

En økonomi bygget på gæld — findes der en udvej?

Et webinar med dr. Michael Kumhof, arrangeret af International Movement for Monetary Reform.

Indledning

Samuel: Hej og velkommen. Mit navn er Samuel, og jeg kommer fra den svenske afdeling af International Movement for Monetary Reform. Det er vidunderligt at se så mange mennesker her. Vi er faktisk nået over tre hundrede, præcis som forudsagt. Det er fantastisk. Vi er samlet fra hele verden til dette webinar: »En økonomi bygget på gæld — findes der en udvej?« Den globale gæld nåede for nylig en historisk rekord på tre hundrede otteogfyrre billioner dollars. Det er mere end tre gange så stort som verdensøkonomien. Realkreditlån, forbrugslån, virksomhedsgæld og offentlige underskud fortsætter med at vokse med ekstraordinær hastighed. Hvorfor? Der findes en grund, som næsten aldrig diskuteres i dag: penge skabes selv som gæld.

For dem af jer, der er helt nye i emnet, kommer her en meget kort forklaring på, hvordan det hele fungerer. Du går i banken og optager et lån på hundrede tusinde dollars. Nu er du i gæld — du har lovet at betale hundrede tusinde til banken i fremtiden. Du modtager også dette beløb på din bankkonto. Indtil videre ikke noget mærkeligt. Men vent et øjeblik. Har du nogensinde spurgt dig selv, hvor disse penge egentlig kom fra? Svaret er, at de blev skabt ud af ingenting. Banken lånte dem ikke af nogen anden for senere at låne dem videre til dig. Den indtastede simpelthen beløbet på sin computer, og — hokus pokus — nye penge er skabt. Sådan kommer nye penge ind i økonomien i dag: bankerne skaber penge gennem udlån.

Desuden er disse nye penge i sig selv en gæld. Det er et løfte om at udbetale dig kontanter, hvis du går hen til en hæveautomat for at hæve sedler. Digitale penge er altså blot bankens forpligtelse over for sine kunder. Det er det, vi bruger som betalingsmiddel i dag. Oprindelsen til næsten alle digitale penge er et lån, og penge er i sig selv en gæld.

Så hvad er problemet med al denne gæld? Problemet er, at bjerget bliver ved med at vokse. Når BNP stiger, stiger indkomsterne. Men pengemængden, og den tilsvarende gæld, er længe vokset to til tre gange hurtigere end BNP. Med andre ord vokser gældsberget langt hurtigere, end folk kan bestige det. Det betyder, at de aldrig vil nå toppen. Dette er tydeligvis ikke holdbart. Hvad skal vi gøre? Findes der en udvej fra dette stadigt voksende gældsbjerg?

For at hjælpe med at besvare det spørgsmål har treogtyve organisationer, der arbejder for en bedre økonomi, inviteret dr. Michael Kumhof. Michael er en førende forsker i monetær økonomi, som for nylig arbejdede som seniorforsker i Bank of England. Han har dyb viden om penge, bankvæsen og det finansielle system og er især dygtig til at bygge makroøkonomiske modeller og simuleringer, der hjælper os med at forstå, hvordan forskellige monetære systemer fungerer. Han har endda arbejdet i

Den Internationale Valutafond, hvor han udviklede deres hovedmodel til at simulere den globale økonomi. Gennem sine grundige analyser, indflydelsesrige artikler og velovervejede forelæsninger har han spillet en nøglerolle i at bringe gældsfri penge og monetær reform ind i både den akademiske og den offentlige debat. Det er en stor glæde at have dig her, Michael. Vi glæder os meget til dit oplæg. Måske kan du starte med at fortælle os, hvordan du blev engageret i disse spørgsmål.

Interview: Hvordan Michael kom frem til disse spørgsmål

Michael Kumhof: Tak for den venlige introduktion. Historien går tilbage til omkring 2006, da jeg arbejdede i IMF med at bygge deres globale økonomiske model. Den var stadig under udarbejdelse på det tidspunkt. Jeg begyndte at blive meget bekymret over situationen på de amerikanske finansmarkeder. Jeg er tidligere bankmand — jeg bevilgede lån i fem år hos Barclays i Storbritannien, Portugal og Singapore. Jeg så, hvad der blev rapporteret om bankpraksis, og blev meget bekymret, og jeg begyndte at læse om monetære spørgsmål og monetær reform omkring det tidspunkt. Det var stadig ret uforpligtende.

Men i 2008, da krisen for alvor brød ud, begyndte jeg at læse mere seriøst — en række bøger, især nogle udgivet omkring tiden for den store depression. Dengang talte de førende økonomiske tænkere i USA alle om det monetære system som krisens centrale oprindelse og det, vi var nødt til at rette op på for at sikre, at noget lignende aldrig skete igen. Der findes en meget fin bog af Ronnie Phillips, der dokumenterer dette.

På det tidspunkt blev to forslag debatteret. Det ene var Chicago-planen, som flertallet af de førende makroøkonomer gik ind for. Det andet blev til Glass-Steagall, som var mindre radikalt og derfor mødte mindre modstand fra bank- og finanssektoren. Finanssektoren kunne ikke gøre meget mod den store fremdrift mod reform, så til sidst blev Glass-Steagall vedtaget som lov. Og den hjalp uden tvivl meget i flere årtier.

Så stødte jeg på Irving Fishers »100% Money and the Public Debt« — et kortfattet hæfte på mindre end halvtreds sider, der fremlagde hans argumenter. Det blev straks klart, at jeg med det værktøjssæt, jeg havde bygget i IMF, kunne forsøge at modellere hans reformforslag og se, hvad der ville ske. Jeg arbejdede på det i et år eller to ved siden af mine øvrige opgaver og udgav en artikel i 2012 — i en form, som jeg nu mener stadig var ret rudimentær, fordi der var nogle modelleringsproblemer.

Derefter blev jeg inviteret til mange centralbanker. Jeg præsenterede artiklen mange steder, fordi det stadig var i kølvandet på den globale finanskrise, og folk var interesserede i disse ting — som de altid er efter en krise, før de falder i søvn igen.

