



# LUND UNIVERSITY

## Knut Wicksells prisstabiliseringsnorm och penningpolitiken på 1930-talet

Ekonomisk debatt och ekonomisk politik,

Jonung, Lars

*Published in:*

Ekonomisk debatt och ekonomisk politik

1977

*Document Version:*

Förlagets slutgiltiga version

[Link to publication](#)

*Citation for published version (APA):*

Jonung, L. (1977). Knut Wicksells prisstabiliseringsnorm och penningpolitiken på 1930-talet: Ekonomisk debatt och ekonomisk politik, . I J. Herin, & L. Werin (Red.), *Ekonomisk debatt och ekonomisk politik : Nationalekonomiska föreningen 100 år* (s. 35-83). Norstedts Förlag.

*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

# Knut Wicksells prisstabiliseringsnorm och penningpolitiken på 1930-talet

av Ph. D. Lars Jonung

## 1. Inledning<sup>1</sup>

Vid Nationalekonomiska föreningens sammanträde den 14 april 1898 höll »Herr Fil. Doktor K. Wicksell» ett föredrag om »Penningröntans inflytande på varupriser», där han föreslog att målet för penningpolitiken bör vara att hålla en konstant prinsnivå. Denna norm för penningpolitiken byggde på den analys som Knut Wicksell hade utvecklat i ett arbete på tyska, »Geldzins und Güterpreise», vilket publicerades 1898. Nu redogjorde han för första gången för sina idéer inför en svensk publik.

Han angav en enkel regel för hur centralbanken skulle stabilisera prinsnivån: när prinsnivån är stigande skall diskontot höjas tills prisrörelsen avstannar, när priserna är sjunkande skall diskontot sänkas till dess att prisstabilitet har nåtts. Denna rekommendation grundades på Wicksells utveckling av den klassiska kvantitetsteorins samband mellan mängden pengar och prinsnivån.

De synpunkter, som Wicksell presenterade, kom med tiden att spela en central roll för den nationalekonomiska forskningen och för penningpolitiken i Sverige. Något mer än trettio år senare, när Sverige tvingades lämna guldmyntfoten i september 1931, deklarerade den svenska regeringen och riksbanken att målet för penningpolitiken skulle vara att »med till buds stående medel bevara den svenska kronans inhemska köpkraft.» Riksbanken blev med detta steg av allt att döma den första centralbank som öppet gjorde prisstabilisering till normen för penningpolitiken.

Syftet med denna uppsats är att beskriva hur Wicksells norm kom att accepteras som vägledande för riksbankens politik när Sverige övergick till en pappersmyntfot 1931, hur riksbanken följde denna norm, vilken roll som prisstabiliseringsprogrammet spelade under 1930-talet och hur ekonomerna såg på prisstabiliseringens möjligheter. Uppsatsen är disponerad på följande sätt. Först ges en beskrivning av Wicksells syn på prisstabilitet, dels av hans argument inför Nationalekonomiska föreningen 1898, dels av några av hans förslag under och strax efter det första världskriget. Sedan lämnas en redogörelse för hur prisstabiliseringsnormen blev antagen som riktlinje för penningpolitiken på hösten 1931. De konfidentiella

rapporter rörande penningpolitiken som tre ekonomer då ställde samman åt riksbanken presenteras här. Därefter diskuteras riksbankens åtgärder och effekterna av penningpolitiken. I nästa avsnitt undersöks hur riksbanksledningen såg på prisstabiliseringsmålet, vilket stod i motsats till bankens traditionella önskan att upprätthålla fasta växelkurser. Det är omöjligt att diskutera penningpolitiken och den svenska konjunkturutvecklingen under 1930-talet utan att också behandla finanspolitiken. Av detta skäl följer en sammanfattning rörande finanspolitikens effekter. Eftersom prisstabiliseringsprogrammet, »det svenska experimentet», väckte stor uppmärksamhet i Sverige såväl som i utlandet under 1930-talet, presenteras några ekonomers bedömningar. Sedan granskas ekonomernas inflytande på stabiliseringspolitiken under 1930-talet. Därefter lämnas en kortfattad presentation av sambandet mellan 1930-talets makroekonomiska utveckling och dagens stabiliseringspolitik. Till sist diskuteras vad 1930-talets penningpolitiska erfarenheter kan säga om dagens svenska stabiliseringspolitik.

1930-talet är ett spännande och omdebatterat årtionde inom den svenska stabiliseringspolitiken. Utvecklingen under dessa år har gett upphov till många och skiljaktiga tolkningar och det kvarstår en rad obesvarade frågor kring den ekonomiska politiken. Denna artikel utnyttjar ett mer ovanligt perspektiv. Här granskas nämligen det svenska 1930-talet ur en monetär synvinkel. Detta innebär att riksbankens politik, den svenska penningmängden, kronans växelkurs och prisnivån står i centrum för beskrivningen. Därmed får man också en direkt anknytning till Wicksells norm för penningpolitiken och den kvantitetsteoretiska uppfattning som svenska ekonomer omfattade före 1930-talets depression.

## 2. Prisstabilitet — Knut Wicksells norm för penningpolitiken

Wicksell inledde sitt anförande i Nationalekonomiska föreningen i april 1898 med en mycket stark plädering för en stabil prisnivå:<sup>2</sup>

»Många ord behövas icke för att bevisa vigten af, att penningens bytesvärde eller, hvilket är det samma, blott från motsatta sidan sedt, varuprisens allmänna nivå bibehållas vid en såvidt möjligt fast och oföränderlig höjd. Penningen är ju och blir för hvarje dag alltmera mätaren för alla värden, grundvalen för alla förmögenhetsaftal: alla varor bytas mot penningar, och icke blott detta, utan vi producera endast för att byta och byta mot penningar. Hvad kan då vara viktigare än, att det, som utgör måttstocken för allt annat, sjelft förblir oföränderligt till sin storlek?»

Om vi bara hade kunskap om hur prisnivån skulle kunna hållas konstant så ansåg Wicksell att det var:

»temligen säkert, att alla intressen bäst skulle vara betjenta med, om likaren för värdet hölles lika minutiöst oföränderligt som likaren för mått, mål och vikt.

Och varför skulle detta icke ligga i vår makt?»

Wicksell hävdade att problemet att uppnå en stabil prisnivå snarare var av teoretisk än av praktisk natur, eftersom det saknades en teori som kunde ligga till grund för en penningpolitik vars mål var att styra prisutvecklingen. Resten av föredraget var en presentation av hans teori för sambandet mellan räntor och priser, den s.k. kumulativa processen. Den traditionella kvantitetsteorin låg till grund för hans framställning. Denna teori var enligt Wicksell i princip »fullkomligt sund», men den saknade en beskrivning av den dynamiska anpassningen från en prisnivå till en annan i moderna ekonomier med väl utvecklade affärsbankssystem och med omfattande kredithushållning. Wicksell sökte därför att modernisera kvantitetsteorin för att den skulle kunna ge en mer tillfredsställande förklaring till fluktuationerna i prisnivån än den äldre kvantitetsteorin.

Wicksells kumulativa process byggde på en distinktion mellan två räntesatser, penningräntan eller bankräntan som utgjorde kostnaden för att låna pengar hos banksystemet, och kapitalräntan som representerade den ränteavkastning, som företagarna förväntade sig på sina investeringar. Om kapitalräntan var större än penningräntan blev det fördelaktigt att låna för att finansiera investeringsverksamhet. Wicksell antog att bankerna mötte den ökade efterfrågan på banklån genom att minska sina reserver utan att höja bankräntan. Följaktligen ökade volymen bankkrediter och penningmängden. Som ett resultat av denna monetära expansion steg prisnivån. Om kapitalräntan å andra sidan var lägre än bankräntan, så minskade företagarna sin upplåning hos bankerna, penningmängden reducerades och en deflation blev följden. Rörelsen i prisnivån fortsatte så länge som det fanns en skillnad mellan penningräntan och kapitalräntan.

Den kumulativa processen angav också en metod för att uppnå prisstabilitet. När penningräntan var lika stor som kapitalräntan fanns det inga tendenser till ändringar av prisnivån. Priserna var således stabila vid denna räntenivå, som Wicksell betecknade som den normala räntan. Han kommer således fram till en enkel regel för skötseln av penningpolitiken: prisnivån bör hållas konstant genom att penningräntan hela tiden regleras så att den ligger på samma nivå som kapitalräntan. När denna regel blev allmänt känd så väntade Wicksell att en konstant prisnivå skulle bli målet för penningpolitiken. Han avslutade sitt fördrag med orden:<sup>3</sup>

»Har en klar insigt om orsakerna till penningvärdets förändringar och den nuvarande ostadigheten deri en gång vunnits, så skola praktikens män säkerligen



visa sig vuxna uppgiften att tillgodogöra sig denna insigt och till båtнад för världssamfärdseln åstadkomma ett fullt stabilt penningvärde. Hafva det ondas orsaker en gång blifvit funna, så skall terapien och framför allt förebyggandet af sjukdomen visa sig vara en jämförelsevis lätt sak.»

Wicksells förslag var oförenligt med fasta växelkurser eftersom hans norm förutsatte att centralbanken kunde kontrollera penningmängden oberoende av den internationella utvecklingen. För att ett enskilt land som Sverige skulle kunna driva en helt självständig penningpolitik i syfte att hålla prisnivån konstant, krävdes därför rörliga växelkurser, d.v.s. en pappersmyntfot. Det internationella valutasystemet var emellertid grundat på guldmyntfoten, d.v.s. på fasta växelkurser, under årtiondena före det första världskriget.<sup>4</sup> Den svenska kronan hade knutits till guldet under första hälften av 1870-talet. Detta medförde att den svenska penningmängden och den svenska prisnivån följde den internationella prisnivån och den internationella monetära utvecklingen. Guldstandarden var dock förenad med en betydande stabilitet inom det internationella penningväsendet och den internationella handeln fram till 1914. Så länge guldmyntfoten fungerade tillfredsställande fanns det således små utsikter för Wicksells förslag att accepteras som riktlinje för penningpolitiken.<sup>5</sup>

Krigsutbrottet 1914 innebar ett sammanbrott för guldmyntfoten. Första världskriget medförde kraftiga fluktuationer i den svenska prisnivån och penningmängden. Mellan åren 1914 och 1920 ökade prisnivån med 165 procent och penningmängden med 195 procent. Efter krigets slut beslöt regeringen och riksbanken att kronan skulle återgå till guldmyntfoten till förkrigsparitet. En period med restriktiv penningpolitik inleddes med en kraftig höjning av diskontot. Samtidigt gick den internationella ekonomin in i en djup lågkonjunktur. Som ett resultat av den inhemska och utländska utvecklingen sjönk den svenska penningmängden med 29 procent mellan 1920 och 1925 och prisnivån med 35 procent under samma period. Arbetslösheten nådde under dessa år av deflation den högsta nivå som registrerats sedan statistik på arbetslöshet hade börjat insamlas några år före första världskrigets utbrott. Depressionen under 1920-talet var djupare än lågkonjunkturen under 30-talet mätt med nedgången i sysselsättningen, i prisnivån och i den reala nationalinkomsten.

De kraftiga svängningarna i prisnivån och penningmängden finns återgivna i diagram 1, som visar de årliga fluktuationerna under tiden 1914–1945 i de fyra storheter som ingår i kvantitetsekvationen: penningmängden, omloppshastigheten, prisnivån och den reala nationalinkomsten.<sup>6</sup> Som framgår av diagrammet var sväng-

ningarna i dessa tidsserier betydligt mer markanta under åren 1914–1925 än under den senare delen av perioden.

Inflationen 1914–1920 och den efterföljande deflationen gav upphov till den livligaste penningpolitiska diskussion som ägt rum i Sverige. I denna deltog bland andra Sven Brisman, Gustav Cassel, David Davidson, Eli Heckscher, Bertil Ohlin och Knut Wicksell. Det är knappast någon överdrift att säga att diskussionen om monetära frågor under denna tid stod på en högre nivå i Sverige än någon annanstans. Dessa »gyllene år» finns dokumenterade i en imponerande rad av inlägg i Ekonomisk Tidskrift, dagspressen och olika tidskrifter, i böcker och statliga utredningar samt i Nationalekonomiska föreningens Förhandlingar.<sup>7</sup> Inte bara ekonomerna deltog, utan även »praktikerna», d.v.s. representanter för riksbanken, affärsbankerna och näringslivet. En lång lista av frågor behandlades: orsakerna till fluktuationerna i prisnivån, guldets roll, riksbankens politik och penningmängdens betydelse. Beträffande penningmängden uppmärksammade man i första hand volymen riksbankssedlar.<sup>8</sup> I regel utgjorde kvantitetsteorin utgångspunkten för den penningpolitiska debatten.<sup>9</sup>

Under denna tid var Wicksell en ivrig och konsekvent förespråkare för prisstabilitet. Vid en lång rad tillfällen kritiserade han ledningen för riksbanken för inflationsutvecklingen och krävde att diskontot skulle höjas för att prisstegringarna skulle stoppas. Det kanske mest radikala förslag som Wicksell framförde var kravet på en återgång till 1914 års prisnivå och en stabilisering av prisnivån kring detta läge. Han ansåg att inflationen hade skapat orättvisa inkomst- och förmögenhetsomfördelningar. En sänkning av prisnivån var en nödvändig förutsättning för att man skulle kunna undanröja dessa negativa effekter. I en debatt i Nationalekonomiska föreningen år 1919 hävdade Wicksell:<sup>10</sup>

»Vad vi skola sträva efter, är enligt min åsikt att komma tillbaka till prisnivån före kriget; något hållbart argument för att därvid stanna på halva vägen torde vara svårt att presentera. Medlet är att hålla ett högt diskonto – helst i förening med *inlåning* mot ränta från riksbankens sida för att få ned sedelmängden till vad den var 1914. Det är en mycket smärtsam process, men det kan sättas ifråga, om det inte är bäst, att den blir genomförd ju förr dess hellre.»

Kritiken blev hård mot förslaget. Till svar rekommenderade Wicksell inrättandet av en särskild »räntekammare» som skulle få i uppgift att »exakt uträkna» vilka vinster och förluster som orsakats först av inflationen och sedan av den deflation som behövdes för att återgå till 1914 års prisnivå. Därefter borde en »rättvis utjämning» ske.<sup>11</sup>

När efterkrigstidens svenska penningpolitik diskuterades i Natio-

nalekonomiska föreningen några år senare, framförde Wicksell återigen sitt förslag om en återgång till 1914 års prisnivå.<sup>1 2</sup>

»Detta skulle tillgå så, att riksbanken droge in hela sedelstocken, makulerade hälften därav och lämnade resten tillbaka till sedelinnehavarna . . . våra priser (skulle) sjunka till något mindre än hälften av nuvarande nivå. Sedan bleve det riksbankens uppgift att hålla *denna* prisnivå konstant . . .»

Det är tydligt att Wicksell här byggde sina förslag på en kvantitetsteoretisk grund. Det var ändringar i sedelstocken, d.v.s. i penningmängden, som hade gett upphov till inflationen och en återgång till en lägre prisnivå kunde bara ske genom att en reduktion av sedelstocken kom till stånd.

Sverige återgick till guldstandarden till förkrigsparitet efter en kraftig reduktion av den svenska prisnivån och penningmängden. Denna deflationspolitik, som skapade den djupa 20-talsdepressionen, hade till en början ett visst, fastän långtifrån ett odelat, stöd från ekonomernas sida. Många av dem överskattade möjligheterna att sänka prisnivån utan att framkalla en större arbetslöshet. Wicksell var kanske den störste optimisten på den här punkten. Han var övertygad om att arbetarna skulle inse att deras löner borde sänkas när priserna var sjunkande. Han hänvisade bland annat till sin kontakt med Ernst Wigforss i Lund som bekräftelse på sitt resonemang.<sup>1 3</sup> Olika representanter från näringslivet och industrin var däremot fräna kritiker av deflationspolitiken.<sup>1 4</sup>

När Wicksell framträdde för Nationalekonomiska föreningen i oktober 1925 – han var då 73 år gammal – höll han inledningsanförandet om »Det definitiva ordnandet av världens penningväsen». Han presenterade sin bedömning av den monetära utvecklingen sedan första världskriget och medgav att hans tidigare tolkningar delvis hade varit missvisande eller ofullständiga på några punkter. Han höll dock bestämt fast vid den ståndpunkt som han först hade hävdad 27 år tidigare inför föreningen: målet för penningpolitiken bör vara prisstabilitet. Han anlade ett globalt perspektiv och hoppades på en stabilisering av världsnivån inom ramen för den guldmyntfot som Sverige hade anslutit sig till början av 1920-talet.<sup>1 5</sup>

En del av den ekonomiska forskningen rörde sig kring den önskvärda utvecklingen av prisnivån. När David Davidson recenserade Wicksells »Geldzins und Güterpreise» i den första årgången av *Ekonomisk Tidskrift*, anmärkte han att prisnivån inte borde hållas konstant som Wicksell föreslog utan att den borde sjunka i omvänd proportion till tillväxten i produktiviteten. Under det första decenniet av 1900-talet var Wicksell och Davidson engagerade i ett långvarigt meningsutbyte i *Ekonomisk Tidskrift* kring dessa bägge normer för penningpolitiken – en stabil prisnivå kontra en fallande

prisnivå – utan att någon enighet kunde uppnås. Under 1920-talet bidrog Erik Lindahl med arbeten där han gav sitt stöd åt Davidsons norm. Lindahl menade att en fallande prisnivå underlättade planeringen och minskade osäkerheten i det ekonomiska livet.

