

Om det meningslösa och farliga med monetär heroism

Den decentraliserade verksamhet som upprätthåller samhällens dynamiska kraft gör monetära interventioner från toppen och ner, så som kvantitativa lättnader, som riktar in sig på sådana helheter som total inflation, meningslösa. Vidare kräver ekonomisk stabilitet och dynamisk kraft också en försiktig, decentraliserad utlåning till decentraliserade låntagare. Men ständiga monetära interventioner inriktade på aggregerade inflations- (eller sysselsättnings-)mål medför en oförsiktig kreditutvidgning, som äventyrar stabilitet och dynamism.

Många anser att det är den exceptionella monetära stimulansen (inklusive dess effekt på växelkursen) som möjliggjort Sveriges relativt snabba och ihållande återhämtning från 2008 års finanskris. Riksbanken har varit ovanligt djärv, speciellt i jämförelse med Europeiska Centralbanken (ECB), när det gäller att sätta negativa räntor och genomföra ”kvantitativa lättnader” i form av köp av statsobligationer – djärva interventioner som underlättats av redan existerande lagar. Den lag som gjorde Riksbanken oberoende inkluderade ett mandat om ”prisstabilitet” – utan att ange något specifikt inflationsmål. Denna handlingsfrihet har gjort det möjligt att ha en tvåprocentig inflationstakt som mål – trots att en tvåprocentig inflation innebär stadigt stigande, ickestabila priser – och att använda möjligheten till en inflation som är lägre än 2 procent för att rättfärdiga negativa räntor och storskaliga obligationsinköp.

Denna artikel ger en skeptisk syn på interventionerna och, i förlängningen, på det lagstiftade mandat som möjliggör dem. I denna redogörelse uppstår dynamiken i en ekonomi ”som helhet” från decentraliserade och löst relaterade verksamheter av idiosynkratiska individer och företag. Och, som jag hävdar i avsnitt 1–3, så begränsar decentralisering kraftigt penningpolitikens effektivitet från toppen och ner, när den är inriktad mot att uppnå aggregerade mål (så som den totala inflationstakten).

De återstående avsnitten i artikeln handlar om risken med monetära interventioner från toppen och ner. Även här spelar decentraliserade verksamheter en avgörande roll för mitt argument. Å ena sidan så möjliggör standardiserade pengar decentralisering genom att underlätta utbyte mellan olika köpare och säljare, så som vi kommer att se i avsnitt 4. Som vi kommer att se i avsnitt 5 så ger centralt producerade ”baspengar” den standardisering som krävs.

Å andra sidan skulle en helt centraliserad produktion och distribution av pengar stå i konflikt med decentraliserad verksamhet. Och det råkar

AMAR BHIDÉ

är Thomas Schmidheiny Professor på Fletcher School of Law and Diplomacy vid Tufts University. Hans forskning innefattar finansiell ekonomi, innovation och, nu senast, praktisk kunskapsteori. amar@bhide.net

Denna artikel kombinerar och utvidgar idéer från flera tidigare artiklar (varav en med Edmund Phelps) om de begränsningar som monetära interventioner innebär. Trots att de inte citeras i huvudtexten inkluderas de bland referenserna (Bhidé 2011, 2012, 2013a, 2013b, 2016; Bhidé och Phelps 2013). Den historiska analysen är i stor utsträckning baserad på Desans (2014) bok och har dragit stor nytta av diskussionerna vid professor Desans seminarium på Harvard Law School. Jag är även tacksam för förslag och kommentarer från Niclas Berggren (redaktör), Srikanth Datar, Daniel Popko, Tunku Varadarajan, Larry Weiss, Pehr Wissén och Karl Wennberg. Översatt från engelska av Christina Lönnblad.

också vara så att de monetära strukturer som utvecklats under de senaste århundradena (så som beskrivs i avsnitt 6 och 7) är delvis centraliserade: De är beroende av vinstdrivande banker som producerar och distribuerar en avsevärd andel av de pengar som cirkuleras, som är förankrade i den centralt producerade basen, genom decentraliserad utlåning till decentraliserade låntagare. Men, som vi kommer att se i avsnitt 8 och 9, en bibehållen monetär stimulans äventyrar de delvis centraliserade strukturerna.¹

1. Tveksam effektivitet

Bevisen för att penningpolitiska interventioner är effektiva för att återuppliva eller höja ökningstakten i den ekonomiska aktiviteten övertygar inte, utom för dem som har knutit sig till motsatt uppfattning. De data som talar för att monetär (eller andra slag av makro-)aktivism fungerar ligger långt under vad som skulle vara acceptabelt för att godkänna ett nytt läkemedel eller anta en ny design för ett flygplan eller en bro. Påståenden från centralbankirer, mest anmärkningsvärt tidigare ordföranden för US Federal Reserve Ben Bernankes ståndpunkt att utan Feds bibehållna monetära stimulans, som saknar tidigare motstycke, efter krisen 2008 så skulle samhället ha fallit in i en lång, djup recession, ger en klatsch av vad Hayek (1974) omtalat kallat falskt sken av kunskap. Ingen kan känna till det kontrafaktiska händelseförloppet; Bernankes framställning av vad som skulle ha hänt i avsaknad av kvantitativa lättnader härrör antagligen från den typ av modell som helt misslyckades med att förutspå en kris.²

Utsikterna för mer pålitliga modeller för att vägleda effektiv penninghantering är dåliga. Kontrollerade experiment är omöjliga, och de data som krävs för pålitlig statistisk inferens existerar inte. Recessioner är sällsynta, så antalet observationer av händelser när interventioner anses vara mest berättigade är litet. Vidare så fortsätter teknologiskt progressiv kapitalism att ändra samhällsstrukturen och ger varje lågkonjunktur en unik karaktär. De institutionella sammanhangen ändras också när nya regler och föreskrifter antas. Därmed är ”tidigare prestation ingen garanti för framtida resultat”, som standardvarningen på Wall Street lyder och som Goodharts (1975) lag indikerar. Om vi på något sätt kunde fastställa att intervention

¹ Den historiska analysen i avsnitt 5–8 återspeglar en ansträngning att framföra några icke-intuitiva särdrag i mina argument. Mest anmärkningsvärt är att min karakterisering av den moderna penningproduktionen som delvis centraliserad inte kommer att ge naturlig genklang hos dem som är benägna att uteslutande betrakta banker som mellanhänder snarare än som medproducenter av betalningsmedel. På samma sätt så slätar modern penningpolitik över centralbankernas övervakande roll (och de därmed förknippade regelverken) för att motverka den naturliga bräckligheten i så kallad *fractional banking*. Likaväl kan andra anse *fractional banking* vara ett umbärligt ont. Jag hoppas att de historiska avsnitten utgör en motvikt mot dessa tendenser.

