

Roger Wessman  
är fristående skribent,  
föreläsare och konsult.



## Inflationen är här igen, kanske för att stanna

Den snabbt tilltagande inflationen under det senaste året i framför allt USA är en påminnelse om att det finns en gräns för vad som kan uppnås med ekonomiska stimulansåtgärder. Huruvida den högre inflationen blir en tillfällig avvikelse eller om tiden med låg inflation och extremt låga räntor är förbi, beror på den politiska viljan att återgå till en disciplinerad ekonomisk politik.

Efter 10 år då centralbankerna gjort allt för att få fart på inflationen med ringa framgång har inflationen nu tagit ordentlig fart. I USA har konsumentpriserna under det senaste året stigit med nästan 8 procent. Det är de högsta inflationssiffrorna på 40 år.

På den här sidan av Atlanten har uppgången i inflationen bara varit något måttligare. Inom euroområdet har konsumentpriserna stigit över 7 procent.

I Finland ligger de senaste siffrorna på nästan 6 procent.

Inflationssiffrorna under de kommande månaderna kommer med all sannolikhet att bli ännu högre. Rysslands invasion av Ukraina har ytterligare ökat på inflationstrycket, då priset på råvaror – framför allt olja och gas – har skjutit i höjden.

Frågan nu är om accelerationen beror på tillfälliga faktorer som pandemin eller om det skett någon

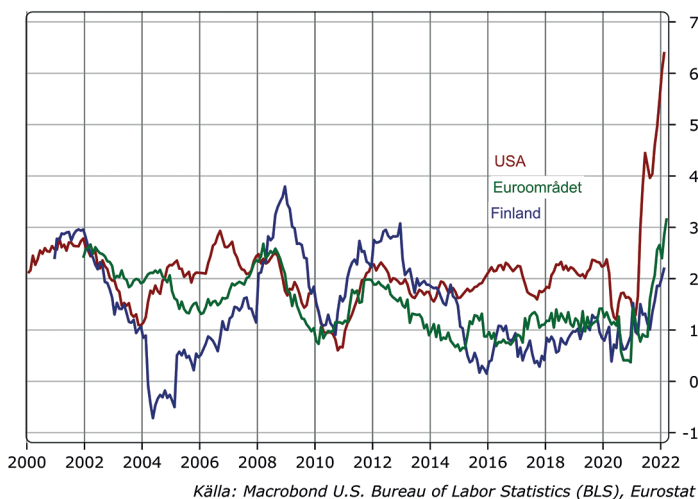
*”Frågan nu är om accelerationen beror på tillfälliga faktorer som pandemin eller om det skett någon bestående förändring, som gör att tiden med låg inflation mer permanent är förbi.”*



Figur 1: Konsumentprisinflationen.

bestående förändring, som gör att tiden med låg inflation mer permanent är förbi. Kommer centralbankerna att vara tvungna att drastiskt höja räntorna om de vill få inflationen i schack, eller kommer inflationen att bromsas upp av sig själv?

Den amerikanska centralbanken har redan i skrivande stund gjort sin första lilla höjning av styrräntan och aviserar kontinuerliga höjningar fram till årets slut. Europeiska centralbanken (ECB) är ännu mer avvaktande och signalerar att en första räntehöjning är att vänta tidigast mot slutet av året.



Figur 2: Basinflationen, uppgången i konsumentpriserna exklusive mat och energi.

## Energipriserna brant upp i Europa

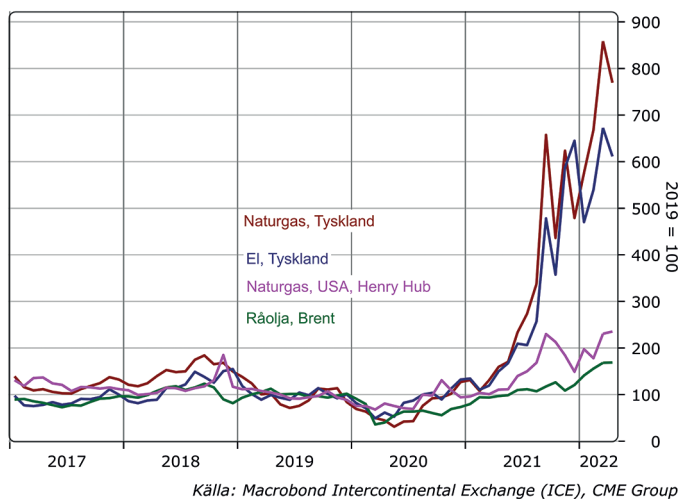
Orsaken till ECB:s avvaktande hållning är bedömningen att den branta uppgången i inflationen till största delen beror på tillfälliga faktorer – framför allt den skarpa uppgången i energipriserna. Basinflationen, det vill säga uppgången av konsumentpriserna fränsett mat och energi, har också accelererat, men är ännu i närheten av in-