Da jeg kom til Bank of England, havde jeg nogle interessante samtaler med Andy Haldane, min daværende chef. Med inspiration fra ham undersøgte jeg det beslægtede spørgsmål om centralbankers digitale valutaer, fordi Bitcoin blev stadig mere fremtrædende. Det naturlige spørgsmål var: hvad nu hvis centralbankerne udstedte en elektronisk valuta af den slags? Jeg indså, at det i bund og grund er en lille fætter til Chicago-planen — meget mere beskeden, fordi den lader bankerne

gøre det, de gør i dag, men den skaber såkaldte snævre banker, reservedækkede banker, ved siden af vores eksisterende banker. Og det ville gavne økonomien.

Den artikel, jeg udgav sammen med min medforfatter John Barrdear i 2016 i Bank of England, opfandt forkortelsen CBDC. Det var begyndelsen på en omfattende litteratur, der siden er vokset, og som alle centralbanker nu bidrager til i en eller anden form. Jeg kunne aldrig have forestillet mig det i 2016, men CBDC er blevet en meget udbredt idé. Det betyder også, at Chicago-planen — en nært beslægtet, men langt mere radikal idé — også bør kunne diskuteres, fordi den blot viser, hvad der ville ske, hvis man førte CBDC'er til deres logiske endepunkt, hvor alle penge i omløb er en form for CBDC. Så det er historien.

Samuel: Når vi ser på i dag — hvad er din drivkraft til fortsat at gå op i, hvordan det monetære system er indrettet? Hvorfor overhovedet bekymre sig om dette?

Michael Kumhof: Vi befinder os i en endnu mere usikker situation nu. Hvis vi nogensinde får endnu en finanskriser, har vi endnu højere gældsbyrder og dermed større skrøbelighed. Jeg håber ikke, vi får en — men hvis vi gør, er der et problem. Så bekymringerne er reelt uændrede.

På et mere filosofisk plan er dette et spørgsmål om retfærdighed. Det eksisterende monetære system er, som jeg vil uddybe i mit oplæg, ikke retfærdigt. Der kunne findes et langt bedre monetært system, der varetager den almindelige borgers behov langt bedre, end det vi har i dag. Det gælder både med hensyn til det niveau af økonomisk aktivitet, vi kunne nå, og med hensyn til kriser — som kan være ekstremt smertefulde for mange mennesker, sådan som 2008 var. Hvis den næste kommer, vil vi igen stå over for megen smerte og stress. Jeg vil hævde, at det ikke er nødvendigt. Så retfærdighed er motivationen på det højeste plan.

Men økonomer kan godt lide at rynke på næsen ad begreber som retfærdighed — det er jeg ikke enig i, men man behøver ikke engang gå den vej. Man kan simpelthen spørge: kunne vi opnå højere produktion og mindre volatilitet under dette system? Og svaret er ja. For en økonom er det en værdi i sig selv. Vi behøver ikke tale om retfærdighed.

Samuel: Det er interessant for det bredere publikum at høre de andre grunde til, at vi går op i det monetære system — det handler også om bredere værdier, ikke kun om økonomi. Tak. Lad os fortsætte med dit oplæg. Vi har allerede brugt halvtreds minutter, så lad os springe direkte ud i det.

Oplæg: Chicago-plan-alternativet

Michael Kumhof: Mit tema var »En økonomi bygget på gæld?« — med et spørgsmålstejn — og dernæst Chicago-planen. Normalt ville jeg have et forbehold her, men det behøver jeg ikke længere, for jeg arbejder ikke længere for Bank of England fra omkring halvanden måned siden. I 1930'erne var Chicago-planen resultatet af en dybtgående debat om, hvordan man kunne gøre det finansielle system sikrere i kølvandet på depressionen. På mange måder var den debat mere grundlæggende og dybere end den i kølvandet på krisen i 2008 — hvilket er forbløffende, når man tænker over det.

Reformen blev støttet af Irving Fisher, Henry Simons, Frank Knight og — for økonomerne blandt jer — Milton Friedman, som kom et årti eller to senere. Disse var deres tids ledende skikkelser og grundlæggerne af den frie markedsorienterede Chicago-skole inden for økonomi. Men de så kontrol med pengene som en forudsætning for frie markeder og industri, og det var det, de gik op i. Så de oprindelige fortalere for det frie marked ville have tilsluttet sig de idéer, jeg fremlægger i dag, selv om nutidens fortalere for det frie marked i vid udstrækning ikke ville. Kort sagt foreslog Chicago-planen at adskille bankvæsenets penge- og kreditfunktioner. Man ville etablere pengebanker, hvis indskud skal være hundrede procent dækket af offentlige penge. Man kunne også indrette det sådan, at folk direkte har indlånskonti i centralbanken med en pengebank som mellemlid. Og man ville have kreditbanker, som finansierer kredit til dem, der har brug for den — men ikke gennem skabelse af private penge ex nihilo, ud af ingenting — kun gennem videreudlån af allerede eksisterende offentlige penge. Lad mig først forklare nutidens banker.

At forstå nutidens banker

Bankerne som helhed formidler ikke allerede eksisterende, udlånbare midler. Teorien om »udlånbare midler« inden for bankvæsen, som dominerer store dele af den akademiske litteratur, er det rene nonsens, fordi der ikke findes nogen udlånbare midler. Det vigtige er at tænke på banksystemet som helhed, ikke på en enkelt bank. Jeg kan udskrive en check på min konto og sætte den ind i en anden bank, og det ser ud, som om den bank har modtaget et indskud. Men banksystemet som helhed har ikke — jeg har blot flyttet rundt på mit indskud. Hvis man konsoliderer alle bankerne til én finanssektor, har intet ændret sig. Og det er det, der betyder noget på det makroøkonomiske plan.

Bankerne som helhed modtager heller ikke indskud fra ikke-banker. De skaber indskud i selve den handling at udlåne — som Samuel forklarede i begyndelsen. Dette har to konsekvenser. For det første for effektiviteten, eller niveauet af BNP og velfærd: tilstrækkelig pengeskabelse er nødt til at belæse økonomien med gæld. Man kan ikke skabe penge, medmindre man også skaber gæld. Kontanter er stadig en gældsform for penge, men de udgør kun omkring tre procent af pengemængden. De øvrige syvoghalvfems procent er bankindskud, som kun kan skabes gennem gæld.

For det andet for volatiliteten — udsvingene i BNP og den reale økonomiske aktivitet. Det nuværende system betyder, at bankerne hurtigt kan sætte et udlånsboom i gang ved i praksis at trykke penge elektronisk på en computer. Og de kan også sætte et udlånskrak i gang lige så hurtigt.