² Phelps (2016) minns att Ben Bernanke och MIT-ekonomen Olivier Blanchard ”på en konferens 2005 i Boston stoltserade över att penningpolitik blivit en vetenskap: När penningpolitiken behöver stramas åt eller mjukas upp kommer experterna att veta detta och agera”. På samma sätt framförde Bernanke 2007 lugnt i en inlägg att ”det verkar sannolikt att effekten ... av problemen på marknaden för mer riskabla obligationer och andra räntebärande tillgångar är under kontroll” (Federal Reserve 2007).

”x” genererade effekt ”y” i den senaste lågkonjunkturen, borde vi *inte* förvänta oss att den skapar samma resultat nästa gång.³

Lika viktigt är att det är svårt att föreställa sig hur monetära interventioner som oundvikligen är av typen ”en storlek passar alla” kan vara effektiva i ekonomier där en mängd företag och individer reagerar på enskilda händelser. På avstånd verkar ekonomin ganska stabil och ökar eller minskar sällan med mer än några procent per år. När den procentandel av befolkningen som är anställd minskar från 95 till 90 procent säger vi att arbetslösheten har nått ödesdigra proportioner.

En närmare anblick avslöjar emellertid stor turbulens som rörts upp av en mängd innovatörer. Medan det totala antalet konkurser ökar vid konjunkturnedgångar, ökar företag vars innovationer skapar intresse sin arbetskraft och produktion mångfaldigt även i djupa lågkonjunkturer. Under Den stora depressionen bildades exempelvis köer såväl utanför biografen som soppkök. När vissa anställda tvingas acceptera lönesänkningar begär andra ökning eller byter till mer välbetalda jobb. De allmänna villkoren, räntorna eller konsumenternas allmänna sinnesstämning kan ha betydelse, men ofta inte i någon större omfattning och nästan aldrig i samma utsträckning för alla.

Monetära interventioner utgör en tveksam satsning då de, i bästa fall, enbart ändrar de allmänna villkoren. En allmän räntesänkning leder sannolikt i lika hög grad till att växande sektorer får ökad stimulans som till att nedåtgående sektorer får det. Kvantitativa lättnader kan eventuellt hjälpa några stora multinationella företag att utfärda obligationer till räntor nära noll, men småföretag kan fortfarande ha brist på lån om banken inte har den erforderliga personalen för att värdera låneansökningar.

2. Vaga mål

Utöver att innefatta välkända statistiska mätproblem (sammanfattade i Boskin 2008) undergräver obönhörlig innovation nyttan med att ha aggregerade mått, så som den allmänna inflationstakten, som mål. Nya produkter som tillfredsställer nya önskemål gör det helt omöjligt att jämföra priserna på identiska konsumtionskorgar över tiden. Innovationer rör t o m till prisjämförelser på varor och tjänster som tillfredsställer existerande önskemål. Ta fallet med Craig Zucker, som 2008 började sälja staden New Yorks kranvatten under namnet Tap’d NY, till priset av 1,50 USD för en 59 cl flaska.⁴ Det höga priset betydde inte att priset på vatten hade ökat eftersom konsumenterna inte ansåg att kranvatten (tillgängligt för ca 1 cent glaset) och Tap’d NY vatten var identiska.

Företagens ansträngningar att differentiera och förbättra sina erbjudanden och konsumenternas iver att gynna det nya är emellertid rutin.

³ Så som Frank Knight (1921, del III, kap VIII, paragraf 8) uttryckte det: ”I botten av osäkerhetsproblemet inom nationalekonomi ligger den ekonomiska processens framåtblickande karaktär”.

⁴ Se Tap’d NY (2017) eller *Los Angeles Times* (2009).

Vid vissa tillfällen erbjuder nya produkter mätbara förbättringar (så som mikroprocessorers klockhastighet), vilket möjliggör prisjämförelser genom så kallade hedoniska justeringar. Men dessa är undantag. Löpande och omätbara förändringar har blivit regel, speciellt när det gäller tjänster. Vi kan studera restaurangmenyer och boka bord på nätet och undvika köer på flygplatsen genom att checka in hemma. Men att få mer för våra pengar räknas inte, och kan inte räknas, som en prissänkning eller som en faktisk ökning av tjänsteproduktionen, som nu omfattar två tredjedelar av den ekonomiska aktiviteten eller mer.⁵

Jag har inte för avsikt att föreslå att centralbankerna ska bortse från den allmänna inflationstakten. Tvåsiffriga hopp eller fall kan inte avfärdas som resultatet av felräkning eller brus. Snarare tyder mitt argument på att det är obefogat att uppmärksamma små förändringar. För att använda en medicinsk analogi: Kroppstemperaturer varierar normalt med ett par grader per dag och kloka läkare behandlar inte patienter för feber eller hypotermi på grund av att termometern visar en liten avvikelse från den normala nivån. På samma sätt finns det ingen större anledning att skruva på penningkranarna när prisindex faller med en eller två procentenheter.

3. Växelkurseffekter

Förespråkare av monetära interventioner anser att länder i den södra utkanterna av Europa, så som Grekland och Spanien, ännu inte har återhämtat sig från krisen 2008 eftersom de har gett upp kontrollen över penningpolitiken – och i förlängningen inflytandet över växelkurser – till ECB. I detta perspektiv har hård internationell konkurrens pressat ner priserna för grekiska och spanska exportörer medan stela priser på arbetsmarknaden har hållit lönerna uppe. Kraftiga räntesänkningar skulle motverka kapitalinflöden och därmed minska den lokala valutans värde. Och valutadevalveringar är liktydiga med prissänkningar som skulle göra det möjligt för kroniskt icke konkurrenskraftiga exportörer från Grekland och Spanien att upprätthålla eller t o m utvidga sin internationella marknadsandel. Devalveringar skulle också öka importpriserna och ge lokala företag en fördel på sina hemmamarknader. Ytterst, ur detta perspektiv, gör devalveringar företag som brottas med svårigheter livskraftiga då de kan sänka priserna gentemot sina internationella konkurrenter utan att explicit behöva sänka den lön de betalar sina anställda.

⁵ Försvarare av aggregerade indikatorer pekar på att det alltid har funnits en felräkning i värdet av innovationer. Gordon (2014, s 2) skriver exempelvis att ”mätt på faktisk BNP alltid har missat stora delar av konsumentöverskottet alltsedan den första industriella revolutionen för trehundra år sedan”. Denna ”enorma mängd” som missats skulle vara oviktig om den utgjorde en konstant andel av den ekonomiska aktiviteten över tid. Men det finns ingen anledning att förvänta sig att felräkningsfelet skulle förbli desamma hela tiden samtidigt som den underliggande organisationen av producerande företag, finansiering, arbetsmarknadsorganisationer, konsumentsmak etc, genom vilka nya och förbättrade varor och tjänster uppstår, hela tiden förbättras. Och felräkningar kan leda till orimliga karakteriseringar av ekonomiska utfall (så som produktivitetsförändringar), vilket jag tidigare hävdade (Bhidé 2015, s 158–159).