flationsmålet på två procent. Under de senaste åren har vi sett större avvikelser från målet då inflationen tidvis legat under en procent.

I USA är situationen en helt annan. Energiprisernas inverkan är mycket mindre och även basinflationen har accelererat till långt över sex procent.

Den skarpa uppgången i energipriserna i Europa är starkt kopplad till priset på naturgas som redan före Rysslands anfall på Ukraina hade mer än femdubblats från nivåerna år 2019, det vill säga året före pandemin. I USA har priset på naturgas under samma period "bara" fördubblats.

Den starka uppgången i priset på naturgas beror delvis på en ökad efterfrågan då ekonomin återhämtat sig från pandemin samtidigt som produktionen av el från förnybara källor år 2021 dämpades av ogynnsamma väderleksförhållanden. Samtidigt minskade Ryssland exporten av naturgas till väst. I efterskott är det lätt att se detta som en förberedelse för angreppet på Ukraina. På grund av den begränsade importen var de europeiska naturgaslagren låga då invasionen skedde, vilket gjorde västländerna exceptionellt



Figur 3: Energipriser i Europa och USA.

sårbara för möjliga störningar i gasleveranserna.

Priset på naturgas är starkt kopplat till priset på el, eftersom naturgas i de flesta europeiska länderna har en kritisk roll i elproduktionen. Elpriset måste vara tillräckligt högt för att täcka kostnaderna för inköp av naturgas.

### Uppgången i energipriserna en tillfällig inflationsfaktor

Centralbankerna fokuserar ofta mest på basinflationen och är inte så oroade för en högre inflation så länge den bara baserar sig på en uppgång i energipriserna. Energipriserna ses som en tillfällig inflationsdrivande faktor.

Priset på energi fluktuerar starkt på grund av yttre faktorer, som till exempel Rysslands angrepp på Ukraina. Dessa kan på kort sikt ha en stor inverkan på inflationssiffrorna utan att säga särskilt mycket om den allmänna prisutvecklingen i ekonomin på längre sikt. En skarp uppgång kan dock minst lika lätt följas av en skarp nedgång som av en fortsatt uppgång. Priset på energi kunde till exempel sjunka dramatiskt om fred skulle uppnås i Ukraina och risken för ett tvärstopp i Rysslands gasexport försvann.

En uppgång i den takt som vi sett i Europa till exempel det senaste året kan i vilket fall som helst inte pågå särskilt länge. Redan det att energipriserna skulle stabilisera sig på de nuvarande höga nivåerna skulle leda till att energiprisernas effekt på konsumentprisinflationen skul-

le försvinna inom ett år. Inflationen mäter ju förändringen i konsumentpriserna, så om priserna hålls på en konstant hög nivå sjunker deras inverkan på inflationen till noll.

Det finns också en stark anledning att tro, att energipriserna inte bara stabiliseras utan i något skede faller från nuvarande nivåer, även om ingen fredlig lösning uppnås på kriget i Ukraina. Då producenter och konsumenter får tid att reagera på de höga priserna kan vi vänta oss att efterfrågan på gas

och el sjunker och utbudet stiger.

De höga priserna ger ett starkt incitament för företag och hushåll att investera i energibesparande åtgärder. Att ersätta gasuppvärmning med värmepumpar har blivit alltmer attraktivt. EU och USA har kommit överens om att bygga ut kapaciteten för att importera naturgas från USA, där priserna i skrivande stund är 85 procent (sic!) lägre än i Europa. De höga priserna lockar också till investeringar i ny – framför allt fossilfri – energiproduktion.

### Inflation kombineras med stagnerande ekonomi

Stigande energipriser har också en bromsande effekt på ekonomin, eftersom de tär på konsumenternas köpkraft. Vi får en kombination av tilltagande inflation och en stagnerande ekonomi som brukar kallas stagflation.

