figure 3, covering the period when the index was mentioned explicitly. The consumer price index is first mentioned in the 1931 report, but rather briefly. The same holds for 1932-1933. The consumer price index is presented on several pages in the report of 1934 – a text based on the account by Lindahl (1933). Starting in 1935, a table with the price index and its components as well as a special section of 2-3 pages discussing changes in retail prices appear in the introduction of the annual reports under the rubric *Prisutvecklingen* (The development of prices); in later reports the title is *Utvecklingen av detaljpriserna* (The development of retail prices).

The data on retail prices receive a thorough discussion in the first part of the report in the mid-1940s, about 10-12 pages. Two tables show the consumer price index: one for the middle-of-month index for the current year with a breakdown in various categories of consumption, the other for the annual index from 1931. For 1944, a most detailed table is included on the distribution of total consumption by the various items of expenditures of the consumption price index, followed by a comment on the construction of the index.

After World War II, mention of the index dropped sharply. The last discussion of the consumer price index was published in the annual report of 1948, covering less than two pages. By 1949, there is no longer any mention of the index nor any tables with data on the Riksbank’s consumption price index.

Judging from the annual reports, it is tempting to say that the monetary program of 1931 ended in 1948. By then, the focus of the domestic policy of the Riksbank turned to controlling the domestic interest rates and holding a pegged rate for the krona. The external policy was focused on attaining Swedish membership in the Bretton Woods system. Here

⁴⁵ Barber (1997, p. 65).

Hammarskjöld, with Rooth at his side, led the Swedish negotiations to join. In 1951, Sweden became a member of the Bretton Woods system. As Ahlström and Carlson (2005, p. 77) note:

Hammarskjöld and Rooth were generously “rewarded” for their cautious and trust-building manoeuvring. Rooth was Managing Director of the IMF 1951-56 and was succeeded by another Swede, Per Jacobsson, 1956-63. And when Hammarskjöld in 1953 became Secretary General of the United Nations he was supported by the US due to his earlier negotiations with the Americans. In this way Sweden exerted a good deal of influence in world affairs, in spite of its “cheap” Bretton Woods entrance ticket.⁴⁶

It is an amazing twist of history that the interaction between Rooth, as Governor of the Riksbank, and Hammarskjöld, still working on his doctoral thesis, that started in October 1931 when Hammarskjöld became involved in the construction of the consumer price index of the Riksbank, eventually led both to high-ranking international positions in the United States roughly twenty years later.

Regardless of the impact of the reports on the policy of the Riksbank, the macroeconomic effects of Sweden leaving the gold standard in September 1931, adopting a paper standard and the monetary program of 1931, were beneficial. A strong positive effect should be assigned here to the ensuing depreciation and the floating of the *krona*. It protected Sweden from the deflationary forces at action in countries that remained on gold. Most notably, the depression in Sweden was far milder than the major downturn in a country like the United States that remained on gold until 1933.⁴⁷

5. Price level targeting in the 1930s as seen from today

⁴⁶ The cheap ticket was the quota of \$100 million paid by Sweden to become member of the Bretton Woods arrangements although requests were initially made for a significantly higher quota, see Ahlström and Carlson (2005).

⁴⁷ For a comparison of Swedish and U.S. economic performance in the depression of the 1930s, see Jonung (1981).

Starting in the early 1990s, inflation targeting has emerged as the best-practice approach to monetary policy across the world. By now, most major central banks follow this strategy. Inflation targeting should be described as a framework for monetary policy.⁴⁸ The key elements of this framework can be summarized thus:

The prime goal of monetary policy is price stability. Price stability is expressed as a numerical target for the increase in a certain price index, commonly a consumer price index. The short-term interest rate of the central bank, also known as the policy rate, is the main policy instrument.⁴⁹ The monetary system is based on a paper standard (fiat money) with floating exchange rates. Inflation targeting embraces a communication strategy, characterized by a high degree of transparency concerning the aims and means of monetary policy. The central bank commonly makes public announcement concerning the size of the numerical target and its determination to reach it.

The modern framework of inflation targeting is similar to that one the Swedish economists proposed in their reports to the Riksbank in October 1931. According to them, price stability, as expressed by a numerical value for the consumer price index collected by the Riksbank, should be its goal. The Riksbank's discount rate should be the main policy instrument. The Swedish currency should be floating. The Riksbank should communicate its strategy to the public. See the summary in Table 3.⁵⁰

These striking similarities are easy to explain. The framework for inflation targeting has the same theoretical basis as the Swedish monetary program of the 1930s, namely the monetary analysis of Knut Wicksell. The neo-Wicksellian approach behind present inflation targeting, as expounded in the work of Woodford (2003), follows closely Wicksell's theory, as I have argued elsewhere (Jonung 2022). The neo-Wicksellians start from a set of assumptions not originating in Wicksell's *Interest and Prices*, but they arrive at the same conclusions

⁴⁸ The distinction between inflation targeting as a framework and inflation targeting as rule is stressed by i.a. Bernanke et al (1999, pp. 4-6).

⁴⁹ In addition, in recent years, central banks have relied on quantitative easing and tightening as a policy instrument.

⁵⁰ See for example Clinton (2006) demonstrating how Wicksell's approach arrived in the Bank of Canada with the start of inflation targeting.

concerning the strategy of monetary policy.⁵¹

Still, there are some differences between the Swedish price level targeting of the 1930s and the present inflation targeting regime in Sweden. Although both regimes emerged out of financial crises, the lessons drawn from the crises were different. First, price level targeting was adopted in Sweden in 1931 as an emergency measure when Sweden left the gold standard. It was a way for Sweden to avoid being dragged down in the international deflation.

Contrarily, inflation targeting was introduced in Sweden in the 1990s as a method of bringing down the rate of inflation and holding it at bay. The high inflation was the result of a domestic boom-bust process initiated by the financial deregulation in the 1980s. In the bust phase, the Riksbank abandoned the pegged exchange rate of the *krona* in November 1992, opening the way for inflation targeting.⁵²

Second, the Swedish program of price stabilization in the 1930s, being an emergency measure, was viewed as a *temporary* arrangement as long as the international monetary system remained in disarray. Cassel, Davidson and Heckscher recommended a return to a fixed exchange rate system once an international monetary order was re-established. However, they were uncertain when and if such a system would actually emerge. Today an international system of pegged rates does not appear a politically viable option for the leading central banks. The present world monetary system is based on paper standards and flexible exchange rates, with the caveat that about two dozen countries have adopted fixed rates through dollarization or currency unification via the European Central Bank. Inflation targeting has by now emerged as a permanent arrangement. So far, no politically realistic alternative monetary regime has appeared.

Third, inflation targeting is commonly based on a numerical target of 2 per cent or

⁵¹ See Table 1 in Jonung (2022) for a comparison between Wicksell's cumulative process of 1898 and the neo-Wicksellian approach.

⁵² As in 1931, the Riksbank turned to the economics profession for advice. The Riksbank organized in December 1992 a conference on "Monetary Policy with a flexible exchange rate". See Riksbank (1992). In January 1993, it proposed an inflation target of 2 percent for Sweden to be valid from 1995.

thereabout. The Swedish program of 1931 settled for a stable price level, that is zero rate of inflation. Still, this difference of two percentage points should not be exaggerated. Price level targeting and inflation targeting are based on the same policy framework.

The apparent success of inflation targeting in recent decades has contributed to an interest in price level targeting. If central banks can establish a low rate of inflation, it seems plausible that they can maintain a stable price level as well. Based on theoretical models, thus on a set of specific assumptions about expectations, commitment, production structure etc., some economists argue that price stabilization would be a superior strategy to its close relative, inflation targeting.⁵³

Central to this debate is the notion that inflation targeting has no memory (bygones are bygones) while price level targeting has a memory, at least under certain circumstances. This assumption implies that under inflation targeting, inflationary shocks are treated as bygones. If the actual rate of inflation turns out to be different from the target rate, the central bank should not try to compensate for this deviation in the future. Instead, at each interest rate decision, the central bank aims at stabilizing the inflation rate at the targeted level, commonly two to three years into the future. Under price level targeting, there is usually a memory in the sense that the central bank should respond to any deviations from the targeted price level.⁵⁴ Should it not respond, the path of the price level will deviate permanently from the announced path, depending on how the price level target is designed.

Judging from their analysis, the Swedish economists in the 1930s did not view price level targeting as having a memory. I have not found any suggestion in their writings that the Riksbank should compensate for shocks to the price level once the program of price level stability was adopted. Instead, their focus was on introducing stabilization of the price level and on its performance in the short run. This is seen *inter alia* from the construction of the index for consumer prices on a weekly basis. They viewed the program as a provisional one,

⁵³ For surveys of the debate on price-level targeting versus inflation targeting, see Ambler (2009) and Hatcher and Minford (2014).

⁵⁴ According to Nessén and Vestin (2005, p. 838), formal models for price level targeting are based on the concept of *history dependence*.

not as a permanent one. Thus, they did not consider the long run aspects of price level stabilization when the issue of dealing with divergences from a constant price level would most likely emerge.

Fourth, a striking difference between price level targeting in 1931 and present inflation targeting concerns the analysis of central bank behavior. Because of the widespread adoption of inflation targeting, economists have by now developed a sophisticated set of arguments and theories for the proper way of conducting monetary policy under inflation targeting. They concern, among other topics, the role of inflationary expectations, the use of forecasts for inflation and for interest rates and of quantitative easing.

In contrast, the Swedish economists in 1931 focused on how the new monetary standard should and could be established. They never got the opportunity to give practical advice on how the monetary program of price stability should be developed further once it was established as it was terminated in its first phase by the pegging of the krona to the British pound in 1933. Today, economists have almost three decades of observations of inflation targeting to work from.

The differences discussed above should not hide the fundamental conclusion that the recommendations of the three economists should be regarded as the first practical guide to inflation targeting.

6. Summary

When Sweden left the gold standard in September 1931, the Swedish government declared that the aim of monetary policy should be to stabilize the domestic purchasing power of the Swedish currency. With this step, Knut Wicksell's rule of price level stabilization or, in modern parlance, price level targeting, was officially adopted for the first and so far the only time as the guide for monetary policy.

The Riksbank, left with the task of implementing the new monetary program, sent a

questionnaire in October 1931 to three prominent economists, Gustav Cassel, David Davidson and Eli Heckscher, asking for their advice. In a few weeks, their reports reached the Riksbank.

The three reports recommended that price stability should be the goal of the Riksbank and that the discount rate of the Riksbank should be the main instrument. The Swedish currency should be floating. The Riksbank should communicate its strategy to the public to foster credibility in the new monetary program. The Riksbank should collect a consumer price index to use as a guide for its policy.

These recommendations were pioneering ones in the sense that the modern framework of inflation targeting is the same framework as proposed by the Swedish economists to the Riksbank in October 1931. Their reports remain strikingly up-to-date, dealing with issues familiar in the present discussion on inflation targeting, such as the appropriate price index to target, the importance of creating public credibility for the new monetary framework, possible legal measures to anchor the new standard, and the proper central bank response to changes in the exchange rate. In short, the three economists prepared the first practical guide to inflation targeting at the zero rate.

The great similarities between the views of the three professors in 1931 and the present approach to inflation targeting should not come as a surprise. They were familiar with Knut Wicksell's theory from *Interest and Prices*. This theory is also the foundation for today's neo-Wicksellian approach to inflation targeting.

Table 1. The main actors in October 1931.

The three economists replying to the questionnaire of the Riksbank:

Gustav Cassel. Age 65. Professor of economics at *Stockholms Högskola* (later the University of Stockholm) since 1904. World famous expert on international monetary issues, at par with Keynes in the 1920s. Cassel is known for his work on the purchasing power parity theory. He prepared reports for the League of Nations and for international conferences and testified before the U.S Congress in 1928. Governments asked for his advice. Cassel was thesis advisor for Bertil Ohlin and Gunnar Myrdal.

David Davidson. Age 76. Professor of economics at the University of Uppsala since 1889. Davidson discussed the proper rule for monetary policy under a paper standard with Knut Wicksell in an exchange in *Ekonomisk Tidskrift* in 1906. Davidson proposed a productivity rule as an alternative to Wicksell's rule of a stable price level—in short, the price level should be falling in inverse relation to the rise in national income. Davidson published many articles on monetary issues in *Ekonomisk Tidskrift*, a journal founded, owned, and edited by him 1899-1939.

Eli Heckscher. Age 52. Professor of economics since 1909 at *Handelshögskolan* in Stockholm (Stockholm School of Economics and Business Administration). Heckscher, a hard-working researcher and a prolific writer of books and articles, was a leading economic historian through his work on mercantilism. He was a mentor of Bertil Ohlin in the early 1920s. He laid the foundation for economic history as an academic field in Sweden.

Additional actors:

Dag Hammarskjöld. Age 26. Assistant secretary for the government committee on unemployment since 1930, recruited by Heckscher to work for the Riksbank in October 1931. Hammarskjöld prepared the new consumer price index of the Riksbank in the fall of 1931. After defending his thesis in 1933, he made a brilliant career as civil servant in the Swedish government, notably as chairman of the Board of Governors of the Riksbank, while holding the post of undersecretary in the Ministry of Finance. Hammarskjöld served as secretary general of the United Nations 1953-1961.

Erik Lindahl. Age 39. Professor on a temporary basis in Gothenburg. After defending his thesis on the principles of just taxation in Lund 1919, Lindahl focused in the 1920s on studies of the goals and instruments of monetary policy. He became a proponent of Davidson's productivity rule. Today Lindahl is best known for Lindahl pricing of public goods. In the 1920s, he had great difficulties to obtain a professorship, earning him the nickname "the permanent docent". Heckscher once advised him to leave economics and become a lawyer, as he had a law degree. Lindahl stayed in economics and managed to become full professor first in Gothenburg, then in Lund and finally in Uppsala.

Ivar Rooth. Age 42. Governor of the Riksbank since 1929 (*förste deputerade*), a position he held until 1948. He managed to remain head after the Kreuger crash in the spring of 1932 despite the support given by the Riksbank to the Kreuger business. He also survived the criticism of purchases by the Riksbank of gold from Nazi Germany during World War II. In 1948, he left the Riksbank in protest when he was prevented by the Social Democratic government from raising interest rates. Soon after, Rooth started an international career, serving as managing director of the IMF 1951-1955.

Table 2. The questionnaire of the Riksbank of October 8, 1931.