Chicago-planen ville ændre dette. Det meste af den offentlige og private gæld ville blive erstattet af offentlige penge, så gælden i hele økonomien ville falde meget. Kreditbanker kunne kun formidle suveræne penge — de ville blive formidlere af suveræne penge, som tidligere ikke fandtes andet end som kontanter. Og bankerne kunne ikke længere skabe private, gældsbaserede penge på deres computere.

Lad mig først vise det eksisterende banksystem. Diagrammet øverst er en balance — aktiver til venstre, passiver og egenkapital til højre.

Hvordan bankvæsen rent faktisk fungerer

Dette er den »Mickey Mouse«-model af bankvæsen, som mange bruger: opsparerer sætter penge ind i banken, banken tager dem og låner dem videre til en anden. På det makroøkonomiske plan er det fuldstændig forkert. Her er et eksempel. Hvis jeg holder en tale, og nogen betaler mig tusinde dollars med en check, sætter jeg den ind i min bank. I det øjeblik banken modtager checken, forøger den mit indskud, men den erhverver et krav på den bank, checken er trukket på, om at inddrive de underliggende midler. Min bank får reserver — centralbankreserver, som bankerne holder i centralbanken for at afregne mellemværender med hinanden. Min banks indskud stiger, den anden banks indskud falder, og banksystemet har ingen ændring overhovedet.

Så dette kan ikke være, hvad folk mener, når de beskriver den øverste model. Som jeg viser i andre artikler, fungerer det kun, hvis folk bogstaveligt talt bringer varer — hvede eller dimser — hen til banken og lægger dem på forpladsen, for at banken kan låne dem ud. Jeg arbejdede i en bank i fem år og så det aldrig ske.

Så hvordan stiger de samlede indskud egentlig? Det er vist nederst — det, jeg har kaldt »finansiering gennem pengeskabelse«. I det tilfælde er der hverken en opsparer eller en låntager. Der er én person eller enhed, som kommer til banken og får både et lån og et indskud på samme tid, præcis som Samuel viste i begyndelsen. De sætter indskuddet i omløb, men det kan også komme tilbage — en virksomhed betaler sine ansatte, som derefter bruger pengene på virksomhedens varer, hvilket fører indskuddet tilbage til virksomheden. Sådan kan yderligere indskudspenge skabes — gennem lån, og også gennem køb af værdipapirer, selv om det kvantitativt er langt mindre betydeligt.

Jeg gik så grundigt til værks, fordi reformatorerne i 1930'erne, Irving Fisher først og fremmest, forstod dette meget vel. Hvis dette sker for meget — hvis en bank beslutter, at økonomien vil boome, og skaber en masse ekstra indskud — er der intet, der begrænser den, undtagen dens egen opfattelse af, om det vil være rentabelt og sikkert. Og den opfattelse er ikke altid rigtig. Så får man et udlånsboom.

Hvis den øverste model var sand, ville banken altid skulle se sig over skulderen og spørge, om en opsparer ville betale den sine penge, før den lånte dem videre. Men sådan forholder det sig ikke. Banken behøver kun at være sikker, efter sin egen vurdering, på at udlånet vil være sikkert og rentabelt.

At modellere Chicago-planen

Nu til Chicago-planen. Jeg er økonomisk modelbygger — Chicago-plan-modellen har omkring to hundrede ligninger. Det er mit speciale. Til i dag har jeg skåret næsten alt væk for at fremlægge det enkelt, men der ligger en troværdig økonomisk model nedenunder. Jeg har udeladt næsten al den matematik, der ligger til grund for den fulde model, undtagen balancer og budgetbegrænsninger. Og dem udelader jeg ikke, for man kan ikke for alvor diskutere Chicago-planen, eller nogen monetær reform, uden at være meget præcis omkring, hvad der sker med balancer og budgetter. Så hvis man vil tage dette alvorligt, så studér regnskab — meget af dette handler om

regnskab, og der er ingen vej udenom. Ellers ender man med at fremsætte besynderlige påstande om, hvad gældsfri penge kan udrette, uden nogen støtte i balancer eller budgetbegrænsninger.

I denne model har husholdningerne præferencer for forbrug og arbejdstimer — deres arbejdsudbud. Produktionen frembringes ved hjælp af kapital og arbejdskraft. Indskud og banker er uundværlige for den reale økonomiske aktivitet: for at forbruge, investere eller betale arbejdere har man brug for indskud, ellers går alt i stå. Bankerne skaber disse indskud ved at yde lån og bruger sikkerhedsstillelse til at sikre tilbagebetaling.

Så er der budgetbegrænsningen. For en husholdning er indskud minus lån lig med bruttoindkomst minus bruttoforbrug. Bruttoindkomst minus bruttoforbrug er det, der populært kaldes opsparing — og opsparing er et fysisk begreb. Min bruttoindkomst kommer af at gå ud og arbejde og få løn; bruttoforbrug er at gå i butikken og købe varer. Forskellen er opsparing. Indskud er derimod ikke fysiske — de er finansielle. De kan skabes i regnskaber på balancer, alt sammen på computere nu. Så de indskud, folk har brug for til at betale hinanden, kan skabes af banken gennem lån. Den formue, en husholdning kan opbygge gennem opsparing, er forskellen mellem indskud og lån. Indskud er bruttoformue; indskud minus lån er nettoformue. Hvis en husholdning eller virksomhed ønsker flere indskud, kan den få dem ved at optage flere lån. Hvis begge poster på venstre side ændres med en million, behøver intet at ændres på højre side — men denne person har nu en million mere i indskud at bruge. Opsparing i sig selv kan ikke forøge indskud, som jeg forklarede med mit talehonorar: den person, der betaler mig, opsparer negativt, og intet ændrer sig samlet set.