En svagare ekonomisk tillväxt dämpar i sig inflationstrycket. Då konsumenterna har mindre att spendera på andra varor och tjänster

*”Stigande löner ger arbetstagarna mer pengar att spendera, vilket ytterligare ökar på efterfrågan och möjliggör prisökningar. Inflationsspiralen har således kommit i gång.”*

minskar företagens möjligheter att höja priserna på dessa. En högre arbetslöshet kan dämpa lönekraven. Stagflationen blir då endast tillfällig.

Å andra sidan är det möjligt att den högre inflationen tvärtom leder till ett krav på högre löneökningar, för att kompensera för nedgången i köpkraften. Då kan vi få en pris-lönespiral, där stigande lönekostnader skapar tryck för ytterligare prishöjningar som leder till ytterligare krav på lönehöjningar. Då kan vi få en längre period av stagflation.

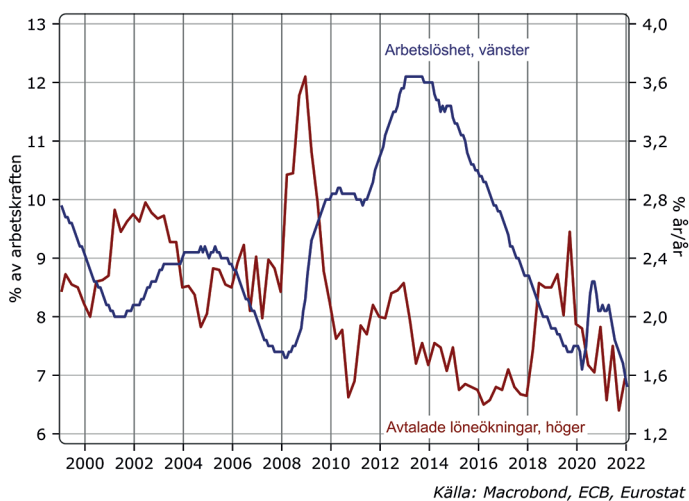
Än så länge finns det dock få tecken på en pris-lönespiral inom euroområdet. De avtalade löneökningarna har fortsatt varit i linje med centralbankens inflationsmål.

### Den amerikanska ekonomin överhettas

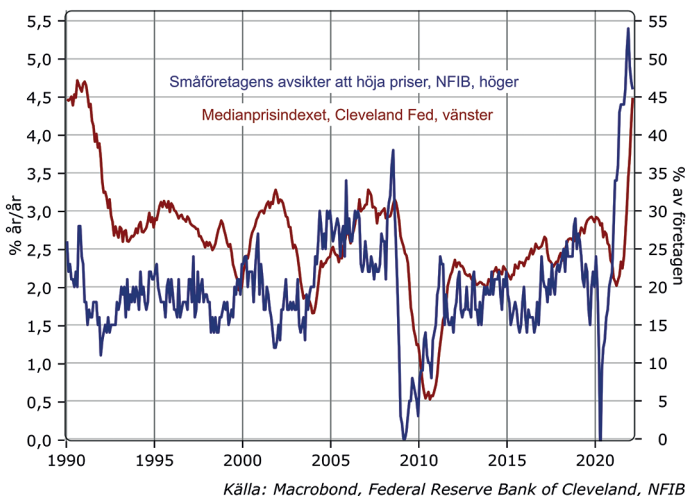
I USA är det däremot svårt att förklara uppgången i inflationen med några tillfälliga specialfaktorer. Tecken på allt snabbare prishöjningar syns på bred front i hela ekonomin.

Andelen amerikanska småföretag som planerar att höja priserna är på den högsta nivån på över 40 år enligt företagarorganisationen NFIB:s enkät. Centralbankens Clevelandskontor räknar ut ett medianprisindex som inte påverkas av exceptionellt stora upp- eller nedgångar för några enskilda produkter eller tjänster. Även detta index har gått kraftigt uppåt: hälften av alla varor och tjänster i konsumtionskorgen har sett en prisuppgång på minst 4,5 procent under det senaste året.

Efterfrågan på varor och tjänster verkar klart överskrida företagens kapacitet att producera



Figur 4: Euroområdet: Arbetslöshet och avtalade löneökningar.