Diskussionen kring den ekonomiska politiken under och efter första världskriget följdes av en stor allmänhet. Ekonomerna skrev flitigt i dagspressen och deras synpunkter fick en stor spridning. Knut Wicksell och Gustav Cassel tillhörde de mest aktiva skribenterna. Denna verksamhet från ekonomernas sida är en viktig del av förklaringen till att en stabilisering av den inhemska prisnivån gjordes till målet för penningpolitiken i september 1931.<sup>16</sup>

### 3. 1931 års penningpolitiska program

Den svenska ekonomin påverkades relativt sent av den depression som började i USA i slutet av 1920-talet. Prisinivån i de länder vars valutor var knutna till guldmyntfoten sjönk kraftigt under de två sista åren av 1920-talet och i början av 1930-talet. Den svenska grosshandelsprisinivån följde detta mönster under 1929, 1930 och de tre första kvartalen av 1931, vilket framgår av diagram 2. Från och med 1928 minskade den svenska exporten kraftigt till följd av världsdepressionen. (Se diagram 3.) I mitten av september 1931 lämnade England guldmyntfoten som resultat av en spekulationsväg mot pundet. En vecka senare tog riksbanken och regeringen samma steg. Riksbankens valutareserv hade då sjunkit från omkring 300 miljoner kronor i juni till 30 miljoner kronor i september. Då hade också en del av guldinnehavet sålts. Detta valutautflöde tvingade riksbanken att lämna guldmyntfoten. In i det sista sökte riksbanksledningen få internationella lån för att behålla kronans anknytning till guldet.<sup>17</sup>

Samtidigt som Sverige övergick till en pappersmyntfot deklarerade finansminister Felix Hamrin att syftet med den svenska penningpolitiken skulle vara att med tillgängliga medel upprätthålla kronans inhemska köpkraft. Av allt att döma är detta den första gången som prisstabilisering öppet har deklarerats som riktlinje för en centralbank. Den norm som Wicksell angav omkring sekelskiftet blev nu cirka trettio år senare grunden för den svenska penningpolitiken.<sup>18</sup> 1931 års penningpolitiska deklaration måste betraktas som en seger för de idéer som först Wicksell och sedan många av nationalekonomerna hade framfört i den ekonomisk-politiska debatten. Det var troligen också en nationalekonom, Gustav Cassel, som utformade den penningpolitiska deklarationen.<sup>19</sup>

Prisstabilisering var emellertid ett okänt mål för den praktiska penningpolitiken. Riksbanken saknade kunskaper och erfarenheter

om hur den skulle uppträda. Under dessa omständigheter tog banken ett ovanligt initiativ. I början av oktober skickade man under största sekretess ut ett frågeformulär till de tre mest framstående penningekonomerna i Sverige: Gustav Cassel, David Davidson och Eli Heckscher. Cassel var vid denna tidpunkt en världsauktoritet på monetära frågor. Heckscher hade ett solitt rykte som ekonomisk teoretiker och historiker och Davidson var sedan länge väl etablerad inom penningteorin. De hade alla deltagit i debatten under första världskriget och alla hade de forskat kring den svenska penningpolitiken. Politiskt hade de en borgerlig inställning. Riksbanken vände sig till representanter för den äldre generationen av ekonomer. Davidson var äldst, 77 år gammal. Han hade varit med om att inleda debatten med Wicksell om den lämpliga prisstabiliseringsnormen. Cassel var 65 år och Heckscher var yngst med sina 52 år. Riksbanken begärde ett snabbt svar och inom några veckor var de tre rapporterna klara.<sup>20</sup>

Formuläret ställde en rad centrala frågor, t.ex.: När bör kronan knytas till en internationell valuta? Vilken prisstabiliseringsnorm bör gälla för den svenska penningpolitiken? Vilket prisindex och vilken basperiod bör väljas för en prisstabilisering? Vilka penningpolitiska instrument bör användas? De tre ekonomerna visade stor enighet på centrala punkter trots att de hade utarbetat sina rapporter var för sig. Alla föreslog att Sverige skulle upprätthålla en fri valuta, d.v.s. en pappersmyntfot, så länge som oron på det internationella monetära området bestod. Sedan borde en övergång till en fast växelkurs övervägas. Målet för pappersmyntfoten skulle vara en stabilisering av prisnivån enligt Wicksells norm. Davidsons och Lindahls norm om en fallande prisnivå diskuterades som ett alternativ, men den ansågs olämplig att tillämpa för tillfället. Davidson avstod alltså från att rekommendera den norm som han gett sitt namn till. Riksbanken fick också en lång rad andra förslag. Riksbanken borde konstruera ett prisindex och beräkna det på veckobasis. Prisnivån borde stabiliseras vid den nivå som rådde vid tidpunkten för upprättandet av pappersmyntfoten. Man avrådde bestämt från att genomföra en deflations- eller inflationspolitik innan prisnivån stabiliserades. Man påpekade att en sådan politik skulle skapa spekulation och/eller oro på arbetsmarknaden. Vidare klargjorde man att prisstabiliseringen var oförenlig med fasta växelkurser. Nu borde valutapolitiken och ändringar i växelkursen kunna användas för att stabilisera prisnivån. Sedelvolymen skulle också anpassas till målet för kronans inhemska värde. Heckscher föreslog en rad ändringar i gällande lagar för riksbanken, nödvändiga för att eliminera de sista banden mellan guldstandarden och riksbankens sedelstock. Heck-

scher påpekade också vikten av att riksbanken skapade förtroende hos allmänheten beträffande det penningpolitiska programmet. Detta borde ske genom en rad offentliga deklARATIONER och uttalanden av riksbanken, regeringen och riksdagen. Heckscher, som oförbehållsamt erkände att han var osäker eller okunnig om svaren på vissa frågor, rekommenderade vidare riksbanken att knyta någon eller några yngre ekonomer till banken för att närmare studera problemen med prisstabiliseringspolitiken.<sup>21</sup> Cassel fruktade rusningar till svenska banker av oroliga insättare, som sökte överföra sin inlåning till sedlar i stor skala. Detta hade inträffat i utlandet och Cassel uppmanade nu riksbanken att stå redo att möta varje panik med en lämplig expansion av sedelomloppet. Om riksbanken försåg insättare med de sedlar de efterfrågade, skulle ingen allvarlig skada inträffa.

Riksbanken erhöll genom dessa tre rapporter ett rikt underlag för den nya politik som prisstabiliseringen krävde. Cassel och Heckscher framförde många synpunkter som återfanns i deras rapporter för en större allmänhet.<sup>22</sup> Andra ekonomer ställde sig till en början positiva till det penningpolitiska programmet.<sup>23</sup> Detta hade också ett brett stöd hos de politiska partierna i riksdagen. Förutsättningar för en helt ny typ av svensk penningpolitik, byggd på Wicksells norm, tycktes sålunda finnas.

#### 4. Riksbankens politik och prisstabiliseringen 1931–1939

Riksbanken behövde tillgång till en prisstatistik som kunde användas som underlag för den nya penningpolitiken. En av riksbankens första åtgärder efter guldmyntfotens fall var därför att konstruera ett konsumentprisindex. Erik Lindahl och Dag Hammarskjöld blev inkopplade på denna uppgift som genomfördes med mycken ambition. Uppenbarligen på Cassels inrådan sammanställdes det nya konsumentprisindexet på veckobasis. De första talen blev klara på hösten. Prisserierna angavs med en så stor noggrannhet som två decimaler. Detta kan tolkas som ett utslag av en stark tro på möjligheten att använda prisindex som vägledning för penningpolitiken.

Samtidigt som pappersmyntfoten infördes höjdes diskontot från sex procent till åtta procent. Denna kraftiga höjning motiverades med förväntningar om en kommande inflation sedan Sverige lämnat guld. Det var bland annat erfarenheterna från första världskrigets pappersmyntfot och inflation som gjorde att man allmänt väntade stigande priser. Någon inflation uppkom dock inte under hösten. En anledning var att några av Sveriges främsta handelspartners, England

och de övriga nordiska länderna, samtidigt lämnade guld. Vidare utövade världsdepressionen ett starkt deflationistiskt tryck.

Riksbanken avstod till en början från att ingripa på marknaden för utländska valutor eftersom banken i det närmaste hade tömt sin valutareserv under september månad. Den svenska kronan tilläts sålunda att flyta fritt och riksbanken överlät åt affärsbankerna att svara för valutannoteringar. På hösten steg pundkursen sakta uppåt från ett bottenläge kring 16 kronor i slutet av september. I november noterades pundet till den gamla parikursen på 18:15 kronor som hade gällt under guldstandarden. Då deklarerade ledningen för riksbanken att kursen skulle låsas vid detta läge. En fast växelkurs för kronan upprättades alltså mindre än två månader efter den fria valutans tillkomst. I tre dagar varade pundspikningen. När riksbankens valutareserv snabbt höll på att tömmas övergav man den fasta pundkursen. Pundet gick omedelbart över pari när en rörlig växelkurs på nytt infördes. Riksbankens valutareserv var efter denna episod lägre än då guldet övergavs. I december sjönk emellertid pundkursen på nytt under pari. (Se diagram 4 som visar pundkursens och dollarkursens utveckling 1931–1933).

Det är uppenbart att ledningen för riksbanken genom den misslyckade pundspikningen motarbetade det nya målet för penningpolitiken. Denna åtgärd, vilken klart stred mot andan i den penningpolitiska deklARATIONEN, genomfördes på riksbankens eget initiativ. Riksbanken gav aldrig någon tillfredsställande förklaring till sitt handlande. Förvaltningsberättelsen nämner motiven bakom pundspikningen i svepande och oklara formuleringar. Om målet hade varit pristabilitet borde man ha låtit pundkursen stiga över pari eftersom konsumentprisindex och grosshandelsprisindex var svagt fallande vid denna tidpunkt. Framför allt borde man avstått från varje försök att söka spika kursen. Det var troligen riksbankens traditionella böjelse för fasta växelkurser som dominerade över andra hänsyn.<sup>24</sup> Ledningen för banken kunde emellertid inte under rådande omständigheter säga detta rent ut.

Händelserna i november 1931 visade riksbanken att en återgång till en fast växelkurs för kronan kunde övervägas först sedan de utländska tillgångarna var tillräckliga för valutaoperationer. En kraftig uppbyggnad av valutareserven blev ett viktigt mål för riksbanken under 1932–33. Under det första kvartalet 1932 var banken passiv, så när som på att diskontot sänktes i några steg. I början av mars medförde Ivar Kreugers död och avslöjandena kring Kreugers engagemang en kraftig nedgång i kronans utländska värde. Pundkursen gick för första gången sedan november 1931 över pari och noterades tidvis till över 20 kronor. Dollarn, som fortfarande var knuten till

guldet, steg också. Dessa båda kurser låg sedan kvar avsevärt över pari under hela 1932. (Se diagram 4 för mars-april 1932). Kreugerkraschen medförde således att kronan deprecierades — vilket motverkade den svaga tendensen till sjunkande grosshandels- och konsumentpriser. (Se diagram 2.)

Under våren 1932 blev världsdepressionens verkningar på den svenska ekonomin allt tydligare. Den svenska exporten befann sig under detta år på en bottennivå — den utgjorde omkring 54 procent av 1929 års tal. (Se diagram 3.) Industriproduktionen sjönk snabbt och arbetslösheten ökade kraftigt. Under dessa omständigheter höjdes krav från ekonomer och politiker på en mer expansiv penningpolitik. Riksdagen rekommenderade i maj riksbanken att föra en penningpolitik som gav upphov till en höjning av grosshandelspriserna samtidigt som konsumentpriserna skulle hållas konstanta.

Under sommaren gjorde riksbanken stora valutaköp. Pundet och dollarn hölls över pari. Priserna låg praktiskt taget stabila under denna tid. Penningpolitiken verkade ligga i linje med riksdagens önskemål att stabilisera prisnivån. På hösten började emellertid dollarn stiga i förhållande till pundet. Om riksbanken handlat enligt den penningpolitiska deklARATIONEN så skulle kronan fått följa pundet. Då hade kronan deprecierats gentemot dollarn och grosshandelspriserna hade stabiliserats eller rört sig uppåt. I stället valde banken först en medelväg mellan dollarn och pundet genom att låta appreciera kronan i förhållande till pundet och depreciera gentemot dollarn. Den genomsnittliga pundkursen föll från 19:50 för september till 18:32 för december. Dollarkursen tilläts också falla i slutet av 1932. Riksbanken valde sålunda att höja kronans utländska värde, bland annat genom att sälja en del av sina utländska reserver för att pressa ned priset på dollarn och pundet i relation till kronan. (Se diagram 4.)

Apprecieringspolitiken hade en klar effekt på grosshandelspriserna. Index sjönk från 110 i oktober 1932 till 105 i mars 1933, vilket blev bottennoteringen för hela 1930-talet. Även konsumentprisindex visade en svag nedgång på omkring en procentenhet under samma tidsperiod. Riksbanken följde inte det penningpolitiska programmet och riksdagens önskemål under vintern 1932—33. På nytt lät ledningen för banken hänsyn till växelkursen få påverka den inhemska prisutvecklingen. Som stöd för denna uppfattning kan man i första hand peka på den faktiskt förda politiken samt uttalanden av personer inom banken.<sup>25</sup>

Sedan USA lämnat guldet på våren 1933, stabiliserades de internationella valutamarknaderna. Kursfluktuationerna blev mindre. Samtidigt hade världskonjunkturen börjat vända. Under 1933



började den svenska exporten och industriproduktionen att öka igen. I juni beslöt riksbanken att låsa pundkursen kring 19:40, d.v.s. till en kurs omkring sju procent över den gamla guldpariteten. Pundspikningen genomfördes på riksbankens initiativ och av allt att döma utan något direkt godkännande av regering och riksdag.<sup>26</sup> Eftersom inget formellt beslut fattades och eftersom pundkursen tilläts små variationer från dag till dag, väckte pundspikningen ingen större uppmärksamhet. Riksbanken kunde på så vis de facto återgå till en fast växelkurs utan att detta mötte några formella hinder eller kritiska invändningar. Man kunde också betrakta den fasta pundkursen som ett led i prisstabiliseringen. Så länge som den engelska prisnivån var relativt stabil förblev också den svenska prisnivån konstant. Målkonflikten mellan ett fast yttre och ett fast inre värde för kronan kom under dessa förhållanden inte i dagen.

I juli 1933 gjorde riksbankschefen Ivar Rooth en omfattande analys av det penningpolitiska läget inför fullmäktige för banken. Inlägget utmynnade i ett försvar för stabiliseringen av pundkursen, varvid Rooth hävdade att banken hållit kurserna på utländsk valuta högre än marknadsvärdet för att kunna göra stora köp av utländska tillgångar. Dessa valutaköp var nödvändiga för att åstadkomma den uppgång i grosshandelspriserna som riksdagen hade krävt. Nu menade Rooth att valutaköpen dock kunde utgöra ett hot mot riksbanken. För den händelse ett nytt internationellt valutasystem upprättades med de pariteter som gällde under den gamla guldstandarden, så skulle riksbanken få vidkännas stora förluster på de valutaköp som gjorts till kurser som låg över guldpariteterna.

Här pekade Rooth på det »vinstmotiv» som spelat så stor roll i bankens historia. Vinstmotivet hänförde sig till riksbankens önskan att erhålla en rejäl avkastning på sin verksamhet snarare än att tillämpa ett samhällsekonomiskt synsätt. Denna privatekonomiska inriktning kan spåras till den tid då riksbanken också var en affärsbank, som konkurrerade med andra affärsbanker om sedelutgivning samt om in- och utlåning. Det tog en avsevärd tid innan riksbanken helt accepterade rollen som centralbank.<sup>27</sup>

Rooth ansåg att vinstmotivet borde nedtonas. Det fick inte hindra banken från att upprätthålla en pundkurs ovanför guldpariteten på 18:15 kronor, eftersom den högre pundkursen kring 19:40 var nödvändig för att åstadkomma stigande grosshandelspriser. Han väntade sig också att den brittiska prisnivån skulle stiga i framtiden och att de svenska priserna skulle följa efter till följd av den fasta pundkursen. Det är tydligt att Rooth inte såg någon motsättning mellan målet att höja grosshandelspriserna och att hålla fast vid den dåvarande pundkursen. Tvärtom betraktades den spikade kursen som

en förutsättning för att kunna påverka grosshandelspriserna i önskad riktning. Detta var en korrekt slutsats så länge de engelska priserna förändrades på det sätt som man önskade att de svenska priserna skulle röra sig.

Pundspikningen kring 19:40 innebar att kronan blev undervärderad att döma av det stora valutainflödet under resten av 1930-talet. Den svenska valutareserven och guldinnehavet ökade markant mellan 1933 och 1939. Som brukligt vid fasta växelkurser var riksbanken relativt passiv under dessa år. Diskontot sänktes på hösten 1933 till den låga nivån av 2,5 procent, där det låg kvar oförändrat till 1939. Att döma av riksbankens protokoll var den interna diskussionen huvudsakligen förknippad med den växande valutareserven.<sup>28</sup> Rooths pundspikning kritiserades i september 1933 av vice riksbankschefen Erik Lamm. Han påstod att kursen 19:40 inte bidrog till att höja grosshandelspriserna utan att närmare ange varför. I stället hävdade han att kronan borde apprecieras gentemot guldet därför att en framtida återgång till guld annars skulle medföra stora förluster på innehavet av utländska tillgångar och guld. Lamm medgav att man för dagen inte kunde veta vilken kurs kronan skulle få under en ny guldstandard, men han förväntade sig tydligen en kurs kring pari. I annat fall skulle han inte ha rekommenderat en appreciering av kronan. Lamm hänvisade med andra ord till vinstmotivet för att söka ändra penningpolitiken i en deflationistisk riktning.