For bankerne er balancen: lån plus statsobligationer lig med indskud plus nettoformue. I nogle lande er statsobligationer meget vigtige — i Ungarn udgør statsobligationer og centralbankreserver for eksempel næsten halvdelen af de samlede bankbalancer. I USA er det langt mindre, fordi de fleste statsobligationer holdes af andre finansielle institutioner, ikke af forretningsbanker. På passivside har jeg slået anfordrings-, tids- og opsparingsindskud sammen til ét aggregat, fordi det her handler om forståelse, ikke om at modellere hver eneste krog. Jeg kræver, at bankerne holder kapital, så de ikke overtræder Basel-reglerne om kapitaldækning, og de fastsætter optimalt spænd mellem engrosudlånsrenter og styringsrenten — den rente, man læser om i avisen, fastsat af Fed eller ens egen centralbank. Detailindlånsbanker har markedsmagt over detailindskydere, så de kan fastsætte detailindlånsrenten under styringsrenten. Husholdningerne accepterer meget lav, endda nul, rente, fordi de uden indskud ikke kan forbruge eller investere, og virksomhederne ikke kan betale arbejdere. Bankerne tilbyder dem en vej ud af den knibe — og en af de fordele, bankerne opnår, er at kunne betale lavere rente. Detailudlånsbanker skal på aktivside kompenseres for risikoen for låntagers misligholdelse. Det er her, bankerne for alvor tilfører værdi. Som bankmand overvågede jeg kundernes investeringsprojekter; selv om det primært er virksomhedens ansvar, kan en bankmand tilføre værdi med branchekendskab og dømmekraft og hjælpe med at gøre det til et godt lån og en god investering. Der findes også en klasse af obligationsinvestorer, som arbitrerer mellem statsobligationer og engrosbankindskud — det behøver vi ikke dvæle ved.

Nu til penge- og finanspolitik i det nuværende system. Pengepolitik er den rente, centralbanken betaler på reserver, og den stiger med den forventede inflation: hvis centralbanken forudser inflation et point over målet, har den tendens til at hæve renten med mindst halvandet point for at bringe inflationen under kontrol igen. Finanspolitik følger en underskudsregel: underskuddene stiger, når økonomien er træg, så finanspolitikken stimulerer gennem underskud. Tænk på automatiske stabilisatorer — arbejdsløshedsunderstøttelse og visse overførsler, der stiger, når økonomien er i en nedgang, og hjælper med at stabilisere den automatisk.

Nu til efter Chicago-planen. Det vigtigste at understrege er, at jeg antager, at husholdningernes præferencer, produktionsfunktioner, teknologi og bankadfærd ikke ændrer sig. Selv tallene for de centrale parametre ændrer sig ikke. Den eneste ændring er, at bankindskud skal svare til reserver i centralbanken — indskud skal være dækket af reserver. Hvordan det sker i praksis, kræver balancemekanik, som vi vil diskutere.

Dette er den sluttilstand, Chicago-planen kræver. Kreditbankerne har da lån svarende til statskredit — et lån fra den offentlige sektor til banken — plus nettoformue. Man kunne også gøre private indskud til en vigtig finansieringskilde for kreditbankerne. Så kreditbankerne finansierer sig selv gennem en kombination af deres egen nettoformue, aktionærer eller private indskud — som ikke længere kan skabes ud af ingenting — og en smule statskredit, der kan tilføres efter behov. Nutidens banker kan forøge indskud blot ved at forøge lån — en posteringspost på en computer; ingen behøver at indskyde noget. Under planen er det ikke længere sandt. Folk ville være nødt til at bringe indskud fra pengebankerne til kreditbankerne for at få et privat indskud, som ikke længere er penge, men en investering — der formentlig giver bedre rente, men bærer højere risiko. Kreditbanken tiltrækker kun disse indskud for at låne dem ud; pengene cirkulerer derefter gennem kreditbankerne. De skal tiltrækkes og derefter lånes ud, snarere end at blive skabt ved at blive lånt ud. Det er den centrale forskel.

Pengepolitikken har i denne verden tre håndtag i stedet for ét. Det første er renten på reserver — styringsrenten, der stiger med inflationen, og som bør være meget aggressiv. Det andet er nyt: renten, der betales på offentlige penge. Jeg finder, at det er optimalt at holde denne på et fast spænd under styringsrenten. Hvis man vil, kan man sætte den til nul og behandle den som kontanter. Nogle mener, at offentlige penge ikke bør give rente, men rente betalt af den offentlige sektor til dens borgere er noget helt andet end rente optjent inden for banksystemet. Det tredje er renten på offentlig kredit — den rente, hvortil centralbanken eller statskassen er villig til at trykke yderligere penge for at imødekomme bankernes efterspørgsel efter kredit. Man kan blive aggressiv med denne: hvis bankerne vil sætte et udlånsboom i gang, kan man dæmpe det ved at opkræve en højere rente. Som jeg vil vise, er det meget effektivt.

Overgangen og dens fordele

Nu til Chicago-planens seks fordele. Fisher identificerede fire i »100% Money and the Public Debt«; i vores eget arbejde identificerede vi yderligere to. Den første er en dramatisk reduktion af offentlig og privat gæld. Her er overgangen. Det gule område øverst er den amerikanske banksektor før

overgangen; de hvide områder vedrører overgangen; det grønne er der, hvor vi ender bagefter. Af pædagogiske grunde antager jeg, at det sker fra den ene dag til den anden, fordi intet af det kræver opsparing — det er alt sammen balancemekanik. Det kunne også tage tid. Disse tal er omtrent i procent af BNP. Der er indskud på 148 procent af BNP, egenkapital på 17 procent, investeringslån på 50 procent og andre lån — realkreditlån, forbrugslån, driftskapital — på yderligere hundrede. Bankerne holder også nogle statsobligationer.

Chicago-planen siger: banker, I har disse indskud, og nu skal I dække dem med offentlige penge. Da disse offentlige penge ikke eksisterer, vil jeg skabe dem ud af den blå luft — præcis som I skabte jeres indskud ud af den blå luft i løbet af de seneste to hundrede år. Jeg vil skabe reserver til at dække jeres indskud mod et gældsbevis — et gældsbevis fra bankerne til centralbanken eller statskassen, fordi bankerne ikke får disse reserver gratis. For enkelhedens skyld lad os sige, at det er statskassen, selv om det kunne være centralbanken.

Derefter omarrangerer man tingene og opdeler institutionen i pengebanker og kreditbanker. Pengebankerne er enkle: indskud dækket af reserver. De behøver ikke at holde egenkapital, fordi indskuddene er sikre i kraft af deres konstruktion — centralbanken kan ikke misligholde reserver, da den altid kan skabe flere. Kreditbankerne arver alle de øvrige poster: bankens egenkapital, statskredit og de forskellige lån på aktivsiden. De har nu for det meste statskredit — gældsbeviset til statskassen — på deres passivside.