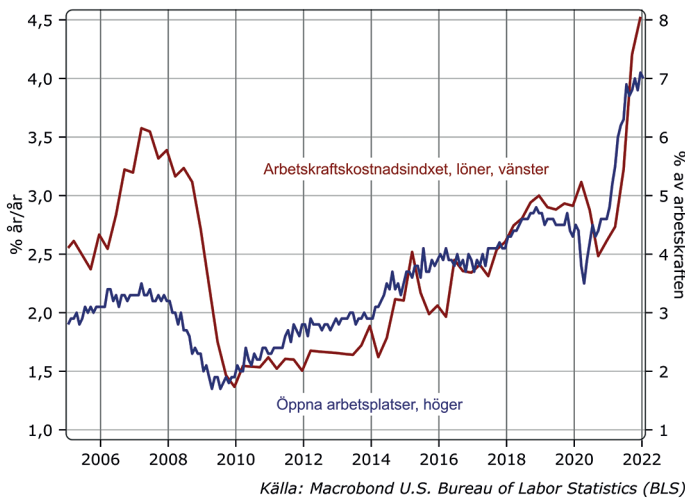


Figur 5: USA: Småföretagens avsikter att höja priserna och medianprisindex.

dessa. Företagens leveranstider har förlängts, vilket stärker bilden av flaskhalsar i produktionen.

Företagen verkar ha tilltagande problem att hitta arbetskraft. Antalet öppna arbetsplatser har stigit till en rekordnivå motsvarande hela sju procent av arbetskraften. Som en konsekvens av detta har även lönerna börjat stiga i en allt snabbare takt, då företagen bjuder över varandra för att locka till sig arbetstagare.

Stigande löner ger arbetstagarna mer pengar att spendera, vilket ytterligare ökar på efterfrågan och möjliggör prisökningar. Inflationsspiralen har således kommit i gång.



Figur 6: USA: Öppna arbetsplatser och löneutvecklingen.

### Bidens stimulanspaket satte fart

De bakomliggande orsakerna till den situation den amerikanska ekonomin befinner sig i går att spåra tillbaka till pandemin och de stimulansåtgärder som vidtoges för att hålla ekonomin i rullning. Tack vare generösa stimulansåtgärder innefattande bland annat stimulanscheckar till alla hushåll och kraftigt höjda arbetslöshetsbidrag började ekonomin snabbt återhämta sig efter nedstängningen av samhället våren 2020.

I början av 2021 var antalet öppna arbetsplatser redan på rekordnivå, fastän antalet sys-

selsatta ännu var klart lägre än före coronapandemin. Den stora mängden öppna arbetsplatser avspeglade att många arbetstagare av olika skäl lämnat arbetskraften. Oro för smitta, behov av att vara hemma för att sköta familj då många skolor ännu var stängda, eller försämrad hälsa kan vara delförklaringar.

I detta skede beslöt den nyvalde presidenten **Joe Biden** att driva igenom ett ytterligare stimulanspaket på hela 1 900 miljarder dollar – över 8 procent av den årliga brutonationalprodukten. I detta

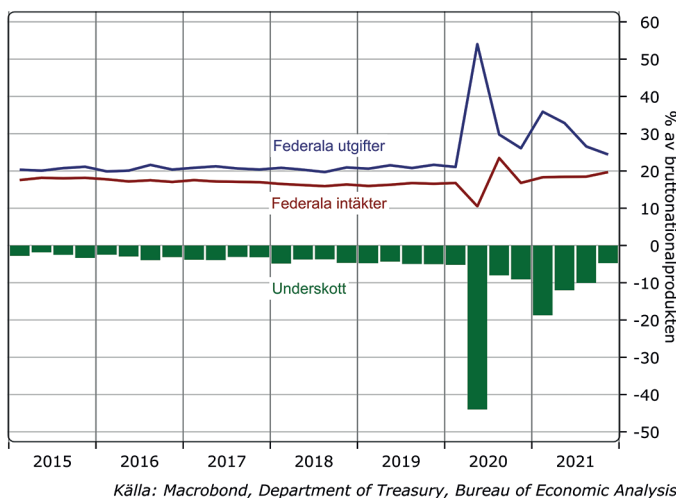
ingick bland annat en ny stimulanscheck till hushållen på upp till 1 400 dollar per vuxen och ett barnbidrag på upp till 300 dollar per månad.