I. A. Under what international conditions would it be appropriate for the Swedish *krona* to be tied to the monetary conditions of other countries?

B. What arguments can be advanced for tying the *krona* to an international currency, principally to a gold standard, and which arguments for tying to a particular foreign currency?

C. What should be the basic conditions for a transition (or return) to such a system? Should the exchange rate of the *krona* be set equal to the old parity to gold, or to a particular foreign currency, for example the pound, or to some other rate, already attained?

D. Should such a transition be instituted as a temporary step, subject to possible changes, or should it come about in a single once-and-for-all step?

E. What rules should guide the discount policy and the foreign exchange policy of the Riksbank until such a transition or return is made?

F. How should domestic price stability be realized under present circumstances? Through the use of wholesale or retail prices or of the cost of living, import and/or export prices, or in any other way?

II. What means are available to the Riksbank to achieve
 a) a transition to
 b) a preservation of the proposed system?

Is there a need for any powers that the Riksbank
 a) presently lacks or
 b) presently does not use?

III. What other questions should preferably be considered in connection with the future organization of the Swedish monetary system?

This questionnaire is not intended to be complete or to serve as an outline for the replies.

Comments: See the appendix for the original version in Swedish. The Swedish word “norms” in question I.E. is translated as “rules” in the above table, keeping to the meaning of rules in present monetary thinking.

Table 3. Price level targeting as a rule for monetary policy. A stylized summary of the recommendations by Heckscher, Cassel and Davidson in October 1931.

| Issues | Heckscher | Cassel | Davidson |
|---|---|---|--|
| Price index to stabilize | The price of goods domestically produced | For the moment, the cost of living, later a consumer price index | Every type of index should be monitored by the Riksbank |
| Main policy instrument | The discount rate of the Riksbank | The discount rate of the Riksbank | The discount rate of the Riksbank |
| Additional instruments | Exceptional use of credit restrictions and deposits with the Riksbank | No reply | Open market operations |
| Legislative measures to foster the new rule | All rules referring to the gold standard, reserve requirements and the note issue should be abolished | Legal restrictions on the note issue should be abolished. | No reply |
| Exchange rate of the <i>krona</i> | The <i>krona</i> should be free (floating) | The <i>krona</i> should be free (floating) | The <i>krona</i> should be free (floating) |
| Constitutional guarantees | In the future the paper standard might be anchored in the law | No reply | No reply |
| Period as basis for the price index | The price level of October 1931 | The cost of living in mid-1931 | No reply |
| Threats to a successful price stabilization | Speculation, that is expectations of inflation | No reply | No reply |
| Additional advice | The Riksbank should not try to change the relationship between different price indices. The government and parliament should endorse the new rule | The Riksbank should ignore movements in the exchange rate of the <i>krona</i> | The Riksbank should study the policy of the Federal Reserve in the 1920s |

Comments: For a full view of the advice given, see the reports in the appendix.

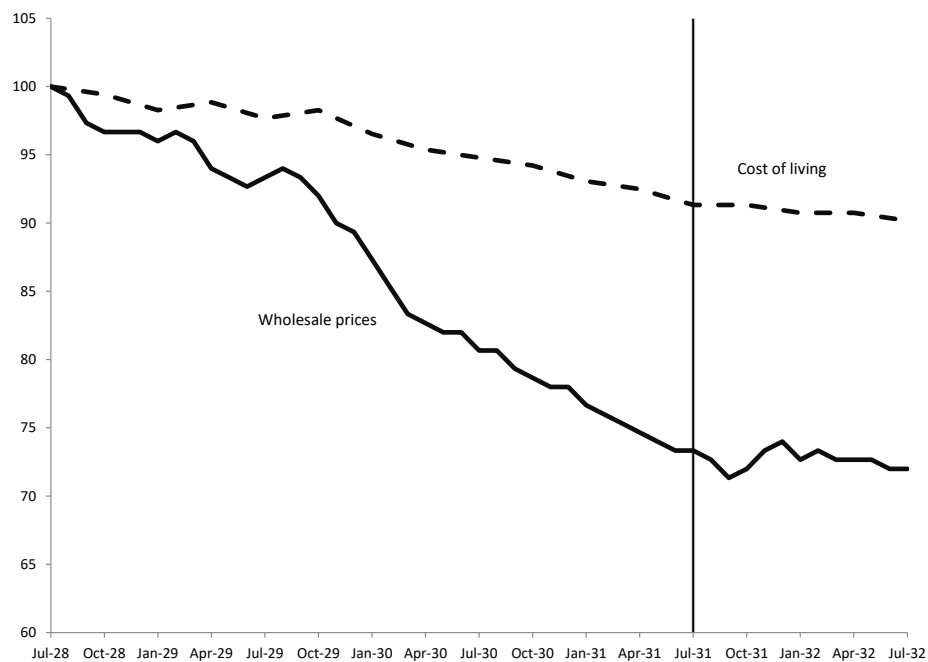


Figure 1. The cost-of-living index and the wholesale price index, July 1928 – July 1932.

Sources: Statistics Sweden.

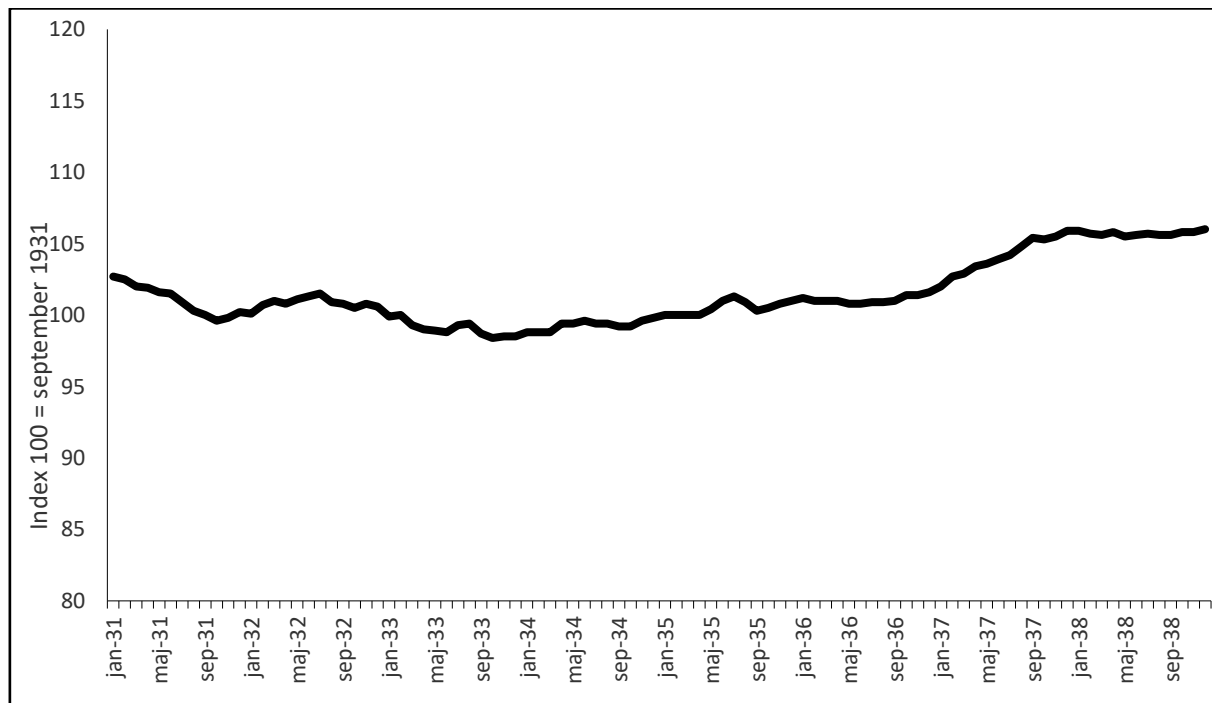


Figure 2. The consumer price index of the Riksbank, 1931-1938.

Source: The annual report of the Riksbank.

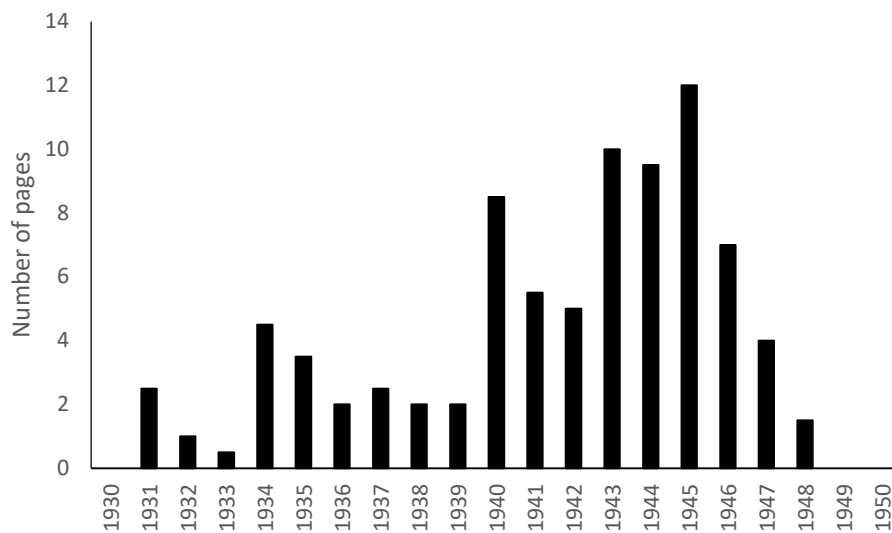


Figure 3. Number of pages devoted to the consumer price index of the Riksbank in the annual report of the Riksbank, 1930-1950.

Source: The annual report of the Riksbank (*Riksbankens årsbok*).

Comment: The text of these pages is focused on the development of the retail prices for various categories of expenditures. Initially, the index is presented with two decimal points.

References

- Ahlström, G. and B. Carlson (2005), “Hammar skjöld, Sweden and Bretton Woods”, *Sveriges Riksbank Economic Review*, Special Issue, Dag Hammar skjöld 100th Anniversary, no 3, pp. 50-81.
- Ambler, S., (2009), “Price-level targeting and stabilization policy: A survey”, *Journal of Economic Survey*, no. 5, pp. 974-997.
- Barber, W., ed., (1997), *The Works of Irving Fisher*, volume 14. *Correspondence and other commentary on economic policy, 1930-1947*, Pickering & Chatto, London.
- Berg, C. and L. Jonung (1999), “Pioneering price level targeting: The Swedish experience 1931-1937”, *Journal of Monetary Economics*, pp. 525-551.
- Bernanke, B., T. Laubach, F. Mishkin and A. Posen (1999), *Inflation Targeting. Lessons from the International Experience*, Princeton University Press, Princeton.
- Carlson, B., (2011), “From the gold standard to price level targeting: Swedish monetary policy in the daily press during the 1930s”, *Sveriges Riksbank Economic Review*, no. 1, pp. 29-64.
- Carlson, B., (2015), *Guldet blev till papper. 1930-talets pressdebatt om svenska penning- och valutapolitik*, (*The gold turned to paper. The debate in the daily press on Swedish monetary and currency policy in the 1930s*), Studentlitteratur. Lund.
- Carlson, B. and L. Jonung, (2006), “Knut Wicksell, Gustav Cassel, Eli Heckscher, Bertil Ohlin and Gunnar Myrdal on the role of the economist in public debate”, *Economic Journal Watch*, issue 3, pp. 511-550, September.
- Cassel, G., (1917), *Dyr tid och sedelöverflöd (The high prices and the excess of notes)*, Stockholm.
- Cassel, G., (1931), “Statutory enactments regarding gold cover”, *Skandinaviska Kreditaktiebolaget, Quarterly Review*, October, pp. 67-70.
- Cassel, G., (1932a) *The crisis in the world's monetary system*, Clarendon Press, Oxford.
- Cassel, G., (1932b), “Monetärt godtycke” (Monetary discretion), *Svenska Dagbladet*, September 2.
- Cassel, G., (1936), *The downfall of the gold standard*, Clarendon Press, Oxford.
- Cassel, G., (1941), *I förnuftets tjänst (In the service of reason)*, Stockholm.
- Clinton, K., (2006), “Wicksell at the Bank of Canada”, working paper no. 1087, Queen's Economics Department, Queen's University.

Davidson, D., (1923), "Till frågan om penningvärdets reglering under kriget och därefter" (On the problem of regulating the value of money during and after the war), *Ekonomisk Tidskrift*, pp. 191-234.

Dellas, H. and G. Tavlas, (2022), "On the evolution of the rules versus discretion debate in monetary policy", *Journal of Economic Perspectives*, no. 3, pp. 245-260.

Fisher, I., (1934), *Stable money. A history of the movement*, New York, Adelphi Company.

Gayer, A., ed., (1937), *The lessons of monetary experience. Essays in honor of Irving Fisher*, Rinehart & Company, New York.

Fregert, K., (1993), "Erik Lindahl's norm for monetary policy", chapter 8 in L. Jonung, ed., *Swedish economic thought. Explorations and advances*, London, Routledge.

Fregert, K. And L. Jonung, (2004), "Deflation dynamics in Sweden. Perceptions, expectations and adjustment during the deflations of 1921-1923 and 1931-1932", pp. 91-128 in R. Burdekin and P. Siklos, eds., *Deflation. Current and historical perspectives*, Cambridge, Cambridge University Press.

Hatcher, M. and P. Minford, (2014), "Stabilization policy, rational expectations and price-level versus inflation targeting: a survey", *CEPR Discussion Paper*, no. 9820.

Hammarskjöld, D., (1955), "The Swedish discussion on the aims of monetary policy". *International Economics Papers*, no. 5, pp. 145-154, London.

Heckscher, E., (1930), *Sweden, Norway, Denmark and Iceland during the World War*, Yale University Press.

Heckscher, E., (1931a), Kommentar till föredrag av A. Gabrielsson och G. Myrdal (Comments to talks by A. Gabrielsson and G. Myrdal), *Nationalekonomiska Föreningens Förhandlingar*, pp. 162-166.

Heckscher, E., (1931b), *Sveriges penningpolitik. Orientering och förslag (Sweden's monetary policy. Guidance and recommendations)*, Norstedt & Söners förlag, Stockholm.

Heckscher, E., (1944), "Erfarenheter av ekonomi och ekonomisk politik under fyrtio år" (*My experience of economics and economic policy during forty years*), *Ekonomen*, no. 4, pp. 86-95.