Rooth medgav att han delade många av Lamms synpunkter men försvarade sin politik. Han betonade att riksbanken måste följa riksdagens direktiv beträffande målet för penningpolitiken. Om pundkursen sänktes från den nuvarande noteringen 19:45 till 18:20, skulle enligt Rooth grosshandelsprisindex falla från 108 till en nivå kring 106–107. Det var möjligt för banken att höja grosshandelspriserna endast genom att hålla växelkurserna ovanför marknadskurserna. En sänkning skulle därför strida mot riksdagens instruktioner. Han föreslog att pundspikningen vid den nuvarande kursen skulle fortsätta och hans förslag fick majoritetens stöd.

Politiken att hålla en fast kurs blev bara en gång allvarligt prövad. Som en följd av den internationella högkonjunkturen 1936–1937 steg den engelska prisnivån, och den svenska prisnivån började följa detta mönster i slutet av 1936. Genom denna utveckling uppstod en klar konflikt mellan målen en fast inhemsk prisnivå och en stabil växelkurs. Några ekonomer som Gustav Cassel och Eli Heckscher krävde offentligt att det penningpolitiska programmet från 1931 skulle följas, d.v.s. att kronan skulle apprecieras för att isolera den svenska prisnivån från inflytandet av den internationella prisnivån.

Det goda exportläget 1936–37 var huvudorsaken till en stark valutatillströmning, men även kraven från välkända ekonomer på en appreciering av kronan bidrog till valutainflödet. Affärsbankernas reservkvot, d.v.s. kvoten mellan deras reserver och deras inlåning, nådde under 1937 den högsta nivån den haft så länge en tillförlitlig bankstatistik har existerat. Affärsbankernas giroräkningar hos riksbanken ökade som årsgenomsnitt med 400 miljoner kronor mellan 1936 och 1937.

Det fanns således ett visst tryck på riksbanken att ändra sin politik men banken beslöt att låta pundkursen förbli oförändrad. Av allt att döma påverkades riksbanken starkt av finansdepartementets ståndpunkt. Wigforss var motståndare till en appreciering.<sup>29</sup> Rooth avvisade kraven på en appreciering bland annat vid ett möte med fullmäktige i april 1937. Hans resonemang är intressant därför att det troligen representerar en del av riksbankens traditionella argument för fasta växelkurser. Först slog han fast att de svenska priserna följt de brittiska under de senaste fyra åren på grund av den fasta pundkursen. Om Sverige således önskade undvika den internationella inflationen måste kronan apprecieras. Efter denna inledande observation räknade Rooth upp en lång lista av argument mot en appreciering: det internationella samarbetet strävade mot stabila växelkurser, en revalvering medförde minskad räntabilitet i den svenska exportsektorn, samma sak skulle inträffa inom den svenska importkonkurrerande sektorn, en appreciering var kanske inte tillräcklig för att stoppa inflationen, andra medel skulle kanske också behövas vilka kunde orsaka en stigande räntenivå. Han ansåg till slut att ökningen i de svenska konsumentpriserna inte var ett tillräckligt skäl för en ändring av växelkursen. Konsumentprisindex låg på 104 i april 1937 jämfört med 101 som genomsnitt för 1936. Levnadskostnaderna var 161 jämfört med 158. Rooth nämnde emellertid ingenting om det svenska grosshandelsprisindex som uppvisade en betydligt kraftigare tillväxt än de bägge ovan nämnda serierna. (Diagram 3 visar klart detta.) Rooth ville alltså inte för tillfället ändra kronans kurs, men om inflationen fortsatte i England och USA borde en appreciering genomföras. Han trodde dock att högkonjunkturen snart skulle vända. Denna gissning visade sig korrekt. På hösten började de svenska grosshandelspriserna att sjunka och argumenten för en appreciering blev därmed svagare.

De svenska konsumentpriserna var relativt konstanta under 1938 och första hälften av 1939. Vid krigsutbrottet avskaffades den fasta växelkursen gentemot pundet och Sverige fick de facto en pappersvaluta. Även under kriget var förvisso målet för penningpolitiken en stabil prisnivå men detta genomfördes huvudsakligen med inkomst-

politik. I syfte att underlätta finansieringen av mobiliseringen och uppbyggnaden av försvaret inriktade sig riksbanken på att hålla nere räntenivån. Denna politik blev början till den lågräntepolitik som varit riksbankens signum under efterkrigstiden. »Låga» räntor och fasta växelkurser har sedan andra världskrigets slut och fram till i dag varit de dominerande målen för riksbanken. Prisstabilisering har däremot kommit i skymundan.

### 5. Prisstabilisering som restriktion på riksbanken

Bindningen till en fast växelkurs för den svenska valutan löper som en röd tråd genom riksbankens långa historia. De gånger man har lämnat den fasta växelkursen har alltid inträffat i samband med krigsutbrott.<sup>30</sup> 1931 års övergång till pappersmyntfot utgör det enda undantaget. Banken har dock strävat efter en snar återgång från pappersvaluta, d.v.s. från rörliga växelkurser, till någon valuta-fot med fasta växelkurser.<sup>31</sup> När riksbanken tvingades att lämna guldmyntfoten 1931 blev prisstabilisering normen för bankens politik. Under 1930-talet upprätthölls en betydande stabilitet i konsumentprisindex. Det kan således tyckas som om banken följde 1931 års program.

Det är emellertid en öppen fråga i vilken utsträckning banken verkligen betraktade prisstabiliseringen som målet för sin verksamhet. Det förefaller snarare som att detta mål fungerade såsom en viktig restriktion på penningpolitiken, medan banken i själva verket var mer intresserad av att upprätthålla en stabil växelkurs än av en stabil prisnivå. Man kan peka på en rad förhållanden som belägg för denna tolkning. De flesta har nämnts ovan. Riksbanken var av tradition inriktad på att hålla fasta växelkurser. Det penningpolitiska programmet var skrivet och inspirerat av ekonomer och härstamade alltså inte från riksbanken. Banken accepterade programmet sedan man praktiskt taget gjort slut på valutareserven i misslyckade försök att behålla kronan knuten till guld. Riksbanksledningen blev dock ingen plötslig anhängare av pappersvaluta och rörliga växelkurser. Banken försökte redan i november att spika pundkursen, vilket klart stred mot andan i den nya politiken. Samma sak kan sägas om apprecieringen av kronan på hösten 1932. Vidare införde banken på eget initiativ pundspikningen under sommaren 1933 och den lämnade inte den fasta pundkursen under 1937, då de engelska och svenska prisnivåerna var stigande.

En diskussion av de faktiska målen för riksbankens verksamhet bör också uppmärksamma riksbankschefens roll. Ivar Rooth var chef för banken under hela 1930-talet. Före sin utnämning 1929 var

han verksam i en affärsbank knuten till Ivar Kreuger. Rooth hade inte bedrivit några djupare ekonomiska studier, och han hyste uppenbarligen en ganska ortodox uppfattning beträffande penningpolitiken. Han uppfattades av många som osjälvständig och osäker.<sup>32</sup> I början av 1930-talet blev riksbanken djupt engagerad i en kreditgivning till Kreugerkoncernen. Bankens protokoll, särskilt efter sammanbrottet för guldstandarden, vittnar om hur Kreugerkoncernen sökte finansiera sin internationella verksamhet i sista hand från riksbanken, sedan de internationella finansmarknaderna blivit restriktivare.

Enligt Jacob Wallenberg var riksbankens lån till Kreuger-företagen en kraftigt bidragande orsak till att Sverige lämnade guldmyntfoten den 27 september 1931. När budet om att Bank of England suspenderat inlösningen av sina sedlar i guld kom till Stockholm träffades en grupp bankmän, däribland Jacob Wallenberg och Ivar Rooth.<sup>33</sup> Man konstaterade då att utsikterna var goda för att Sverige skulle kunna stanna kvar vid guldmyntfoten. Vid en ny sammankomst något senare fick man emellertid veta att en icke obetydlig del av riksbankens utländska reserver bestod av dollarväxlar, utställda av Kreuger och Toll. De församlade insåg att dessa växlar inte var mycket värda och att det följaktligen inte fanns något annat val för riksbanken än att lämna guldmyntfoten.

Det var först genom Kreugers död som banken gavs möjligheter att föra en mer expansiv politik. Dödsbudet från Paris medförde att kronans utländska värde föll kraftigt. (Se diagram 4.) Denna växelkursförändring, som kvarstod under större delen av 1932, bromsade nedgången i den svenska prisnivån och bidrog till en stabilisering av den inhemska prisnivån. Efter mars 1932 upphörde också Kreugerkoncernens anspråk på den svenska valutareserven. Därmed erhöll riksbanken ett större penningpolitiskt handlingsutrymme.<sup>34</sup>

Prisstabiliseringsmålet luckrades också gradvis upp. Under 1932 och 1933 ställdes en rad andra krav på riksbanken. Det uttrycktes önskemål om att räntenivån skulle hållas nere, att grosshandelspriserna skulle höjas och att näringslivet skulle få mer hjälp. Dessa förslag gjorde att prisstabiliseringsmålet gradvis blev mindre bindande. Efter de socialdemokratiska valframgångarna kom Rooth att samarbeta närmare med finansdepartementet. Wigforss fick ett visst inflytande. Han motsatte sig ett försök att bromsa prisstegringarna genom en appreciering 1937, då han fruktade att en minskad sysselsättning skulle bli resultatet av en appreciering.<sup>35</sup>

Att döma av denna genomgång var prisstabiliseringsnormen inte det enda riktmärket för riksbanken under 1930-talet. Mycket tyder på att banken hade ett starkt intresse av att hålla en fast växelkurs,

ett mål som man också nådde så småningom. Vidare påverkades banken av händelser förknippade med långivningen till Kreuger-koncernen. Ett inflytande från finansdeparatémentet växte också fram genom kraven på en samordning av finanspolitiken och penningpolitiken.<sup>36</sup>

Ledningen för riksbanken kunde emellertid inte ignorera prisnivåns beteende så länge som det fanns förespråkare för prisstabiliseringsprogrammet. Prisserierna kunde få variera inom vissa gränser, men om fluktuationerna hotade att bli för stora, skulle banken bli utsatt för en politisk press. Det finns därför skäl att betrakta prisstabilitetsmålet som den centrala restriktionen på bankens verksamhet under 1930-talet.

## 6. Effekterna av penningpolitiken

En granskning av diagram 2 visar att konsumentprisindex uppvisade ett mycket stabilt mönster under 1930-talet. Mellan åren 1931 och 1936 var fluktuationerna uppåt och nedåt kring värdet för september 1931 mindre än tre procentenheter. Under åtskilliga av dessa år ändrades index med mindre än en enhet. Högkonjunkturen 1936–37 medförde emellertid en klar ökning av konsumentpriserna. De steg med något mindre än fem procent under 1937 men låg sedan praktiskt taget stilla fram till sommaren 1939. Den sammanlagda ökningen av konsumentpriserna under de åtta år på 1930-talet, då prisstabilisering var den offentliga normen för den svenska penningpolitiken, var lägre än den årliga ökningen i konsumentprisindex under inflationsåren i mitten av 1970-talet. Grosshandelspriserna uppvisade större fluktuationer än konsumentpriserna. Detta var särskilt markant under åren 1936–37 i diagram 2. Dessa priser föll också under lågkonjunkturen 1937–38. Trots att prisserierna i diagram 2 var relativt konstanta under 1930-talet kan man urskilja två trender. I början av decenniet fram till våren 1933 var bägge index fallande, efter våren 1933 visade de en stigande trend. Att döma av prisutvecklingen i diagram 2 var prisstabiliseringsprogrammet framgångsrikt under 1930-talet.

Vilka effekter hade riksbankens politik på prisnivån? Denna fråga diskuteras här med utgångspunkt från det kvantitetsteoretiska resonemanget i den kumulativa processen. Enligt Wicksells analys uppnår man prisstabilitet när penningmängden är konstant, fallande prisnivå när penningmängden minskar och stigande priser när penningmängden ökar, allt annat oförändrat. Volymen pengar styrs då av räntepolitiken. Utvecklingen av penningmängden återspeglar således inriktningen på penningpolitiken. Riksbanken sökte inte med-

vetet styra eller kontrollera penningmängden under 1930-talet i syfte att kontrollera prisnivån. I stället bestämdes och bedömdes penningpolitiken med utgångspunkt från bland annat ändringarna i olika prisindex, diskontots höjd, fluktuationerna i växelkurserna och ändringar i valutatillförseln. Men riksbankens åtgärder fick oberoende av deras syfte effekter på penningmängden. I detta avsnitt skall denna betraktas som det samlade uttrycket för riksbankens politik.

Wicksells prisstabiliseringsnorm kräver i och för sig inte att centralbanken har kunskaper om penningmängdens utveckling. Det är fullt tillräckligt att centralbanken äger information om förändringarna på prisnivå. Det blir sedan bankens uppgift att justera diskontot vid en tendens till fluktuationer i prisnivån. På så vis åstadkoms de ändringar i penningmängden som är nödvändiga för att ge prisstabilitet. Enligt ovanstående kvantitetsteoretiska resonemang bör man vänta sig att en förhållandevis stabil penningmängd kan förklara prisstabiliteten under 1930-talet.

Diagram 2 visar att den svenska penningmängden i stort sett låg på en konstant nivå före 1936–1937. Konsument- och grosshandelspriserna uppvisar samma långsiktiga mönster. Det finns en tendens till fallande priser och fallande penningmängd i början av decenniet. Efter 1933 är trenden i serierna stigande. Den kvantitetsteoretiska tolkningen av det långsiktiga sambandet mellan penningmängden och prisnivån får ett gott stöd av utvecklingen under 1930-talet. Undersöker man den cykliska bilden finner man också ett belägg för en kvantitetsteoretisk förklaring.<sup>37</sup> De årliga fluktuationerna i penningmängden under åren 1931–38 är väl korrelerade med ändringarna i prisnivån. (Se diagram 1). Under 1931–1932 var penningmängdens liksom prisnivåns tillväxt negativ. Penningpolitiken var således kontraktiv, vilket bidrog till den svaga nedgången av konsumentpriserna under dessa år. Från och med 1933 uppvisar volymen pengar och prisnivån en positiv årlig tillväxt. Den internationella högkonjunkturen 1936–1937 medförde en plötslig höjning av prisnivån och penningmängden. (Se diagram 1 och 2.) Penningpolitiken blev genom bindningen till en oförändrad pundkurs klart expansiv under 1936–37. De utländska impulserna överfördes via den fasta växelkursen till den inhemska ekonomin.

Riksbanken bestämde den långsiktiga utvecklingen av den svenska penningmängden under 1930-talet i huvudsak genom två åtgärder, vilka bägge rörde kronans växelkurs: för det första genom övergången till pappersmyntfoten i september 1931 och för det andra genom spikningen av pundet till kursen 19:40 i juli 1933. Avskaffandet av guldmyntfoten och den devalvering som detta innebar var

den viktigaste penningpolitiska åtgärden i början av 1930-talet. Nedskrivningen av kronans värde i förhållande till de valutor som förblev knutna till guld gav riksbanken en möjlighet att isolera den svenska prisnivån från den internationella deflationen och föra en gentemot utlandet självständig politik. Som framgår av diagram 2 var de svenska grosshandelspriserna trendmässigt fallande sedan mitten av 1920-talet. Nedgången hade blivit mer accentuerad sedan början av 1929. Nedskrivningen av kronans guldvärde i september 1931 medförde en omedelbar stabilisering av grosshandelspriserna. Detta utgör en god illustration till hur en övergång från fasta till flytande växelkurser kunde avskärma den svenska prisutvecklingen från internationella prisimpulser. Devalveringen 1931 blev den grundläggande förutsättningen för 1930-talets prisstabilisering. Om Sverige hade hållit fast vid guldmyntfoten skulle den svenska prisnivån fortsatt sin nedåtgående trend. Deflationen fortsatte nämligen i de länder som även efter 1931 upprätthöll guldmyntfoten.

Sedan kronan 1933 knutits till pundet med en fast kurs blev den svenska penningmängden och prisnivån bestämda av den engelska utvecklingen. Pundkursen kring 19:40 innebar att kronan undervärderades. Resultatet blev ett valutainflöde under de följande åren. Exportindustrin upplevde en snabb återhämtning och använde intäkterna bland annat till att reducera sin upplåning hos affärsbankerna. I slutet av 1930-talet var industrin troligtvis en nettolångivare till affärsbankssystemet. Pundspikningen visar hur växelkursen kan användas för att åstadkomma en gynnsam position för exportindustrin. Genom denna kurs i kombination med den internationella konjunkturuppgången kunde återhämtningen av den svenska ekonomin bli förhållandevis snabb.

