

FÖRDJUPNING

Den ekonomiska politiken i USA på 1930-talet och nu

Den pågående lågkonjunkturen i USA är djup, om än inte alls lika djup som på 1930-talet. Likheterna med depressionen på 1930-talet är ändå många med bland annat en kollaps på finansmarknaderna, en kraftig nedgång i världshandeln och en hög skuldsättningsgrad hos hushållen. Återhämtningen 1933 började när guldmyntfoten övergavs. Detta innebar att dollarn försvagades och penningmängden ökade. En ny recession inleddes 1937 efter att den ekonomiska politiken stramats åt. Även återhämtningen som inleddes andra halvåret 2009 är till stor del en följd av en mycket expansiv ekonomisk politik. I likhet med 1936–1937 kommer den ekonomiska politiken, i synnerhet finanspolitiken, att behöva läggas om i en åtstramande riktning. Om politiken stramas åt för snabbt och för mycket finns en risk för en upprepning av utvecklingen 1937.

Den ekonomiska nedgången i USA efter konjunkturtoppen i slutet av 2007 är den djupaste sedan depressionen på 1930-talet. Det finns många likheter mellan dessa kriser, framför allt kollapsen på finansmarknaderna och den kraftiga nedgången i världshandeln. Nedgången är dock lindrigare den här gången. Fallet i amerikansk industriproduktion är nu ungefär en tredjedel så stort som då (se diagram 59).¹⁴ Dessutom har den amerikanska ekonomin undvikit deflation den här gången (se diagram 60). Ett viktigt skäl till att krisen i USA är lindrigare efter den här finanskrisen är att den ekonomiska politiken har lagts om i en expansiv riktning betydligt tidigare och mer kraftfullt än då.

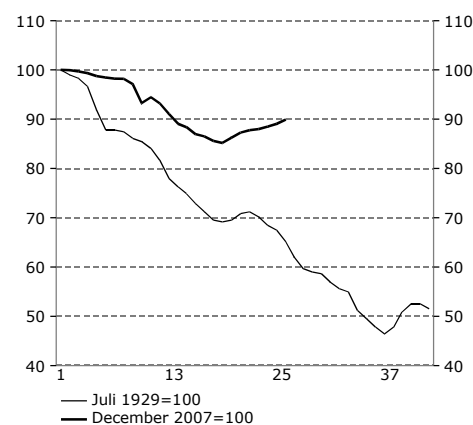
DEPRESSIONEN 1929–1933

Den amerikanska centralbanken (Fed) började strama åt penningpolitiken 1928, bland annat för att minska spekulatörerna på aktiemarknaden (se diagram 61). Detta bidrog till att BNP började falla i mitten av 1929 och att aktiemarknaderna kraschade i oktober 1929. Efter börskraschen vände konjunkturen brant nedåt 1930 och BNP föll dramatiskt. I detta läge drabbades den amerikanska ekonomin av den första av ett antal bankpaniker under åren 1930–1933. Många sparare tappade förtroendet för bankernas stabilitet och tog ut sina besparingar. Paniken ledde till att många av de amerikanska bankerna gick omkull. På grund

¹⁴ BNP föll med knappt 4 procent mellan toppen det tredje kvartalet 2007 och botten det andra kvartalet 2009 medan BNP föll mer än 30 procent mellan topp och botten 1929–1933. Arbetslösheten har stigit till ca 10 procent under den senaste konjunkturedgången medan den steg till ungefär 25 procent på 1930-talet.

Diagram 59 Jämförelse av industriproduktion

Index, månadsvärden

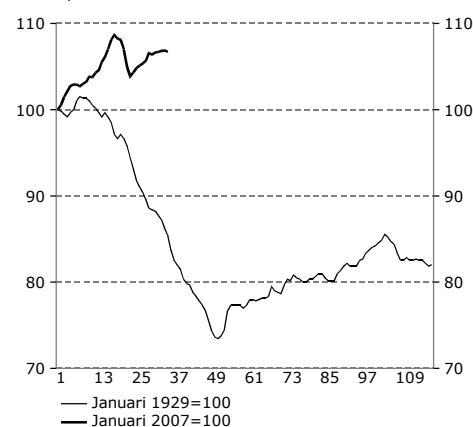


Anm. X-axeln avser månader, där månad 1 är den månad då index=100.