Irwin, D. A., (2014), "Who anticipated the Great Depression? Gustav Cassel versus Keynes and Hayek on the interwar gold standard", *Journal of Money, Credit and Banking*, no. 1, pp. 199-227.

Jonung, L., (1979a), "Cassel, Davidson and Heckscher on Swedish monetary policy. A confidential report to the Riksbank in 1931", *Economy and History*, vol. XXII:2, pp. 85-101.

<https://www.tandfonline.com/doi/abs/10.1080/00708852.1979.10418964>

Jonung, L., (1979b), “Knut Wicksell’s norm of price stabilization and Swedish monetary policy in the 1930s”, *Journal of Monetary Economics*, pp. 459-496.

Jonung, L., (1981), “The depression in Sweden and the United States. A comparison of causes and policies”, chapter 16, pp. 286-315 in K. Brunner, ed., *The Great Depression Revisited*, Martinus Nijhoff, Boston, 1981.

Jonung, L. ed., (1991), *The Stockholm school of economics revisited*, Cambridge University Press.

Jonung, L., (2007), “The Scandinavian Monetary Union 1873-1924”, chapter 6 in P. Cottrell, G. Notaras and G. Tortella, eds., *From the Athenian tetradrachm to the euro. Studies in European monetary integration*, Ashgate, Aldershot.

Jonung, L., (2022), “The problems of inflation targeting originate in the monetary theory of Knut Wicksell”, working paper 2022:8, Department of Economics, Lund University, Lund.

Jonung, L., T. Hedlund-Nyström and C. Jonung, eds., (2001), *Att uppfostra det svenska folket. Knut Wicksells opublicerade manuskript (To educate the Swedish people. Knut Wicksell’s unpublished manuscripts)*, SNS Förlag, Stockholm.

Kjellstrom, E., (1934), *Managed money. The experience of Sweden*, Columbia University Press, New York.

Landberg, H., (2005), “Time for choosing. Dag Hammarskjöld and the Riksbank in the thirties”, *Sveriges Riksbank Economic Review*, Special Issue. Dag Hammarskjöld 100th Anniversary, no 3, pp. 13-32.

Landberg, H., (2012), *På väg...Dag Hammarskjöld som svensk ämbetsman (En route ... Dag Hammarskjöld as a Swedish civil servant)*, Atlantis, Västerås.

Lester, R., (1939), *Monetary experiments. Early American and recent Scandinavian*, Princeton.

Lindahl, E., (1929), *Penningpolitikens mål (The goals of monetary policy)*, Förlagsaktiebolagets i Malmö boktryckeri, Malmö.

Lindahl, E., (1930), *Penningpolitikens medel (The instruments of monetary policy)*, Förlagsaktiebolagets i Malmö boktryckeri, Malmö.

Lindahl, E., (1933), “Sveriges Riksbanks konsumtionsprisindex” (The consumption price index of the Riksbank), *Ekonomisk Tidskrift*, pp. 83-126.

Nessén, M. and Vestin, D., (2005), “Average inflation targeting”, *Journal of Money, Credit and Banking*, pp. 837-863.

Ohlin, B., (1934), "Knut Wicksell. Father of the Swedish monetary experiment", *Economic Forum*, pp. 159-167.

Ohlin, B., (1933), "The inadequacy of price stabilization. Some experience from the Swedish experiment", *Index*, pp. 252-65.

Riksbank (1992), *Monetary policy with a flexible exchange rate*, Sveriges Riksbank, December.

Rooth, I., (1988), *Ivar Rooth. Riksbankschef 1929-1948. En autobiografi intalad för och utskreven av Gösta Rooth (Ivar Rooth. Governor of the Riksbank 1929-1948. An autobiography recounted for and printed by Gösta Rooth)*, ISBN 91-7970-402-6, Uppsala.

Selgin, G., (1995), "The 'productivity norm' versus zero inflation in the history of economic thought", *History of Political Economy*, pp. 705-735.

Straumann, T. and U. Woitek, (2009), "A pioneer of a new monetary policy? Sweden's price-level targeting of the 1930s revisited", *European Review of Economic History*, vol. 13, pp. 251-282.

Thomas, B., (1936), *Monetary policy and crisis: A study of Swedish experience*, London.

Uhr, C. G., (1975), *Economic doctrines of David Davidson*, Uppsala.

Wicksell, K., (1898), *Geldzins und Güterpreise*, Fisher Verlag, Jena. Translated by Richard Kahn into English as Wicksell (1936), *Interest and prices*. Macmillan, London.

Woodford, M., (2003), *Interest and prices: Foundations of a theory of monetary policy*, Princeton, Princeton University Press.

Ögren, A. and H-M. Trautwein, (2022), "Central bank cooperation and lending of last resort in the Scandinavian Monetary Union", *Jahrbuch für Wirtschaftsgeschichte/Economic History Yearbook*, no. 2, pp. 433-494.

Östlind, A., (1945), *Svensk samhällsekonomi 1914-1922 (The Swedish economy 1914-1922)*, Stockholm.

Appendix.**The questionnaire of the Riksbank and the replies by Eli Heckscher, Gustav Cassel and David Davidson.**

The replies of the three economists are retyped from the Swedish originals.

Riksbankens frågeformulär av den 8 oktober 1931:

- I
- A. Vilka böra de internationella förutsättningarna för en anknytning av den svenska kronan till andra länders penningförhållanden vara?
 - B. Vilka skäl tala för anknytning till en internationell valuta, närmast guldmyntfot, och vilka för anknytning till en viss utländsk valuta?
 - C. Vilka grundvalar skola gälla för en övergång (resp. återgång) till ett sådant system? Den gamla pariteten - mot guldet? mot en viss utländsk valuta, t. ex. £ - eller en redan uppnådd annan nivå?
 - D. Bör en eventuell övergång till detta system ske provisoriskt eller med en gång?
 - E. Vilka normer böra gälla för riksbankens diskonto- och valutapolitik till dess en sådan övergång respektive återgång kan genomföras?
 - F. Hur bör under nuvarande förhållanden det inhemska prisläget stabiliseras? Genom parti- eller minutpriser eller levnadskostnader, import- och (eller) exportpriser, eller på vilket annat sätt?
- II. Vilka metoder stå Riksbanken till buds för att genomföra
- a) en övergång till
 - b) ett upprätthållande av det fastställda systemet?
- Krävas härvid några befogenheter, som Riksbanken
- a) för närvarande saknar eller
 - b) för närvarande icke gör bruk av?
- III. Vilka andra frågor kunna lämpligen komma under prövning i samband med det svenska penningväsendets framtida ordning?

Detta frågeformulär är icke avsett att vara fullständigt eller utgöra en disposition för svaret.

Eli Heckschers svar den 24 oktober 1931:

KONFIDENTIELLT.

RIKTLINJER FÖR DET SVENSKA PENNINGVÄSENDETS UTVECKLING

P.M.

I det följande har jag sökt lämna den av Herrar Bankofullmäktige begärda, kortfattade promemorian med riktlinjer för det svenska penningväsendet utveckling. Så stort och svåröverskådligt som penningväsendets fält är i nuvarande stund, måste emellertid en kortfattad framställning till avsevärd del komma att bestå i slutsatser med otillräcklig motivering. Detta är så mycket mindre tillfredsställande som valet mellan olika alternativa lösningar ofta ställer sig mycket svårt och måste bero på föränderliga samt delvis oförutsebara förutsättningar. Det kan därför endast bli fråga om en första orientering i läget, sådant det ter sig för undertecknad, och mer har säkerligen icke heller varit åsyftat. Delvis, har jag för övrigt mer eftersträvat att peka på tillvaron av uppgifter som måste lösas än att själv erbjuda förslag till lösningar, fastän det alltid har varit min strävan att tydligt ange, hur uppgiften för mig ter sig.

I.

Undersöker man först frågan om möjligheten av anslutning till en internationell valuta, så säger det sig nästan självt att Sverige har de starkaste skäl att hälsa med glädje och för sin del ansluta sig till en sådan, så snart den har fått tillfredsställande karaktär. Också om en rent nationell valuta principiellt har vissa företräden framför en internationell, därför att varje särskilt lands penningssystem kräver hänsyn till dess specifika ekonomiska förhållanden, så kan det likväl knappast vara mer än en mening om att den isolerade, nationella valutan i tider av starka ekonomiska band mellan länderna utgör ett särdeles svårkött system och ur alla praktiska synpunkter är mindre lämplig än en i sig själv välskött internationell valuta. Så till vida måste vägen tillbaka till en sådan avgjort hållas öppen, och det spelar därvid ingen roll, om denna framtida internationella valuta får formen av en internationell guldmyntfot eller om den ordnas på annat sätt.

Svaret på frågan om en anslutning till en internationell valuta hänger alltså helt och hållet på när det internationella penningväsendet kan återfå en tillfredsställande ordning. Men därmed är också sagt att frågan icke kan besvaras i denna stund. Garantier för en sådan ordning saknas nämligen för närvarande, och det finns knappast ens några hållpunkter för att bedöma när de skola komma att föreligga. Det är en mängd olika lösningar som därvid kunna komma i fråga, och penningtekniskt är uppgiften ej svårare än många andra som ha lösts med tillräcklig precision för att erkännas som avgjorda framsteg. Men däremot vet man ingenting om när någon av de ur penningssynpunkt acceptabla lösningarna kan påräkna tillräckligt stöd från alla de ekonomiskt och politiskt bestämmande länderna att kunna förverkligas. Det är alltså de politiska mer än de ekonomiska förutsättningarna som ännu saknas, och så länge det är fallet måste frågan lämnas öppen.

När anslutning till en internationell valuta sålunda tills vidare är ur räkningen, blir nästa fråga, om något är att vinna på att skapa ett fast förhållande till någon särskild, utländsk valuta. I

betraktande av den svenska utrikeshandelns riktning skulle det vara två länders penningväsende man därvid kunde tänka på, nämligen Englands och Tysklands, eftersom de intaga första rummet i resp. vår export och vår import. Emellertid äro båda långt ifrån att dominera ens den sida av den utrikeshandeln där deras betydelse är större än andra länders, eftersom de ej representera mer än ungefär en fjärdedel resp. mindre än en tredjedel av resp. export och import samt mellan en fjärdedel och en femtedel av båda tillsammans. Vinsten av anslutning till någotdera landet är alltså strängt begränsad, åtminstone så länge icke båda dessa länder sinsemellan ansluta sig till samma penningssystem, vartill alla tecken saknas. Tysklands ekonomiska svårigheter efter kriget äro dessutom så stora, att tanken på anslutning till dessa penningssystem med rätta aldrig varit på tal, men när det förhåller sig så, skulle varje anslutning till ett utländskt penningssystem kunna vålla de rubbningar på importsidan som en dylik internationalisering av vårt penningväsende borde skydda emot, och sådana rubbningar äro ej mindre störande än motsvarande svårigheter på exportsidan. Dessutom är det mycket långt ifrån att en fixering av förhållandet till det viktigaste avnämmandets, Englands, penningssystem skulle erbjuda garanti emot penningpolitiska rubbningar. Skulle det visa sig, att England kommer till en god lösning av sitt penningproblem och att denna lösning ställer sig ändamålsenlig också för andra länder som kunde ansluta sig till det, men att ett tillfredsställande internationellt penningssystem icke kommer till stånd, så är det givet att ett samgående med England kan diskuteras. Men för närvarande vet man knappast mer om en sådan eventualitet än om nyordningen av det internationella penningväsendet, och det är därför omöjligt att nu diskutera en sådan lösning.

Tänker man sig emellertid att villkoren för en internationalisering av vårt penningväsende på den ena eller andra vägen komma till stånd, så förefaller det klart att övergången bör ske på grundval av det förhållande som då råder mellan den svenska och den utländska penningheten, såvida det ej gäller obetydliga förskjutningar. Såväl prisstegring som prisfall i syfte att återkomma till den gamla pariteten synes böra undvikas, och likaså bör en i sig själv önskvärd anknytning icke skjutas upp på grund av att pariteten icke har kommit till stånd. Penningväsendets oreda i världen är redan så stor, och har utsikt att bli ännu så mycket större, att den gamla guldpariteten icke förefaller värd några uppoffringar; och det samma är i ännu högre grad fallet med pariteten gentemot varje enskild utländsk valuta.

Så oberäkneliga som alla hithörande förhållanden nu äro förefaller det ej ens vara mycket vunnit genom att definiera relationen till en eller annan utländsk standard. Under den nästföregående svenska pappersmyntfotens tid var det på tal att riksbanken dagligen skulle notera guld, för att därmed uttrycka förhållandet till guldmyntfoten, men för närvarande skulle det knappast fylla någon uppgift. Om och när en förnyad anknytning till guldmyntfoten eller någon annan utländsk standard kommer till stånd, blir det en ny situation, och det är tänkbart att icke blott en åtgärd av samma typ som den nu nämnda utan rent av en limitering av den svenska penninghetens fluktuationer bör komma till stånd. Men en närmare undersökning av dessa eventualiteter förefaller än så länge obehövlig.

Min slutsats är alltså att Sverige tills vidare måste söka upprätthålla en så tillfredsställande svensk, isolerad penninghet som möjligt, utan försök till kombination med någon internationell eller utländsk standard, men att Sverige också efter förmåga bör lämna sin medverkan för uppkomsten av internationell stabilitet i penningväsendet och utan tvekan ansluta sig till ett internationellt penningssystem, så snart det får tillfredsställande skick, och

oavsett den svenska penningens relation till den internationella i ett sådant ögonblick.

II.

Nästa fråga blir då tydligen den om normerna för en sådan isolerad, nationell penning.

I en eller annan form torde nästan alla vara ense om att uppfatta det stabila penningvärdet som den bästa normen för penningväsendet, och denna norm anses också allmänt komma till uttryck genom en i stort sett oföränderlig prinsnivå, fastän meningarna visserligen gå i sär med hänsyn till frågan om vilka priser som därvid främst eller uteslutande skola vara normgivande. I överensstämmelse därmed stodo också de förklaringar som avgåvos av svenska statens organ vid övergången till pappersmyntfot. nämligen om att den svenska kronans inhemska köpkraft skulle bevaras. I stort sett torde de allra flesta fortfarande ge sin anslutning till detta program, fastän det tolkas på ganska växlande sätt. Innan de senare upptas till prövning är det emellertid nödvändigt att fastställa vissa konsekvenser av denna åtminstone skenbart enhälliga grunduppfattning, därför att de ej alltid beaktas.