Nu er denne næste del en antagelse — det behøver ikke at gøres på denne måde. En del af statskreditten øremærkes til at indfri statsobligationer, efterhånden som de forfalder. Da statskredit er et aktiv for den offentlige sektor, og statsobligationen er et passiv, kan de modregnes mod hinanden.

Dernæst er der et stort borgerudbytte. Statskassen har i øjeblikket en enorm konto i banksystemet — noget i retning af femogtyve billioner dollars, faktisk nærmere tredive billioner nu. Den siger: femogtyve billioner af dette vil jeg give til mine borgere, per indbygger, ligeligt — hver mand, kvinde og barn får det samme. I dette eksempel er det præcis hundrede procent af BNP. Folk får borgerkonti, som de kan bruge til at modregne mod deres lån. Det giver mere mening at tilbagebetale end at sidde på kontoen, fordi renten på gælden er højere end det, de ville tjene på kontoen. Så regeringen har delt sin gevinst — statskreditte — med sine borgere. Det er derfor, både offentlig og privat gæld falder.

Jeg antager, at den primære anvendelse af disse balancegevinster er balanceoprydning, for både den offentlige og den private sektor — ikke forbrug og ikke skattelettelser. De eneste forbrug og skattelettelser kommer senere, på et holdbart grundlag, gennem lavere renteomkostninger. Man skal være forsigtig, for der er kun en vis gevinst — dette er ikke jul. Man kan ikke gøre alt med en monetær reform. Men man kan bruge den til en kombination af ekstra forbrug, lavere skatter og balanceoprydning. Her går den private gæld fra 150 procent af BNP til 50 procent — en meget væsentlig forbedring.

Nu til regeringens balance — gul er før overgangen, grøn er efter overgangen. Regeringen offentliggør faktisk ikke en balance som denne, men vi ved, at dens gældsforpligtelser er 75 procent af BNP i

denne kalibrering. Skabelsen af statskredit mod reserver er bagsiden af det, vi så i bankernes balancer, og noget statsgæld tilbagebetales mod statskredit — her går statsgælden fra 75 til 60. Borgerudbyttet er en reduktion af statskredit ledsaget af en reduktion i nettoegenkapital.

Her er jeg nødt til at forklare noget. Jeg skrev en artikel med nogle fremtrædende juridiske forskere, der viste, at reserver af offentlige penge — herunder kontanter, de her skabte reserver og reserver skabt ved CBDC-udstedelse — ikke er en gæld for den konsoliderede stat. De er heller ikke strengt taget det samme som virksomheders egenkapital, men ud fra forskellige juridiske kategorier ligner centralbankpenge meget mere egenkapital end gæld. Vi kalder det social egenkapital, fordi det deles af alle, idet centralbanken fungerer som alles agent til at skabe det.

Så nettostatsgælden går fra 75 procent af BNP til 27 procent — statsgæld minus statskredit. Og egenkapitalen går fra nul til 48 procent, fordi regeringen ikke udbetaler alt; vi har borgerudbyttet. Så under disse specifikke antagelser er en langt stærkere offentlig og privat balance — balanceoprydning — en primær anvendelse af gevinsterne fra Chicago-planen.

Bankstormløb og kredityklusser

Den næste fordel er en fuldstændig afskaffelse af bankstormløb. Dette stod helt centralt for Irving Fisher. Under planen er penge fuldstændig sikre i kraft af deres konstruktion: indskud er dækket af reserver, uden lån på aktivsiden. Så mængden og kvaliteten af privat gæld bestemmer ikke pengenes mængde eller kvalitet, og den private gælds afkast påvirker den ikke. Den er fuldstændig sikker, i det mindste nominelt.

Kunne man stadig få et stormløb mod kreditsystemet? Ja, det kunne man. Men hvis man gjorde, ville betalingssystemet forblive hundrede procent sikkert. I dag bekymrer vi os om stormløb, fordi kreditsystemet og betalingssystemet er uløseligt forbundne — hvis kreditsystemet bryder sammen, gør betalingssystemet det også, og så kan virksomhederne ikke betale deres ansatte, og vi er i alvorlige vanskeligheder. Her er de to adskilt. Desuden, med statskredit som en marginal finansieringskilde og regulering, der sikrer, at privat finansiering kun er langsigtet eller egenkapital, er stormløb meget mindre sandsynlige. Faktisk foreslog Larry Kotlikoff i 2012, at finansiering skulle være egenkapital, hvilket gjorde kreditbanker til noget i retning af investeringsforeninger. Hvis de yder en masse dårlige lån, er det som et aktiemarkedskrak — ikke rart, men ikke det samme som en finanskrise, hvor hele betalingssystemet ryger med.

Den næste fordel er en langt bedre kontrol med kredityklusser. Bankernes privilegium til at skabe penge er en væsentlig kilde til kredityklusser. Bankerne står i dag aldrig over for en risiko ved at finansiere lån, kun en risiko ved at refinansiere indskud, fordi en bank ved, at den altid kan finansiere et lån ved at skabe et indskud. Den eneste risiko er, at indskuddet løber over til en anden bank. Så selv om banksystemet som helhed ikke er i vanskeligheder, kan én bestemt bank være det — og mikroproblemer kan vokse til makroproblemer, hvis systemet ikke er sikkert. Fordi bankerne ikke står over for en risiko ved at finansiere lån, kan de finansiere lånebeslutninger på en computer. Og regeringen garanterer indskud, eksplicit eller implicit, fordi betalingssystemet afhænger af deres

troværdighed. Så indskydere er ikke særlig opmærksomme på risiko — du og jeg analyserer ikke vores banks årsregnskaber, fordi vi antager, at det regulatoriske apparat står bag den.

Under Chicago-planen fjernes dette skabelsesprivilegium. Mellembanker skal overbevise investorer om at indskyde ved at være sikre og tilbyde gode afkast. Indskudsforsikring kan fjernes, fordi det i yderste konsekvens er som en aktiemarkedsinvestering — og aktiemarkedet er ikke garanteret af en pendant til FDIC. Så jeg ville være mere forsigtig med at investere i en bank, hvilket gør det mindre sandsynligt, at banken sætter en kredittcyklus i gang — selv om det ikke udelukker det helt. Desuden styrer politikken nu tre værktøjer snarere end ét: renten på reserver, på offentlige penge og — endnu vigtigere — på statskredit.