Prisstabiliseringsprogrammet förutsatte en stabilitet i den svenska penningmängden. Denna stabilitet åstadkom riksbanken i första hand genom sin växelkurspolitik. Myndigheterna vidtog en rad andra penningpolitiska åtgärder vilka bidrog till att upprätthålla stabila förhållanden på den svenska penning- och kapitalmarknaden. Den penningpolitiska deklARATIONEN i september 1931 och senare uttalanden från myndigheternas sida minskade osäkerheten rörande den framtida inriktningen av penningpolitiken, med andra ord påverkades allmänhetens förväntningar på ett gynnsamt sätt. Denna kvalitativa effekt på förväntningsbildningen får inte undervärderas — Sverige undvek den krisstämning och panikbildning som drabbade länder som USA och Tyskland och där förvärrade depressionen. Samma effekt hade regeringens och riksdagens snabba ingripande under Kreuger-kraschen, då Skandinaviska Kreditaktiebolaget erhöll finansiellt stöd. Riksbanken tillmötesgick också affärsbankernas



stora låneefterfrågan under åren 1931–32 genom en omfattande rediskontering. Affärsbankerna kunde således vara övertygade om att riksbanken uppfyllde sin roll som centralbank, d.v.s. som »lender of last resort», vilket stärkte deras finansiella situation.<sup>38</sup>

Hittills har sambandet mellan penningmängd och prisnivå diskuterats. För att det skall finnas en stabil relation mellan dessa storheter, fordras att efterfrågan på pengar, d.v.s. omloppshastigheten, inte uppvisar stora och oförutsägbara fluktuationer. Ett sedan 1930-talet vanligt argument mot kvantitetsteorin är påståendet att en ändring i penningmängden orsakar en motverkande ändring i omloppshastigheten, vilket försvagar penningpolitikens möjligheter. Diagram 1 avslöjar emellertid att ett sådant motverkande mönster mellan de årliga fluktuationerna i penningmängden och i omloppshastigheten inte fanns under 1930-talet, i stället samvarierade fluktuationerna i dessa bägge storheter. I början av 1930-talet var deras tillväxt negativ. När sedan penningmängden expanderade, steg också omloppshastigheten.<sup>39</sup>

De första åren av 1930-talet utmärkes förutom av prisstabilitet också av en omfattande arbetslöshet och en kraftig reduktion av nationalinkomsten och industriproduktionen. Den reala nationalinkomsten var 12 procent lägre 1932 än 1930. Exporten sjönk med 700 miljoner kronor mellan 1929 och 1932. (Se figur 3.) Deprecieringen av kronan 1931 isolerade Sverige från de internationella pris-sänkningarna, men den var inte i stånd att avskärma Sverige från den kraftiga nedgången i efterfrågan på svenska exportvaror. Penningpolitiken kunde otvivelaktigt ha gjorts mer expansiv under 1931–1933, bland annat kunde kronans utländska värde ha sänkts kraftigare för att stödja exporten. En sådan expansiv politik skulle troligen ha dämpat nedgången i industriproduktionen men knappast kunnat hålla denna på oförändrad nivå.

Kunde någon annan typ av stabiliseringspolitik, i första hand finanspolitiska åtgärder av modernt snitt såsom lagerstöd, investeringsbidrag och statliga stödköp, ha förhindrat lågkonjunkturen i Sverige i början av 1930-talet? Frågan är hypotetisk och måste också få ett hypotetiskt svar. Stabiliseringspolitikens problem var att ersätta nedgången i exporten. (Se diagram 3.) Med tanke på den oväntade snabbhet och den intensitet med vilken depressionen träffade den svenska ekonomin, verkar det föga troligt att någon stabiliseringspolitik, som låg inom gränserna för vad som var möjligt, överhuvudtaget hade klarat detta problem. Med hänsyn till den stora osäkerhet som fanns under depressionsåren beträffande den framtida konjunkturutvecklingen är det högst tvivelaktigt att åtgärder kunnat sättas in med tillräcklig styrka och snabbhet även om man

haft dagens kunskaper om ekonomisk politik.<sup>40</sup>

Som ett belägg för denna uppfattning kan man peka på de stabiliseringspolitiska problem som mött en lång rad små öppna ekonomier under 1970-talet. Som en följd av lågkonjunkturen efter oljekrisen har deras export minskat, fast reduktionen har varit långt mindre än under 1930-talets depression. Ändå har många länder fått uppleva stora svårigheter med stigande arbetslöshet och till och med negativ tillväxt i den reala nationalinkomsten. Detta har kunnat ske trots tillgången på nya ekonomisk-politiska instrument och på existensen av större kunskaper och en kraftigare betoning av den fulla sysselsättningen under 1970-talet än under 1930-talet.

## 7. Finanspolitikens roll

Före 1930-talet var stabiliseringspolitik liktydigt med penningpolitik. Som en följd av världsdepressionen kom en rad länder och däribland Sverige att pröva olika finanspolitiska åtgärder för att påverka konjunkturutvecklingen. I efterkrigstidens svenska debatt om 1930-talets stabiliseringspolitik har finanspolitiken haft en framskjuten plats. Ernst Wigforss' nya ekonomiska politik har uppmärksamrats långt mer än det penningpolitiska experimentet. Diskussionen kring 1930-talets finanspolitik har i stort sett behandlat två problem, den teoretiska och ideologiska bakgrunden för den s.k. krispolitiken, samt de faktiska effekterna av denna politik. En betydande oenighet tycks råda kring det första problemet medan den andra frågan i stort har en allmänt accepterad tolkning.

Det finns åtskilliga hypoteser kring ursprunget till krispolitiken. En hävdar att denna byggde på svenska ekonomers vidareutveckling av Wicksells teorier. En annan tolkning härstammar från Karl-Gustav Landgrens arbete, där han i detalj kartlägger den engelska nyliberalismens inflytande på Wigforss och andra socialdemokrater. En tredje tolkning försöker knyta krispolitiken till äldre socialistiska teorier, som skulle ha existerat inom det socialdemokratiska partiet före första världskriget.<sup>41</sup> Av allt att döma är krispolitiken resultatet av inflytande från många håll.

Landgren har sparat en viktig och troligtvis primär påverkan från den engelska ekonomisk-politiska diskussionen.<sup>42</sup> Under 1920-talet hade England en hög och permanent arbetslöshet, som i stor utsträckning var orsakad av valet av den pundkurs vid vilken England hade återgått till guldmyntfoten. Inom det engelska liberala partiet arbetade en grupp ekonomer, bland dem John Maynard Keynes, med förslag till åtgärder för att höja expansionstakten inom det

brittiska näringslivet. De presenterade under åren före världsdpressionen en lång rad analyser och förslag rörande arbetslöshetens bekämpande, offentliga arbeten och industripolitik. En av de mest kända blev den s.k. Gula Boken.

Landgren belägger övertygande hur Wigforss med stort intresse följde denna verksamhet och hur han bidrog till att göra den känd för en större svensk publik genom sin omfattande journalistiska verksamhet. Den Gula boken hälsade han som »grundlinjerna för en verklig framtidsstat» och diskuterade den med stor välvilja i tre ledare i *Arbetet*.<sup>43</sup> Andra socialdemokrater lät sig också inspireras. Möller erkänner oförbehållsamt att 1930 års socialdemokratiska partimotion om bekämpandet av arbetslösheten byggde på de engelska liberalernas program.<sup>44</sup> Kort sagt; den engelska nyliberalismen blev en avgörande inspirationskälla och den intellektuella grundvalen för det socialdemokratiska partiets ekonomiska politik under 1930-talet.

Under 1920-talet hade socialdemokraterna ingen klar position och teori rörande arbetslöshetens bekämpande. Wigforss gav t.ex. sitt stöd åt deflationspolitiken i början av detta decennium.<sup>45</sup> Marxismen gav inga praktisk-politiska rekommendationer för konjunkturpolitiken. Wigforss' insats blev att eliminera denna brist på ett praktisk-politiskt program genom att propagera för idéer som senare blev internationellt kända genom Keynes' *General Theory*.<sup>46</sup> Det kan tyckas som ödets ironi att den man som allmänt betraktas som den svenska socialdemokratins ledande ideolog byggde sin konjunkturpolitik på liberala idéer. Hans roll inom det socialdemokratiska partiet blev bland annat att få partiet att överge en konventionell socialistisk syn och att acceptera en »keynesiansk» stabiliseringspolitik.

Krispolitiken var inte enbart inspirerad av engelska förebilder. Det fanns hos svenska ekonomer en positiv inställning till finanspolitiska åtgärder, särskilt bland de yngre.<sup>47</sup> Den ekonomiska teorbildningen inom Sverige hade i stort sett oberoende av den engelska utvecklingen kommit att uppmärksamma finanspolitiken. Det Wicksellska arvet kom under 1930-talet att ligga till grund för en teori för en stabiliseringspolitik som betonade finanspolitikens möjligheter. Mycket av den svenska forskningen kring konjunkturpolitiken kom dock att äga rum efter introduktionen av krispolitiken och kom därför inte att direkt påverka denna.<sup>48</sup>

När socialdemokraterna i samarbete med bondeförbundet kom till makten efter valet 1932 presenterade Ernst Wigforss som nybliven finansminister ett expansionistiskt finanspolitiskt program, känt som krispolitiken, med ökade statliga utgifter vilkas syfte var

att åstadkomma en uppgång av den ekonomiska aktiviteten. Programmet var klart »keynesianskt» inspirerat med en underbalanserad budget. Den balanseringsprincip som tidigare varit vägledande i budgetarbetet övergavs nu öppet.<sup>49</sup>

Vilka blev då effekterna av krispolitiken? Det svar, vilket lämnats av ekonomer som studerat 1930-talet, innebär att krispolitiken inte hade några framträdande stabiliseringspolitiska effekter.<sup>50</sup> Det är i regel två argument som framförs som belägg för denna slutsats. Krispolitiken hade relativt kort varaktighet och de finanspolitiska åtgärderna var förhållandevis små.

En medvetet expansiv finanspolitik bedrevs endast under åren 1933–1935. På grund av bland annat oppositionen mot Wigforss' åtgärder och nedgången i arbetslösheten gjordes finanspolitiken snarast kontraktiv kring 1935–36. Den »aktiva» expansionistiska finanspolitiken varade således bara omkring två år. Under dessa år hade dessutom världskonjunkturen redan vänt.

Man har i regel studerat effekterna av krispolitiken med hjälp av olika tidsserier över statens och kommunernas utgifter och intäkter. Argumentet bakom en sådan granskning är att ändringar i dessa storheter utövar en multiplikatoreffekt på nationalinkomsten. I diagram 3 belyses den offentliga sektorns utgifter samt de totala statsutgifternas storlek. Den offentliga sektorns, d.v.s. statens och kommunernas, utgifter för konsumtion och investeringar uppvisar en svag positiv trend under 1930-talet. De totala statsutgifterna, som också omfattar transfereringar, följer samma mönster. Som framgår av diagram 3 innebar krispolitiken 1933–35 inte någon märkbar förändring av statsutgifternas ganska stabila trend på 1930-talet. Först genom krigsutbrottet inträffade en kraftig expansion i den offentliga sektorns utgifter.

Man bör jämföra utvecklingen av den offentliga sektorns utgifter med förändringar i exporten och importen som dessa återges i diagram 3. Exporten och importen sjönk markant mellan 1929 och 1932. Under de följande åren 1933–37 expanderade utrikeshandeln snabbt. Dessa kraftiga svängningar är en god illustration till världskonjunkturens effekter på den svenska ekonomin. Det var alltså genom utrikessektorn som depressionen och den följande återhämtningen överfördes till den inhemska ekonomin. Häri ligger huvudförklaringen till konjunkturutvecklingen under 1930-talet. Som framgår av diagrammet är förändringarna i exporten i en helt annan storleksklass än i de offentliga utgifterna. Denna bild antyder att krispolitiken jämförd med exportutvecklingen var av en långt mindre betydelse för att förklara konjunkturuppsvinget.

Krispolitiken kan således inte tillskrivas någon större stabilise-

ringspolitisk roll. Däremot utgjorde den konstanta volymen av offentliga utgifter under 1930-talet en källa till samhällsekonomisk stabilitet. Detta var särskilt fallet i början av decenniet. Denna effekt var endast i mindre grad ett utslag av någon medvetet kontracyklisk politik och berodde mest på trögrörligheten i de offentliga utgifterna. Vidare minskade de offentliga intäkterna under det att utgifterna tenderade att öka på grund av lågkonjunkturen, bland annat genom stödet till arbetslösa. Som en följd av denna utveckling blev budgetunderskotten för den offentliga sektorn stora under 1932, faktiskt större än under åren för själva krispolitiken.<sup>51</sup>

Slutsatsen att krispolitiken hade relativt begränsade effekter återfinns i praktiskt taget alla studier av 1930-talets ekonomiska politik. Wigforss själv tillskriver krispolitiken en blygsam roll i sina memoarer.<sup>52</sup> Erfarenheterna från 1930-talet kan således inte användas som ett exempel på en framgångsrik »aktiv» finanspolitik.

## 8. Ekonomerna om prisstabiliseringen

De svenska nationalekonomerna som diskuterade konjunkturproblemet under 1930-talet kan i stora drag delas upp i två grupper: en äldre penningpolitiskt orienterad generation och en yngre mer finanspolitiskt intresserad generation. Den äldre skolan hade formats av den penningpolitiska debatten under första världskriget. De hade en kvantitetsteoretisk grundsyn, och de var i första hand koncentrerade på att studera prisnivåns beteende. Flera av dem hade varit sakkunniga i statliga utredningar rörande riksbankspolitiken och penningväsendet i samband med de våldsamma prisrörelserna under och efter kriget. Cassel, Davidson och Heckscher får räknas som de främsta representanterna för denna äldre generation av ekonomer. Det var också till dessa tre som riksbanken hade vänt sig för råd på hösten 1931.

Den yngre generationen av ekonomer kom under intryck av den bestående arbetslösheten i slutet av 1920-talet och den djupa depressionen i början av 1930-talet att inrikta sin forskning på arbetslöshetsfenomenet och på konjunkturförlopp. Till denna grupp hörde bland andra Alf Johansson, Dag Hammarskjöld, Karin Kock, Erik Lindahl, Erik Lundberg, Gunnar Myrdal och Bertil Ohlin. Dessa ekonomer kom med tiden att forma den s.k. Stockholmsskolan. Flera av dem utarbetade bidrag till 1927 års arbetslöshetsutredning som resulterade i inte mindre än sju rapporter, vilka behandlade problem kring sysselsättningen. Under Wigforss' tid som finansminister var några av dem verksamma som rådgivare till finansdeparte-

mentet. Eftersom de yngre ekonomerna kom att fördjupa sig i studier av finanspolitikens teori och av olika dynamiska förlopp, kom de att fjärma sig från kvantitetsteorin och de penningpolitiska problem som upptagit den äldre generationen. Skillnaden mellan de bägge generationerna gällde inte bara valet av forskningsområde utan även politiska åskådningar. Den äldre generationen stod närmast för en konservativ liberalism, kritisk mot statsingripande, den yngre gruppen kan beskrivas som socialliberal och/eller socialdemokratisk och som mer öppen för en konjunkturpolitik där staten tar initiativ.<sup>53</sup>

Gränsdragningen mellan de bägge generationerna får dock inte överdrivas. Många av de yngre, såsom Gunnar Myrdal och Erik Lindahl, hade under 1920-talet studerat penningteoretiska problem. Bertil Ohlin omfattade en Wicksellsk typ av kvantitetsteorin under 1920-talet. De yngre var till en början positiva till prisstabiliseringsprogrammet. Deras konjunkturpolitiska forskning kan betraktas som en version av och ett komplement till den äldre generationens insatser inom penningteorin. Vidare var bland andra Erik Lindahl och Dag Hammarskjöld knutna till riksbanken, där de förespråkade prisstabilisering.<sup>54</sup>

1931 års penningpolitiska deklaration måste betraktas som en framgång för nationalekonomerna. Hur såg då dessa under 1930-talet på det Wicksellska experimentet? Här följer en bedömning av de synpunkter som Irving Fisher, Bertil Ohlin och Erik Lindahl framförde. Irving Fisher stod för den klassiska kvantitetsteoretiska synen. Han var den ledande amerikanska ekonomen i början av 1900-talet, känd för sin banbrytande forskning inom bland annat penningteorin och räntebildningen. Erik Lindahl hade på 1920-talet analyserat penningpolitikens mål och medel och gett sitt stöd åt Davidsons norm. Han deltog i arbetet med att konstruera riksbankens prisserier. Bertil Ohlin slutligen spelade en central roll inom Stockholmsskolan, där han utvecklade en makroteori som förde bort från kvantitetsteorin och därmed också från prisstabiliseringsnormen. Ohlin kom tidigt att ställa målet full sysselsättning framför målet stabila priser.

### *Irving Fisher*

Fisher var en energisk och outtröttlig förespråkare för prisstabilisering eller »stable money». 1935 publicerade han en bok »Stabilized Money – A History of the Movement», som samtidigt är en exposé över prisstabiliseringens historia från antikens Grekland till 1930-

talets världsdepression och en värtalig och personligt färgad plädering för stabila priser.<sup>55</sup> Här får den svenska penningpolitiken under åren 1931–1934 en ingående och positiv behandling. Han beskriver den svenska centralbankspolitiken och utvecklingen av konsument- och grosshandelspriserna och fastslår att den svenska politiken varit mycket framgångsrik, särskilt med tanke på de svårigheter som mött riksbanken, såsom världsdeflationen, den öppna svenska ekonomins beroende av utrikeshandeln, Kreuger-kraschen och oron på arbetsmarknaden. Den penningpolitiska deklARATIONEN 1931 och den efterföljande stabiliteten i kronans inhemska köpkraft betraktar han som några av »the most remarkable facts of the depression».