Men det finns en hake. Devalveringens magi fungerar i den utsträckning som den inte genererar efterfrågan på löneökningar, trots att en sjunkande valuta ökar importpriset och minskar köpkraften för arbetarnas arbetsinkomster. Enskilda anställda kan vara känsliga för en penningillusion och enbart bekymra sig om sina nominella löner, men det är inte enskilda anställdas krav som gör arbetsmarknader överdrivet stelbenta – det sker genom fackföreningar och andra liknande institutionaliserade aktörer. Det är osannolikt att fackföreningar som inte vill förhandla om lönesänkningar med arbetsgivare skulle tillåta devalveringar för att urholka reallönerna bakvägen. Löneavtal med fackföreningar innehåller i själva verket ofta inflationsskydd.

Vidare är devalvering (oavsett om den drivs av låga räntor eller genom en direkt intervention på valutamarknader) en trubbig intervention från toppen och ner, vars fördelar och kostnader sprider sig på oförutsedda och ofta oönskade sätt. Exempelvis kan devalveringarna öka vinsterna och lönerna i redan internationellt konkurrenskraftiga företag medan de i liten utsträckning bidrar till att hjälpa dem som kämpar med omoderna produkter eller infekterade arbetsrelationer. Vidare är även i små öppna ekonomier hälften av den ekonomiska produktionen, speciellt när det gäller tjänster, vanligtvis inte något som man kan handla med internationellt – i Sverige är andelen ca 60 procent. Men även affärsverksamheter som är skyddade från internationell konkurrens kan utsättas för intensiv lokal konkurrens – små affärer kan exempelvis kämpa mot stora detaljhandelskedjor. Och medan devalveringar kanske inte ens har en temporär positiv effekt för kämpande lokala företag, så kan de urholka köpkraften hos ägare och anställda i sådana affärsverksamheter.⁶

De frågor som rests ovan vad gäller effektiviteten i centraliserade monetära interventioner utgör inte i sig en risk för betydande skada. Tvivelaktiga behandlingar, så som att stänka heligt vatten, kan vara ofarliga. Eller så kan de göra mer skada än nytta, som i fallet med de radikala mastektomier som rutinemässigt utfördes på kvinnor med bröstcancer t o m 1975 eller de blödnings, kräkningar, bränningar och reningar som föreskrevs av framstående läkare på 1800-talet (Shorter 1996, s 124). Helbrägdagörare förorsakade mindre skada än denna sk heroiska läkekonst. För att förstå vilken skada heroiska monetära interventioner kan förorsaka, är det till hjälp att granska de grundläggande fördelar som pengar ger och de problem som uppkommer när man tar del av pengars fördelar.

⁶ Så kallade ”heta” pengars entré på eller utträde från marknaden kan tvinga de monetära myndigheterna till motverkande handlingar, speciellt i små länder med oberoende valutor. Önskade kapitalflöden har skapat en obevlig kapitalflödesohudvärk för exempelvis Schweiz. I stora, olikartade valutaområden, så som euroområdet, kommer färre affärsverksamheter att utsättas för växelkursförändringar mot externa valutor; vidare så kan en större storlek och intern mångfald också förväntas dämpa effekterna av inflödet av ”heta” pengar (eller sektorschocker, så som upptäckten av Nordsjöoljan, som fick pundet att skjuta i höjden och gjorde det svårt för brittiska producenter). I vilket fall, även om det kan vara i det närmaste omöjligt att undvika att penningpolitiken används som ett försvar mot en oönskad kraftig höjning av valutan, är monetära lättnader som leder till att andra får det sämre ett diskretionärt val.

4. Fördelar och problem

Grundläggande nationalekonomiska läroböcker säger att pengar utgör en värdeenhets eller numerär. Precis som ingenjörer använder ett kilo för att specificera den vikt bärande kapaciteten hos en bro oavsett det antal bilar den måste bära, ger kronan, dollarn eller euron en standardiserad specifikation för prisuppgifter, fakturor, skuldåtaganden, värderingar på tillgångar m m som går utöver specifika köpare, säljare eller transaktioner. Denna standardisering utvidgar marknaderna (om man anger vetepriiset i pengar, snarare än i antal boskap, kommer det att attrahera fler köpare) och skapar en grund för att använda priser för att allokera varor.

Pengar fungerar också som ett betalningsmedel för saker och för att fullgöra tidigare förpliktelser. Alternativet att idka byteshandel kräver antingen, med Jevons berömda ord, en ”dubbel överensstämmelse av önskemål”, eller komplicerade kreditöverenskommelser mellan några betrodda personer som gemensamt tillfredsställer varandras behov. Den omfattande specialisering och spridning av produktionen som kännetecknar en modern ekonomi gör sådana alternativ till penningtransaktioner omöjliga. Ett betalningsmedel utgör också en buffert mot den osäkerhet som är det oundvikliga motstycket till ekonomisk dynamism. Den konstanta utvecklingen av nya erbjudanden och behov i en dynamisk ekonomi gör det omöjligt att förutspå vad vi kommer att vilja ha och när – eller vem som kommer att värdera det vi producerar högst när vi producerar det. Pengar gör det möjligt för oss att hålla våra möjligheter öppna.⁷

Att realisera de potentiella fördelarna med en gemensam monetär enhet och ett gemensamt betalningsmedel innebär praktiska problem. Precis som med standardiserade vikter eller standardiserad vokabulär så innebär pengar ”nätverksekonomier”: Fördelarna med en värdeenhets och ett betalningsmedel ökar med omfattningen och vidden av dess användning. I motsats till allmänna uppfattningar om behovet av ”konvergens” inom valutaområden, måste inte användare av samma monetära enhet ha samma inkomster eller produktionskapacitet eller befinna sig på närliggande platser. Precis som ingen är för lätt för att vägas i kilo så är ingen för fattig för att använda en stark valuta. Användandet av pengar vid utbyten underlättar arbetsfördelningen och långväga handel genom att överbrygga skillnader i omständigheter eller placering. Men svårigheterna att konvergera kring en viss monetär enhet ökar med omfattningen på dess avsedda användning, inklusive (av skäl som kommer att bli tydligare senare i denna artikel) skillnader i finanspolitik, äganderätter, kontraktering och finansiella regler. Lokal chauvinism och xenofobi kan förvärra dessa svårigheter.

⁷ De vanliga beskrivningarna (t ex Tobin 2008) tillskriver pengar ett tredje attribut: som en värdebevarare för att betala för saker eller tillfredsställa framtida åtaganden. För mig verkar kännetecknet för ett mer eller mindre stabilt värde helt enkelt vara ett nödvändigt villkor för pengars utbytesfunktion: Säljare skulle inte acceptera betalning med ett betalningsmedel som förlorar i värde. På motsatt sätt skulle en ”deflatorisk” förväntan vad gäller ökande värde motverka köp med detta betalningsmedel.

