

# En inflationsvåg efter krisen är osannolik – men kan inte uteslutas

Dagens Nyheter den 31 maj 2021

Det senaste halvåret har ekonomer börjat diskutera riskerna för en inflationsvåg efter coronakrisen. Även på finansmarknaderna finns en oro för detta. Farhågorna är främst knutna till den amerikanska ekonomin och de kraftiga stimulansåtgärderna där.

Enligt vedertagen teori bestäms inflationen i ett land av resursutnyttjandet och förväntningarna om framtida inflation. Vid givna förväntningar stiger inflationen om resursutnyttjandet ökar. Det senare brukar mätas av bnp-gapet. Det definieras som skillnaden mellan faktisk bnp och potentiell bnp, det vill säga produktionen i en normalkonjunktur.

I dag är bnp-gapet i USA – liksom i andra länder – negativt. Det amerikanska gapet är kanske minus 3–4 procent av potentiell bnp. De beslutade finanspolitiska stimulansåtgärderna är cirka 13 procent av bnp, alltså tre till fyra gånger större än produktionsgapet. Därför går detta troligen under året från att vara negativt till att bli kraftigt positivt. En sådan ökning av resursutnyttjandet kan väntas leda till mer inflation.

Men en vanlig bedömning är att det högre resursutnyttjandet i sig bara kommer att innebära en begränsad uppgång av inflationen, med högst någon procentenhet. Det senaste decenniets erfarenheter talar nämligen för att prisstegringarna blivit mindre känsliga för konjunktursvängningar än tidigare.

I stället handlar farhågorna främst om att inflationsförväntningarna ska stiga. Oron grundas i hög grad på erfarenheterna från 1960- och 1970-talens inflation. Under 1960-talet ökade inflationen successivt i USA. Det berodde på en lång period av högt resursutnyttjande. Den hängde samman med en expansiv finanspolitik på grund av stora utgifter för Vietnamkriget och det inhemska ”kriget mot fattigdomen”.

Det var först mot slutet av decenniet som inflationen sköt fart, när förväntningarna om den började öka. Vid ett givet resursutnyttjande ansåg sig alla kunna höja priser och löner mer än tidigare därför att man förväntade sig att andra skulle göra detsamma.

Under det då rådande valutasystemet med fasta växelkurser spreds inflationen från USA till andra länder. Den spädades på ytterligare av de utbudsstörningar som drabbade världsekonomin under 1970-talet: oljeprisstegringar och lägre produktivitetssökningar. För att få ner inflationen igen blev det nödvändigt med en mycket restriktiv penningpolitik som under 1980-talet drev upp arbetslösheten i många länder. Det hände också i Sverige men med fördröjning: 1990-talskrisen var delvis en konsekvens av att penning- och valutapolitiken lades om i syfte att bekämpa inflationen.

Hur stor är risken för en inflationsvåg efter coronakrisen? Den vanligaste bedömningen är att en eventuell inflationsuppgång i USA blir begränsad därför att de långsiktiga inflationsförväntningarna är trögrörliga: de har inte varierat särskilt mycket under de senaste decennierna. Inflationen kan förstås

spädas på av flaskhalsar när produktionen expanderar igen och av att det tar tid att flytta arbetskraft från krympande till växande verksamheter. Men sådana effekter kan antas vara tillfälliga.

Samtidigt går det inte att utesluta en större och mer permanent ökning av inflationen. Det skulle kunna inträffa om de stora stimulanspaketen speglar en grundläggande förändring av finanspolitiken. Om den blir generellt mer expansiv än tidigare med fortsatt stora budgetunderskott, krävs en mycket stram penningpolitik för att hålla tillbaka inflationen. Men centralbanken, Federal Reserve, kan få svårt att föra en sådan politik eftersom högre räntor kommer att öka den stora statsskulden ytterligare och dessutom slå hårt mot högbelånade företag. Tvivel på centralbankens förmåga att hålla nere inflationen kan få inflationsförväntningarna, och därmed också inflationen, att skjuta upp.

Dagens rörliga växelkurser innebär emellertid mindre risker än under 1970-talet för att eventuell inflation i USA ska sprida sig till Europa. Här är också resursutnyttjandet lägre och finanspolitiken mindre expansiv. Det finns dock andra faror. Europeiska centralbankens, ECB:s, stora köp av värdepapper har ökat likviditeten i banksystemet, vilket i en konjunkturuppgång skulle kunna utgöra en bas för en kraftig kreditexpansion. ECB kan vara motvilligt att i tillräcklig grad motverka en sådan utveckling därför att det skulle driva upp räntorna för både företag och stater med stora skulder.

Det mest sannolika är att det efter pandemin bara blir en mindre uppgång av inflationen i USA och att det inte utlöser någon internationell inflationsvåg. Men vi befinner oss på okänd mark. Det finns inte tidigare erfarenheter av så stora finanspolitiska stimulanser och centralbanksköp av värdepapper som nu. Utvecklingen kommer att bero på hur regeringar och centralbanker agerar. Och det beror i sin tur på hur väljarna reagerar. Därför är prognoserna ännu mer osäkra än normalt. Fast det är de förstås alltid.

**Lars Calmfors**