Negativt innebar anslutningen till programmet, en stabil inhemska prinsnivå, att valutans, utlandsvärde icke skall vara normerande. All strävan att driva de utländska växelkurserna i någon bestämd riktning, vare sig uppåt eller nedåt, är oförenlig med programmet och får alltså avvisas. Emellertid innebär detta grundvalar för vårt penningväsende som icke ännu äro uppfyllda och som icke äro betydelselösa.

Minst viktigt kan det visserligen i denna stund förefalla vara, att den svenska kronans frikoppling från guldendast har skett nedåt, icke uppåt, och att det alltså ej finns någon möjlighet för kronan att stiga över sin gamla guldparitet. Men så osäkert som guldvärdet för närvarande är, kan man ej utan vidare avvisa möjligheten att en ny internationell inflation av stora mått kan komma till stånd och att den svenska kronans nuvarande depreciation gent emot guldendast blir otillräcklig är att hindra dess överflyttning till Sverige. Det finns intet skäl att underlåta en omreglering på denna punkt, och en sådan kan svårigen undgå att stärka intrycket av målmedvetenhet och tillförlitlighet hos den svenska penningpolitiken. Vad som krävs med hänsyn härtill är en suspension av myntlagens 9 § och riksbankslagens 10 § 2 st., eller rättare sagt ett bemyndigande i den vanliga ordningen för konung och riksdag samt för den förre ensam mellan riksdagarna att företa en sådan suspension. Den enda svårigheten erbjuder den skandinaviska myntunionens återstående rest, nämligen de skandinaviska guldmyntens lagliga betalningskraft i alla tre länderna, och under vissa förutsättningar kan denna bestämmelse vara till hinder; men det förefaller som om man lämpligen kunde nöja sig med att ordna de rent inhemska lagbestämmelserna på detta stadium.

Också om detta alltså enligt min mening bör ske, kan det ej råda något tvivel om att sedeltäckningsbestämmelserna äro i mer trängande behov av ändring. Det gäller härvid två grupper av föreskrifter. Föreskriften om guld-kassans minimum är ganska givet irrationell under en pappersmyntfot men betyder jämförelsevis litet, när riksbanken ingen skyldighet har att lämna ut guld och därför ej får några påfrestningar på sina guld-tillgångar. Denna bestämmelse kan svårigen komma att göra skada innan det blir tid att företa en återknytning till guldendast, men då kunna justeringar av de utländska växelkurserna med hjälp av guldexport

eventuellt bli önskvärda. Och i betraktande av önskvärheten att icke ytterligare påskynda guld tillgångarnas koncentration i två länder kan bestämmelsen därför kanske lika gärna lämnas orörd tills vidare. Men det finns en annan bestämmelse som icke är lika oskadlig.

Det gäller föreskriften om sedelutgivningens storlek i förhållande till guldtäckningen. Vid senaste kvartalsskifte var den obegagnade sedelutgivningsrätten endast knappt 53 mill. kr., eller omkring 9 % av den utelöpande sedelmängden, d.v.s. avgjort för litet. Läget förvärras av att den rätt till extra sedelutgivning på 125 mill. som riksbankslagen medger i kritiska lägen förutsätter gemensamt beslut av konung och riksdag, vilket gör den nästan illusorisk. Den mindre risken av denna ordning är att riksbanken därav kan föranledas att öka sin guld-kassa, utan något behov i så måtto av vare sig nationell eller internationell karaktär, och därigenom under vissa förhållanden kan komma att utöva en störande inverkan på det internationella penningväsendet. Mycket allvarigare är att riksbanken i stället - eller om guldimport av ett eller annat skäl stöter på patrull - kan frestas att reglera penningväsendet efter sedelreservens storlek och ej efter penningvärdet. Risken härav förefaller så pass stor, att en ändring snarast möjligt synes böra komma till stånd. Men i beaktande av att den grundläggande bestämmelsen (i riksbankslagens 6 § 1 st) ändrats så sent som 1930, kan det möjligen vara lämpligast att nu lämna den orörd och endast avpassa andra st. i samma paragraf efter lägets krav. Detta synes böra ske genom två ändringar, dels genom att i något rationaliserad form återge Kungl. Maj:ts rätt han på sin tid ägde, dels också genom att fördubbla beloppet, det senare kanske lämpligast genom att sätta det i ett fast förhållande till den normala, av guld-kassans storlek oberoende sedelutgivningsrätten. Närmast i anslutning till ett förslag av Statens krigsberedskapskommission i dess betänkande av 1918 skulle 6 § 2 st. då få följande lydelse:

Om sådant ... nödigt, må konungen och riksdagen samfällt eller, om riksdagen ej är samlad, konungen på framställning ... riksgäldskontoret medgiva riksbanken att utgiva sedlar till det belopp varmed enligt första stycket dubbla summan av den metalliska kassan må överskridas.

III.

Det ojämförligt viktigaste momentet i frågan om den fria valutans reglering gäller emellertid de hänsyn som böra tas till prisnivån. Detta är en både svår och invecklad fråga, som jag ej ens tillnärmelsevis ser mig i stånd att uttömma i detta sammanhang, och det förefaller mig mycket önskvärt att riksbanken sörjer för en grundlig utredning av den från någon av de vetenskapsmän som ägnat den grundligare studium än fallet är med mig. För egen del skall jag inskränka mig till några av de viktigaste men också mest närliggande frågorna i detta sammanhang.

Första frågan blir rimligtvis den utgångspunkt man skall välja för en prisstabilisering. Härvid har det sannolikt i allmänhet förefallit naturligtast att utgå från läget omedelbart före övergången till pappersmyntfot, och det stämmer otvivelaktigt bäst med de förklaringar som avgåvos den 27 september. Men från många håll har det i stället påyrkats, att prisläget före det senaste starka priset, sålunda 1928 eller 1929 skulle läggas till grund och en prisstegring upp till denna nivå sålunda komma till stånd. Det är tydligen en huvudfråga.

Något i sig självt orimligt ligger ej i kravet på att återinföra en prisnivå som endast ligger ett par år tillbaka i tiden, utan enda frågan gäller hur en sådan åtgärd skulle komma att verka. Om

huvuddelen av de grundvalar varpå den ekonomiska verksamheten i denna stund bygger härstammar från tiden före det senaste prisfallet, så skulle det starkaste skälet för ett sådant yrkande föreligga, men detta behövde i så fall till en början undersökas. Och därefter är det icke alls givet att det faktum, att vissa priser fått sin nuvarande prägel genom prisfallet, också skulle medföra att de ändrade karaktär genom en ny prisstegring; det kan tänkas att de då skulle komma att justeras med hänsyn till en sådan, så att ingen reel förändring bleve följden. Vad det därvid gäller är uppenbarligen närmast lönenivån. Att reallönerna ha stigit till följd av prisfallet förefaller ganska klart, men det är fullt möjligt, för att icke säga avgjort sannolikt, att en medveten och av riksbanken öppet genomförd prisstegring skulle mötas med höjda penninglönekrav, ja, rent av med krav på lönestegringar som skulle komma att motsvara icke blott den prisstegring som redan kunde ha ägt rum utan därutöver den som kunde befaras följa i dess spår, Också om man ansåge en reallönesänkning önskvärd - en fråga som jag här ej kan diskutera - så förefaller därför en prisstegring som en både osäker och irrationell utväg. Den enda säkra verkan i fråga om lindring i de reala produktionskostnaderna som en prisstegring skulle medföra vore i fråga om de fasta skulderna, och att en sänkning på denna punkt vore välkommen förefaller man mig ej kunna förneka.

När det trots detta förefaller mig avgjort olämpligt att gå den ifrågavarande vägen, så beror det på de stora svårigheter som äro förknippade med skötseln av en fri valuta vid stigande priser. Verkan blir nämligen nästan ofelbart en inhemsk varuspekulation, och detta så mycket mer i föreliggande fall som en mängd människor minnas den föregående prisstegringsperioden och rent av komma att överskatta verkningarna av en ny prisstegring, Sätter en sådan tendens in, så kan riksbankens möjlighet att styra penningvärdet bli ytterligt försvagad, ja, rent av försvinna, och då vore den sista villan värre än den första.

Huvudsakligen av detta sistnämnda skäl tillstyrker jag därför att man tar till utgångspunkt för prisstabiliseringen läget under guldmyntfotens sista tid, kanske lämpligast medeltalet under tredje kvartalet 1931. De prisberäkningar som komma att utgöra ledning för penningpolitiken böra närmast ha denna bas, i den mån det låter sig göra att få tillförlitliga prisuppgifter för denna period.

Nästa fråga blir tydligen, vilka av de många priserna i samhället som böra läggas till grund vid en bedömning av den fortsatta utvecklingen. Ett svar på den frågan försvaras av att man har fått ett nytt utlandsvärde på den svenska valutan, ty därigenom har en ofrånkomlig prisstegring på vissa till den inhemska omsättningen hörande varor ägt rum och måste förbli bestående lika länge som de utländska växelkurserna intaga detta läge. En genomsnittlig inhemsk prisstabilitet måste därför oundgängligen komma att gå tillsammans med ett ändrat förhållande mellan olika priser inom landet. Förutsättningen är då visserligen den dubbla, både att de utländska växelkurserna ha utvecklats i en bestämd riktning och att det utländska prisläget har förblivit konstant. Dessa två förutsättningar må först diskuteras något.

Den engelska valutans nedgång icke blott gentemot guld utan också i förhållande till den svenska utgör därvid den första faktorn, men det förefaller naturligt att icke diskutera den isolerad utan i stället att se den i samband med den engelska prisutvecklingen. Enligt Economists nya veckoindeks ha de engelska partipriserna mellan den 18 September och den 14 Oktober stigit med 8,3 % mot en nedgång av £ som gentemot guld har varit omkring 20 % och gentemot svenska kronor 8,6 %. Visserligen är det ur svensk synpunkt viktiga icke den

”allmänna” engelska prisnivån utan priser på varor i den engelsk-svenska handeln, men tills vidare förefaller det som man närmast hade skäl att räkna med ungefär oförändrade priser i svenska kronor på varor från och till England. Så till vida blir det naturliga att räkna med en prisstegring på övriga varor i utrikeshandeln, utan någon kompenserande prissänkning på de engelska. Men då kommer frågan om världs- eller rättare sagt guldprisernas utveckling. Economists s.k. guldprisindex visar ganska avsevärd nedgång fram till början av oktober men någon uppgång mellan den 7 och den 14 i denna månad, och Irving Fishers amerikanska index visar också en ytterst svag prisstegring för den senaste veckan. Den naturliga utgångspunkten för resonemanget blir då utländsk prisstabilitet, uttryckt i guld och en stegring i engelska varupriser i proportion till pund sterlingens nedgång mot svenska kronor.

Under dessa förutsättningar är det så gott som oundgängligt att importvarornas priser, som en enhet betraktade, måste ha stigit i svenska kronor. I fråga om de svenska exportvarornas är detta ej lika givet, ty det kan tänkas att exportindustrien föredrar att sälja mer till lägre utländska priser, när dessa motsvara ett oförändrat pris i svenska kronor, framför att ej sälja mer än förut mot att få oförändrat belopp i utländsk valuta för vad som säljes. Men i alla händelser kan man åtminstone icke räkna med något prisfall inom landet på exportvarorna och så till vida åtminstone ingen kompensation för prisstegringen på importvarorna. Detta har tydligen viktiga konsekvenser för behandlingen av prisnivån som helhet.

Om man nämligen önskar hålla den genomsnittliga prisnivån, sammansatt av priser på både import-, export- och ”hemmamarknads”-varor oförändrad så blir enda möjligheten tydligen att sänka priserna på den tredje av grupperna så mycket att det kompenserar stegringen i varje fall på den första och möjligen också på den andra gruppens varor. En sådan politik skulle vara ägnad att hejda importen och stimulera exporten samt därför att sänka de utländska växelkurserna, vilket i sin ordning skulle verka ännu mer prissänkande, därför att utlandspriserna skulle bli lägre, omräknade i svensk valuta. Att företa en sådan operation med penningpolitikens vanliga medel, som äro långt ifrån att utgöra precisionsinstrument, på sådant sätt att resultatet blir prisstabilisering stöter på stora svårigheter, också om det ej är omöjligt. Men också oavsett detta skulle metoden sannolikt utlösa depressionsföreteelser, och den fria myntfotens fördel borde främst vara att icke i sig själv verka depressionsskapande. Trots att ett program sådant som det nu skisserade måste anses komma närmast kravet på oförändrad inhemsk köpkraft för den svenska kronan, förefaller det därför knappast välbetänkt.

I stället skulle man kunna inrätta sig på att låta åtminstone importprisernas stegring vara oberörd av prissänkning på andra varor och närmast åsyfta en prisstabilisering på de inom landet framställda varorna. En viss prisstegring skulle då komma att utmärka alla priser, tagna under ett, men det är ej troligt att den skulle bli stor. En sådan lösning synes mig vara den som ligger närmast till hands.

Detta resonemang utgår, som framgår av det föregående, närmast från oförändrade världsmarknadspriser. Så länge de utländska växelkurserna få röra sig fritt, blir det emellertid ingen ändring i läget - schematiskt sett - också om den utländska prisnivån skulle komma att ändras. En stegring i utlandspriserna skulle nämligen i så fall komma att proportionsvis sänka de utländska växelkurserna i Sverige, och detta kunde fortgå obegränsat, om den svenska valutan på förut angivet sätt frikopplades från guld i båda riktningarna. Det samma gäller i

motsatt riktning om ett utländskt prisfall.

Visserligen kräver detta schematiska resonemang en mycket stark reservation med hänsyn till konjunkturväxlingarna, ty det visade sig under den äldre svenska pappersmyntfotens tid, att de hade en stark tendens att fortplanta sig till Sverige, trots att det icke rådde något nödvändigt samband mellan svenska och utländska penningförhållanden. Men att gå in på konjunkturväxlingarnas enormt invecklade problem i detta sammanhang låter sig icke göra; vad som nu har sagts kan på sin höjd komma att betyda att Sverige har större utsikt - under i övrigt lika förhållanden - att hålla sig oberoende av utländska konjunkturväxlingar än vid ett internationellt penningssystem.

Emellertid sammanhänger frågan om konjunkturväxlingarna också med andra sidor av prisnivåns behandling, nämligen med förhållandet mellan parti- och detaljpriser, produktionskostnader och levnadskostnader.