Fisher bemöter i ett särskilt appendix den kritik som några amerikanska ekonomer och bankmän riktat mot den svenska politiken.<sup>56</sup> Han vänder sig särskilt mot påståendet att penningpolitiken inte förhindrat uppkomsten av arbetslöshet. Arbetslösheten beror på bortfallet av export, och detta kunde inte omedelbart motverkas enligt Fisher. Prisstabiliseringen hade däremot bidragit till att arbetslösheten blivit mindre i Sverige än om man stannat kvar på guldstandard. Efter sitt svar på kritiken uttalar Fisher att det svenska experimentet är »the most important landmark up to this time in the history of stabilization». Det borde dessutom vara lättare för USA än för Sverige att genomföra stabilisering av prisnivån, eftersom den amerikanska ekonomin är mindre beroende av utrikeshandel än den svenska. »Om det lilla Sverige kan bli en oas i världsdepressionens öken» och stabilisera sina priser, så bör detta vara möjligt praktiskt taget överallt.

Fisher var alltså entusiastisk över den svenska penningpolitiken. Hans optimism får honom att anta att när de svenska erfarenheterna blir helt kända, så måste de svenska principerna för penningpolitiken bli accepterade överallt. Detta visade sig vara en överdriven förutsägelse. Fisher gör dock en viktig iakttagelse när han jämför USA och Sverige. I en sluten ekonomi bör det vara lättare att genomföra prisstabilisering än i en liten och öppen ekonomi. Plötsliga fluktuationer i exportefterfrågan är ett centralt stabiliseringspolitiskt problem för Sverige.

### *Erik Lindahl*

Erik Lindahl hyste ett stort intresse för stabiliseringsprogrammet och var att döma av sina artiklar från 30-talet övertygad om att en prisstabiliseringsnorm hörde framtiden till. Han hoppades att den norm som han förespråkade – en prisnivå fallande i omvänd proportion till tillväxten i produktiviteten – så småningom skulle ersätta

normen stabila priser. Det fanns hos honom en stark tro på penningpolitikens förmåga att styra prisnivån. Lindahl berättade en gång mera på skämt och med mycken självironi att han brukade gå upp på riksbanken för att titta på de senaste indexsiffrorna. Om de hade ändrats en tiondels procentenhet, så var han redo att föreslå en omläggning av bankens politik.<sup>57</sup>

Lindahl presenterar 1934 sin bedömning av det svenska penningpolitiska programmet för en amerikansk läsekrets.<sup>58</sup> Han anslår en mycket optimistisk ton. En ny era i penninghistorien har inletts i Sverige. Med tiden kommer man ha samlat så mycken erfarenhet av fria valutor att det monetära systemet kommer att styras på ett vetenskapligt sätt, d.v.s. enligt någon norm. Detta kunskapsinsamlande kommer att ta lång tid, kanske ett århundrade, men det gamla systemet med fasta växelkurser bör i alla fall inte återupprättas.

När Lindahl närmare analyserar riksbankens politik, konstaterar han att den har lyckats begränsa fluktuationerna i konsumentpriserna men inte kunnat åstadkomma en tillräcklig höjning av grosshandelspriserna. Han är således inte helt nöjd med riksbankens åtgärder. Den svenska prisstabiliseringen ger tre viktiga lärdomar. För det första är det värdefullt att fastslå ett klart definierat mål för centralbankens verksamhet. Dels får då allmänheten korrekta förväntningar om vad centralbanken kommer att göra i framtiden, dels tvingas centralbanken att konsekvent följa en viss politik och kan inte så lätt falla undan för olika påtryckningsgrupper. För det andra bör penningpolitiken baseras på ett prisindex. Detta behöver inte nödvändigtvis hållas på en konstant nivå som i Sverige. Lindahl tror att en fallande prisnivå kommer att bli den accepterade normen i framtiden. För det tredje skall ändringar i utländska växelkurser användas som ett viktigt instrument för att motverka icke-önskade utländska prisimpulser.

Några år senare vidgar Lindahl perspektivet när han i en Festschrift till Irving Fisher diskuterar hur det internationella valuta-systemet skall rekonstrueras efter depressionen.<sup>59</sup> Syftet med denna Festschrift var att analysera vilka slutsatser som kunde dras av de penningpolitiska erfarenheterna under 1930-talet. Enligt Lindahls bidrag bör nu varje land ha en fri valuta, med andra ord en pappersvaluta, som sköts rationellt enligt någon norm. Några fasta växelkurser skall inte upprätthållas. Det blir då viktigt att ett definitivt mål för penningpolitiken blir fastslaget, vilket Sverige gjort som enda land. Det är i och för sig inte avgörande vilket mål som väljs, huvudsaken är att allmänheten hyser fullt förtroende för att målet skall följas. Om världens valutasystem byggs upp på detta sätt, så tror Lindahl att världshandeln ökar, att handels- och valutarestrik-



tioner avlägsnas och att valutakurserna blir relativt stabila. Hans rekommendation är i korthet, att den svenska prisstabiliseringspolitiken, eller någon variant av denna, accepteras och följs av centralbanker i alla länder. Lindahl pekar här på en vision vars förverkligande även idag förefaller utopisk.

### *Bertil Ohlin*

Bertil Ohlin var tidigt intresserad av frågor kring sysselsättningen. I några tidningsartiklar i slutet av 1920-talet ställde han sig positiv till offentliga åtgärder för att minska arbetslösheten. Under intryck av depressionen på 30-talet formulerade han sina argument i en lång rad av artiklar i *Stockholmstidningen*, i Svenska Handelsbankens publikation *Index* och i vetenskapliga tidskrifter och böcker.<sup>60</sup> På Nordiska nationalekonomiska mötet i juni 1931, d.v.s. innan kronan hade blivit en pappersvaluta och lågkonjunkturen hade drabbat den svenska ekonomin med sin fulla styrka, pläderade Ohlin för expansiva åtgärder. Denna expansiva politik skulle åstadkommas genom en kombination av penningpolitik och finanspolitik, bland annat genom igångsättandet av offentliga arbeten vilka skulle finansieras genom lån och inte genom höjda skatter. Budgetbalanseringsprincipen ville Ohlin slopa, eftersom han inte såg några vägande skäl för att behålla den.<sup>61</sup>

Ohlin var, liksom andra svenska ekonomer, till en början välvilligt inställd till prisstabiliseringsnormen. När Ohlin analyserade de första tolv månaderna med pappersmyntfot, fann han att konsumentpriserna hade hållits relativt stabila. Riksbanken hade dock inte åstadkommit en höjning av grosshandelspriserna, vilket riksdagen hade krävt.<sup>62</sup> Penningpolitiken borde ha varit mer expansiv, bland annat genom operationer på den öppna marknaden. Han hoppades att riksbanken i framtiden skulle koncentrera sig mer på en stabil inhemsk prisnivå och mindre på de utländska växelkurserna. Ohlin insåg tydligt vilka böjelser som riksbanksledningen hade beträffande växelkursen.

Ett år senare är hans bedömning av penningpolitiken betydligt hårdare, vilket framgår av en artikel med titeln »Prisstabiliseringens otillräcklighet». Här säger Ohlin att prisnivån varken varit konstant eller stigande, eftersom riksbanken bedrivit en politik som pressat ned priserna. Man har dessutom inte förhindrat en nedgång i sysselsättningen, i industriproduktionen och i investeringarna.<sup>63</sup> Om det penningpolitiska programmet inte hade införts, skulle dock situationen ha varit ännu värre menade Ohlin. Slutsatsen är, att en konjunkturpolitik, som syftar till full sysselsättning, inte kan byggas på pris-

stabilisering. Enligt honom har den svenska utvecklingen visat, att prisstabiliseringspolitiken stött på fler problem än vad dess anhängare hade väntat sig.

Ohlin ger en ingående beskrivning av sin skeptiska inställning till prisstabilitet i sitt bidrag till den Festschrift till Fisher, där också Lindahl medarbetade.<sup>64</sup> Ohlin ställer två mål för den ekonomiska politiken mot varandra: en stabilisering av prinsnivån eller en full sysselsättning. Han fastslår att full sysselsättning är ett bättre alternativ än stabila priser. Den centrala uppgiften för en full-sysselsättningspolitik blir då att styra den totala investeringsvolymen genom kontroll av räntenivån och den offentliga sektorns investeringar. Ohlin kommer här fram till den typ av keynesiansk syn som den svenska ekonomiska politiken har byggt på efter andra världskriget. Det är enligt honom inte tillräckligt att stabilisera prinsnivån, eftersom detta inte automatiskt leder till en konstant sysselsättning vid den önskade nivån. Denna för prisstabiliseringspolitiken så negativa slutsats når Ohlin genom ett teoretiskt resonemang. Det finns knappast någon direkt referens till den svenska penningpolitiken här. Ohlins argument för en stabilisering av sysselsättningen står i skarp kontrast till den syn på prisstabiliseringens framtida möjligheter som Lindahl utvecklar i samma bok. Där Lindahl hoppas på en internationell samordning mellan länder med pappersvalutor, vill Ohlin se ett internationellt samarbete för att skapa full sysselsättning.

Denna presentation av tre ekonomers bedömningar av prisstabiliseringsprogrammet visar att det fanns stora skillnader under 1930-talet mellan Fishers lovord, Lindahls framtidstro och Ohlins kritik. Olikheterna i utvärderingarna beror primärt på deras skiljaktiga makroteoretiska grundsyner. Kvantitetsteoretikern Fisher var påtagligt mer positiv till prisstabiliseringsprogrammet än Ohlin, som i sin forskning framhävde finanspolitikens roll vid sidan av penningpolitiken.<sup>65</sup> Lindahl intog något av en mellanställning. Han såg prisstabilisering som den kommande riktlinjen för den ekonomiska politiken men var samtidigt öppen för de nya finanspolitiska forskningsrönen. Efterkrigstidens ekonomiska politik har följt den väg som Ohlin slog in på, när han poängterade vikten av att upprätthålla den fulla sysselsättningen i motsats till prisstabilitet. I Sverige blev full sysselsättning det dominerande målet efter det andra världskriget och en konstant prinsnivå kom att betraktas som en mindre betydelsefull målsättning.

### 9. Ekonomernas inflytande på 1930-talets stabiliseringspolitik

Det finns i grova drag fyra grupperingar som påverkade utformningen av den svenska stabiliseringspolitiken under 1930-talet: för det första finansdepartementet under Ernst Wigforss' ledning, för det andra Stockholmsskolan med Myrdal och Ohlin som de främsta namnen, för det tredje representanter för den klassiska svenska penningekonomiska traditionen som Cassel och Davidson och för det fjärde riksbanken och de intressen som influerade banken. Det fanns alltså två skolor av ekonomer, dels en äldre generation som hade en penningteoretisk grundsyn, dels en yngre generation som fördjupade sig i studier av finanspolitikens och konjunktursvängningarnas teori.

Vilka av dessa fyra grupper hade det största inflytandet på den faktiska utvecklingen av den svenska prisutvecklingen och konjunkturen under 1930-talet? Många skulle troligtvis peka på de bägge förstnämnda alternativen, finanspolitiken och Stockholmsskolan, och mena att Wigforss' politik var inspirerad dels av tidiga keynesianska resonemang, dels av förslag som framfördes av Stockholmsskolans ekonomer. Diskussionen i denna artikel pekar på en annan slutsats. Det var i första hand riksbankens åtgärder, då främst dess växelkurspolitik i kombination med den internationella konjunkturen, som bestämde den svenska konjunkturutvecklingen. Det var således riksbankspolitiken och inte finanspolitiken som spelade den centrala rollen vad beträffar den svenska ekonomins anpassning till de internationella svängningarna i den ekonomiska aktiviteten. Det är därför av intresse att diskutera vilka faktorer som styrde riksbanken och då främst undersöka vilket inflytande ekonomerna hade på banken.

Riksbanken påverkades av impulser från flera håll men i första hand av sin egen starka tro på fasta växelkurser som det korrekta målet för penningpolitiken. Denna önskan att hålla en konstant kronkurs förstärktes av sammansättningen av bankens kontaktnät. Bankens ledning träffade kontinuerligt institutioner och grupper, vilka betraktade en fast växelkurs som det önskvärda målet för penningpolitiken, framförallt representanter från affärsbankerna och industrin men också från andra centralbanker och från utländska privatbanker. Att döma av den tidigare diskussionen av riksbankens politik, så styrdes banken av en önskan om en snar återgång till fasta växelkurser.

Vilket inflytande hade då nationalekonomerna på penningpolitiken? Det var egentligen bara vid ett, men dock viktigt, tillfälle som de direkt påverkade den svenska centralbankspolitiken, nämligen

när Sverige övergav guldmyntfoten. 1931 års penningpolitiska deklaration var grundad på ekonomernas forskning och den skrevs av allt att döma av en ekonom. Prisstabilisering var sedan normen för riksbankspolitiken under de följande åren fram till andra världskrigets utbrott.<sup>66</sup> Enligt tolkningen i denna artikel kom denna norm att fungera som en restriktion på riksbanken. Banken kunde inte tillåta »för» stora fluktuationer i prinsnivån till priset av en fast växelkurs. Det är sedan en fråga om hur effektiv denna restriktion egentligen var på banken. 1930-talet utmärks av relativt stabila priser efter depressionen. Det fanns under dessa omständigheter ingen större motsättning mellan en stabil kronkurs och en stabil inhemsk prinsnivå. När denna målkonflikt kom i dagen vid 1937 års prisstegring, höll riksbanksledningen fast vid ett stabilt yttre värde för kronan istället för ett stabilt inre värde.

Efter hösten 1931, sedan Cassel, Davidson och Heckscher hade färdigställt sina rapporter, hade troligtvis ekonomerna inget större inflytande på riksbankspolitiken. De fick i regel rollen som observatörer och kritiker utanför banken. De yngre ekonomerna visade inte mycket intresse för den praktiska penningpolitiken. Ohlin är ett undantag. Han efterlyste i en rad artiklar i början av 1930-talet en mer expansiv penningpolitik, där riksbanken direkt skulle finansiera offentliga projekt. De äldre ekonomer, som fortsatte att följa och kommentera riksbankens politik, var för övrigt positivt inställda till fasta växelkurser. De såg den gradvisa övergången till en stabil kronkurs som önskvärd sedan den värsta oron lagt sig på de internationella penningmarknaderna. Riksbankens åtgärder blev således inte utsatta för någon allvarlig kritik, som skulle kunna påverka den. Den lämnades i stort sett ifred i synnerhet efter pundspikningen 1933. Ekonomerna fanns dock kvar som en påtryckningsgrupp vilket apprecieringsdebatten 1937 visade. Cassels och Heckschers krav på en uppskrivning av kronan för att behålla en stabil inhemsk prinsnivå hade dock ingen effekt.

Sammanfattningsvis kan man säga följande om nationalekonomernas inflytande på konjunkturpolitiken och den ekonomiska utvecklingen under 1930-talet. Den yngre generationen av ekonomer associerade med Stockholmskolan och tidiga keynesianska resonemang påverkade i viss utsträckning finanspolitikens uppläggning, men effekterna av den medvetet kontracykliska finanspolitikens var jämförelsevis små under detta decennium. Något förenklat uttryckt kan man säga, att Stockholmskolan och finanspolitikens vann en seger på det teoretiska och intellektuella planet. De idéer, som den äldre generationen av penningpolitiskt orienterade ekonomer stod för, spelade en central roll vid tillkomsten av prisstabiliseringspro-

grammet. På detta vis fick troligen Wicksells norm en större faktisk effekt på den makroekonomiska utvecklingen i Sverige än den nya finanspolitiska teorin under 1930-talet.<sup>67</sup>

## 10. 1930-talet och efterkrigstidens ekonomiska politik

Världsdepressionen 1930–1933 har haft djupgående och långvariga effekter på synen på den ekonomiska politiken och det kapitalistiska systemets funktionssätt. I regel har utvecklingen tolkats som ett belägg för otillräckligheten hos den klassiska kvantitetsteorin, vilken var den förhärskande makroteorin före krisen. Keynes publicerade år 1936 »The General Theory», vilken blev grunden för en ny teoribildning, den keynesianska. I denna nya teori fick finanspolitiska åtgärder den centrala platsen. Penningpolitiken och kvantitetsteorin sköts åt sidan. Under efterkrigstiden har den keynesianska synen blivit allmänt accepterad och legat till grund för stabiliseringspolitiken i de flesta industriländer.

I Sverige blev 1930-talet genombrottsperioden för finanspolitiken. Sedan 1945 har konjunkturpolitiken utformats i finansdepartementet, inte i riksbanken. Hur kan det komma sig att den svenska stabiliseringspolitiken under de senaste trettio åren har haft en så stark betoning på finanspolitik? Det finns åtskilliga faktorer som bidragit till detta. Några skall kortfattat nämnas här. För det första upplevdes arbetslösheten som det stora sociala problemet under depressionen. Förespråkare för penningpolitiken, så som Cassel och Heckscher, var främst intresserade av att förklara ändringar i prishöjningen och inte i sysselsättningen. Analysen av den kumulativa processen var byggd på antagandet om fullt kapacitetsutnyttjande. Detta kan i och för sig betraktas som ett rimligt antagande innan man hade erfarenheter från 1920-talets och 1930-talets massarbetslöshet. De nya finanspolitiska teorierna, som växte fram under mellankrigsperioden, var å andra sidan inriktade på att förklara och påverka arbetslöshetens omfattning. De gav politikerna direkta rekommendationer beträffande sysselsättningspolitiken. Nyorienteringen inom den nationalekonomiska forskningen medförde också att forskningsintresset för penningteorin och särskilt för kvantitetsteorin svalnade.