Användningen av ett betalningsmedel kräver även att tillräcklig tillgång på detta ombesörjs – bristande tillgång har, gång på gång, visat sig ha en försvagande effekt. Men till skillnad från vikter eller ord så måste pengar i viss utsträckning vara knappa och rivaliserande. Om alla kunde få pengar fritt, så skulle säljare inte acceptera dem som betalning för dyrbara varor. Och olika individer har olika intressen. Borgenärer kommer att vilja ha starkare begränsningar för penningproduktionen än gäldenärer. Uppfattningar om regional favorisering, i samverkan med xenofobi eller lokal stolthet, kan förstärka det politiska problemet med att fastställa en konsensus om den optimala tillgången på pengar.

Ett betalningsmedel med optimal knapphet kräver en mekanism för att distribueras på ett effektivt sätt. Det kan inte helt enkelt strös över ett område, som med helikopter, i förhoppning om att det kommer att falla i rätta händer. Men den vanliga ”marknadslösning” som används för att placera resurser i den användning där de värderas högst kan inte användas för att sprida pengar: Betalningsmedlet kan inte i sig självt säljas för pengar. Vidare så fluktuerar dess nytta för varje enskild användare. Men att fördela till högstbjudande innebär en risk att man placerar detta hos dem som har överskattat sin återbetalningskapacitet mest.

5. Prägla pengar

Historiska studier – Christine Desans (2014) bok ger ett viktigt nyligt exempel från vilket jag har sammanfattat mycket av materialet nedan – ger staten en central roll när det gäller att ”skapa pengar”. De ifrågasätter föreställningen om att efterfrågan på ett betalningsmedel på något sätt spontant framkallade (så som är fallet med språk) mekanismer för dess tillgång. Den statscentriska redogörelsen visar att pengar som används i stor utsträckning, om man går tillbaka allra minst till mynten på Romartiden, i princip uteslutande har skapats genom *fiat*. När ”rikets mynt” tillverkades av guld och silver (”myntmetall”) så fungerade inte metallerna i sig som ett betalningsmedel man till man. De behövde utformas och präglas vid ett godkänt myntverk. Till och med vikingarna som plundrade Brittiska öarna krävde skatt i präglade engelska mynt, inte i guld- eller silvertackor.⁸

Statens befogenhet när det gäller att påföra skatter och skipa rättvisa innebär unika fördelar för statligt utgivna pengar. Kungar och domstolar kunde påbjuda att skatter och böter skulle betalas i präglade mynt och inte i guld. Och att uteslutande använda statens pengar för alla skatteförpliktelser och betalningar efter fastställelse i domstol främjade att de accepterades som betalning för privata transaktioner. Säljare accepterade villigt mynt som de visste att vem som helst kunde lämna vidare till skatteindrivaren

⁸ På samma sätt är i dag de svarta pengar som cirkulerar i den undre världen beroende av statens tryckningstillstånd – den nyliga demoniseringen i Indien utradade t ex värdet på alla sedlar med en hög valör, svarta såväl som vita. Och när folk inte litat på den lokala valutan så föredrar de papperspengar som producerats av någon annan regering (så som USD i Ryssland) och inte ett privat utställt cirkulerande betalningsmedel.

eller domstolen. Och staten kunde utdöma stränga straff till falskmyntare – ofta döden.

Staten hade såväl motiv som medel för att producera pengar. Det mest uppenbara är att staten drog nytta av det välstånd som upprätthölls av ett välfungerande monetärt system och led av dess avsaknad. Pengar gav även fördelar när det gällde att utföra statens skattemässiga och juridiska uppgifter, som liknar pengars fördelar vid privata transaktioner. Beskattning i myntmetall var mindre godtycklig än beskattning *in natura* (i form av exempelvis militärtjänst, manuellt arbete eller säd) och att utkräva böter var mer humant än vedergällningar öga mot öga. Skatter i pengar krävde inte att undersåtarna hade det som staten önskade när staten önskade det. I stället kunde staten spendera vad den drev in för att köpa vad den ville ha från specialiserade leverantörer, enligt vad som krävdes. Pengarna ökade också omfattningen på de territorier från vilka man kunde driva in skatt till en acceptabel kostnad.

Myntpräglingen i sig gav avkastning. Med skfri myntprägling kunde exempelvis personer som behövde mynt komma med guld eller silver till myntverket för att få dem omvandlade till mynt, men de erhöll färre mynt än vad myntverket producerade. Intäkterna från myntprägling kunde ökas genom att periodiskt kräva omprägling av mynt ("remonetarisering") och genom att minska andelen ädelmetall i mynten (sk *debasning*).

6. Från metall till papper

Att prägla myntmetall från ädelmetaller – en konvention som antagits av många stater – hade fördelar och nackdelar. Guld- och silvermynt var bestående och lätta att resa med. Den naturliga bristen på ädelmetaller och dess alternativnytta (t ex i form av smycken) skapade förtroende för att mynten skulle behålla sitt värde. Möjligheten att exportera myntmetall till platser där de (sannolikt efter omprägling) kunde användas för att köpa mer varor bidrog till att begränsa minskningen av andelen ädelmetall i mynten. Men mynt var också känsliga för privat minskning av ädelmetallen i mynten av individer som "klippte" kanterna. Bristen på ädelmetaller hade också en avigsida. Gruvorna kunde inte alltid hålla takten med den efterfrågan på myntmetall som ökade med transaktionsökningen i realekonomin, samtidigt som den naturliga förslitningen på mynt faktiskt minskade den existerande mängden. Och den oelastiska tillgången på ädelmetaller satte stor press på staternas möjlighet att betala för krig – statsutgifterna skulle stiga kraftigt, medan de mynt som kunde tas in i form av skatter inte skulle öka.

Utvecklingen av papperspengar hjälpte till att minska problemen med den begränsade tillgången på guld och silver. Ett sätt att producera papperspengar var genom regeringars direkta sedelutgivning för att betala sina utgifter. Precis som med präglade mynt så bidrog det faktum att de regeringar som gav ut sedlarna accepterade dessa som skattebetalning till att göra dessa till ett likvärdigt betalningsmedel. Men till skillnad från guld- och sil-

vermynt hade sedlar ingen alternativnytta, sedlarna hade enbart ett värde i den utsträckning som de utställdes i mängder som var proportionella till nuvarande eller framtida skattebedömningar. Speciellt i krigstider stod stater inför en stark frestelse att ge ut mer sedlar än de någonsin kunde få in genom skatter. Överutgivning skulle, i sin tur, försämra acceptansen av dessa sedlar för privata betalningar och sålunda deras användning som ett betalningsmedel i cirkulation.