Det är en vanlig ståndpunkt i nuvarande stund, att penningpolitiken skall sörja för en förskjutning mellan olika prisgrupper som icke i likhet med de tidigare behandlade grupperna intaga en olika ställning till utrikeshandeln. Vad som har föranlett detta krav är utan tvivel det faktum, att partipriser och levnadskostnader kommit att förskjuta sig sinsemellan under prisutvecklingens gång, i det att - åtminstone i den mån de hittillsvarande indexberäkningarna därvid äro vittnesgilla - levnadskostnaderna ha visat långt större tröghet än partipriserna. Emellertid följer det icke härav, att penningpolitiken kan göra något, eller åtminstone något väsentligt, för att utjämna priserna på olika områden, och det är icke lätt att se hur detta skulle kunna ske annat än i den mån som politiken framkallar allmän prisstegring eller prissänkning och så till vida verkar olika på mer och mindre tröga priser. Önskar man icke en sådan tendens till förskjutning i den allmänna prisnivån - och det följer av vad som förut sagts, att den förefaller mycket riskabel - så har man i så fall ingen möjlighet att återföra de olika prisgrupperna till deras inbördes läge före kriget. Ett krav på höjning av partiprisnivån till samma nivå - fortfarande på basis av förkrigstidens relativa priser - som levnadskostnaderna innebär emellertid i verkligheten en sådan stegring i den allmänna prisnivån och skulle säkert icke lämna levnadskostnaderna oberörda, också om det ej skulle höja dem lika mycket. I stället för att följa en sådan linje bör man enligt min mening sätta alla priser under tiden omedelbart före pappersmyntfotens tillkomst lika med 100 och se bort från deras inbördes förskjutning sedan förkrigstiden. Detta betyder icke att den nuvarande relationen mellan dessa priser anses önskvärd eller lämplig utan enbart att det ej är penningpolitikens sak att där genomföra en justering.

Det är en annan fråga än den nu diskuterade, vilka priser riksbanken närmast skall välja till riktpunkt för sin politik i fråga om den önskvärda framtida prisutvecklingen. Uttryckt med indexberäkningarnas metod, gäller den förut behandlade frågan, huruvida alla priser vid utgångsläget under tredje kvartalet skulle sättas med sina inbördes relationer från förkrigstiden eller tvärtom alla sättas lika med 100 och mitt resultat var att det senare borde ske. Nu gäller det den fortsatta indexbeteckningen i framtiden, utifrån ett läge som satts till 100 för alla varupriser i utgångsläget, och därvid gäller det, vilken av alla alternativa och även i framtiden säkerligen sinsemellan divergerande serier som riksbanken skall sträva efter att hålla vid eller i närheten av 100. Det är egentligen penningpolitikens kärnpunkt vid en fri valuta, men det är mig omöjligt att utreda detta problem här. Jag måste inskränka mig till den

här obestyrkta förklaringen, att det program som först utvecklats av prof. Davidson och senare långt fulligare framställt av doc. Lindahl förefaller mig ha de starkaste skälen för sig, nämligen att icke en fullt stabil prisnivå utan i stället en som varierar i omvänt förhållande till produktiviteten har de största utsikterna att hindra rubbningar i näringslivet. Men just det på en gång viktiga och komplicerade i detta problem gör det nödvändigt att riksbanken där inhämtar råd av dem som särskilt ha ägnat det uppmärksamhet, och jag skall därför inskränka mig till denna påpekning.

I praktiken kommer ett sådant program att föranleda särskild uppmärksamhet åt partiprisernas utveckling. Detta bestyrkes av att de sannolikt i det stora flertalet fall ha tendens att ändras mycket snabbare än detaljpriserna och därför erbjuda riksbanksledningen långt bättre ledning i fråga om vilka krafter inom näringslivet som det gäller att ta hänsyn till vid handläggningen av penningpolitiken. Detaljpriserna kommer att visa, i vad mån de vidtagna åtgärderna också till sist ha nått sitt mål; de bli en verifiering, icke en prognos. Emellertid är det givet att det ena är lika viktigt som det andra, och därför måste riksbanken ha alla slags prisindices till sitt förfogande och icke på förhand binda sig vid att alltid följa något särskilt av dem, också om partiprisindex som sagt förefaller mig i allmänhet ha mest ledning att ge i fråga om de beslut som det gäller att fatta.

Detta kräver tillägget, att inga som helst prisindices äro i stånd att ensamman ge tillräcklig ledning i fråga om den penningpolitik som skall föras i syfte att skapa stabilitet inom penningväsendet. Riksbanken måste beakta en mängd faktorer som ofta rent av skynda före några som helst prisändringar, nämligen hela den stora grupp av ekonomiska företeelser som påverkas av föreställningarna om framtida ändringar i den ena och andra riktningen. Men detta kommer i verkligheten betydligt närmare det slags bedömning som centralbankerna länge ha haft vana vid också under guldmyntfot, och så till vida är det en uppgift som faller sig lättare för riksbankens ledning än den mer ovanliga som bygger på prisindexbedömning. Redan av den anledningen skall jag ej gå närmare in på dithörande frågor.

I alla händelser förefaller det uppenbart att riksbanken har större behov av hjälp från den ekonomiska vetenskapens idkare än den tidigare haft. Redan här tillåter jag mig därför framhålla önskvärdheten av att banken binder vid sig någon yngre forskare på detta område för att kontinuerligt stå till tjänst med råd och hjälp. Den närmaste uppgiften för en sådan expert blir att kommentera det insamlade prismaterialet såväl för riksbankens egen som för allmänhetens räkning, så att å ena sidan riksbanksledningen kan draga full nytta av de resurser den förfogar över och å andra sidan allmänheten hålles underkunnig om grunderna för dess politik och tendenser till överdrifter i bedömningen av läget, ibland i den ena riktningen och ibland i den andra, efter förmåga motarbetas.

IV.

En mycket svår fråga, är den, i vad mån det kan skapas några konstitutionella garantier för en fri valuta, likartade med dem som grundlag och allmän lag, på grund av långvarig och dyrköpt erfarenhet, hittills ha berett guldmyntfoten i Sverige. Tyvärr måste det sägas, att möjligheterna härtill äro små. Det ligger i den fria valutans natur, att den icke har de enkla och gripbara hållpunkter som göra guldmyntfoten till ett system där vem som helst kan se om det följer

sina fastställda normer eller icke; det är genom denna sin plastiska karaktär som pappersmyntfoten bättre kan smyga sig efter det ekonomiska livets växlingar men också kan leda till långt större förvirring än någonsin har blivit följden av en rent metallisk myntfot. Det lilla som bör göras för att förankra den fria valutan i konstitutionellt hänseende bör dock obetingat ske, och det är möjligt att man småningom kan finna bättre hållpunkter än åtminstone jag för närvarande är i stånd att föreslå.

Vid tidigare diskussioner av en fri valuta torde man i allmänhet ha utgått ifrån att centralbanken skulle kunna bindas vid att hålla en fast prisnivå och att detta skulle kunna vara - åtminstone nästan - lika betryggande som dess skyldighet att lösa in sedlarna med guld eller, bättre, att hålla de utländska växelkurserna inom guldpunkterna. Emellertid utgör en sådan uppfattning ganska säkert en farlig problemförenkling. Ty för det första skulle det i så fall bli nödvändigt att ge en på visst sätt sammansatt prisindex konstitutionell ställning, eftersom valet av indexberäkning får stor betydelse för politikens riktning, och en sådan behandling av uppgiften skulle sannolikt visa sig ur stånd att ta hänsyn till det ekonomiska livets ständiga förskjutningar. Och för det andra skulle förmodligen varje prisindex utgöra en otillfredsställande hållpunkt för penningpolitiken, av de skäl som redan har framhållit. På sin höjd skulle man kunna limitera priset förskjutningarna genom att bestämma maximum av tillåtna avvikelser från ett oförändrat läge i fråga om en prisindex eller en kombination av prisindices, och om penningpolitiken skulle visa sig i hög grad bristfällig är det möjligt att man finge ta sin tillflykt till sådana åtgärder. Men det vore mycket opraktiskt att nu inlåta sig på en reglering av detta slag, när både det ena och det andra ännu är oprövat och man har rätt att hoppas att riksbanken skall bli i stånd att sköta ett betydligt mer plastiskt system.

Emellertid hindrar det icke att statens organ böra ge ett otvetydigt uttryck åt sin uppfattning om vad som skall vara den svenska penningpolitikens innehåll. I själva verket erbjuder sig ett alldeles osökt tillfälle därtill, när beslutet om sedlarnas oinlöslighet enligt R.F. 72 § måste bekräftas av riksdagen inom tjugo dagar efter dess öppnande för att icke förfalla. Om mitt förslag att ändra myntlagen och riksbankslagen accepteras, bör det tydligen framläggas samtidigt. Alldeles oavsett det sistnämnda bör det inryckas i motiven till regeringsförslaget och riksdagsbeslutet en uttrycklig anslutning till det nya penningsystemets principer, kanske enklast formulerade på detta sätt: ett bevarande av den svenska kronans inhemska köpkraft, nämligen i form av genomsnittligt oförändrade priser på inom landet framställda varor, i förhållande till de prisetförhållanden som rådde omedelbart före landets övergång från guldmynntfoten. Helst borde det också uttryckligen sägas ifrån, att såväl den svenska kronans utlandsvärde som den utelöpande sedelstockens storlek skall göras beroende av det sålunda angivna syftet; det utgör också motiveringen till de lagändringar jag tillåtit mig föreslå.

V.

Också om man håller fast vid en rent nationell valuta och sålunda icke åsyftar fasta växelkurser gent emot något annat land, så följer det icke därav att fluktuerande eller till sin framtid osäkra växelkurser skulle vara en olägenhet som kunde bagatelliseras. Tvärtom utgöra de en av de betänkligaste sidorna hos den fria valutan, men i sin grund äro de oskiljaktiga från den, och så till vida måste de accepteras intill den tidpunkt då en återknytning till ett internationellt penningssystem blir möjligt. Emellertid finns det två möjligheter att utjämna rubbningarna också dessförinnan, och de förtjäna åtminstone att diskuteras.

Den ena möjligheten gäller de kortvariga fluktuationerna från dag till dag. I och för sig vore det möjligt att övervinna eller åtminstone mildra dem genom regleringsköp och -försäljningar av utländska valutor. Svårigheten ligger i att skilja tillfälliga fluktuationer från varaktiga förändringar. Det kan hända att operationer som avse tillfälliga regleringar råka ut för ändringar i växelkursens grundvalar som omöjligt i längden kunna bemästras på detta sätt och att operationerna därigenom på en gång leda till stora förluster, till våldsammare kastningar i kurserna än om inga regleringsförsök hade gjorts och slutligen rent av till underlåtenhet att vidtaga djupare syftande åtgärder. Under vissa förhållanden är det trots allt detta möjligt att operationer i regleringssyfte bli nödvändiga, men de böra ej tillgripas utan allvarligt behov, och för närvarande synes ett sådant avgjort icke föreligga. Fluktuationerna i kronkursen sedan guldmyntfoten övergavs ha varit oväntat små, och det naturliga förefaller därför åtminstone tills vidare vara att lämna kurserna åt sig själva.

En helt annan fråga är emellertid, huruvida något kan göras för att skydda näringslivet och närmast exportindustrien, som arbetar på leverans åtskilliga månader fram i tiden, mot följderna av ändringar i växelkurserna som man icke kan eller vill upphäva. Exportindustrien är icke i stånd att på egen hand skydda sig mot sådana risker, ty den har mer fordringar än skulder på utlandet och kan alltså icke utjämna dem. Bankerna befinna sig emellertid i motsatt position, och eftersom fordringar och skulder på utlandet i stort sett balansera för landet som helhet, är det ingen utförbar uppgift att garantera mot kursfluktuationernas verkningar. Det kräver större bankerfarenhet än jag är i besittning av att i detalj diskutera ett sådant system, men otvivelaktigt kan det skapas, och det skulle betyda mycket för att underlätta produktionens gång vid den nuvarande ordningen inom penningväsendet, liksom det skulle bidra att försona industrimännen med läget och avvärja yrkanden som det vore olyckligt att rätta sig efter.

VI.

Den sista frågan gäller de medel riksbanken har till sitt förfogande vid genomförande av pappersmyntfotens program. I princip är det icke andra medel än de som finnas och alltid ha kommit till användning för att bevara guldpäriteten. Över något så när långa tidrymder har guldmyntfoten nämligen krävt alldeles samma makt över det inhemska näringslivet som skall komma i fråga vid pappersmyntfot. Så till vida föreligger alltså ingenting nytt. Emellertid har man icke desto mindre att räkna med två olikheter mot läget vid guldmyntfot.

Den ena består i att tillfälliga rubbningar vid guldmyntfot kunna utjämnas genom guldrörelser eller kort internationell kredit. Sådana medel äro otillämpliga eller försvårade vid pappersmyntfot, och så tillvida har läget försämrats. Men å andra sidan hänföra de sig mer till symptomen, de utländska växelkursernas tendens att förskjuta sig, än till sjukdomen, felriktningen av det inhemska näringslivet gent emot penningpolitikens uppställda mål, och så till vida kan det tänkas att de snarare göra skada än gagn på längre sikt.

Vid pappersmyntfot har man att direkt gripa in mot bristerna i det inhemska prissystemet och kommer så till vida snabbare fram till den avgörande punkten. Å andra sidan kan man då också lämna de utländska växelkurserna mer åt deras öde. Därmed skall ej förnekas, att en

spekulation i ändringar av de utländska växelkurserna inom och i synnerhet utom landet just vid pappersmyntfot kan komma att bereda ett lands penningväsende de största, ja, oövervinnliga svårigheter, och det enda som därvid mig veterligen är att säga består i att undvika allt som kan ge näring åt sådana tendenser.

Den andra svårigheten är besläktad med den första och måste behandlas på samma sätt. Den består i att medan vid fast guldparitet spekuleringen vanligen går i riktning av bevarad paritet, d.v.s. att avvikelser mötas av operationer som förutsätta att allt kommer tillbaka till det gamla, så finns det vid pappersmyntfot ingen sådan tendens. Förskjutningar i växelkurserna framkalla tvärtom då lätt en spekulering i rakt motsatt riktning, d.v.s. bort ifrån det gamla läget, därför att växelkurserna icke ha något fixerat läge. Såvitt jag förstår, finns det ingen verklig bot för detta, därför att de olika ländernas penningssystem verkligen vid nationell pappersmyntfot stå i ett ständigt växlande inbördes förhållande, och det utgör en av de fundamentala olägenheterna i detta tillstånd. Men ett enstaka land har därvid att ge så klara föreställningar som möjligt om den politik det följer, för att göra det mesta möjliga i riktning av att skapa tilltro till hållbarheten av sitt penningssystem. Detta är ingalunda liktydigt med att inge föreställningen om en höjning i utlandsvärdet på dess valuta, ty en spekulering i hausse är lika ödesdiger för stabilisering som en spekulering i motsatt riktning, utan uppgiften skall tvärtom vara att väcka förtroende till själva stabiliseringen.