Även ekonomer med anknytning till det demokratiska partiet såsom **Jason Furman** och **Larry Summers**, som bägge varit ledande ekonomiska rådgivare för president **Barack Obama**, varnade för att det enorma stimulanspaketet skulle leda till accelererande inflation. Som Furman påpekat kunde man lätt räkna ut med ekonomiska standardmodeller att stimulanspaketet skulle leda till en över-

hettad ekonomi, om inget exceptionellt inträffade.

Man kan fråga sig varför stimulanspaketet ändå drevs igenom, och varför centralbanken inte reagerade genast med att höja räntorna för att dämpa inflationstrycket? Även centralbanken förutspådde endast en måttlig acceleration av inflationen.

En bidragande orsak till det här är säkert att inflationen inte tagit fart trots de enorma stimulansåtgärderna som vidtagits efter finanskrisen år 2009 eller un-



Figur 7: Federala utgifter, intäkter och budgetunderskott.

der början av pandemin. Det gjorde prognosmakare obenäga att våga prognosticera en märkbart snabbare inflation.

En oortodox ekonomisk skola, den så kallade nya monetära teorin, hade också fått fotfäste inom det demokratiska partiet. Denna hävdade grovt förenklat, att ekonomisk standardteori om att det finns en gräns för hur mycket man kan finansiera offentliga utgifter med låntagning inte gäller, då centralbanken kan finansiera underskotten genom att trycka mera pengar.

Enligt ekonomisk standardteori var orsaken till att de tidigare stimulansåtgärderna inte förorsakat inflation att de vidtagits i situationer där ekonomin var i en djup lågkonjunktur. Stimulansen ledde därmed i första hand till en ökad produktion, då det fanns arbetslös arbetskraft som kunde sysselsättas och outnyttjad kapacitet i fabriker.

Nu vidtogs stimulansåtgärderna vid en tidpunkt då det redan fanns brist på arbetskraft och industrins kapacitet redan var hyfsat väl utnyttjad. Möjligheten att öka produktionen var begränsad och den tilltagande efterfrågan slog därmed ut i priserna. Ekonomisk standardteori visade sig ha rätt.

### Stimulansen utgör ännu en inflationsrisk även i Europa

Även inom euroområdet har stimulansåtgärderna fortsatt fastän ekonomin återhämtat sig rela-

*”De ackumulerade besparingarna utgör dock en potentiell risk för överhettning om och när hushållen och företagen börjar spendera dem. Man gör de resor och ordnar de fester som blivit uppskjutna av pandemin när läget normaliseras.”*

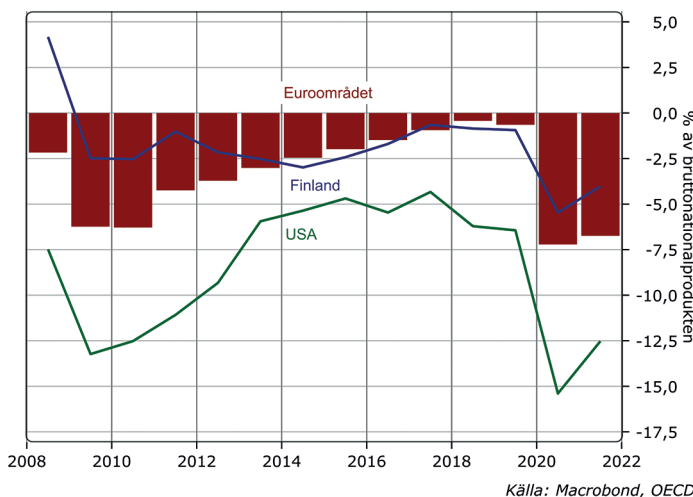
tivt snabbt. Den europeiska återhämtningsfonden som inrättades under pandemin kommer att finansiera offentliga investeringsprojekt i flera år framåt.

Budgetunderskotten i både Finland och euroområdet som helhet har dock hållits mycket mindre än i USA. Därmed har de inte skapat en lika stor inflationsrisk.