En alternativ mekanism försökte skapa kontroll av överutgivningen på följande sätt: Regeringarna gav de banker oktroj vars sedlar regeringen lovade att acceptera för skattebetalningar. Banker ingöt ytterligare värde i skattebetalningsprivilegiet för sina sedlar genom att förbinda sig att omvandla sedlarna till mynt när deras innehavare så begärde och deras oktrojer krävde också att de styrkte detta åtagande med kapital som anskaffats genom investerare. Oktrojerna krävde vidare att bankerna lånade ut sedlar till regeringarna och regeringarna använde sedan dessa för att betala sina utgifter. Över tiden skulle processen komma att bli den omvända. När regeringen erhöll sedlar som skattebetalningar så kunde den återlämna dem till banken som återbetalning på det lån den hade erhållit. Under tiden så skulle möjligheten att omvandla dem till mynt och skattebetalningsprivilegiet göra det möjligt för sedlarna att fungera som ett betalningsmedel.

Incitamenten för bankens aktieägare förväntades ge två garantier mot överutgivning av sedlar i cirkulation: De skulle göra motstånd mot utlåning till regeringar av belopp som översteg regeringarnas beskattningskapacitet – och bankens egen kapacitet att lösa in sedlar mot myntmetall. Detta arrangemang mildrade även de möjliga penningbrister som skulle kunna uppstå till följd av bristen på guld och silver. Trots att oktroj krävde styrkta åtaganden att lösa in sedlar med kapital som erhållits från investerare så tillät de bankerna att anskaffa mindre kapital (och inneha mindre myntmetall) än de sedlar de gav ut.

Den svaga länken till ädelmetaller gjorde att dessa papperspengar blev väldigt beroende av allmänhetens tillit till dessa. Oron för att en bank skulle ha överutlånat på ett vårdslöst eller servilt sätt till den regering som gett den dess oktroj skulle driva innehavarna av bankens sedlar att skynda sig att omvandla sina krav till myntmetall. Men om det blev en rusning som innefattade alltför många sedelinnehavare, så skulle bankerna behöva stoppa inlösen, vilket skulle innebära en kollaps för den cirkulerande penningtillgången (eftersom sedlarna inte längre skulle accepteras för betalningar). Bank of England drabbades av en rusning 1696, exakt två år efter att den hade fått oktroj (Desan 2014, s 307). Rädslan för att penningtillgången skulle kollapsa skulle stimulera regeringarna att vinna förtroende för säkerheten hos papperssedlar utgivna av banker: Exempelvis garanterade en lag 1697 i det brittiska parlamentet inlösen av Bank of Englands sedlar (Desan 2014, s 30). Så småningom ledde det ömsesidiga beroendet mellan regeringsfinanser, banker och det cirkulerande betalningsmedlet till explicit eller *de facto* nationalisering av banker vars sedlar då otvetydigt hade statens stöd.

7. Symbiotisk delcentralisering

Betalningsmedel produceras nu nästan uteslutande på ett av två sätt. För det första utfärdar förstatligade centralbanker baspengar, som enligt påbud är lagligt betalningsmedel. För det andra så skapar kommersiella banker ”vid efterfrågan” skuldsedlar när de ger lån. Genom en komplex kombination av regler, konventioner och clearingmekanismer så är dessa skuldsedlar, i praktisk mening, också lagliga betalningsmedel. Och precis som centralbankerna kan skapa en ny monetär bas ur tomma luften, om man så säger, ger ett system med så kallad *fractional banking* kommersiella banker ett liknande privilegium. De sparkonton som banker skapar när de utökar krediten har enbart delvis regeringens monetära bas som säkerhet.⁹

Tvånivåsystemet – precis som de tidigare monetära arrangemangen – har sina fördelar och nackdelar. Trots att centralbanker inte längre är föremål för rusningar, kan innehavare av sparkonton i kommersiella banker be att få konvertera sina balanser mot den monetära basen. Om många skyns sig att konvertera, måste bankerna inställa betalningar som kommer från kontona. Vidare, att hjälpa många kommersiella banker som står inför en rusning kan skapa mer logistiska svårigheter än, säg, att rädda en enskild bank som (likt Bank of England på 1600-talet) utfärdar de flesta sedlar som är i cirkulation. Rättvisa skapar ytterligare oro: Varför ge kommersiella banker det lönsamma privilegiet att tillverka allmänhetens pengar?

På den positiva sidan har ett tvånivåsystem fördelen av mer decentraliserad produktion och distribution av ett cirkulerande betalningsmedel som gynnar den stora allmänheten, inte enbart bankerna. När alla sedlar helt enkelt spenderades in i cirkulationen av regeringarna kunde det vara dyrt och ta lång tid att flytta sedlar dit de hade störst värde. Att förlita sig på decentraliserad utlåning från banker – vilket innefattar låntagarens förmåga att betala ränta och återbetala kapital – underlättar att lösa problemet med effektiv produktion och placering ”efter behov”. Och, som med många icke-monetära varor och tjänster (speciellt sådana där det inte finns några signifikanta skalfördelar), så skapar den decentraliserade penningproduktionen som en biprodukt av decentraliserad utlåning enligt min mening en bättre balans mellan för mycket och för lite pengar totalt sett än vad en helt centraliserad process skulle göra. Individuella långgivare kommer garanterat att begå misstag, men i avsaknad av en vittspridd mani eller en smittsam kapploppning mot botten i utlåningsverksamheten begränsar centraliseringen den aggregerade effekten av felaktiga beräkningar.

Kreditslag som små och medelstora affärsverksamheter kan använda för att finansiera inventarier och fordringar (”rörelsekapital”) representerar fördelarna med bankers decentraliserade penningkapande. De olika typer-

⁹ Andra sätt att skapa nya skuldkrav ”ur tomma luften” innebär inga tillägg till betalningsmedlen. Exempelvis kan någon skapa ett nytt skuldförhållande genom att sälja sin egendom mot en skuldsedel. Men innehavaren av skuldsedeln kan inte spendera den: Hon kan sälja den för redan existerande kontanter; eller så kan hon låna mot skuldsedeln från en bank och erhålla ett kontotillgodohavande. Men återigen så sker penningkapandet genom bankens lån mot skuldsedeln – ett lån som lika gärna skulle ha kunna skett mot huset som hon sålt.

na av rörelsekapital motsvarar exakt pengars roll när det gäller att överbrygga klyftan (vars tidpunkt och omfattning inte helt kan förutses) mellan att tillhandahålla eller erhålla kompensation för varor eller tjänster. Att skaffa permanent kapital för att överbrygga klyftan kan vara fruktansvärt dyrt (eller helt enkelt omöjligt) för små och medelstora företag. Men att utöka krediten av detta skäl, utan att skapa stora låneförluster, kräver information som bäst säkerställs av en bankman på plats. Och att ge rörelsekapitalslån till dynamiska entreprenörer som inte har tillgång till statsskuldsmarknaderna skapar en allmännytta som kan berättiga det penningkapande privilegium som bankerna ges.