Under dessa förhållanden saknar jag anledning att komma närmare in på diskussion av penningpolitikens olika medel, så mycket mer som jag icke har någon speciell kompetens på detta område. Diskontopolitiken ligger alltid närmast till hands och medför vanligen de minsta rubbningsverkningsarna, men under olika förutsättningar kan det vara nödvändigt att tillgripa andra åtgärder, med starkare tendens att bringa det vanliga näringslivet i olag, sådana som kreditrestriktioner utöver dem som ligga i själva diskontoförändringarnas, räntebärande inlåning i riksbanken m.m.

VII.

Sammanfattning

Samtidigt med att det ånyo betonas, hur otillräcklig den utredning är som jag här har kunnat förebringa, skall jag nu till sist sammanfatta de slutsatser vartill jag anser mig ha kommit.

I. Det svenska penningväsendet skall icke anslutas till guldmyntfoten eller något annat internationellt penningssystem förrän detta har nått en helt annan stadga än för närvarande; men å andra sidan bör en sådan anslutning komma till stånd så snart dess stabilitet kan anses betryggande, till den kurs som den svenska kronan då har, utan någon strävan att återställa den gamla pariteten. Anslutning till något enstaka främmande lands penningssystem är knappast under några förhållanden tillrädlig.

II. Tills vidare måste Sverige därför skapa och upprätthålla en isolerad, rent nationell valuta, bestämd enbart efter vårt inhemska näringslivs förhållanden. Detta kräver följande lagändringar:

1) ändringar i myntlag och riksbankslag som frigöra valutan från guldets icke blott nedåt utan också uppåt,

2) ändring i bestämmelserna för den extra sedelutgivningsrätten.

III. Grundvalen för det svenska penningväsendet skall vara inhemsk prisstabilitet. Prinsnivån under tredje kvartalet skall närmast läggas till grund, och oförändrad nivå på inom landet framställda varor åsyftas. Riksbanken skall emellertid följa prisutvecklingen på alla olika områden, med särskild uppmärksamhet på partiprisnivån och med syfte att i någon mån justera denna i omvänt förhållande till produktivitetens utveckling.

IV. Konung och riksdag skola ge sin uttryckliga anslutning till programmet för landets penningpolitik, i samband med beslutet om fortsatt oinlöslighet.

V. Åtgärder för utjämning av kortvariga kursfluktuationer böra tills vidare undvikas, men däremot är det önskvärt att skapa försäkring mot verkningarna av de utländska växelkursernas ändringar på längre sikt.

VI. De medel som stå till riksbankens förfogande för dess penningpolitik äro de samma som vid guldmyntfot, men på grund av pappersmyntfotens särskilda svårigheter är det viktigare än vanligt att klargöra penningpolitikens principer och skapa förtroende till dess upprätthållande.

Stockholm den 24 Oktober 1931.

Eli F. Heckscher

Gustav Cassels svar 22 oktober 1931:

Till Fullmäktige i Sveriges Riksbank.

På Förste Deputeradens anmodan av 9 oktober får jag härmed avge följande yttrande angående riktlinjerna för det svenska penningväsendets utveckling.

Redan då fråga uppstod huruvida riksbanken längre skulle se sig i stånd att upprätthålla sedlarnas inlösning i guld, framhöll jag att ett upphävande av guldinlösningen varken behövde eller finge betyda en försämring av den svenska kronans inre köpkraft. Den djupare grunden till att Sverige kom att frångå guldmynntfoten var en orimligt uppdriven efterfrågan efter guld, som medförde ett ständigt stigande värde på denna metall, uttryckt i en ständigt fortgående sänkning av de indextal, som mäta varornas pris i förhållande till guld. För Sverige liksom för England syntes det bliva alltför påfrestande att i längden följa med detta prisfall, och Sverige drevs av detta förhållande till att upplösa sin valutas förbindelse med guld. Den naturliga konsekvensen liksom också den enda betryggande politiken var då att tills vidare låta kronan bibehålla den inre köpkraft, som den haft under tiden närmast före guldmynntfotens upphävande. Regeringen accepterade också detta program. I finansministerns uttalande till statsrådsprotokollet av den 27 september heter det: "Penningpolitiken synes nämligen nu böra inriktas på, att med till buds stående medel bevara den svenska kronans inhemska köpkraft".

Riksbanken synes också sedan den 28 september ha följt detta program. Genom en omedelbar och kraftig diskontohöjning tillkännagav riksbanken sin bestämda avsikt att hindra varje tendens till en inflation, som man, särskilt i utlandet, möjligen kunde ha väntat såsom en följd av guldmynntfotens upphävande. Såvitt av hittills föreliggande indextal har kunnat dömas har riksbanken också lyckats i denna strävan.

Den härmed angivna penningpolitiken bör alltjämt upprätthållas. Intill dess större klarhet kan vinnas angående det internationella penningväsendets framtida gestaltning är Sverige hänvisat till att ha en fri pappersvaluta, som Sverige måste självständigt reglera. För en sådan reglering kan man icke gärna uppställa något annat mål än stabilisering av kronans inre köpkraft. Detta mål måste emellertid kvantitativt närmare fixeras genom fastställelse av en bestämd måttstock för den svenska kronans köpkraft. I detta avseende har man närmast att välja på en stabilisering av grosshandelspriserna eller en stabilisering av levnadskostnaderna. Det bör då beaktas att det normala jämviktsläget mellan dessa båda prisnivåer i hög grad rubbats genom de senaste årens starka prisfall på grosshandelsvaror. Levnadskostnaderna ha icke hunnit följa med nedåt i samma tempo, och avståndet mellan de båda prisnivåerna har därför blivit onormalt, säkerligen större än som är förenligt med en allmän jämvikt i landets hushållning.

Kommerskollegiums grosshandelsindex var i medeltal för 1928 148 och hade i juli 1931 sjunkit till 110. Detta är en sänkning med 25.6 %. Socialstyrelsens levnadskostnadsindex var för juli 1928 173 och för juli 1931 158. Sänkningen utgör här 8.7 %, således endast 1/3 av grosshandelsprisnivåns sänkning. En valutastabilisering är tydligen icke möjlig med bibehållande av en så abnorm proportion mellan grosshandelspris och levnadskostnader. Ett visst närmande mellan dessa båda prisnivåer är en oundgänglig förutsättning för att överhuvud

någon stabilitet i landets näringsliv skall kunna vinnas. Det synes naturligt att i första rummet söka vinna det närmande, som kan befinnas erforderligt, genom att tillåta en viss stegring av grosshandelspriserna, vilkas abnorma fall just varit orsaken till den bristande jämvikten. Det torde också bli nödvändigt att i övervägande grad anlita den vägen, då en tillräcklig sänkning av levnadskostnaderna näppeligen skulle kunna genomföras utan betydande sänkningar av nominella lönesatser, sänkningar som knappast skulle kunna genomdrivas utan betänkliga sociala strider. I denna fråga kommer dessutom i betraktande att den stora allmänhetens direkta intresse i den svenska kronans inre köpkraft närmast är förbundet med levnadskostnadernas höjd. En stabilisering av levnadskostnaderna på den nivå, där de stodo vid mitten av innevarande år, skulle av den stora allmänheten uppfattas såsom en tillfredsställande stabilisering av kronans köpkraft och skulle framför allt icke medföra någon förändring av de bestående penninglönernas värde såsom reallöner.

Emellertid skall det säkerligen befinnas önskvärt att grunda måttstocken för den svenska kronans köpkraft på en bredare bas än enbart på de av socialstyrelsen beräknade levnadskostnaderna. Hänsyn bör tagas icke blott till en arbetarfamiljs konsumtion utan så vitt möjligt till hela den nyttighetsmängd, som den svenska folkinkomsten köper. Indextalet för kronans köpkraft bör helst kunna beräknas veckovis, men därför får indextalet icke avstå från att ta hänsyn till viktiga pris, som endast kunna erhållas med längre tids mellanrum. Man bör ständigt hålla i sikte att indextalets uppgift är att mäta kronans köpkraft. För riksbankens valutapolitik är det endast totalindex som har väsentlig betydelse; indextal för enskilda varugrupper äro av intresse endast ur mera speciella ekonomiska synpunkter.

Genom stabilisering av den svenska kronans inre köpkraft vid en efter angivna grunder bestämd nivå skulle den svenska valutapolitiken vara fixerad, så länge Sverige blir nödgat att upprätthålla en självständig fri valuta. Med ett sådant program göra vi oss tills vidare oberoende av de irrationella och alldeles oberäknelige krafter, som för närvarande behärska guldets värderelser. Naturligtvis kan det då icke undvikas att de utländska växelkurserna komma att förete betydande variationer. I den mån dessa bero på ovisshet om svensk valutapolitik och dess förmåga att genomföra ett bestämt program, komma de småningom att försvagas, när man får klart för sig att vi veta vad vi vilja. Den internationella värderingen av den svenska kronan kan med andra ord förväntas komma att ge ett alltmera troget uttryck för den svenska kronans inre köpkraft.

Däremot måste uppenbarligen eventuella förändringar i guldvalutornas köpkraft komma att medföra motsvarande förändringar i den svenska kronans notering i guld. Det är möjligt att vissa länder fortsätta att driva upp guldets värde genom att ytterligare dra till sig guld. I så fall skulle den svenska kronans notering i guld komma att sjunka, alltså våra växelkurser på guldvalutorna att stiga. Detta kunna vi ta med ett fullkomligt lugn. Det är ju just fördelen av att slippa att vara med om den med guldets fortsatta värdestegring följande fördärvbringande deflationen, som för oss bör vara det djupare motivet för att frångå guldmyntfoten.

Å andra sidan ha vi ju också att räkna med den möjligheten att deflationen i guldländerna avbrytes och ersättes med en viss inflation, så att guldländernas varuprisnivå stegas. Den svenska kronans guldvärde skulle då höjas i motsvarande grad, och växelkurserna på guldländerna skulle sjunka. Det är t.o.m. möjligt att på detta sätt den svenska kronans forna guldkonparitet tillfälligtvis kommer att återställas.

Frågan om den svenska kronans anknytning till ett internationellt penningssystem är tydligen beroende på när och i vilka former ett sådant system av tillräcklig stadga kommer till stånd. Den fråga, som i detta hänseende närmast bör besvaras, är tydligen frågan om förutsättningarna för ett återställande av ett allmänt internationellt guldmyntsystem. Vid bedömandet av dessa förutsättningar måste man göra klart för sig vilka de faktorer varit som närmast fört till ett sönderbrytande av det gamla guldmyntsystemet. Enligt den klassiska teorien för den internationella guldmyntfoten skulle världens guld tillgångar automatiskt fördela sig på de olika länderna, så att deras prisnivåer finge den höjd, som motsvarade ett jämviktsläge i den internationella handeln. Finge ett land för mycket guld, så skulle detta komma att utnyttjas för en vidgning av den inre betalningsmedelsförsörjningen. Följden skulle då bli en prisstegring, importen skulle gynnas och exporten försvåras, och handelsbalansens försämring skulle medföra en guldexport och en däremot svarande nedpressning av den för höga prisnivån. Detta system rubbas uppenbarligen i sina grunder, om några viktiga fordringsägarländer dra till sig mycket guld utan att använda detta guld för en vidgning av sin egen betalningsmedelsförsörjning. Då kommer de övriga länderna att få för litet guld, och prisnivån i dessa länder kommer att utsättas för ett starkt tryck.

Om de guldrika länderna samtidigt föra en penningpolitik, som verkar därhän att pressa ned deras prisnivå i proportion till priset i de andra länderna, så kommer guldansamlingen att ha lett till en allmän värdestegring för guld och en motsvarande allmän nedpressning av varupriserna i guld räknat.

En sådan process är just vad vi bevittnat sedan mitten av 1929. Förenta Staterna och Frankrike och några få mindre länder ha samlat till sig oproportionerligt stora massor guld, med påföljd att den övriga världen kommit att utsättas för en alltmera kännbar guldknapphet. Kolonialländer, sådana som Australien, åtskilliga sydamerikanska stater och till sist även Canada ha härigenom utsatts för en så svår press, att de drivits från guldmyntfoten och ställts inför stora svårigheter ifråga om fullgörande av sina betalningsförpliktelser. Under innevarande år ha Österrike och Tyskland drabbats av liknande svårigheter, och till sist ha England och de skandinaviska länderna funnit guldsugningen så stark, att de sett sig nödgade att överge guldmyntfoten.

Det är två faktorer, som härvid gjort sig gällande. Den ena är den ensidiga guldanhopningen i vissa länder, den andra är dessa länders underlåtenhet att utnyttja detta guld för en motsvarande prisstegring, därmed äro förutsättningarna för ett normalt funktionerande av det internationella guldmyntfotssystemet tillintetgjorda. Det är knappast att vänta att ett återställande av ett internationellt guldmyntfotssystem skall bli möjligt, innan bestämda garantier givits för ett handhavande av detta system i enlighet med dess grundläggande principer. Sådana garantier skulle förutsätta en intelligent och djupgående internationell samverkan, till vilken man för närvarande knappast kan se någon allvarlig ansats. Vi måste därför bereda oss på att det kan komma att dröja länge, kanske många år, innan ett återställande av ett internationellt guldmyntfotssystem blir möjligt.

Guldländernas framtida valutapolitik undandrar sig tills vidare varje bedömande, och de nödiga förutsättningarna för Sveriges återgång till en guldmyntfot komma, så vitt man nu kan se, under den närmaste framtiden icke att föreligga. Detta gäller överhuvud varje bindande av

den svenska kronan vid guld, oavsett vid vilken paritet detta bindande skulle ske. Så länge guld är utsatt för så starka värdeväxlingar som under senare tiden varit fallet, så synes det för oss önskvärt att hålla vår valuta utanför dessa värdeväxlingar.