För det andra har den svenska efterkrigstiden inneburit en lång period med snabb ekonomisk tillväxt och full sysselsättning. Det har funnits en tendens att koppla samman denna utveckling med användningen av finanspolitik. Det är dock en öppen fråga i vilken utsträckning den svenska sysselsättningen verkligen påverkats av finanspolitiken. En annan tolkning betonar att den svenska kronan

under 1950-talet och större delen av 1960-talet haft en fördelaktig kurs gentemot utländska valutor. Genom expansionen i världshandeln och den gynnsamma kronkursen från 1949 har den svenska sysselsättningen hållits på en hög nivå. I den utsträckning som denna förklaring är korrekt har finanspolitiken följaktligen varit av mindre betydelse. Sedan slutet av 1960-talet har Sverige haft återkommande bytesbalansproblem, som inte fått någon direkt lösning, trots en insats av en rad finanspolitiska åtgärder. Erfarenheterna från många länder har visat att när växelkursen varit felaktig, har finanspolitiken inte kunnat lösa detta problem utan har i stället tenderat att försvåra det. England är ett gott exempel på denna tes.

För det tredje har den keynesianska »aktiva» finanspolitiken genom sin interventionskaraktär attraherat det socialdemokratiska partiet, som hyser en traditionell misstro mot marknadsekonomin. Den keynesianska makroteorin betraktar det ekonomiska systemet som i sig instabilt, varför det blir statens uppgift att ingripa med olika åtgärder för att stabilisera den ekonomiska aktiviteten. Keynesianism har därmed blivit den intellektuella basen för en lång rad ofta selektiva statsingripanden i Sverige.

Penningpolitiken arbetar å andra sidan i regel med mer generella och anonyma effekter än finanspolitiken. Dess verkningar uppfattas troligen inte som så omedelbara som följderna av en finanspolitisk åtgärd i stil med en momsändring, en skattesänkning eller övertagandet av en industrigren för att »garantera» sysselsättningen. Den politiska processen belönar en politiker som framstår som initiativrik och handlingskraftig. Sett ur politikernas perspektiv har finanspolitiken därför stora fördelar i förhållande till penningpolitiken.

För det fjärde har det penningpolitiska handlingsutrymmet i Sverige begränsats av den lågräntepolitik, som växte fram under 1940-talet. Denna politik har inneburit att riksbanken upprätthållit en låg och stabil räntenivå, d.v.s. ett ränteläge som legat under den nivå som skulle uppkomma om en jämviktsprusbildning hade tillåtits på kreditmarknaden. Genom bindningen till låga räntor har de ekonomisk-politiska myndigheterna avhållit sig möjligheten att föra en generellt verkande penningpolitik. I stället har man använt sig av en uppsättning mer eller mindre selektiva kontroller. Penningpolitiken har vidare varit nära förbunden med finanspolitikens uppläggning. Det har i regel inte funnits utrymme för någon självständig riksbankspolitik.

Den nationalekonomiska forskningen har på senare tid radikalt omvärderat synen på 1930-talets ekonomisk-politiska utveckling. Denna revision, som främst försiggått i USA, har inneburit en upprättelse av kvantitetsteorin och penningpolitiken. Den keynesianska

tolkningen har i motsvarande utsträckning blivit ifrågasatt. Denna omvärdering är resultatet av en rad nya forskningsresultat. Några empiriska undersökningar av 1930-talets stabiliseringspolitiska förlopp, i första hand utförda av ekonomer knutna till Chicago-universitetet, har kommit till slutsatsen att depressionen i Förenta Staterna till stor del var orsakad av monetära faktorer.<sup>68</sup> Den kraftiga reduktionen av den amerikanska penningmängden i början av 1930-talet har här beskrivits som det avgörande skälet till att depressionen fick så katastrofala dimensioner för världsekonomin. Enligt denna uppfattning bör 1930-talets depression ses som en bekräftelse på penningpolitikens betydelse och inte som ett tecken på dess ineffektivitet.

Den klassiska kvantitetsteorin, som misskrediterades genom depressionen, har utvecklats i en modernare version. Denna utveckling har medfört att man idag skiljer på den gamla och den nya kvantitetsteorin. Den klassiska kvantitetsteorin förutsade att en viss ändring i penningmängden orsakade en ungefärligen lika stor ändring i prisnivån. Detta var således en teori för prisnivåns bestämning, där man ofta antog att omloppshastigheten och den reala nationalinkomsten i stort sett var konstant. Man utgick från att full sysselsättning rådde.<sup>69</sup> Den moderna varianten säger att ändringar i penningmängden på kort sikt inte medför en proportionellt lika stor förändring i prisnivån, eftersom såväl omloppshastigheten som den reala nationalinkomsten och därmed sysselsättningen påverkas. Hur effekterna av penningmängdens fluktuationer inverkar på ekonomin beror på faktorer som allmänhetens förväntningar och graden av sysselsättning. På längre sikt antager man att ändringen i prisnivån i huvudsak återspeglar ändringar i penningmängden. I bägge teorierna har mängden pengar en central plats.

Axel Leijonhufvud har i en diger studie visat att den keynesianska ståndpunkten skiljer sig markant från den uppfattning som Keynes stod för. Keynesianerna har på väsentliga områden avlägsnat sig från Keynes, bland annat beträffande synen på stabiliseringspolitiken. Enligt Leijonhufvud ansåg Keynes bland annat att penningpolitiken under normala omständigheter skulle vara det viktigaste instrumentet för konjunkturpolitiken. Finanspolitiska åtgärder borde övervägas först när ekonomin befann sig i ett så djupt lågkonjunkturläge att företag och hushåll hade en extremt låg likviditet. Under sådana omständigheter kunde efterfrågan snabbt utökas genom insats med lämpliga finanspolitiska medel. Leijonhufvud påstår således att Keynes inte var någon keynesian, utan snarare en ekonom som bara i undantagsfall önskade använda det finanspolitiska recept som sedan länge varit associerat med hans namn.<sup>70</sup>

Den amerikanska debatten om 1930-talet har varit och är fortfarande livlig. Det är svårt att sia om den syntes som man kommer att nå. Det verkar dock rimligt att anta att finans- och penningpolitik kommer att framstå som mer jämbördiga än vad de gjorde under de trettio år som följde efter andra världskriget. Ett huvudresultat av diskussionen har blivit att penningpolitiken och penningteorin har upplevt en renässans inte bara som forskningsområde utan också inom konjunkturpolitiken. Den starka inflationen samt växelkursproblemen i världsekonomin under 1970-talet har bidragit till denna nyorientering.

Det svenska meningsutbytet kring 1930-talet har inte varit lika omfattande som i USA. Huvudskälet till detta är att det inte funnits fullt så extrema ståndpunkter som i Förenta staterna. Svenska ekonomer har som regel gett en förhållandevis balanserad bild av 1930-talets utveckling där både penningpolitiken och finanspolitiken tilldelats ett inflytande.

## 11. Några slutsatser

Att döma av utvecklingen av konsumentprisindex och grosshandelsprisindex under 1930-talet var 1931 års penningpolitiska program framgångsrikt. Den svenska penningpolitiken baserad på Wicksells norm upprätthöll en betydande stabilitet i dessa prisserier. Vad kan vi då lära oss av erfarenheterna från 1930-talets riksbankspolitik, som är av värde för den svenska ekonomiska politiken idag? Det finns åtskilligt av intresse. Den centrala slutsatsen bör vara, att penningpolitiken, främst i form av växelkurspolitik, kan effektivt avskärma Sverige från utländska prisimpulser. Riksbanken kan genom växelkurspolitik styra den inhemska prisnivån. Det går också att dra några mer speciella slutsatser.

Det faktum att prisstabilitet blev normen för riksbankspolitiken 1931 kan bäst förklaras av att de svenska nationalekonomerna hade varit så aktiva i debatten. De spred sina synpunkter och rekommendationer genom dagspressen, genom tidskrifter och böcker och genom offentliga utredningar. Även om nationalekonomerna sinsemellan kunde ha olika åsikter, bidrog den offentliga diskussionen till att argumenten skärptes. 1931 års program utgör ett av de klaraste exemplen på hur nationalekonomerna har påverkat den svenska ekonomiska politiken. I vår omvärld kom ofta andra grupper än ekonomer, såsom affärsmän och bankfolk, att få ett större inflytande över stabiliseringspolitiken under 1930-talet. Det är således viktigt, att ekonomerna energiskt torgför sina åsikter och på ett begripligt sätt visar för allmänheten och politikerna att ekonomer har



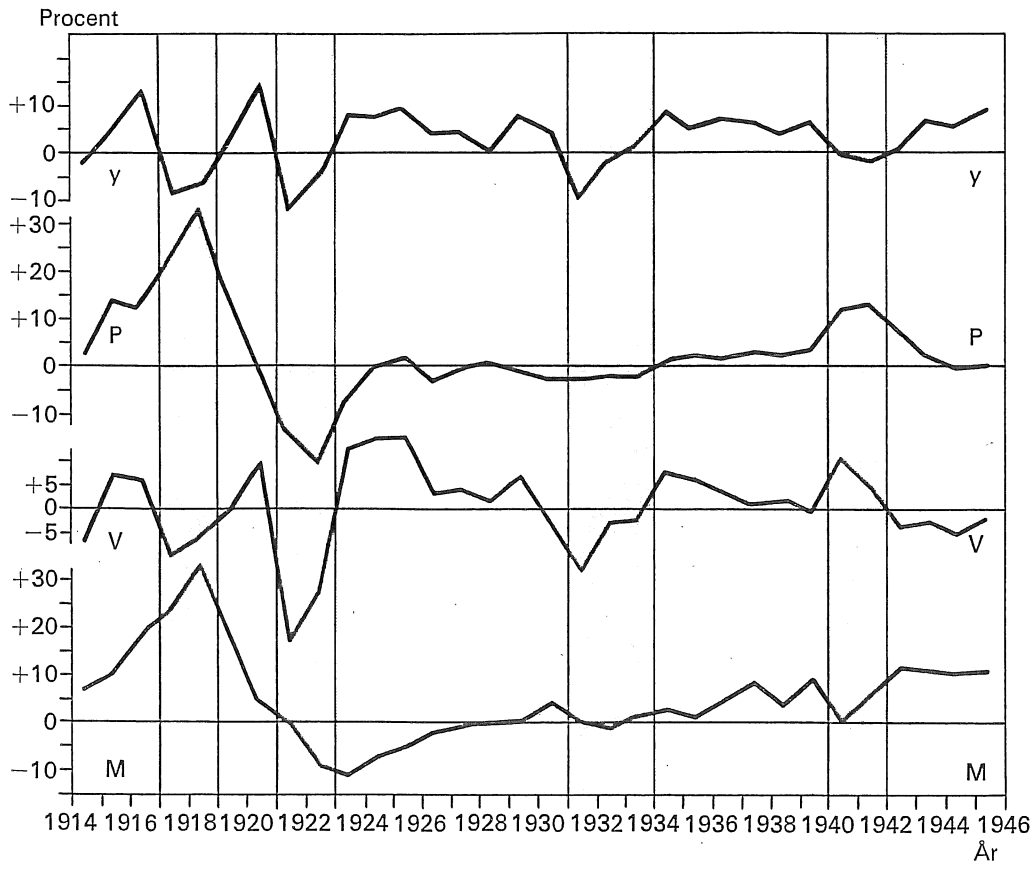
analyser och rekommendationer beträffande ekonomiska problem – om nu den nationalekonomiska professionen önskar påverka den ekonomiska politiken. I annat fall blir resultatet att fältet lämnas öppet för allsköns godtyckligt tänkande och för olika gruppintressen. Att marknadsföra en samhällsekonomisk analys torde idag vara en svårare uppgift än för fyrtio år sedan på grund av framväxten av starka intresseorganisationer, vilka söker styra och monopolisera debatten. Uppgiften blir för den delen än mer angelägen.

Wicksells norm motarbetades mer eller mindre aktivt av riksbanken. Det finns all anledning att misstänka att banken även idag har starka böjelser för en fast växelkurs. Om ett annat mål för penningpolitiken skulle uppställas, vore det önskvärt att riksbanken hjärtat sluter upp bakom det nya programmet. Av detta skäl är sannolikt en styrning av och en insyn i bankens verksamhet nödvändig. Banken, som måste beskrivas som en traditionsbunden och sluten institution, påverkas av ett begränsat urval av intressegrupper. En möjlighet att ändra på detta förhållande vore att förmå riksbanksledningen till regelbundna konsultationer med andra grupper i stil med de månatliga sammankomsterna med representanter för affärsbanksväsendet. Det kunde till exempel vara lämpligt med något arrangemang, där banken konfronteras med olika åsikter hos nationalekonomer.

Till sist, skulle ett prisstabiliseringsprogram i stil med 1931 års deklARATION vara en lämplig norm för den svenska penningpolitiken idag? Svaret på den frågan är avhängigt av politiska preferenser. Politikerna har att välja mellan tre normer för den svenska riksbankspolitiken: en fast växelkurs för kronan till någon utländsk valuta, full sysselsättning eller stabil prisnivå (eller eventuellt någon annan regel för prisnivåns utveckling). Hittills har den fasta växelkursen varit ett mycket viktigt mål. De stora pris- och löneändringarna samt sammanbrottet för systemet med fasta växelkurser under 1970-talet har gett detta mål en lägre prioritet. Kvar skulle då stå valet mellan full sysselsättning och stabil prisnivå. Accepterar man något av dessa mål, får man också vara beredd att överge den fasta växelkursen. Det finns två huvudargument för att riksbanken skall inrikta sin politik på att styra prisnivån. Det ena är att prisnivån är en storhet som banken har möjlighet att påverka genom sin kontroll över penningmängden. Denna uppfattning har stöd bland annat av 1930-talets händelser. Det andra argumentet är att en permanent minskning i arbetslösheten ej kan nås genom en högre inflationstakt såsom man tidigare antagit. Nyare forskningsrön tyder nämligen på att endast temporära eller mindre reduktioner i arbetslösheten kan åstadkommas genom en högre inflationstakt. På längre

sikt leder en sådan politik till krav på en ständigt större inflations-takt för att hålla sysselsättningen på en oförändrad nivå. Denna dystra slutsats, som har stöd i en granskning av svenska data, gör att målet prisstabilitet verkar mer attraktivt nu än tidigare, då man trodde att den fulla sysselsättningen kunde upprätthållas med en inflationistisk stabiliseringspolitik.<sup>71</sup>

Intresset för penningpolitik och prisstabilisering varierar i direkt proportion till förändringstakten av existerande prisindex. Under perioder med kraftiga svängningar i prisnivån, såsom under första världskriget och under 1970-talet, uppmärksammas monetära faktorer som penningmängd, prisnivå och växelkurser. Under perioder med en låg och stabil trend i prisnivån kommer andra frågor i centrum för den ekonomiska politiken. Det går således att göra följande prognos: om den svenska ekonomin någon gång i framtiden ställs inför kraftiga ändringar i prisnivån så kan Wicksells norm på nytt göras till underlag för riksbankens verksamhet.