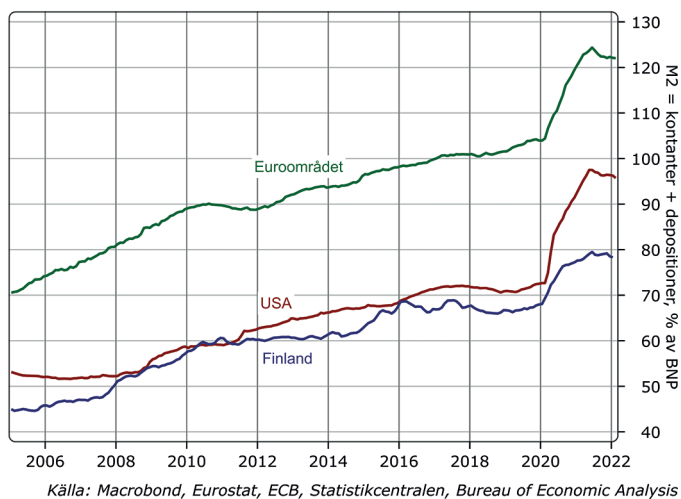
En bidragande faktor till överhettningen av den amerikanska ekonomin var att hushållen och företagen hade samlat på sig stora besparingar i början av pandemin. Hushållen konsumerade mindre och ökade sitt sparande, då de inte kunde resa och gå på restaurang som tidigare. Den osäkerhet pandemin skapade gjorde att både företag och hushåll blev försiktigare med att investera.

Ökningen i sparande var förklaringen till att stimulansåtgärderna år 2020 inte ledde till en omedelbar ökning i inflationen. Så länge pengarna som pumpades in i ekonomin i stor utsträckning inte konsumerades skapades inget inflationstryck.

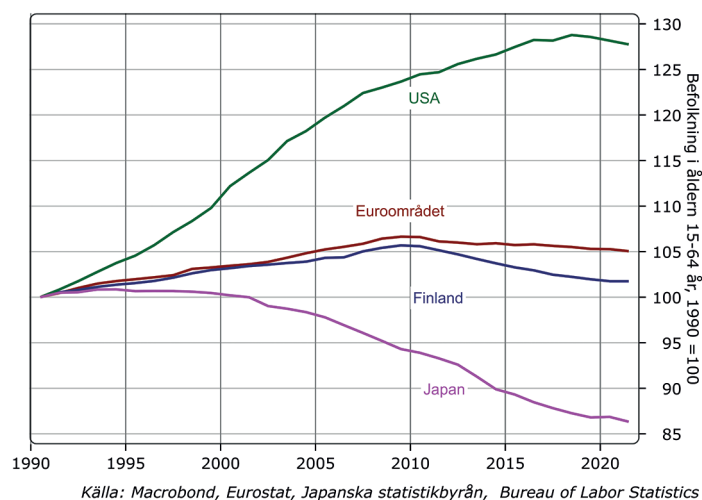
De ackumulerade besparingarna utgör dock en potentiell risk för överhettning om och när hushållen och företagen börjar spendera dem. Man gör de resor och ordnar de fester som blivit uppskjutna av pandemin när läget normaliseras. I viss mån har detta skett, men mängden pengar som hushållen och



Figur 8: Offentliga sektorns nettolånggivning (= nettolåntagning).



Figur 9: Företagens och hushållens sammanlagda kontanta tillgångar, M2.



Figur 10: Befolkning i arbetsför ålder.

företagen har på sina konton är fortsättningsvis exceptionellt stor.

### Har vi sett en strukturell förändring?

De två mest betydande faktorer som lett till högre inflation – den skarpa ökningen i energipri-serna och president Bidens stimulanspaket – är till sin natur tillfälliga. Ekonomerna **Charles Goodhart** och **Manoj Pradhan** förutsåg dock redan 2020 i en uppmärksammat bok, att de demografiska trender som hållit inflationen och räntorna låga de senaste decennierna håller på

att vända. Den acceleration av inflationen vi sett under de senaste åren får boken att se alltmer profetisk ut.

Goodhart och Pradhan förklarar de låga räntorna och den låga inflationen med att det funnits ett överskott av arbetskraft i världen. Överskottet beror dels på globaliseringen som framför allt ställt den kinesiska arbetskraften till förfogande för att producera produkter för de västerländska ekonomierna. Även i de industrialiserade länderna har andelen av befolkningen i arbetsför ålder ökat sedan 1970-talet, då nativiteten sjunkit och antalet barn minskat.