Her er en simulering af en op- og nedturscyklus på kreditmarkedet. Den vandrette akse er kvartaler, så toogtrediven kvartaler er otte år. Stødet starter i periode otte: i tolv kvartaler udlåner bankerne mere og mere, skaber penge og løfter BNP. Så i det trettende kvartal får de kolde fødder, skærer kreditten drastisk ned, og økonomien krakker. De røde linjer er modellen før Chicago-planen; de sorte linjer er Chicago-plan-modellen. Se øverst til venstre: BNP er langt mere volatil i den nuværende økonomi ved et identisk stød. I anden række er styringsrenterne. I den nuværende økonomi ville den reale styringsrente stige med næsten to et halvt point for at håndtere boomets inflation og derefter falde efter krakket. Under planen behøver den rente knap nok at ændre sig. I stedet ændrer renten på offentlig kredit sig — med kun omkring halvt så meget — og det er nok til at afholde bankerne fra at yde så meget kredit. Stødet er der stadig, og bankerne er stadig optimistiske, men nu koster det dem langt mere at få marginal finansiering fra centralbanken, så de udlåner mindre. Det er forklaringen på den langt lavere volatilitet i BNP.

Store produktionsgevinster

Den næste fordel er store produktionsgevinster, af tre grunde: lavere reale renter på grund af lavere gæld, lavere skatter på grund af finanspolitiske forbedringer og rigeligere likviditet. Jeg vil hovedsageligt fokusere på de to første.

Dette diagram ser rodet ud, men det er bare et fugleperspektiv. Det er en overgangssimulering: vi starter i nutidens økonomi til venstre, og på meget langt sigt — de røde punkterede linjer — når vi en ny ligevægt, hvilket tager lang tid. Den vandrette akse er hundrede kvartaler eller femogtyve år. Det tager lang tid, fordi dette næsten er en strukturel reform: skatter ændrer sig, reale renter ændrer sig, og kapitalakkumuleringen ændrer sig, hvilket tager tid at vise sig i kapitalapparatet.

Hvis vi zoomer ind: der er et stort fald i nettostatsgælden. Bruttostatsgælden går fra 75 til 60 procent. Offentlig kredit — netto-statskredit — går fra nul til omkring 48 procent. Nettostatsgælden, bruttogæld minus offentlig kredit, går til 27 procent. Det er empirisk veldokumenteret, at når gearingen falder, herunder for den offentlige sektor, falder renten på den resterende gæld. Så styringsrenten går fra omkring 3 procent til cirka 220 til 230 basispoint på langt sigt, efter nogle kortsigtede udsving knyttet til reformens inflationære virkninger. Lavere gæld betyder lavere risiko, hvilket betyder lavere reale renter, hvilket betyder større kapitalakkumulering, hvilket stimulerer et større arbejdsudbud og en større økonomisk velfærd.

Regeringen betaler også langt mindre på sin gæld og opnår seignorage-indtægter fra pengeskabelse. Så den finanspolitiske situation forbedres, fordi finansiering bliver langt billigere over hele linjen. Jeg antager, at besparelsen bruges til at sænke skatterne på arbejde, kapital og forbrug. Som enhver erhvervsdrivende vil fortælle dig, modvirker en skat på kapital kapitalakkumulation, og en skat på arbejde modvirker arbejdsudbud. Jeg plejede at tro, som en urban liberal, at dette alt sammen bare var teori — men det er det ikke. Læg dog mærke til tallene: skatten på arbejde går fra 25 procent til omkring 19 procent på langt sigt — ikke til nul. Denne reform er ikke jul. En stor del af de indledende gevinster gik til balanceoprydning, og jeg bruger kun de holdbare forbedringer fra lavere renter til at sænke skatterne. Gevinsten er begrænset. Dette understreger vigtigheden af at studere ikke kun balancer, men også budgetbegrænsningen. Gældsfri penge er gavnlige, men ikke uden grænser, og der er afvejninger: skal jeg bruge mere, sænke skatterne eller rydde op i balancerne, og i hvilke forhold?

Endelig højere produktion: BNP stiger med omkring fem procent på kort sigt i forhold til trenden og næsten sytten procent på meget langt sigt. Jeg får ofte en kommentar fra økonomer: »Disse resultater er usandsynligt store. Jeg bryder mig ikke om det, så der må være noget galt med din metode.« Sådan er økonomisk videnskab. Den eneste videnskabelige indvending ville være at sige, at metoden er forkert af specifikke grunde. Man kan ikke sige, at metoden må være forkert, fordi resultaterne er for store. Vi brugte fuldstændig standardmetode. Hvis du er uenig, så fortæl mig, hvad jeg skal ændre, og jeg kan gøre det. Jeg kunne foretage visse ændringer, der ville reducere gevinsterne til måske ti procent — men det er stadig enormt. Og dette handler ikke engang om kriser og risiko — det handler om økonomisk velvære i en ny ligevægt, når alt sejler stille og roligt.

Svar på kritik

Gennem årene har jeg modtaget forskellig kritik af Chicago-planen. Da jeg for nylig var i Ungarn, sagde jeg til publikum: hvis nogen kommer med en ny, får de en præmie. Det vil jeg gentage i dag — man får en præmie for ny kritik, fordi denne artikel har været ude i fjorten år, og jeg tror, jeg har set dem alle.

Samuel: Det ville være godt at levne lidt tid til spørgsmål snart. Måske tag den vigtigste kritik.

Michael Kumhof: For det første: »Hvor er markedssvigt?« En højtstående embedsmand i Fed spurgte mig om dette. Tanken er, at hvis det ikke er i stykker, skal man ikke reparere det. Der er to modargumenter. For det første rentesøgning — at få noget for ingenting. Bankerne tjener forskellen mellem den risikofri rente og den meget lave rente, de betaler på indskud. Det skyldes delvis at holde en diversificeret låneportefølje, men i betydeligt omfang skyldes det den offentlige sektors garantier og sikkerhedsnet. Der findes en omfattende økonomisk litteratur om dette. Det er et markedssvigt. For det andet stordriftsfordele. Pengeskabelse kræver tillid, og jo større og mere solid din institution er, jo mere tillid skaber du. Tag hele regeringen og samfundet, og du når maksimal skala og maksimal tillid. Til sammenligning kan tilliden, i en størrelsesorden som Silicon Valley Bank, fordampe meget hurtigt, som vi alle så.