*Diagram 1*

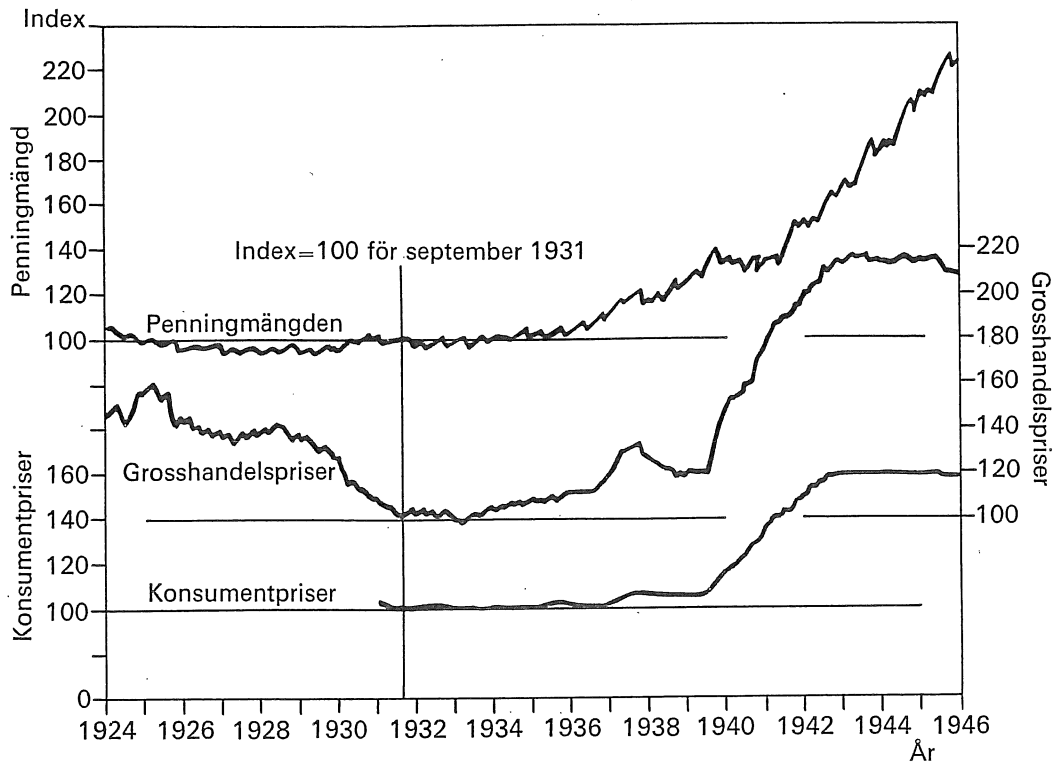
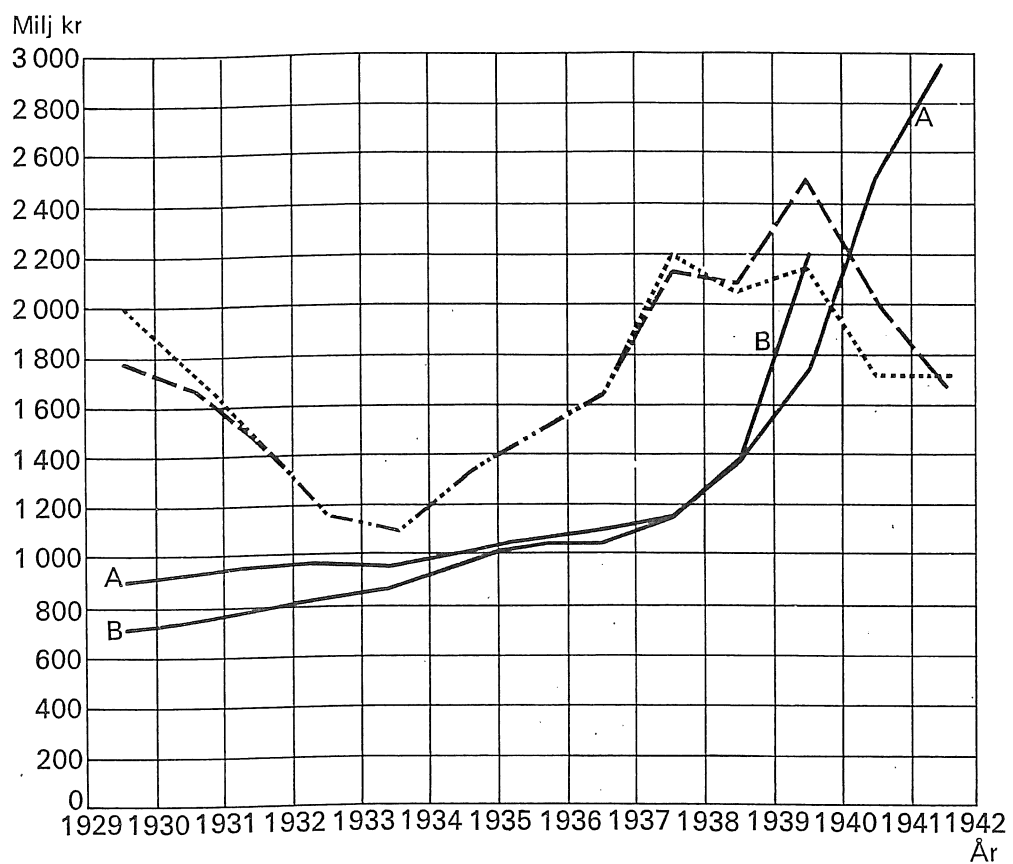


Diagram 2



*Diagram 3*

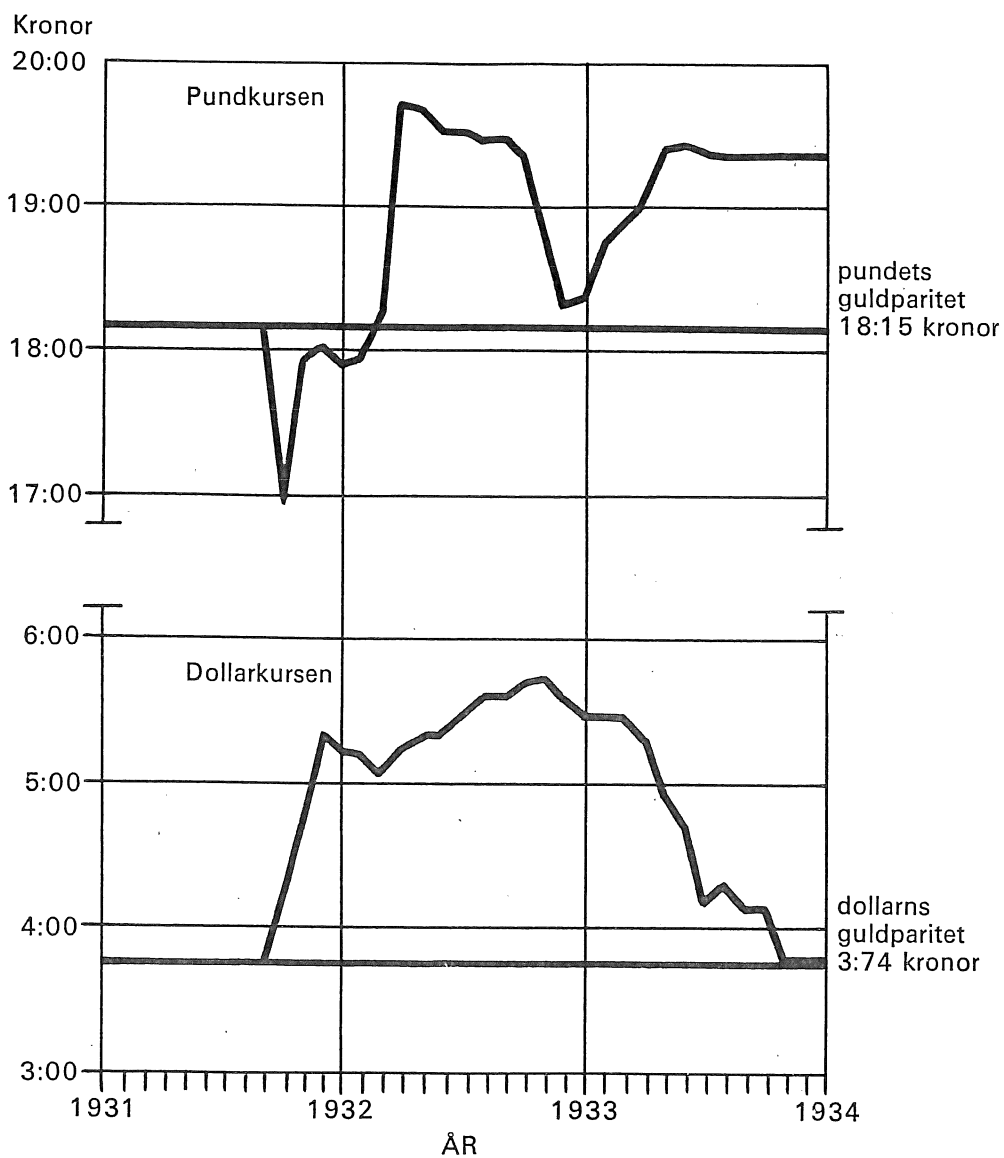


Diagram 4

## Noter

<sup>1</sup> Jag vill tacka alla som gett mig synpunkter på en tidigare version av denna uppsats. Mina kolleger på nationalekonomiska institutionen vid Lunds universitet och många utanför institutionen har hjälpt mig. Bland dessa vill jag särskilt nämna Erik Dahmén, Torsten Gårdlund, Lennart Jörberg, Karl Gustav Landgren, Erik Lundberg och Bertil Ohlin. De får dock inte belastas för de slutsatser som framförs här.

Jag vill också tacka Bankforskningsinstitutet för finansiellt stöd samt fullmäktige i riksbanken som gett mig tillstånd till att ta del av riksbankens arkiv från 1930-talet. Mikael Jern vid Lunds datacentral har svarat för de datorritade diagrammen. Diskussionen i denna uppsats bygger till stora delar på ett pågående forskningsarbete kring den svenska monetära utvecklingen.

<sup>2</sup> Se Wicksell (1898).

<sup>3</sup> Skall man döma av den penningpolitiska utvecklingen under 1900-talet, så uppvisar Wicksell här en alltför ljus syn på möjligheterna för den ekonomiska forskningen att påverka den praktiska penningpolitiken.

<sup>4</sup> Sambandet mellan riksbankens kontroll över den svenska penningmängden och förekomsten av fasta och fria växelkurser under åren 1732–1972 har behandlats i Jonung (1976). Där hävdas att den svenska prisnivån huvudsakligen varit bestämd av den internationella utvecklingen under de perioder Sverige haft fasta växelkurser. Vid rörliga växelkurser har riksbanken och regeringen däremot haft möjligheter att styra den inhemska penningmängden och prisnivån.

<sup>5</sup> I sina »Föreläsningar i nationalekonomi» förslår Wicksell en rad åtgärder i syfte att modifiera den existerande guldstandardens så att prisnivån skulle kunna stabiliseras. Se avsnitt om »Den praktiska ordningen av penningväsendet» i Wicksell (1906). I praktiken innebar hans förslag att sambandet mellan guldrörelserna och prisnivån bröts.

<sup>6</sup> Se kommentaren till diagram 1 för en beskrivning av kvantitetsekvationen.

<sup>7</sup> Östlind (1945) har den mest omfattande beskrivningen av debatten om den ekonomiska politiken under dessa år. Hans tolkning är emellertid inte invändningsfri. Se t.ex. Lindahl (1953), s. 292–294 för en kritik av Östlinds syn på Wicksells förslag.

<sup>8</sup> Ekonomerna hade således en »snävare» definition på volymen pengar än den som använts i diagram 1, då de inte inräknade bankinlåningen i penningmängden. Bilden i diagrammet för åren 1914–1925 är emellertid densamma oberoende av vilken definition som väljs, eftersom sedelvolymen och bankinlåningen förändrades på ett likartat sätt under denna tidsperiod. Under 1930-talet var däremot förhållandet annorlunda. Då expanderade sedelvolymen mycket snabbare än bankinlåningen.

<sup>9</sup> Man kan urskilja två versioner av kvantitetsteorin i diskussionen. Cassel stod för en äldre »klassisk» variant som betonade ett direkt samband mellan penningmängden och prisnivån, där en ändring i penningmängden antogs orsaka en proportionellt lika stor ändring i prisnivån. Wicksell och de ekonomer som influerades av honom byggde analysen på den kumulativa processen: en skillnad mellan den naturliga räntan och bankräntan medförde förändringar i penningmängden och i prisnivån. Nationalekonomerna, däribland också Cassel och Wicksell, använde ofta element från bägge dessa versioner av kvantitetsteorin. Se t.ex. Östlind (1945) s. 68–102. Östlind vill inte beskriva Wicksell som kvantitetsteoretiker. Wicksells kumulativa process måste dock anses som ett centralt bidrag till kvantitetsteorin.

<sup>10</sup> Wicksell (1919), s. 27.

<sup>11</sup> Östlind (1945), s. 322. Otvivelaktigt hade Wicksell en helt orealistisk uppfattning om de praktiska möjligheterna att kompensera för de effekter som en sådan uppgång och nedgång av prisnivån skulle orsaka. Andra nationalekonomer var kritiska mot Wicksells förslag. Cassel ansåg att det skulle skapa arbetslöshet och Heckscher yttrade: »Professor Wicksells förslag om en allmän likvidation hade genomförts med vanlig konsekvens och med vanligt förakt för verkligheten.» Östlind (1945), s. 324–325.

<sup>12</sup> Wicksell (1921), s. 86.

<sup>13</sup> I Nationalekonomiska Föreningen påstod Wicksell: »Den föreställningen, att arbetarna icke skulle kunna förmås att nedsätta sina pretentioner, även om priserna gå ned, är gripen ur luften. Jag har hört av docenten Wigforss i Lund, som är socialdemokrat och står i nära förbindelse med arbetarna där nere, att de mycket väl ha klart för sig, att om priserna gå ned, måste också lönerna sänkas. Talet om att arbetslönernas storlek skulle omöjliggöra en nedgång i priserna har därför icke alls fog för sig. Wicksell (1918), s. 137. För den händelse att Wigforss verkligen hyste den uppfattning som Wicksell tillskrev honom, så gjorde Wigforss sig skyldig till en felbedömning av löntagarnas reaktion under deflationen.

<sup>14</sup> Se Östlind (1945), s. 380. Ivar Kreuger var en värtalig motståndare till en deflationspolitik. Han vände sig mot ekonomernas syn: »Även förefaller det, som om de nationalekonomiska teorierna förutsatte en ackommodationsförmåga och lättrörlighet på produktionens område, som ej motsvaras av verkligheten.» Kreuger (1921), s. 82. Han gav sedan en lång beskrivning av olika faktorer som enligt honom orsakade trögrörligheter i den svenska lönebildningen. Jämför man Wicksells uppfattning i not 13 med Kreugers inlägg här ovan förefaller det som Kreuger gjorde den mest realistiska bedömningen av den svenska arbetsmarknadens anpassningsmönster under deflationen.

<sup>15</sup> Wicksell (1925), s. 93. Wicksell gjorde sammanlagt 36 diskussionsinlägg i Nationalekonomiska Föreningen under åren 1891–1926, vilket vittnar om stor debattiver. Bara två gånger, 1898 och 1925, var han inledare. Dessa föredrag behandlade båda penningpolitik och prisstabilisering.

<sup>16</sup> Enligt Lester tog det de svenska ekonomerna många år av artikelskrivande för att göra det svenska folket prisnivåmedvetet (»price-level minded»). Lester (1939), s. 266. Östlind betonar också ekonomernas inflytande på den »upplysta opinionen» under åren 1914–1922. Östlind (1945), s. 70.

<sup>17</sup> Riksbanken sökte få lån i New York, London och Paris, men misslyckades. Från måndagen den 21 till lördagen den 26 september utväxlade riksbanken vid sitt huvudkontor i genomsnitt 0,6 miljoner kronor i guld per dag till en orolig allmänhet som önskade köpa guld för sina riksbankssedlar. Det största guldutflödet berodde emellertid på utlandets efterfrågan. Under samma vecka sändes guld för cirka 8,6 miljoner kronor till Paris och för 18,7 miljoner kronor till Federal Reserve Bank. En fortsatt valutautströmning skulle ha medfört att riksbanken inte hade kunnat garanteras guldinlösningen av sina sedlar.

<sup>18</sup> När Ohlin presenterade Knut Wicksell för en amerikansk publik, beskrev han honom som »Father of the Swedish Experiment». Ohlin (1934).

<sup>19</sup> Lördagen den 19 september begärde Bank of England att bli befriad från skyldigheten att inlösa sina sedlar i guld. En vecka senare, söndagen den 27, lämnade den svenska kronan guldmynntfoten. Cassel har i sina memoarer en livfull beskrivning av den dramatiska veckan, när riksbanken sökte bevara guldstandarden. När det stod klart lördagen den 26 att kronan inte skulle klara sig, blev Cassel ombedd av finansminister Hamrin att skriva ett uttalande att bifoga statsrådsprotokollet. Cassel arbetade till fram på natten med vad som av allt att döma blev 1931 års penningpolitiska program. Han skickade det sent med bud till Hamrin. Enligt Cassels memoarer blev det en otacksam uppgift: »För detta ytterligt pressande arbete fick jag aldrig ett ord till tack. Hövlighet var ju inte Hamrins starka sida.» Cassel (1941), s. 285.

Cassel och Wicksell var varandras motståndare på många områden. Det är dock värt att notera att det var Cassel som skrev in Wicksells norm i det penningpolitiska programmet.

<sup>20</sup> De tre ekonomernas rapporter, som hittills varit otillgängliga på grund av riksbankens sekretessbestämmelser, beskrivs närmare i Jonung (1977).

<sup>21</sup> Riksbanken följde tydligen Heckschers råd. Under 1930-talet blev åtskilliga ekonomer knutna till riksbanken.

<sup>22</sup> Cassel var en flitig skribent i Svenska Dagbladet och i Skandinaviska Kreditaktiebolagets kvartalsskrift. Heckscher hade Dagens Nyheter som sitt språkrör under 1930-talet. Heckscher beskrev sin syn på den svenska penningpolitiken i en liten bok som kan betraktas som en utvidgning av hans rapport till riksbanken. Heckscher (1931).

<sup>23</sup> Se t.ex. inledningen till Gunnar Myrdals bok om det penningpolitiska läget. Myrdal



(1931). Det fanns planer på en gemensam skrift från ekonomernas sida. Resultatet blev dock två böcker, en av Heckscher och en av Myrdal.

<sup>24</sup>Rooth hade enligt Lester kommit under ett inflytande från Davidson som föreslog en deflationistisk politik. Den fatala pundspikningen utövade tydligen en stark psykisk press på riksbankschefen som upplevde en kortvarig kollaps i november 1931. Lester (1939), s. 244. Rooths besvärliga situation belyses i ett brev som Marcus Wallenberg skrev den 24 november till en affärsbekant. Gårdlund (1976), s. 546: »Riksbankens valutor äro nära slut och Rooth har företagit åtgärder som ej varit alltför lyckade. Rooths stjärna är snart under horisonten. Men så har han också varit olycklig i sina dispositioner beträffande Kreuger och Skandinaverna.»