De länder, som frångått guldmynntfoten, måste tillsvidare föra en självständig valutapolitik. För dem kommer emellertid frågan om ett samarbete att bli av växande betydelse. Uppgiften för detta samarbete skulle naturligtvis vara ett gemensamt stabiliseringsprogram med därav följande möjlighet till stabilisering av växelkurserna mellan de samverkande länderna. Det låter tänka sig att på detta sätt ett nytt internationellt penningssystem med en viss inre stabilitet skulle komma att växa fram. Det naturliga skulle väl vara att England intoge en central ställning i ett sådant system, så att övriga fria valutor komme att gruppera sig omkring en pundvaluta, vars köpkraft gentemot varor hölles i en viss stabilitet. Blevde detta utvecklingens gång, så synes det naturligt att Sverige anslöte sig till en sådan valutagrupp. En anslutning till en isolerad pundvaluta utan ledning av ett bestämt stabiliseringsprogram synes däremot under inga förhållanden kunna komma ifråga.

Framtidsutsikterna för en nyorganisation av världens penningväsen äro överhuvud för närvarande så utomordentligt osäkra, att det icke lönar sig att försöka uppställa ett program för hur Sverige skulle förhålla sig gentemot en sådan organisation. Något närmare besvarande av riksbankens med I.A.B.C. och D betecknade frågor torde alltså icke för närvarande vara möjligt. Vi ha tillsvidare ingenting annat att göra än att förhålla oss avvaktande, noga följa utvecklingen ute i världen och under tiden för vår egen valutas räkning fasthålla vid den självständiga stabiliseringspolitik, som ovan skildrats.

Med avseende å de frågor som uppställts under II. anser jag det framför allt av vikt, att riksbanken beredes tillräcklig rörelsefrihet för att fullfölja det här angivna stabiliseringsprogrammet utan att onödigtvis störas av extraordinära anspråk, som under nuvarande oroliga tider kunna framträda. Det synes särskilt nödvändigt att de nuvarande trånga bestämmelserna till reglerande av riksbankens sedelutgivningsrätt i förhållande till den s.k. guldtäckningen undanröjes. Sådana lagbestämmelser äro i allmänhet till föga nytta, men vålla däremot, efter vad särskilt den senaste tidens erfarenhet givit vid handen, lätt mycket allvarliga skador. I oktoberhäftet av Skandinaviska Kreditaktiebolaget kvartalsskrift har jag utförligt utvecklat de skäl, som tala för en omedelbar internationell överenskommelse till slopande av alla dylika lagbestämmelser.

För riksbanken kan det under den närmaste tiden bli av betydelse att utan hinder av någon lagbestämmelse kunna utge så mycket sedlar som rörelsen kräver. I åtskilliga länder har hos allmänheten en tendens framträtt att säkerställa sig genom att uppsamla stora mängder av sedlar. En sådan efterfrågan av sedlar kan visserligen betraktas såsom irrationell, men den måste tillgodoses, och det säkraste medlet att möta en dylik rusning är just att klargöra, att riksbanken kommer att tillgodose varje efterfrågan. Det ligger nära till hands att befara att en för sådana ändamål ökad sedelutgivning skulle komma att uppfattas såsom tecken på en inflation. Det gäller då att för allmänheten göra det fullt tydligt, att en inflation uppstår, endast då den ökade sedelmängden användes såsom aktiv köpkraft och därmed får tjäna ett uppdrivande av varupriserna. Så länge sedlarnas endast gömmas undan och läggas på hög, ha de ingen sådan verkan. En ökning av sedelcirkulationen är under denna förutsättning utan betydelse för kronans köpkraft. Om riksbanken endast sörjer för att denna köpkraft hålles

konstant, så finns ingen anledning till oro över att sedelcirkulationen eventuellt kommer att växa och t.o.m. överstiger av nu gällande lag föreskrivna maximigränser. Ingenting kunde vara skadligare än om allmänheten finge den föreställningen att riksbankens förmåga att ge ut sedlar vore uttömd, och att därför ingen vidare kredit kunde erhållas.

Av vad jag i det föregående anfört torde framgå att något svar på den under III uppställda frågan för närvarande icke kan ges. Läget kräver en oavlätlig uppmärksamhet på utvecklingen av de internationella valutaförhållandena och en fortgående prövning av den hållning svensk valutavård inför denna utveckling bör intaga.

Djursholm den 22 oktober 1931
Gustav Cassel.

David Davidsons svar den 22 oktober:

Rörande de önskvärda riktlinjerna för det svenska penningväsendets utveckling

Den utbrytning av Sveriges valuta ur guldmyntfotssystemet, som nyligen skedde, var, på grund av de under senare tid och särskilt senaste tid inträffade händelser, nödvändigt påkallad. Hade Sverige deltagit i den strid om guld, som under sommaren utvecklade sig till en ren kalamitet för guldmyntfotssystemet - de tre länderna Holland, Schweiz och Belgien med tillsammans blott 20 mill. invånare ökade under de tre månaderna juli-september sina guld-kassor med sammanlagt 430 mill.doll. eller mer än världens hela guldproduktion under 1 år - så hade läget blott ytterligare förvärrats.

Den sänkning av utlandets växelkurser på Sverige, som följde på denna utbrytning, får ej anses såsom avgörande beträffande svenska kronans verkliga värde. Denna sänkning har varit en nödvändig följd av utbrytningen, därför att uppskattningen av detta värde numera saknar det stöd, som kronans inlösning med guld förut lämnade. I någon mån invercade kanske, att svenska kronans internationella värde under en stor del av innevarande år hållit sig under pari - i skarp kontrast mot förhållandet under 1930; ett litet land bör ha sin valutas internationella värde över pari.¹ Men huvudorsaken var, att den normala internationella spekulatören blivit villrådig angående den svenska kronans värde, vilket helt naturligt lett till en för låg uppskattning. Sköter riksbanken den svenska kronan på rationellt sätt, blir nog kursen på denna valuta korrektare.

Med hänsyn till riktningen av Sveriges framtida penningpolitik - som i det lämnade frågeformuläret behandlas i punkterna I A-B samt II - torde det vara oomtvistligt, att om återknytning av förbindelsen mellan svenska kronan och guldmyntfotssystemet kommer att ske, detta bör ske omedelbart till detta system och ej via ett annat till systemet anslutet land; det s.k. guldväxelsystemets dagar torde numera vara räknade. Men frågan om denna återknytning bör ske och när den bör ske kan knappast nu avgöras. Betydelsen av vad som skett och under den närmare framtiden kommer att ske inom guldmyntfotssystemet genom och i följd av Frankrikes guldoffensiv kan ännu så länge icke rätt bedömas. Naturligtvis vore det önskvärdaste, att guldmyntfotssystemet kunde återvinna jämvikten och åter börja fungera på normalt sätt, men ett bland villkoren för att detta skall ske, är att de, som utträtt ur systemet, ej åter inträda dit förrän tillräckligt säkra garantier för framtida fredstillstånd vunnits. Man har härvid att räkna med, att det kan dröja mycket länge, innan jämvikten inom systemet på ett varaktigt sätt återställas - om detta överhuvud kan åstadkommas.

Först när detta resultat vunnits, bli sålunda de i frågeformuläret under I C och D uppställda frågorna aktuella. Men dessa frågor kunna redan nu bestämt besvaras, emedan om dem en ganska stor, på erfarenhet grundad enighet gäller. Sålunda bör vid en återgång till guldmyntfot den vid återgången gällande relationen mellan svenska kronans och guldets värde läggas till grund. (Med guldets värde förstås då den i guldmyntfotssystemet dominerande valutans värde;

¹ Spekulationen spetsar alltid öronen, när de små ländernas valutor visa sjunkande tendenser.

för närvarande, intill sista tiden, dollarn). Samma gäller vid anknytning till viss utländsk valuta. När dylik återgång skall ske bör den ske med en gång, ej provisoriskt, enär, i fall det senare sker, spekulationer på återgångens misslyckande ha större framgång än om övergången sker med en gång.

Vad de under II i frågeformuläret upptagna frågorna beträffar, torde också stor enighet råda. Faran vid en återgång eller närmaste tiden därefter ligger, såsom nyss nämndes, i möjligheten av en inländsk eller utländsk spekulation på misslyckandet av återgången eller upprätthållandet av läget efter det återgången avslutats. Till förebyggande av sådan spekulation, resp. till förhindrandet av att den får framgång, användes stora utländska krediter, och detta medel har i allmänhet visat sig vara fullt effektivt. Några särskilda befogenheter i övrigt för riksbanken torde icke vara behövliga.

Om frågan III gäller detsamma som här sagts i anledning av fråga I A. Troligt är, att ett villkor för att varaktigt återställa jämvikten inom guldmyntfotssystemet kommer att bli, att hela systemet undergår en omstöpning, om vars natur för närvarande intet bestämt kan sägas.

Det blir sålunda säkerligen en tid under vilken svenska kronan måste bli en s.k. fri valuta. Men därvid gäller det att välja mellan att göra kronan till en fullt fri valuta eller att anknyta den till någon annan fri valuta. För närvarande är detta val begränsat till å ena sidan anknytning till Englands valuta och å den andra sidan till de andra nordiska ländernas valutor.

Anknytning till Englands valuta bör därvid ej komma i fråga. När England 1925 återgick till guldmyntfoten, bibehölls den guldhalt, som pundet hade före kriget, men därvid vidtogs ej de åtgärder med avseende på Englands allmänna prisnivå, som varit nödvändiga för att mellan pundets guldhalt och nämnda prisnivå åstadkomma samma relation, som då förefanns mellan dollarns guldhalt och Förenta Staternas allmänna prisnivå. För att åstadkomma denna relation hade Englands allmänna prisnivå bort nedtryckas minst 10 procent. Denna nedtryckning vågade England på grund av sina inre ekonomiska och finansiella förhållanden icke vidtaga, och det var därför som England i stället sökte 1927 förmå Förenta Staterna att höja sin allmänna prisnivå. Då detta försök ej hade varaktig framgång, blev det England, som i första hand fick röna verkningarna av Frankrikes redan omnämnda guldoffensiv.

Denna Englands penningpolitik innebar i grunden ett må vara icke insett, inkorrekt förfarande. Detta inkorrekt förfarande bestod i, att England t. ex. hos Sverige väckte och genom sina växelkursnoteringar underhöll den felaktiga föreställningen, att värdet av Sveriges pundfordringar var 18.10 à 18.16 kronor pr pund, medan det verkliga värdet var minst 10 procent lägre. Visserligen fick, så länge den felaktiga växelkursnoteringen ägde rum, Sverige nyssnämnda pris pr pundfordran. Men så snart England måste avstå från nämnda felaktiga förfarande, undergingo Sveriges pundfordringar en värdepåverkan av minst 10 procent. Detta Englands förfarande gör, att en anknytning av Sveriges valuta till Englands ej är att förorda.

Anknytning till de andra nordiska ländernas valutor torde få anses böra vara utesluten på grund av den erfarenhet, Sverige under världskriget hade av det valutariska samarbetet med Danmark och Norge.

Under sådana omständigheter återstode det blott att låta svenska kronan vara en fullt fri

valuta.

I guldmyntfotssystemet sker valutaskötseln

1:o) genom variering av penningmängden och penningens cirkulationshastighet,

2:o) med ledning av varuprisbildningen,

3:o) med ledning av växelkurserna och

4:o) genom normen för inlösning av penningen med guld.

Vid den egentliga guldmyntfoten är normen för inlösningen med guld fix, vilket, som bekant, inverkar på växelkurserna mellan guldmyntfotsländerna, så att dessa kursers variationer hålla sig inom den trånga latituden mellan den övre och nedre guldpunkten.

En fri valuta karaktäriseras sålunda av obundenhet med avseende å valutans och guldets inbördes värderelationer. Men i övrigt kan en fri valuta anordnas efter olika principer.

Det gäller därvid att först fixera det mål, som skall avses att vinnas genom valutaskötseln. Detta mål är detsamma, som bör gälla för valutaskötseln under guldmyntfot. Som bekant har strid stått inom guldmyntfotssystemet angående denna punkt. Striden har egentligen stått mellan två lösningar av detta problem, nämligen att målet skulle vara en oföränderlig allmän prisnivå eller normala förhållanden inom näringslivet i vidsträckt bemärkelse.

Den förra lösningen har förtjänsten, att målet är fixerat och sålunda enklare (medan å andra sidan detta mål brister i korrekthet). Den senare lösningen åsyftar något mycket obestämt, men denna obestämdhet torde man ej komma ifrån. Normala förhållanden inom näringslivet förutsätta emellertid en i regeln hög grad av stabilitet inom prisbildningen. Även om det mer obestämda målet, normala förhållanden inom näringslivet, väljes, måste undersökningen av varuprisens gestaltning alltid bli en av de viktigaste delarna av uppgiften.

Men det blir alltid den skillnaden, att prisändringarna få en annan betydelse än när prisstabiliteten är målet. Därvid komma orsakerna till prisändringarna att spela en väsentlig roll.

Med avseende å vad i punkt I F av frågeformuläret frågas angående vilka priser därvid böra beaktas, torde rätta lösningen vara, att vederbörlig hänsyn bör tagas till alla de olika slagen. Problemet är ännu så föga utrett, att det är omöjligt att på förhand avgöra denna punkt. Denna synpunkt synes ha varit ledande i avseende å det förslag, som åtföljt frågeformuläret.

Det viktiga är, att dels det prismaterial, som anskaffas, blir ändamålsenligt, dels att principerna för användningen av detta material så vitt möjligt klargöras. Detta senare kan dock endast ske successivt, i den mån skötseln av vår fria valuta fortskrider och nödig erfarenhet vinnes. Men här må emellertid framhållas, att det vore önskvärt, att metoderna för prismaterialets skapande i detalj meddelas, när detta kan vara av betydelse för prismaterialets bevisvärde, vilket är av särskild vikt därför, att detta prismaterial har två uppgifter.

Den ena uppgiften är att visa, vad som redan inträffat. Detta är nog den främsta uppgiften; den anger bl.a. inverkan av riksbankens penningpolitik. Den andra uppgiften är att vara till ledning för riksbanken för utrönandet av förbud till kommande onormala förhållanden. Denna uppgift är synnerligen viktig, men kan nog ej så ofta förverkligas, När det gäller denna senare uppgift, är det i allmänhet särskilt av vikt att i detalj känna, huru prismaterialet skapats.

För övrigt är att erinra om, att den ifrågavarande prisstatistiken är lika behövlig, när Sverige framdeles kommer att kunna återgå till guldmyntfoten.