Centraliserade monetära myndigheter och reglerare har viktiga mångfacetterade roller. En fullständig decentralisering har allvarliga brister. Om alla kommersiella banker producerade sina egna pengar och dessa inte var förankrade i en gemensam bas, skulle nätverkseffekterna av ett likvärdigt betalningsmedel gå förlorade. För att ta ett extremfall: Fram till dess att inbördeskrigslagstiftningen ändrade reglerna hade USA ingen centralt producerad, officiellt erkänd pappersvaluta. Privata banker producerade sina egna sedlar och 1862 hade de utfärdat mer än 7 000 olika sedlar (Klebaner 1974, s 20). Få accepterades till sitt nominella värde – eller ibland inte alls – speciellt om de inte hade utfärdats av en känd närliggande bank (där man kunde ha tilltro till att den kunde inlösa sina sedlar mot präglade mynt).

Så som erfarenheten i USA före bildandet av Federal Reserve också visar kan en central monetär myndighet skapa större stabilitet än vad decentraliserade kommersiella banker kan säkerställa på egen hand. Kommersiella banker har definitivt ett intresse för varandras soliditet: Rusningar kan vara smittsamma och normala bankverksamheter exponerar banker för varandras kreditrisker. Men den historiska erfarenheten tyder på att begränsade resurser och genomdrivande krafter undergräver effektiviteten i de samarbetsmekanismer som banker kan använda för att försäkra varandra mot rusningar och motarbeta riskbeteende (Goodhart 1988, kap 3).

Centralbanker som producerar den monetära basen har självklart mer resurser för att motverka en bankrusning än vad privata bankkonsortier har. En central myndighet kan också mer effektivt införa och upprätthålla regler som bidrar till att förhindra rusningar. Reserver och likviditetskrav som införts i detta syfte går tillbaka till oktrojerna för de tidigaste bankerna. Men stora krav på reserver minskar också möjligheten till decentraliserad penningproduktion och erfarenheten visar att enbart tuffa kapitalkrav inte räcker till för att förhindra rusningar. Bank of Englands kontantreserv (som består av myntmetall) fluktuerade mellan 12,8 och 32 procent under sitt första decennium. Denna höga fluktuationsnivå – och det personliga ansvaret för bankens aktieägare – förhindrade inte rusningen 1696. Och potentialen för en gemensam rusning mot botten i det mer decentraliserade system som sedan utvecklades ökade sannolikt problemet med panikrusningar.

Förtroende för bankernas soliditet kräver därmed också regler mot egengynnande på annans bekostnad och oförsiktig utlåning, såväl som

kontroller för att övervaka efterlevnaden. (Fusket har en lång historia: En inspektion utförd 1838 av en bank i staten Michigan i USA, som hade garanterat innehavet av en myntmetallsreserv uppgående till 20 000 USD, hittade enbart 8 000 USD i kistor som mest var fyllda med spikar och trasigt glas; Klebaner 1974, s 22). Och banktjänstemannaföreningar saknar juridisk makt att övervaka och bestraffa överträdelse. På samma sätt kan statliga organ tillhandahålla mer trovärdiga, systemövergripande insättningsgarantier för att motverka panikuttag än bankkooperativ (Bhidé 2010, s 201–202, 233–236).¹⁰

Goodhart (1988, s 37) påpekar emellertid att ”den avgörande egenskap som är nödvändig för att låta en centralbank utföra . . . i dess olika funktioner, t ex att upprätthålla finansiell disciplin och att ge stöd i kristider, är att den ska hålla sig ovanför den konkurrensbetonade kampen, ett organ som inte ägnar sig åt konkurrens eller vinstmaximering”. Bank of England var tvungen att sluta med de kommersiella lån som inledningsvis hade gjort den till en effektiv centralbank. En effektiv delcentralisering kräver med andra ord en klar uppdelning av de två penningproducerande nivåerna.

8. Undergrävande av delcentralisering

Vissa som motsätter sig den monopolistiska produktionen av en monetär bas bestående av *fiat*-pengar (Hayek 1979) vill avskaffa centralbanker eller kräver att den monetära bas som de producerar helt ska motsvaras av fasta kvantiteter guld. Det verkar emellertid som om mer än tusen års historia motsäger uppfattningen att ett pålitligt betalningsmedel kan tillverkas utan något centraliserat direktiv eller kontroll. Överlåtelsebara sedlar som emitterades av guldsmeder i London på 1600-talet mot deras guldinnehav fick inte någon större cirkulation och inte heller *bitcoin* verkar vara ämnad för annat än marginell användning. Och som en fråga för politiken i praktiken så verkar det osannolikt att förslag om att avskaffa en centraliserad monetär bas skulle antas.

Å andra sidan så fokuserar kritiker av tvånivåmekanismen på bankers sårbarhet vad gäller rusningar och konkurrensbaserad överutlåning. Alternativ med insättningsbanker som föreslagits av kritiker (som går tillbaka till den s k *Chicago Plan* som publicerades av ekonomer från University of Chicago 1933) skulle kräva 100 procentiga reserver i förhållande till sparkonton. På samma sätt skulle Boston University-ekonomen Lawrence Kotlikoffs *Limited Purpose Banking*-förslag göra att banker skulle likna fonder som skaffar pengar från investerare genom att köpa privatskuld eller stats-skuld som det handlats med på den öppna marknaden.

Men som kollapsen 2008 visar så är överlåtbara fordringar och skulder (inklusive AAA-rankade privata utgivning) inte alltid säkra och fonder

¹⁰ Även om detta ligger utanför mina ramar så tyder detta resonemang på att den största begränsningen för valutaområden härrör från svårigheten att inrätta pålitliga garantier mot överutgivning och kollaps för pengar som producerats i ett tvånivåsystem, inte de ekonomiska eller skattemässiga olikheterna.

som har sådana skulder är inte skyddade mot rusningar.¹¹ Vidare så innebär insättningsbanker en återcentralisering av pengar och sålunda en eliminering av lokal kunskap i dess produktion och placering. Och återigen, som en praktisk fråga, medan förslag om insättningsbanker har en mer traditionell täckning än förslag att avskaffa centralt producerade pengar, verkar det osannolikt att de skulle införas.

Itte desto mindre har bankernas roll när det gäller att producera och tillverka pengar begränsats genom att traditionella banklån ersätts med allmän handel med krediter, så som kommersiella papper, företagsobligationer och emitterad skuld som skapats genom att kombinera bostadslån, billån, utrustningsleasing osv. Och att utfärda överlåtbara fordringar och skulder innebär normalt en överföring av monetär bas eller kräver balanser på sparkonton snarare än att nya pengar skapas. När ett företag exempelvis utfärdar en obligation så erhåller det företaget pengar som redan existerade.¹²

Den förda politiken har på flera sätt främjat förskjutningar. Regeringar, sannolikt i klorna på idéer om att ”marknader behöver kompletteras”, har direkt försökt att främja överlåtbara fordringar och skulder genom att tillhandahålla en laglig och reglerande infrastruktur som gör detta möjligt (en överblick av detta ges i Bhidé 2017). Politik som främjar pensionsplaner baserade på sparande (snarare än transfereringssystem mellan generationerna) har indirekt ökat efterfrågan: Skatteincitament har ökat finansieringen av pensionsplanerna, medan regler som är avsedda att kontrollera felhantering av pensionstillgångar har stimulerat investeringar i diversifierade portföljer av överlåtbara skulder.