Författarnas grundargument är att alla människor efterfrågar tjänster och varor, men endast de i arbetsför ålder producerar dessa. Då antalet producenter har ökat i förhållande till konsumenterna har utbudet av varor och tjänster ökat i förhållande till efterfrågan. Det har hållit inflationen i styr och tvingat centralbankerna att sänka räntorna för att stimulera efterfrågan och hålla ekonomin i rullning.

Enligt skribenterna håller dessa trender nu på att vända. Andelen av befolkningen som är i arbetsför ålder har börjat sjunka då de stora årskullarna gått i pension. Globaliseringen tillför inte längre nya arbetare. Kineserna åldras också snabbt som en följd av ett barns politik.

Vi kommer därför att stå inför en stigande arbetskraftsbrist under de kommande åren, vilket leder till snabbare lönestegringar och högre inflation. Centralbankerna får press på sig att höja räntorna. Högre räntor leder dock till problem för skuldsatta stater, vars statsfinanser re-

dan belastas av en åldrande befolkning. Därmed sviktar det politiska stödet för centralbankernas inflationsmål och dessa kommer därför vara tvungna att låta inflationen accelerera.

Goodharts och Pradhans vision är i sig logisk och plausibel. Prognosen om en snabbt åldrande befolkning kan knappast någon tvivla på.

Trendvändningen i andelen av befolkningen i arbetsför ålder inträffade dock redan för ett årtionde sen. De stora årskullarna som föddes efter kriget började fylla 65 år 2010. Det väcker frågan om varför vi inte sett ett ökande inflationstryck och tryck på högre räntor förrän nu?

Goodharts och Pradhans hypotes styrks inte heller av att andelen av befolkningen i arbetsför ålder började sjunka först i Japan, redan på 1990-talet. Trots det har vi inte sett en acceleration av inflationen eller stigande räntor där. Tvärtom var Japan det första landet, där centralbanken var tvungen att kämpa mot deflation och trycka räntorna till noll.

### Åldrande befolkning dämpar efterfrågan

Sambandet mellan en åldrande befolkning och inflationen verkar således inte vara den som Goodhart och Pradhan framför. Det finns också många skäl varför en åldrande befolkning tvärtom kan dämpa efterfrågan i ekonomin och pressa räntorna och inflationen neråt.

En sjunkande mängd människor i arbetsför ålder bromsar ofrånkomligen upp den ekonomiska tillväxten. Det innebär mindre tryck för företagen att investera i ökad kapacitet. Lägre befolkningstillväxt innebär att behovet att bygga nya bostäder sjunker, då de unga allt oftare kan flytta in i bostäder som frigörs efter de stora årskullarna.

En bidragande faktor till att den åldrande befolkningen inte har skapat en överskottsefterfrågan är att pensionärerna till en mycket liten del behövt finansiera sin konsumtion genom att konsumera sina besparingar. Största delen av deras konsumtion och vård finansieras via offentliga utgifter. I de flesta länderna finansieras pensionerna bara till en liten del av fonderade pensionsmedel.

Så länge de offentliga underskotten hålls i schack innebär de att kostnaden för pensionä-

*“En bidragande faktor till att den åldrande befolkningen inte har skapat en överskottsefterfrågan är att pensionärerna till en mycket liten del behövt finansiera sin konsumtion genom att konsumera sina besparingar. Största delen av deras konsumtion och vård finansieras via offentliga utgifter.”*

ernas vård och konsumtion måste samlas in via skatter och avgifter från den nu arbetsföra befolkningen. Detta minskar i motsvarande grad på deras konsumtionsmöjligheter och dämpar efterfrågan på varor och tjänster.

Den centrala frågan blir då i vilken mån det finns en politisk vilja att sträva efter att balansera de offentliga finanserna. I Europa har denna politiska vilja hittills funnits. De offentliga underskotten i euroområdet pressades ner efter finanskriserna till nära noll, innan pandemin på nytt spräckte budgeterna.

I USA har den politiska viljan att balansera budgeten däremot blivit allt svagare, med Bidens stimulanspaket som det senaste exemplet på viligheten att spendera lånade pengar.

Hur inställningen till skötseln av statsfinanserna utvecklas är således avgörande för om tiden med låga räntor och låg inflation verkligen är förbi – eller om uppgången i inflationen bara blir tillfällig.