Den kanske viktigaste uppgiften för skötseln av en fri valuta innehålles i I E. Denna uppgift, riksbankens penningpolitik, är även den svåraste.

Detta beror kanske i första rummet därpå, att all erfarenhet från senare tid rörande denna uppgift saknas. Det kan nu invändas, att Sverige under världskriget hade tillfälle att förvärva dylik erfarenhet. Men förhållandena i Sverige under denna kristid voro helt annorlunda än de nu rådande. Det mest karakteristiska för nämnda tid i Sverige var varubristen. Denna var ägnad att framkalla en betydande prisstegring, i synnerhet som den huvudsakligen gällde nödvändighetsvaror. Den härav framkallade prisstegringen var ej inflation, ehuru den på många håll uppfattades såsom sådan. Denna uppfattning var dock, trots sin oriktighet, mycket nyttig, enär den hindrade den verkliga inflationen att få alltför stor intensitet.

Nu däremot föreligger som bekant ej varubrist, utan väl tvärtom på sätt och vis en motsats till varubrist. Men även här är det tvist om det föreligger en sänkning av varornas värden eller en höjning av penningens värde.

Beträffande de medel, som riksbanken nu har att betjäna sig av för sin penningpolitik, torde vår kronas egenskap av fri valuta ej kräva någon ändring. Men det bör undersökas, om ej de anordningar, som Förenta Staterna i sin penningpolitik använder jämte diskontoändringar även borde och kunde användas hos oss, må vara i mer eller mindre modifierad gestalt .

Jag kommer härefter till normerna för riksbankens penningpolitik under en fri valuta.

Riksbankens uppgift därvidlag blir densamma som Förenta Staternas centralbankssystems uppgift varit tills sistone.² Att denna senare uppgift varit en funktion inom ett guldmüntfotssystem har därvid ej spelat någon roll. Ty guldfördena till och från centralbankssystemet ha ej haft något självständigt inflytande på detta systems penningpolitik; i detta systems penningpolitik har ju ingått att ej blott motståndslöst ta emot guld från utlandet utan ock motståndslöst avge guld till utlandet.

Idealet av ett guldmüntfotssystem är nämligen, att guld det ständigt är i vila,³ och att det är

² D. v. s. innan verkningarna av Frankrikes och dess efterföljares guldpolitik gjort sig gällande.

³ Undantag måste gälla för guldets vandringar från guldfyndigheterna till de olika länderna, men det rationellaste vore, att dessa vandringar ej sammanblandades med penningpolitiken.

växelkursernas förändringar, som omedelbart inverka på penningpolitiken, Denna anordning kräver dels blott att växelkursernas ändringar få den inverkan på penningpolitiken, som erfordras för att förhindra guldflödena, dels att de guldsändningar, som ej behövas för, utan tvärtom inverka störande på penningpolitiken, ske på samma sätt som varusändningar, vilket de ju i verkligheten äro.⁴

Om detta idealiska tillstånd förelåge inom guldmyntfotssystemet, skulle sålunda de enda guldsändningar, som förekom, vara av den art, att de ej hade någon betydelse för penningpolitiken.

I den händelse detta önskvärda tillstånd rådde, skulle Förenta Staternas centralbankssystems penningpolitiska funktion vara densamma som centralbankens i ett land med fri valuta. Båda hade att reglera penningmängd och penningens cirkulationshastighet blott med ledning av varuprisbildning och växelkurser. Skillnaden skulle endast vara, att växelkurserna inom guldmyntfotssystemet ej stode under den påverkan av spekulatjonen, som växelkurserna i ett land med fri valuta är utsatt för.

Sveriges Riksbank har sålunda, genom att svenska kronan blivit en fri valuta, fått uppgifter som ha nyhetens besvärligheter, men detta gäller i det hela huvudsakligen i början. Det är nämligen så lyckligt, att Förenta Staternas centralbankssystems överstyrelse har i sin tidskrift, Federal reserve bulletin, och i sina årsberättelser meddelat motiven till sin penningpolitik och vad den lärt av sin erfarenhet, och däri har den svenska riksbanken en instruktiv ledtråd för huru den skall inrätta sin nya verksamhet att alldeles självständigt bestämma sin penningpolitik med ledning av varuprisbildningen och sina växelkurser. Med avseende å tolkningen av vad dessa senares gestaltning innebär är att erinra om, att guldmyntfotsländernas växelkurser utmärkas av relativt hög stabilitet och att detta förhållande ger en god ledning för tolkningen av de svenska växelkursernas vittnesbörd.

Upsala den 22 oktober 1931.

⁴ Även dessa guldsändningar äro ju sådana omdelningar av guldmet, som ej ske på grund av penningpolitikens behov.

Striden om guld.

Det har som bekant från en del håll gjorts gällande, att den allmänna prissänkning, som under de sista två åren fortgått, skulle haft sin orsak i en stegring av penningens värde och att denna stegring i sin tur framkallats av att guldets värde stigit.

Riktigheten av denna tydning av den nu pågående krisen har emellertid från andra håll bestritts. Den allmänna prissänkningen skulle enligt denna uppfattning förnämligast vara en verkan av överspekulationen under åren 1928 och 1929, som på grund av kända orsaker hade sin särskilda härd i Förenta Staterna; men även om denna allmänna prissänkning å varorna tolkades såsom uttryck av en sänkning av penningens och i första hand dollarns värde, så var kausalsammanhanget mellan dollarn och guldets därvidlag, att det var sänkningen av dollarns värde, som framkallat sänkningen av guldets värde och icke tvärtom.

Emellertid har på allra sista tiden händelser inträffat, som äro otvetydiga uttryck av, att en omkastning av berörda kausalsammanhang ägt rum på det sätt, att guldets under senaste tid börjat undergå en i förhållande till penningens värde primär värdestegring, vilken på grund av det intima sambandet mellan guldets och penningens värde i guldmyntfotsländerna torde vara ägnad att leda till en motsvarande stegring av penningens värde i berörda länder.

Alltsedan Förenta Staternas centralbankssystem efter 1920 lyckats frigöra sin penningpolitik från den föregående tidens krigspolitikens inflytelser, har intill allra sista tiden detta centralbankssystem kunnat förhindra primära, d.ä.. av penningens värde oberoende ändringar av guldets värde. Detta konststycke har detta centralbankssystem kunnat utföra därigenom, att det byggt sin penningpolitik på följande två regler.

Den ena regeln har varit att utan något slags motstånd mottaga allt guld, som flöt in från utlandet, och likaså utan något slags motstånd till utlandet avstå allt guld, som därifrån krävdes. Den andra regeln har varit, att detta centralbankssystem, i samma mån guld inflödade från utlandet, utbytte reala tillgångar mot detta guld och därigenom förhindrade detta guld att påverka dollarns värde; och vidare att i samma mån som guldets flöt ur Förenta Staterna och därvid mängden av allmänna omsättningsmedel i Förenta Staterna hotade att minskas, denna minskning förhindrades därigenom, att centralbankssystemet uppköpte motsvarande belopp i värdepapper m.m.

Av dessa två regler är den första till sin verkan osviklig. Förenta staternas centralbankssystem kan, eventuellt med unionens bistånd, uppköpa allt guld, som inflödar i landet. Den andra regelns verkan är, såsom lätt inses, ej lika osviklig, enär berörda centralbankssystem ej kan avstå obegränsade mängder guld. Men intill sista tiden har det visat sig, att, vid nuvarande oförändrade världsproduktion av guld, utlandets anspråk på guld aldrig överstigit, vad Förenta Staternas centralbankssystem utan olägenhet kunnat prestera.

Detta sistnämnda förhållande har emellertid berott på, att utlandets guldkrav gent emot Förenta Staterna hållit sig inom de lojala gränser, som dikterats av guldmyntfotssystemets idé. När ett land av lojala motiv beslutar sig för att inträda i guldmyntfotssystemet, sker detta för att komma i åtnjutande av förmånen av ett fixt penningvärde; men detta förutsätter bl.a., att varje land vederbörligt begränsar sina krav på guld, ty annars kan guldmyntfotssystemet ej

bestå. Så har också intill det sista skett, nämligen tills Frankrike återgick till guldmyntfoten. I och med att detta skedde, började en ny faktor att verka. Denna nya faktor är Frankrikes stegrade anspråk på guld och dess konsekvenser.

Frankrikes guldpolitik före kriget utmärkes av, att dess centralbank ansåg sig böra hålla en både absolut och relativt hög guldkassa. Vid slutet av år 1913 uppgick denna guldkassa till 679 mill. dollar och utgjorde då nära 14 procent av världens till 4.933 mill. dollar uppskattade monetära guldförråd. Under kriget ändrades naturligtvis dessa förhållanden, och dessa ändringar fortbestodo efter kriget, tills landet blev i stånd att återgå till guldmyntfoten. Ännu vid slutet av 1926 hade i följd därav Frankrikes Banks guldkassa ej stigit över sin nivå under kriget. Den uppgick nyssnämnda år till 711 mill. dollar och utgjorde icke fullt 8 procent av världens monetära guldförråd. Men därefter har denna guldkassa undergått en oavbruten stegring och uppgick

| | | | |
|-------------------------|-----------------|--|--|
| vid slutet av 1927 till | 954 mill. doll. | | |
| ” ” ” 1928 ” | 1.253 ” ” | | |
| ” ” ” 1929 ” | 1.633 ” ” | | |
| ” ” ” 1930 ” | 2.100 ” ” | | |
| i slutet av juni 1931 ” | 2.200 ” ” | | |
| ” början ” okt. 1931 | 2.500 ” ” | | |

och utgjorde vid sistnämnda tidpunkt i det närmaste 22 procent av världens monetära guldförråd (i början av okt. 11.400 mill.doll.).

Av det anförda framgår att ökningen av Frankrikes Banks guldkassa icke inneburit blott den komplettering av densamma, som föranletts av Frankrikes återgång till guldmyntfoten, utan att ökningen i fråga även haft ett annat syfte, vilket lett till, att berörda guldkassas relativa storlek nu är 50 procent större än vid slutet av 1913, och det föreligger anledning att antaga, att denna ökning ännu icke avslutats.

Denna Frankrikes guldpolitik har starkt påverkat även tre andra europeiska länders guldpolitik. Under sist förflutna tre månader ha Holland, Schweiz och Belgien ansett sig vara tvungna att, för att kunna vidmakthålla sin anslutning till guldmyntfotssystemet, öka sina guldkassor med belopp, som framgå av följande sammanställning av dessa länders centralbankers guldkassor vid nedannämnda tidpunkter.

| | Hollands | Schweitz' | Belgiens |
|---------------------|-----------------|----------------|----------------|
| Slutet av juni 1931 | 200 mill. doll. | 162 mill.doll. | 199 mill.doll. |
| " " sept " | 317 " " | 328 " " | 347 " " |
| Ökning | 117 " " | 166 " " | 148 " " |

Sammanlagt uppgick sålunda för dessa tre länder, som tillsammans ha ett invånartal av blott 10 mill., guldökningen under de sista tre månaderna till 431 mill. dollar, vilket utgår mer än världens hela guldproduktion under 1 år.

Dessa data visa, att det numera inom guldmyntfotssystemet uppstått en strid om guldets. En sådan strid, som utgör en diametral kontrast till andan i den guldpolitik, som hittills besjalar

Förenta Staternas centralbankssystem, är ägnad att framkalla en primär höjning av guldets värde, som i sin tur är ägnad att höja penningens värde i guldmyntfotsländerna.

Vissa tecken tyda på, att såväl denna primära stegring av guldets värde som den därav framkallade stegringen av penningens värde i guldmyntfotsländerna redan inträtt och att det icke är uteslutet, att dessa stegringar kunna komma att under längre tid fortbestå samt ökas.

Det skulle emellertid kunna synas, som om det finnes även annan möjlighet, vilken visserligen ännu icke föreligger, men som snart kunde komma att föreligga. Ehuru denna möjlighet är av den art, att det kunde synas vara mycket fantastiskt att räkna med densamma, skall den likväl här framföras.

Såsom ovan, sid 2, nämndes, har Förenta Staternas centralbankssystem hittills kunnat motståndslöst avge guld, som från utlandets sida avfordrats detsamma.

De krav, som från Frankrikes sida redan å världens guldförråd, jämte de ytterligare sådana krav, som från samma håll eventuellt kunna komma att framställas resp, som från andra håll med anledning av Frankrikes krav framställts eller kunna komma att framställas, representera sammanlagt så stora belopp, att det på sista tiden uppstått farhågor för, att i följd därav Förenta Staterna skulle komma att utsättas för så stora krav på guld, att dess centralbankssystem skulle tvingas till drastiska skyddsåtgärder eller för att undvika dessa nödgas överge guldmyntfoten.

Anledningen till dessa förmodanden har varit, att Frankrike synes önska att förmå Förenta Staterna till samarbete i och för främjande av de mål, som Frankrike genom sin guldpolitik vill vinna. Helst önskar Frankrike antagligen, att detta samarbete från Förenta Staternas sida bli fullt frivilligt. Men enligt en på sista tiden från flera håll framförd uppfattning skulle Frankrike i nödfall ämna framtvunga ett sådant samarbete. Detta tvång skulle utövas genom hot om att annars utkräva likvid i guld av Frankrikes fordringar hos Förenta Staternas centralbankssystem och andra amerikanska gäldenärer.

Skulle Frankrike verkligen umgås med sådana planer och lyckas genomföra dem, föreläge en mycket stor fara för, att guldmyntfotssystemet skulle för all framtid vara dödsdömt. Intet land, som är mån om sin självbestämmanderätt, lär vilja kvarstanna i ett myntsystem, där dylika manipulationer kunna ha framgång.⁵

Det är emellertid högst sannolikt, att det skulle föreligga någon nödvändighet för Förenta Staterna och dess centralbankssystem att böja sig för dessa Frankrikes planer. Därtill kommer att intresset för upprätthållandet av guldmyntfotssystemet såväl hos de länder, som kvarstå i detta system, som hos dem, som för tillfället utgått ur detsamma, är så stort, att dessa, om så skulle behövas, skulle vara villiga att mot sina resurser medverka till upprätthållandet av ett sunt guldmyntfotssystem.

Uppsala 22 okt. 1931.

David Davidson

⁵ Striden om guldets mellan centralbankerna är ägnad att frammana en ny guldkrävare, allmänheten, som redan lär ha uppträtt.