En anden kritik: pengesubstitutter kan forhindre monetær kontrol. Jeg har en lang liste af modforanstaltninger i artiklen; det afhænger bare af, hvor radikal man vil være. Og man ønsker ikke engang at kontrollere mængden af offentlige penge — man ønsker at kontrollere renten på dem.

En anden: løbetidstransformation. Bankerne er gode til at omdanne kortsigtede passiver til langsigtede aktiver. Men pointen med løbetidstransformation er løbetiden, ikke transformationen. Hvis man kan opnå disse løbetidsprofiler uden transformationen — hvilket er præcis, hvad Chicago-planen gør — så glem transformationen. Du har løbetiden. Vær glad.

Den mest populære kritik: for mange penge, hvilket fører til inflation. Tanken er, at hvis den offentlige sektor får privilegiet til at skabe penge, kan den skabe for mange. Der er ingen grund til at forvente inflation, af tre sæt grunde. Med hensyn til monetær teori: inflation bestemmes af de relative mængder af varer og penge i private hænder. For mange penge, der jagter for få varer, forårsager inflation. Under Chicago-planen forbliver mængden af penge i private hænder næsten fuldstændig uændret — det, der ændrer sig, er pengenes natur, fra gældsdekkede til offentligt-reservedækkede. Og jeg forsøger ikke engang at kontrollere mængden af penge. Jeg kontrollerer dens rente og lader den private sektor bestemme, hvor mange penge den vil have til den rente. Så i kraft af konstruktionen er der ingen inflation fra pengeskabelse, fordi penge er endogene ved den rente, den offentlige sektor fastsætter. De samme folk siger somme tider også, at der ville være for få penge til små virksomheder. Som artiklen viser, ud fra hvad der sker med renterne, forventer jeg det modsatte.

En sidste kritik: at regeringen ville blande sig i kreditallokeringen. Men under denne ordning ville regeringen hverken kontrollere mængden af kredit eller dens allokering — det overlades til private banker. Den ville kun påvirke prisen på kredit. Og det at påvirke prisen på kredit er allerede et af pengepolitikens mål i dag. Jeg påstår blot, at man kunne gøre det langt mere effektivt under Chicago-planen. Så det er mine konklusioner. Jeg kunne afslutte på to minutter, Samuel, eller vi kan gå til spørgsmål.

Samuel: Lad mig give et tredive-sekunders resumé for dem, der er nyere i dette. Chicago-planen stammer fra 1930'erne. Idéen er at adskille penge og kredit, så vi kan skabe nye penge, uden at folk skal sætte sig i gæld, for at pengemængden kan vokse. Michael byggede en matematisk model — en simulering af den nuværende økonomi — og ændrede derefter blot én ting: han indførte Chicago-planen, adskillelsen af penge og kredit. Resultatet var flere positive gevinster for økonomien. Du skrev denne artikel for tretten år siden, men lavede også en opdateret version for omkring to år siden. Kan du kort sige hvorfor, og hvad der er anderledes?

Michael Kumhof: Min CBDC-artikel fra 2016, og andre efter den, lærte mig en masse, ligesom flere artikler om bankernes pengeskabelse gjorde. Noget af den oprindelige artikel fra 2012 var ikke helt perfekt. Delen om overgangen og dens fordele ændrede sig ikke meget. Det, der ændrede sig væsentligt, er delen om at styre cyklusser ved hjælp af forskellige renter — den er langt bedre og mere sammenhængende nu. Den fremhæver noget vigtigt. Mange mennesker kan godt lide at tænke på suveræne penge i form af, at centralbanken kontrollerer deres mængde. Jeg mener, at det potentielt er en skadelig idé, for hvis man kontrollerer mængden snarere end prisen, risikerer man at ramme forkert — at skabe for mange eller for få, hvilket er inflationært eller deflationært. Fastsæt i stedet blot den rente, du betaler på offentlige penge, og den rente, hvortil du er villig til at udlåne yderligere offentlige penge, hvis kreditbankerne vil udlåne mere. Lad så den private sektor finde ud af,

hvor mange penge den vil holde, så mængden bliver endogen. Udbuddet og efterspørgslen efter penge udlignes automatisk under dette system, men ikke hvis man forsøger at kontrollere mængden af suveræne penge snarere end deres rente. Det kom langt klarere frem i artiklen fra 2024 end i den fra 2012. Den nyere artikel er også kortere og udelader meget af historikken, da den i højere grad er rettet mod et akademisk publikum.

Spørgsmål og diskussion fra publikum

Diane — Det amerikanske system og en nationalbank

Diane: Jeg kommer fra den tradition, der historisk kaldes det amerikanske system. En nationalbank kan være en kæmpe del af at opbygge en nations fysiske økonomi — som i det tidlige USA og i Kina i dag, med massiv, hurtig fysisk udvikling. Hvis man yder kredit til produktive formål, kan man skabe enorm beskæftigelse ved at bygge vandprojekter, energiprojekter og så videre. Der er ingen mangel på den slags nødvendige projekter. Jeg har aldrig været med i dette format før — måske er I alle privatister, det ved jeg ikke. Men for mig er det, I beskriver, ikke forfatningsmæssigt. Jeg forstår alt undtagen den del med »ikke forfatningsmæssigt«: vores forfatning udtrykker principper om befolkningens velfærd, og den bedste måde at understøtte den på er at yde langsigtet kredit med lav rente til produktivt arbejde.