Källa: Federal Reserve.

Diagram 60 Jämförelse av KPI

Index, månadsvärden



Anm. X-axeln avser månader, där månad 1 är den månad då index=100.

Källa: U.S. Bureau of Labor Statistics.

Diagram 61 Amerikanskt diskonto, 1928–1938

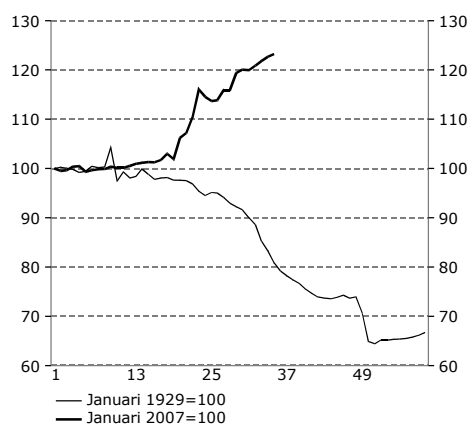
Procent



Källor: NBER och Federal Reserve.

Diagram 62 Jämförelse av penningmängdens utveckling

Index, månadsvärden



Anm. X-axeln avser månader, där månad 1 är den månad då index=100.

Källor: Federal Reserve och NBER.

Diagram 63 Arbetslöshet, 1930–1941

Procent av arbetskraften, månadsvärden



Källa: NBER.

av minskad kreditgivning och kraftigt ökad pessimism minskade efterfrågan på varor och tjänster ytterligare.

Responsten från Fed var mycket svag och man lånade till exempel inte ut pengar till banker med likviditetsproblem när sparare tog ut sina besparingar.¹⁵ Detta ledde till att penningmängden föll kraftigt (se diagram 62). Diskontot sänktes från 6 procent 1929 till 1,5 procent 1931 (se diagram 61), men eftersom priserna föll kraftigt var realräntan ändå hög. Vid den här tidpunkten var dollarn kopplad till guldet via den så kallade guldmyntfoten. Penningpolitiken inriktades därmed på att upprätthålla dollarns fasta värde mot guldet. Många ekonomer anser att den främsta anledningen till att Fed inte ökade likviditeten i ekonomin var att de ville bevara guldmyntfoten. Hösten 1931 övergav Storbritannien guldmyntfoten, vilket ledde till en spekulation om att USA skulle tvingas att göra detsamma. För att försvara dollarns värde gentemot guldet tvingades Fed strama åt penningpolitiken och höja diskontot (se diagram 61). Detta gjordes i ett läge när BNP föll kraftigt och arbetslösheten steg snabbt. Samtidigt fortsatte priserna att falla med omkring 10 procent på årsbasis vilket gjorde att realräntorna var mycket höga. Problemen fördjupades därmed ytterligare och den ekonomiska aktiviteten föll än mer dramatiskt. Arbetslösheten steg till ungefär 25 procent 1933 och konkurserna bland bankerna ökade kraftigt (se diagram 63).

ÅTERHÄMTNINGEN 1933–1937

Återhämtningen började våren 1933, bland annat som en följd av att guldmyntfoten övergavs.¹⁶ Detta innebar att dollarn försvagades och att penningmängden ökade igen.¹⁷ Vid samma tidpunkt började prisnivån åter att stiga. Trots att styrräntan inte kunde sänkas nämnvärt blev realräntan ändå betydligt lägre. Vidare stängde myndigheterna ner insolventa banker, vilket ökade förtroendet för finanssektorn. En insättningsgaranti skapades 1933 vilket ytterligare bidrog till att återskapa förtroendet på finansmarknaderna. Finanspolitiken användes inte nämnvärt under dessa år och bidrog endast i liten utsträckning till återhämtningen.¹⁸ BNP växte mycket snabbt 1934–1936 och arbetslösheten föll till ca 13 procent (se diagram 63). Samtidigt var de lediga resurserna i ekonomin fortfarande stora. Konjunkturåterhämtningen varade till 1937 då en ny recession inleddes.