<sup>25</sup>Lester (1939), s. 252.

<sup>26</sup>Enligt vad Erik Lindahl berättat tillkom pundspikningen av en tillfällighet. Den tjänsteman i riksbanken som svarade för prissättning på utländsk valuta skulle fara på semester på sommaren 1933. Den kommitté inom banken, som granskade valutaaffärerna, beslöt att så länge semestern varade, skulle banken hålla de kurser som noterades sista arbetsdagen för tjänstemannen. När han kom tillbaka, tyckte man att de spikade kurserna hade fungerat fint och beslöt sig för att fortsätta med samma politik. (Enligt uppgift från Erik Dahmén).

Om denna historia är sann, så vore det onekligen ett snöpligt slut på pappersmyntfoten. Det finns dock all anledning att misstänka att riksbanken förr eller senare skulle ha etablerat en fast pundkurs, sedan de internationella valutakurserna stabiliserat sig.

<sup>27</sup>Riksbanken erhöll positionen som Sveriges centralbank när den fick monopol på sedelutgivning kring sekelskiftet. Östlind beskriver hur bankens vinstmotiv påverkade penningpolitiken under första världskriget. Östlind (1945), s. 31–36.

<sup>28</sup>Guldinflödet var betydande. Banken lät bland annat göra en undersökning av bankvalvens bärkapacitet. Den visade sig fullgod.

<sup>29</sup>Enligt uppgift från Erik Lundberg fattades beslutet att ej appreciera av Wigforss i februari 1938, när meddelande kom från London att de brittiska grosshandelspriserna börjat sjunka. Se också not 35.

<sup>30</sup>Se Jonung (1976) för en översikt av den svenska kronans växlingar mellan fasta och fria växelkurser.

<sup>31</sup>Man kan spekulera i ursprunget till denna politik som är gemensam för alla centralbanker. Den fasta växelkursen ger troligtvis en önskvärd stabilitet åt riksbankens verksamhet. Så länge som banken upprätthåller fasta kurser, minimeras också risken för att bli utsatt för kritik. Det går alltid att påstå att den fasta kursen ger viktiga fördelar framför okända och osäkra alternativ. Skulle målsättningen för bankens verksamhet bli en annan, till exempel prisstabilisering, skulle banken komma att framstå som så mycket mäktigare och genast ställas inför andra och troligtvis svårare krav.

<sup>32</sup>Ledningen för Stockholms Enskilda Bank var kritisk mot Rooth. Han betraktades som Kreugers »man», som av denna placerats som chef för riksbanken. (Enligt uppgift från Erik Dahmén). Lester har däremot en helt annan tolkning. »Needless to say, there is no indication that the governor's previous connection with Kreuger's bank influenced his actions toward Kreuger enterprises after he became governor of the Riksbank. It is significant, however, that he was not in a position to follow an aggressive policy.» Lester (1939), s. 244.

<sup>33</sup>Enligt uppgift från Erik Dahmén. Cassel uttrycker för övrigt i sin självbiografi en viss bitterhet över att han inte informerades i september 1931 om riksbankens lån till Kreuger och lägger skulden för detta på statsminister C.G.Ekman. Cassel (1941), s. 285.

<sup>34</sup>Det är märkligt att Rooth överhuvudtaget fick stanna kvar som riksbankschef efter avslöjandena kring bankens långivning till Kreuger.

<sup>35</sup>Lundberg noterar att Wigforss fruktade ökad arbetslöshet om kronan apprecierades i förhållande till pundet. Lundberg betraktar Wigforss resonemang som förebådande efter krigstidens syn på avvägningen mellan inflation och sysselsättning. Lundberg (1953), s. 254. Jämför också med not 71.

<sup>36</sup> Sänkningen av diskontot 1945 fastslog riksbankens underordnade ställning gentemot finansdepartementet.

<sup>37</sup> En undersökning av sambandet mellan penningmängden och prisnivån i Sverige under åren 1732–1972 ger ett gott stöd åt en kvantitetsteoretisk syn. Samvariationen mellan pengar och priser förefaller dessutom vara starkare på lång sikt än på kort sikt. Jonung (1976).

<sup>38</sup> Riksbankens rediskontering framstår i förmånligt ljus jämfört med det amerikanska centralbankssystemets politik under depressionen, då amerikanska affärsbanker hade stora svårigheter att få lån. Det fanns i praktiken knappast någon »lender of last resort» i Förenta staterna, vilket bidrog till att allvarligt fördjupa krisen. Mer än 9.000 banker tvingades inställa sina betalningar under åren 1930–1933. Detta medförde en mycket kraftig reduktion i den amerikanska bankinlåningen och penningmängden. Friedman–Schwartz (1963), s. 351. I Sverige fanns det inte någon bank som inställde sin betalning.

<sup>39</sup> Det bör noteras att omloppshastigheten har minskat under perioder med stor osäkerhet, allmänpolitisk oro och stigande arbetslöshet, d.v.s. allmänheten har önskat hålla mer pengar i förhållande till nationalinkomsten än under mer normala förhållanden. Detta inträffade i diagram 1 vid första världskrigets utbrott 1914, vid 1917–1918 års lågkonjunktur, 1921–1922 års lågkonjunktur och under depressionsåren i början av 1930-talet. Åren 1941–1942 utgör ett undantag då omloppshastigheten steg. En bidragande orsak till detta var de stora uttag från bankerna som allmänheten gjorde för att överföra bankinlåning till sedlar. Krigsutvecklingen, särskilt angreppen på Finland och Danmark–Norge, gav upphov till en helt unik sedeltesaurering.

<sup>40</sup> På hösten 1931 fruktade man till exempel en inflationistisk utveckling och inte fallande priser och stigande arbetslöshet.

<sup>41</sup> Se till exempel Beckman (1974) och hans referenser för en diskussion av bakgrunden till krispolitiken.

<sup>42</sup> Landgren (1960). Landgrens avhandling har blivit omstridd. Se artiklar av bland andra Lundberg och Wigforss i *Ekonomisk Tidskrift* 1960.

<sup>43</sup> Landgren (1960), s. 13.

<sup>44</sup> Landgren (1960), s. 49. Landgren pekar på ett citat från Möller: »Sverige befinner sig alltså i det lyckliga läget att kunna förverkliga det program, som de engelska liberalerna med Lloyd George i spetsen förklarade sig genomföra för Englands del, nämligen att besegra arbetslösheten.» Följande bör också noteras. I slutet av 1920-talet studerade Tage Erlander nationalekonomi i Lund – inspirerad av Knut Wicksells rykte. Den Gula boken gjorde ett så starkt intryck på Erlander att han skrev sin uppsats i nationalekonomi om den. Uppsatsen har dock förkommit. Erlander (1972), s. 139–140.

<sup>45</sup> Jämför med not 13.

<sup>46</sup> Se avsnitt 10 för en presentation av keynesianismen.

<sup>47</sup> Se till exempel Ohlins inställning under dessa år. Ohlin (1972), s. 163.

<sup>48</sup> Lundberg (1953), s. 274.

<sup>49</sup> Myrdal skrev en uppmärksammas bilaga till 1933 års statsverksproposition som gav ett analytiskt stöd åt Wigforss's krispolitik. Jämför också med Ohlins synpunkter i not 61.

<sup>50</sup> Se till exempel Bergström (1969), Lundberg (1953) och Montgomery (1938). Hittills har inget försök gjorts att studera 1930-talets svenska konjunkturutveckling med hjälp av ekonometriska modeller. En sådan studie skulle vara ett värdefullt komplement till övriga undersökningar.

<sup>51</sup> Se Bergström (1969), s. 134.

<sup>52</sup> Wigforss säger i sina memoarer: »Den svenska socialdemokratien hade gynnats av ödet då den fick tillfälle att gripa in när krisen redan nått botten och de uppåtsträvande krafterna börjat ånyo göra sig gällande.» Wigforss (1954), s. 62.

<sup>53</sup> Ofta har Cassel och Heckscher framställts som representanter för den »borgerliga» natio-

nalekonomin under 1930-talet. Man har då varit okunnig om eller ignorerat det faktum, att det fanns yngre icke-socialistiska ekonomer, vilka hyste en annan uppfattning än Cassel och Heckscher.

<sup>54</sup> Lundberg framhäver att Dag Hammarskjöld var verksam för prisstabilisering under sin tid i riksbanken. Lundberg (1953), s. 256.

<sup>55</sup> Fisher (1935), s. 319–331. Fisher kontaktade för övrigt riksbanken rörande bankens prisserier.

<sup>56</sup> Fisher (1935), s. 399–410.

<sup>57</sup> Enligt uppgift från Karl-Gustav Landgren.

<sup>58</sup> Lindahl (1934).

<sup>59</sup> Lindahl (1937), s. 309–317.

<sup>60</sup> Stockholmstidningen var Ohlins språkrör under 1930-talet. Han skrev enligt kontrakt fyra ledare och två artiklar på handelssidan i månaden under elva månader om året. Ohlin började sitt engagemang i slutet av 1931. Enligt uppgift från Bertil Ohlin.

<sup>61</sup> Ohlin (1931). Ohlins livfulla argumentering är värd att återges: »Mina damer och herrar, varför skulle budgeten balanseras *varje år*? Den balanseras ju icke varje månad eller varje halvår. Varför kan man icke gå in för principen att balansera den exempelvis över femårsperioder genom att taga in överskott under de goda tiderna för att kunna ha underskott under de dåliga?» Myrdal framförde ett liknande resonemang några år senare. Jämför med not 49.

<sup>62</sup> Ohlin (1932).

<sup>63</sup> Ohlin (1933).

<sup>64</sup> Ohlin (1937). Ohlin torde vara en av de ekonomer som tidigast förespråkade målet full sysselsättning. Först efter andra världskriget lanserades denna målsättning i den allmänpolitiska debatten.

<sup>65</sup> Ohlins kritiska inställning till kvantitetsteorin framgår tydligt i en artikel i Ekonomisk Tidskrift med titeln »Stockholmsskolan kontra kvantitetsteorin» från början av 1940-talet, där Ohlin jämför dessa bägge teoribildningar. Ohlin (1943). Denna studie kan betraktas som ett ambitiöst försök från Ohlins sida att definitivt avfärda kvantitetsteorin och ersätta den med den analys som under 1930-talet utvecklades av ekonomerna i Stockholmsskolan. Artikeln, som länge användes i undervisningen i nationalekonomi, har troligtvis haft ett stort inflytande på svenska ekonomers syn på kvantitetsteorin och därmed också på prisstabiliseringsnormen.

Det finns emellertid en rad invändningar mot Ohlins resonemang, dels beträffande hans tolkning av kvantitetsteorin, dels rörande hans presentation av Stockholmsskolans teori. Denna teori bygger på en rad nya begrepp som köpförmåga, köpkraft och köpvilja, vilka Ohlin inför. Dessa begrepp är emellertid svåra eller omöjliga att använda vid empiriskt arbete, d.v.s. det går inte att finna mätbara storheter för dem. Därmed blir teorin omöjlig att falsifiera eller verifiera vid empiriskt arbete. Det går således inte att bedöma huruvida Ohlins alternativ är bättre än kvantitetsteorin.

<sup>66</sup> Även under 1940-talet diskuterades penningpolitiken med utgångspunkt från Wicksells och Davidsons normer.

<sup>67</sup> Lundberg har en ingående redogörelse för den ekonomisk-politiska debatten under 1930-talet. Se kapitel 9 i Lundberg (1953). En god beskrivning av diskussionen kring penningpolitikens mål och medel finns i kapitel 6 i Kock (1961).

<sup>68</sup> Huvudarbetet är en studie av Friedman–Schwartz (1963) över USA:s monetära historia. Denna empiriska undersökning har blivit något av en klassiker på sitt område. Se också Temin (1975) för en kritisk granskning av olika förklaringar till den amerikanska depressionen och för en genomgång av de senaste tio årens litteratur kring 1930-talets lågkonjunktur.

<sup>69</sup> Cassel måste betraktas som den främste svenske förespråkaren för den klassiska kvantitetsteorin.

<sup>70</sup> Se Leijonhufvud (1968), s. 401–416. Jämför också med Torsten Gårdlunds bidrag i denna volym.

<sup>71</sup> Den s.k. Phillipskurvan uttrycker uppfattningen att det finns ett »bytesförhållande» mellan arbetslöshet och inflation på så vis att man kan åstadkomma en reduktion i arbetslösheten genom en högre inflationstakt. Förekomsten i Sverige av ett sådant förhållande testas av Jonung–Wadensjö (1977). Deras slutsats är att någon långsiktig stabil relation inte har funnits under den period de studerar, nämligen åren 1922–1971.

**Litteratur**

- Beckman, S. Ekonomisk politik och teori i Norden under mellankrigstiden, i *Kriser och krispolitik i Norden under mellankrigstiden*, Uppsala 1974.
- Bergström, V. *Den ekonomiska politiken i Sverige och dess verkningar*, Uppsala 1969.
- Cassel, G. *I förnuftets tjänst*, Stockholm 1941.
- Erlander, T. *1901–1939*, Stockholm 1972.
- Fisher, I. *Stabilised Money*, London 1934.
- Fisher, I. *The Lessons of Monetary Experience*, London 1937.
- Friedman, M, *A Monetary History of the United States 1867–1960*, Princeton och Schwartz, A. ton 1963.
- Gårdlund, T. *Marcus Wallenberg 1864–1943*, Stockholm 1976.
- Heckscher, E. *Sveriges penningpolitik. Orientering och förslag*, Stockholm 1931.
- Jonung, L. Money and Prices in Sweden 1732–1972, *Scandinavian Journal of Economics*, s. 40–58, 1976.
- Jonung, L. Cassel, Davidson and Heckscher on Swedish Monetary Policy. A Confidential Report to the Riksbank in 1931. Meddelande från Nationalekonomiska institutionen i Lund 1977.
- Jonung, L, och Wadensjö, E. Den svenska Philipskurvan, stencil, Lund 1977.
- Kock, K. *Kreditmarknad och räntepolitik 1924–1958*, Uppsala 1961.
- Kreuger, I. Kommentar till ett föredrag av G. Silverstolpe, *Nationalekonomiska Föreningens Förhandlingar*, s. 78–84, 1921.
- Landgren, K-G. *Den 'nya ekonomien' i Sverige. J.M. Keynes, E. Wigforss, B. Ohlin och utvecklingen 1927–39*, Uppsala 1960.
- Leijonhufvud, A. *On Keynesian Economics and the Economics of Keynes*, New York 1968.
- Lester, R. *Monetary Experiments. Early American and Recent Scandinavian*, Princeton 1939.

- Lindahl, E. Sweden's Monetary Program. The Experiment in Operation. Its Results and Lessons. *Economic Forum*, s. 169–181, 1934.
- Lindahl, E. International Economic Reconstruction Realized through Rational Management of Free Currencies, i I. Fisher 1937.
- Lindahl, E. Knut Wicksell, i J. Schumpeter, *Stora Nationalekonomer*, Stockholm 1953.
- Lundberg, E. *Konjunkturer och ekonomisk politik*. Stockholm 1953
- Montgomery, A. *Hur Sverige övervann depressionen 1931–1933*. Uppsala 1938.
- Myrdal, G. *Sveriges väg genom penningkrisen*, Stockholm 1931.
- Ohlin, B. Den internationella penningpolitiken och dess inverkan på konjunkturutvecklingen, *Förhandlingar vid Nordiska Nationalekonomiska Mötet*, s. 11–31, 1931.
- Ohlin, B. Sweden's Monetary Policy, Index, s. 268–277, 1932.
- Ohlin, B. The Inadequacy of Price Stabilization, Index, s. 252–265, 1933.
- Ohlin, B. Knut Wicksell. Father of the Swedish Monetary Experiment. *Economic Forum*, s. 159–167, 1934.
- Ohlin, B. Employment Stabilization and Price Stabilization, i I. Fisher 1937.
- Ohlin, B. Stockholmsskolan kontra kvantitetsteorin, *Ekonomisk Tidskrift*, s. 27–46, 1943.
- Ohlin, B. *Bertil Ohlins memoarer. Ung man blir politiker*, Stockholm 1972.
- Temin, P. *Did Monetary Forces Cause the Great Depression?* New York 1976
- Wicksell, K. Penningröntans inflytande på varupriser, *Nationalekonomiska Föreningens Förhandlingar*, s. 47–70, 1898.
- Wicksell, K. *Föreläsningar i nationalekonomi II*, Lund 1906.
- Wicksell, K. Kommentar till ett föredrag av S. Brisman, *Nationalekonomiska föreningens Förhandlingar*, s. 137–139, 1918.
- Wicksell, K. Kommentar till ett föredrag av G. Cassel, *Nationalekonomiska Föreningens Förhandlingar*, s. 25–28, 1919.
- Wicksell, K. Kommentar till ett föredrag av S. Brisman, *Nationalekonomiska föreningens Förhandlingar*, s. 137–139, 1918.
- Wicksell, K. Det definitiva ordnandet av världens penningväsen, *Nationalekonomiska Föreningens Förhandlingar*, s. 85–100, 1925.
- Wigforss, E. *Minnen III, 1932–1949*, Stockholm 1954.
- Östlund, A. *Svensk samhällsekonomi 1914–1922*, Stockholm 1945