Reglerna har också föranlett förändringar i hur banker skapar och håller skulder. Kapital- och likviditetskrav som införts efter 1980-talet stimulerade bankerna att ersätta lån som hölls till förfallodagen med överlåtbara ”emitterade” lån (Bernanke och Lown 1991) av ett slag som också gynnas av pensionsfondsregleringar. Och decentraliserade kreditutvidgningar – en nyckelfördel som bankproducerade pengar har – förhindrar emittering (Bhidé 2017).¹³

9. Ökande instabilitet

Förutom politik som begränsar omfattningen av decentraliserad kredit och penningskapande av kommersiella banker, så främjar heroiska (men, som

¹¹ I september 2008 kunde aktiefonder, med början i banbrytande Reserve Fund, som hade stora innehav av kommersiella papper som utfärdats av Lehman Brothers, inte möta den flod av krav på inlösen som de erhöll.

¹² På samma sätt, trots att möjligheten till överlåtelse ger obligationer en penningliknande likviditet, kan de inte i sig användas för betalning. För att faktiskt använda en obligation för att köpa något så måste dess ägare först sälja den för redan existerande pengar.

¹³ Krav ställda i regelverket har också uppmuntrat bankerna att finansiera sina värdepappersportföljer genom att utvärdera säkerställda obligationer eller placera dessa portföljer i s k *Special Investment Vehicles*. Detta gör att bankerna går genom mellanhänder, så som man föreställer sig i Kotlikoffs förslag, snarare än fungerar som producenter av betalningsmedlet.

tidigare argumenterats för, troligen fruktlösa) ansträngningar av centralbankerna att stimulera ekonomin oförsiktig utlåning, vilket hotar bankernas stabilitet.

Se på Handelsbanken i Sverige, ett exempel på decentraliserad försiktighet (Kroner 2009; Bhidé m fl 2016). Bankfilialerna lånar ut så som de anser det vara lämpligt, men det krävs att de granskar kreditvärdigheten och undviker riskabla låntagare. Det eftersträvade låne-förlust-förhållandet är noll; låga låneförluster gör det, i sin tur, möjligt för banken att erbjuda konkurrenskraftigt prissatta lån och personlig service till kreditvärdiga kunder.

Handelsbankens konservatism hjälpte banken att enkelt klara sig igenom finanskrisen 2008 samtidigt som dess decentraliserade tillvägagångssätt i varje enskilt fall ger banken ett övertag när det gäller att ge service till små företag över långivare som förlitar sig på regelböcker eller statistiska modeller. Vad som är bra för Handelsbanken är därför bra för finansiell stabilitet såväl som långsiktig ekonomisk tillväxt.

Försiktig långgivning baserad på enskilda fall undergräver emellertid också den stimulerande effekten av ”lätta pengar”. Vana finansiärer med fingret på den lokala pulsen kommer inte att låna ut mer till mindre kreditvärdiga låntagare bara för att räntepolitiken sätter räntan lågt eller under noll. Om något så kommer lätta pengar – trots alla storslagna teorier om dess makroekonomiska fördelar – att kunna vara till bekymmer för dem. Vidare så förebygger behovet av erfarna banktjänstemän snabba öknings av den ”hantverksmässiga” utlåningskapaciteteten.

Kampanjer för fullständiga monetära lättnader som iscensatts av centralbanker efter 2008 har därför varit beroende av oförsiktiga eller dåligt informerade långivare. Billiga pengar har ökat den andel av krediten som spridits av långivare som är villiga att ta en risk med kreditvinnande modeller eller innesektorer utan detaljerade kunskaper om dem som de lånar ut till. Försäkringsbolag som hungrar efter avkastning samt pensionsfonder har klampat in på obligationsmarknaderna och låtit utfärdarna skaffa stora belopp utan den granskning eller de villkor som en erfaren bankir skulle kräva.

Men att nära ytterligare en kreditfest är en farlig väg att kurera skuldbaksmälla. Efter 2008 har bank- och obligationsmarknader finansierat vanvettiga överinvesteringar som gjorts av olje- och gruvföretag. Skrällen är redan här. Fastighetspriserna har flugit från London till Manhattan till Toronto till Stockholm. Den amerikanska marknaden för bil- och studielån ser ut som en ny annalkande kreditexplosion. Under tiden har små och medelstora affärsverksamheter halkat efter. Stora banker som spekulerar i konsumentkrediter eller fastighetslån är tveksamma till att ge företagslån utan en individualiserad analys. Små lån till affärsverksamheter från de tio största bankerna i USA har exempelvis fallit med mer än en tredjedel från topparna 2006, trots att konsumentskulderna har återhämtat sig. Men små företag som inte kan utfärda obligationer på offentliga marknader behöver banklån för att kunna finansiera sin expansion och upprätthålla ekonomisk tillväxt och dynamik.

Centralbankirer hävdar att riskerna för överutlåning är under kontroll. Men de grundar sin bedömning på modeller vars matematiska sofistikerade döljer en primitiv modellering av finanserna och samhället. Fram till 2008 års kris inkluderades inte finanssektorn i US Federal Reserves prisade ekonomiska modell. Och det finns ingen anledning att tro att Fed ekonomer nu trovärdigt kan greppa sambandet mellan lätta pengar och vågad utlåning.

De medel som centralbankirer använder för att administrera penningstimulanser kan också klandras för att bidra till farlig populism. Ordförande Bernanke (2010) rättfärdigade kvantitativa lättnader och sa att de skulle leda till ”högre värdepapperspriser [som] kommer att öka konsumentförmögenheten och bidra till att öka förtroendet, vilket också sporrar konsumtionen”. Men att detta nedsippringsexperiment som skulle göra 1 procent av hushållen, vilka ägde 42 procent av nationens finansiella tillgångar 2010, rikare i förhoppning om att hjälpa många (medan pensionärer med blygsamma insättningar på sparkonton nästan såg sina ränteinkomster försvinna) återspeglade inte en allmän enighet. Snarare så eldade det på misstankar om kompiskapitalism, vilket återspeglades i att opinionsundersökningarna visade en kraftig minskning av allmänhetens förtroende för Fed. (De stora ersättningar för att tala som de finansiella institutionerna betalade herr Bernanke efter att han avgått, sannolikt för värdefulla penningpolitiska prognoser, har knappast ökade tilltron till att Feds interventioner sker i ren samhällsanda.)