¹⁵ Fed agerade alltså inte som så kallad lender of last resort.

¹⁶ Guldmyntfoten övergavs temporärt och när den återinfördes i början av 1934 fick dollarn ett betydligt lägre värde gentemot guldet.

¹⁷ Penningmängden ökade kraftigt till och med 1936 bland annat till följd av att stora inflöden av guld inte steriliserades.

¹⁸ Se till exempel Romer, C. "What ended the Great Recession?", The Journal of Economic History, vol 52, no 4 (dec 1992).

RECESSIONEN 1937–1938

Även recessionen 1937–1938 har av många ansetts orsakad av, eller åtminstone förstärkt av, den ekonomiska politiken. Finanspolitiken blev stramare och budgetunderskottet minskade 1937 med nästan 2,5 procent av BNP jämfört med 1936.¹⁹ Bankerna höll vid denna tidpunkt stora reserver utöver de lagstadgade reservkraven. Många menar att dessa reserver var en säkerhetsbuffert för att kunna möta eventuella upprepningar av bankpanikerna i början av 1930-talet. Fed började oroa sig för att reserverna skulle utgöra ett inflationshot. De ansåg också att stora reserver gjorde det svårt för dem att kontrollera penningpolitiken. Därför fördubblades bankernas reservkrav i flera steg under 1936 och 1937. Det visade sig dock att bankerna ville bibehålla sina säkerhetsbuffertar och de skar därför ner på utlåningen och sålde tillgångar. Detta ledde till en ny minskning av penningmängden (se diagram 64).²⁰ Enligt många ekonomer var denna åtstramning den viktigaste anledningen till att BNP föll med nästan 5 procent 1938 och att arbetslösheten steg till 20 procent (diagram 63). Recessionen slutade 1938 då den ekonomiska politiken åter lades om i en expansiv riktning. Bland annat sänktes reservkraven och man började föra en expansiv finanspolitik.

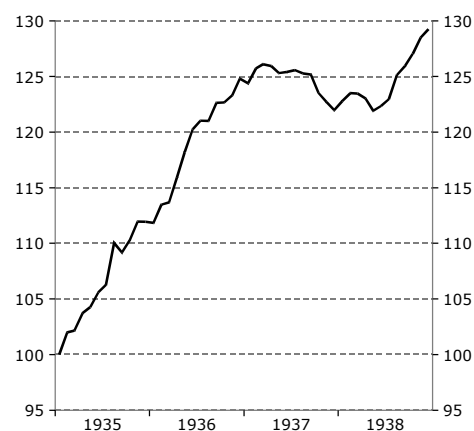
KRISEN 2007–2009

Den djupa konjunkturedgång som inleddes mot slutet av 2007 upphörde andra halvåret 2009. I likhet med uppgången 1933 berodde vändningen 2009 i stor utsträckning på expansiv ekonomisk politik. Fed sänkte snabbt styrräntan och i slutet av 2008 var den nära noll (se diagram 65). Även den finanspolitiska responsen var snabb och kraftfull. Ett stort finanspolitiskt stimulanspaket motsvarade ca 6 procent av BNP drevs igenom i början av 2009. Bland annat som en följd av paketet förväntas det federala budgetunderskottet uppgå till drygt 10 procent av BNP såväl 2009 som 2010.