10. Avslutande kommentarer – omprövning av mandat

Att göra det möjligt för centralbanker att säkerställa stabiliteten hos till sin natur bräckliga *fiat*-pengar – utan att offra fördelarna – kräver en bräcklig balans. Å ena sidan är oberoende – att säga nej till regeringar som hellre skulle trycka pengar än höja skatter; att disciplinera bankirer med goda politiska kontakter; och att agera snabbt i nödsituationer genom att använda verktyg som passar för situationen – nödvändigt. Å andra sidan innebär absolut makt total korrupktion. Centralbankirer är människor vars blinda fläckar, egon och potentiella intressekonflikter skapar verklig oro vad gäller hybris, t o m snedvridningar. Sålunda är självständighet utan ansvarsskyldighet farligt och, i en demokrati, ohållbart.

Men ansvarsskyldig för vad? De motsatta strömningar som konstant stöter till en dynamisk ekonomi gör prisstabilitets- (eller sysselsättnings-) mål vaga och det blir riskfyllt att följa dem. 1913 års Federal Reserve Act erbjuder ett lockande alternativ. Inledningen tyder på att kongressen främst beslutade om den lag som slutligen gav USA en centralbank i syfte att förekomma och kontrollera panik, motverka spekulationer och förbättra övervakningen av bankerna, inte för att styra ekonomin. Mer eller mindre stabila priser och en låg arbetslöshet ansågs vara önskvärda sidoeffekter, inte det explicita målet. Och t o m nu är det inte orimligt att förvänta sig att en

effektiv granskning av enskilda banker inte enbart kommer att bidra till att hålla dem individuellt solventa, utan att en sådan också förhindrar okontrollerad penningtillväxt utan att undertrycka produktiv utlåning.

För många skulle det krävas om monetära myndigheter och regelverk åter skulle sätta stabiliteten först att de riktar sin uppmärksamhet nedåt och sänker sina ambitioner. De skulle behöva lägga mer vikt vid en omsorgsfull, handfast undersökning av banker, filialer eller t o m individuella lån och mindre vid att finjustera de allmänna räntorna. På samma sätt skulle de, medan centralbankirer eventuellt fortfarande oroar sig för allmänhetens förväntningar om den framtida inflationen (Phelps 1967), behöva minska sina ambitioner att styra eller ”förankra” förväntningarna till att inte störa dem. I ett vidare perspektiv skulle monetära myndigheter fokusera mer på att undvika skada än att göra gott. Och medan denna förskjutning inte kräver en eliminering av användningen av traditionell penningpolitik från toppen och ner, så hindrar den centralbanker från att förvandla sig själva till hedgefonder som gör djärva satsningar med människors pengar.

REFERENSER

- Bernanke, B (2010), ”Aiding the Economy: What the Fed Did and Why”, *Washington Post*, 4 november, www.federalreserve.gov/newsevents/other/o_bernanke20101105a.htm.
- Bernanke, B S och C S Lown (1991), ”The Credit Crunch”, *Brookings Papers on Economic Activity*, nr 2, s 205–246.
- Bhidé, A (2010), *A Call for Judgment: Sensible Finance for a Dynamic Economy*, Oxford University Press, Oxford.
- Bhidé, A (2011), ”Bank Regulation’s Capital Mistake”, *Project Syndicate*, juli 2011.
- Bhidé, A (2012), ”In Praise of the Beleaguered Euro”, *Wall Street Journal*, 8 maj 2012.
- Bhidé, A (2013), ”Re-Decentralizing the Fed”, *Project Syndicate*, oktober 2013.
- Bhidé, A 2013, ”Wanted: A Boring Leader for the Fed”, *New York Times*, 21 augusti 2013.
- Bhidé, A (2015), ”The Demise of US Dynamism Is Vastly Exaggerated – But Not All Is Well”, i Lindsey, B (red), *Understanding the Growth Slowdown*, Cato, Washington, DC.
- Bhidé, A (2016), ”Easy Money Is a Dangerous Cure for a Debt Hangover”, *Financial Times*, 17 augusti 2016.
- Bhide, A (2017), ”The Hidden Costs and Underpinnings of Debt Market Liquidity”, Columbia University Center on Capitalism and Society Working Paper 79, <http://ssrn.com/abstract=2206996> eller <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2206996>.
- Bhidé, A, D Campbell och K Stack (2016), ”Handelsbanken 2002”, Case 115-018, Harvard Business School, Cambridge, MA.
- Bhidé, A och E Phelps (2013), ”Central Banking Needs Rethinking”, *Wall Street Journal*, 16 juli 2013.
- Boskin, M J (2008), ”Consumer Price Indexes”, *The Concise Encyclopedia of Economics*, Library of Economics and Liberty, 17 februari 2008, <http://www.econlib.org/library/Enc/ConsumerPriceIndexes.html>.
- Desan, C (2014), *Making Money: Coin, Currency, and the Coming of Capitalism*, Oxford University Press, Oxford.
- Federal Reserve (2007), ”Testimony before the Joint Economic Committee”, U.S. Congress, 28 mars 2007, www.federalreserve.gov/newsevents/testimony/bernanke20070328a.htm.
- Goodhart, C A E (1975), ”Problems of Monetary Management: The UK Experience”, *Papers in Monetary Economics*, Reserve Bank of Australia, Sydney.
- Goodhart, C A E (1988), *The Evolution of Central Banks*, MIT Press, Cambridge, MA.
- Gordon, R J (2014), ”The Demise of US Economic Growth: Restatement, Rebuttal, and Reflections”, NBER Working Paper 19895.
- von Hayek, F (1974), ”The Pretence of Knowledge, Lecture to the Memory of Alfred Nobel”, 11 december 1974.
- von Hayek, F (1979), ”A Free Market Monetary System”, *Journal of Libertarian Studies*, vol 3, nr 1, s 1–8.
- Klebaner, B J (1974), *Commercial Banking in the United States: A History*, Dryden Press, Hinsdale, IL.

Knight, F H (1921), *Risk, Uncertainty, and Profit*, Hart, Schaffner & Marx, Houghton Mifflin, Boston, MA, www.econlib.org/library/Knight/knRUP6.html.

Kroner, N (2009), *Blueprint for Better Banking*, Harriman House, Petersfield, Hampshire.

Los Angeles Times (2009), "They're Drinking It Up in New York", 25 februari 2009, articles.latimes.com/2009/feb/25/nation/na-tapwater25.

Phelps, E (1967), "Phillips Curves, Expectations of Inflation and Optimal Unemployment over Time", *Economica*, vol 34, s 254–281.

Phelps, E (2016), "Hard Truths about Easy Money", *Wall Street Journal*, 8 september 2016, www.wsj.com/articles/hard-truths-about-easy-money-1473375861.

Shorter, E (1996), "Primary Care", i Porter, R (red), *Cambridge Illustrated History of Medicine*, Cambridge University Press, Cambridge.

Tap'd NY (2017), "Tap'd NY: A Marketing Case Study", www.tapdny.com/.

Tobin, J (2008), "Money", i Durlauf, S N och Blume L E (red), *The New Palgrave Dictionary of Economics*.