Under finanskrisens inledningsfas inriktades de penningpolitiska åtgärderna (utöver räntesänkningarna) på att försörja banksystemet med kortsiktig likviditet.²¹ I och med Lehman Brothers konkurs i mitten av september 2008 fick många kreditinstitut i USA akuta likviditetsproblem när marknaderna för företagscerti-

Diagram 64 Penningmängden, utveckling 1935–1938

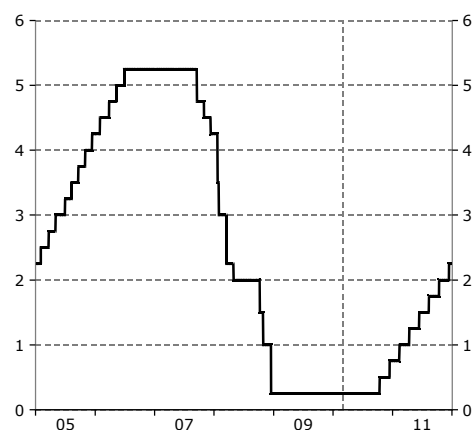
Index januari 1935=100, månadsvärden



Källa: NBER.

Diagram 65 Styrränta, 2005–2011

Procent, dagsvärden



Källor: Federal Reserve och Konjunkturinstitutet.

¹⁹ Se till exempel Romer, C. "What ended the Great Recession?", *The Journal of Economic History*, vol 52, no 4 (dec 1992).

²⁰ Förutom de höjda reservkraven började finansdepartementet i slutet av 1936 att sterilisera guldinflödet från utlandet (se Friedman, M. och A., Schwartz, *A monetary history of the United States, 1867–1960*, Princeton University Press (for the National Bureau of Economic Research), 1963).

²¹ Fed motverkade (steriliserade) under denna period effekterna på den monetära basen av dess likviditetsoperationer.

fikat slutade att fungera.²² Till skillnad från de första åren på 1930-talet ingrep Fed och valde att stödja dessa marknader genom direkt utlåning. Detta resulterade i en uppblåst balansräkning hos Fed. De penningpolitiska åtgärder med kvantitativa lättnader som sedan införts och som innebär att Fed har köpt statsobligationer och kreditinstrument säkerställda med bostadslån, har av vissa liknats vid den expansiva politiken efter att guldmyntfoten övergavs 1933.²³ Penningmängden har ökat under denna kris, till skillnad från krisen under 1930-talet då den minskade med ca 35 procent mellan 1929 och 1933 (se diagram 62). Dessutom höjdes insättningsgarantin kraftigt i början av krisen vilket bidrog till bankpaniker inte uppstod som 1930-1933.

LÄRDOMAR FRÅN 1937 NÄR DEN EKONOMISKA POLITIKEN SKA STRAMAS ÅT

Vissa ekonomer påpekar idag att en finanspolitisk åtstramning är nödvändig för att hejda den snabba offentliga skuldökningen.²⁴ En lärdom från utvecklingen 1937 är att det är viktigt att den privata sektorn är mogen att ta över rollen som tillväxtmotor när den expansiva ekonomiska politiken börjar stramas åt. Annars kan ekonomin drabbas av en ny cyklisk nedgång eller till och med, i likhet med händelseförloppet 1937–1938, fallande BNP. Konjunkturinstitutet bedömer att återhämtningen i den amerikanska ekonomin är så stark att en ny recession kan undvikas även om den ekonomiska politiken stramas åt. Men det finns en risk att återhämtningen tillfälligt bryts om exempelvis bristande trovärdighet för de offentliga finansernas hållbarhet tvingar fram en mycket kraftig åtstramning av finanspolitiken.

I mars genomförde Fed troligen de sista köpen av statligt garanterade bostadsobligationer under denna lågkonjunktur. Mot slutet av 2010, när ekonomin har återhämtat sig ytterligare och den lediga kapaciteten har minskat, förutses Fed börja höja styrrentan (se diagram 65). Finanspolitiken stramas åt 2011 och om ekonomin försvagas oväntat mycket av detta finns det anledning för Fed att förskjuta räntehöjningarna framåt i tiden.

²² Även på 1930-talet fick bankerna likviditetsproblem men då främst till följd av att insättarna tog ut sina sparpengar eftersom en insättningsgaranti saknades.

²³ Se Bordo, M. och H. James, "The Great Depression analogy", NBER Working Paper 15584, december 2009.

²⁴ Den federala skulden ökar till drygt 60 procent av BNP 2010, vilket är den högsta nivån sedan 1950-talet.