Michael Kumhof: Jeg er ikke uenig i noget af det, du sagde. Det, jeg beskrev, er bestemt ikke forfatningsstridigt — men man kunne supplere det. Man kunne tilføje en offentlig bank eller nationalbank, der opnår statskredit og foretager de investeringer, du beskriver. Jeg kalder det statskredit, men man kunne kalde det centralbankkredit — centralbanken vil være et andet dyr i denne verden. Den kunne oprette en institution til at foretage disse investeringer. Og jeg er fuldstændig enig i, at de fordele, jeg fremhævede — sytten procent af produktionen i forhold til trenden — i høj grad undervurderer de faktiske fordele, fordi en masse aktiviteter med karakter af offentlige goder kunne få finansiering, som ikke får finansiering i dag. Så jeg tror ikke, vi er uenige. Man ville have yderligere statskredit eller centralbankkredit til at finansiere institutioner, der udlåner til sektorer i den reale økonomi, som specifikt forbedrer produktiviteten. Personligt synes jeg ikke, det bør være centralbanken — centralbanken bør beskæftige sig med monetære anliggender, ikke være en udlånsinstitution. Men man kunne nemt oprette en national udviklingsbank til at gøre det. Det er ikke en modsigelse; det kunne være et supplerende aspekt af det, jeg foreslår. Jeg er nødt til at tale med centralbankfolk og akademiske økonomer i store dele af mit arbejde, så jeg forsøger ikke at bevæge mig for langt væk — men bagest i mit hoved er der noget meget lig det, du beskrev. Jeg har intet andet end sympati for det amerikanske system inden for politisk økonomi. Jeg stoppede dig ikke, fordi jeg troede, at en del af publikum måske ikke vidste, hvad det var, men jeg synes, der er fremragende idéer der.

Diane: Jeg synes bare, der er en kæmpe forskel på en centralbank og en nationalbank. På mange måder adskiller det os fra dem, vi udkæmpede den amerikanske revolution imod.

Michael Kumhof: Der er et semantisk problem her, fordi denne nye centralbank ikke længere ville være den slags centralbank, vi har i dag. Man vil måske kalde den en nationalbank, eller ej — men jeg vil ikke gå ind i semantik.

Lucille: Tak, Diane. Lad os gå videre. Jeff, vil du slå lyden til?

Jeff Eder — Afregning og bankpenge

Jeff: Når centralbanken foretager afregning ved bankdagens slutning med andre finansielle institutioner og regeringen, muliggør dette så, at bankpenge flyttes fra én institution til en anden?

Michael Kumhof: Ja. For at bruge mit tidligere check-eksempel: hvis jeg indbetaler en check på tusinde dollars i min bank, Bank B, og den er trukket på Bank A, så mister Bank A reserver til Bank B sammen med checken. Det er en én-til-én-bevægelse af både indskud og reserver. Fordi checks går begge veje, er nettoet ved dagens slutning altid meget lille. Så svaret er ja — det muliggør, at bankpenge flyttes, men ikke at de skabes.

Jeff: Jeg spørger, fordi transaktionerne og afregningssaldiene mellem forretningsbanker og forbundsregeringen i vid udstrækning er usynlige for offentligheden — der findes ingen offentligt tilgængelig database. Afregninger ligger mere eller mindre fast på Bank of Canadas balance, ligesom pengesedler, mens kontanttransaktioner foregår i den reale økonomi. Imidlertid er Consolidated Revenue Fund, regeringens konto i Bank of Canada, fuldstændig gennemsigtig. Min påstand er, at disse midler udgør forretningsbankpenge.

Michael Kumhof: Vent — regeringens fond er adskilt fra forretningsbankpenge. Regeringen har en konto i centralbanken, og den kan bruge den ud i omløb, og på det tidspunkt bliver det til forretningsbankpenge. Men mens det blot ligger på den konto, er det ikke. Man behøver ikke at se, hvad der sker på de afregningskonti, fordi det bogstaveligt talt er millioner af transaktioner om dagen, der går begge veje. I Storbritannien går der mellem NatWest og Barclays en million checks den ene vej og en million den anden, og nettosaldoen ved dagens slutning kan være hundrede pund. Der er ingen påviselig grund til, at man skulle vide, hvad der sker med hver million checks.

Jeff: Så de penge, man ser i de gennemsigtige transaktioner i Consolidated Revenue Fund, bliver straks til forretningsbankpenge, så snart de overføres til en bank, der kan bruge dem?

Michael Kumhof: Ja. Hvis regeringen bruger dem, udskriver den en check, som jeg kan indbetale i min bank, og forretningsbanken afregner den ved hjælp af en overførsel fra regeringens konto til sin egen reservekonto.

Samuel: Michael Hudson, du var til stede. Jeg ville gerne give dig et par minutter til at kommentere Michaels oplæg.

Michael Hudson — Aktivprisinfation og det politiske problem

Michael Hudson: Michael gav en vidunderligt klar beskrivelse af balanceaspekterne i alt dette. Vi har nu arbejdet sammen i over ti år. Vores udgangspunkt var Irving Fishers beskrivelse af gældsdeflation. Det er i virkeligheden problemet: gælden vokser hurtigere end økonomiens evne til at betale — den pointe, der blev fremført helt i begyndelsen af denne udsendelse. Så hvorfor er Chicago-planen ikke blevet vedtaget? Problemet er, hvad bankerne skaber penge til. Forretningsbanker skaber penge mod aktiver, og resultatet er aktivprisinfation. I modsætning til opsparingsbanker kan forretningsbanker udlåne mere og mere for at presse priserne på fast ejendom, aktier og obligationer op. Prisen på fast ejendom er i bund og grund, hvor meget en bank er villig til at udlåne, og de har udlånt mere og mere som andel af ejendomsværdien.

Problemet er ikke blot skabelsen af penge — det er, hvad pengene bruges til. De bruges ikke til industrielle formål; de bruges til at tjene penge finansielt, ikke til at skabe nye produktionsmidler, der kan betale gælden. Så det er et politisk problem. Der er en særinteresse i at gøre tingene, som de gøres nu, frem for Chicago-planen. Som Michael sagde, er bankerne rentesøgere. Resultatet af denne eksplosion i bankkredit er resten af økonomiens gæld — boligejere, forbrugere og virksomheder — som vokser hurtigere end økonomiens evne til at betale, især fordi gældsbyrden bremser økonomien. De betaler mere i rente til forretningsbankerne og har mindre at bruge på varer og tjenester eller til at skabe nye fabrikker.

Det er det dilemma, Chicago-planen blev udformet til at løse. Alternativet er at have en regering — noget i retning af Kinas, hvor det er finansministeriet, ikke en centralbank, der beslutter, til hvilke formål kredit kan skabes. Man har brug for kredit til at finansiere nye kapitalinvesteringer, og Chicago-planen blokerer ikke dette: regeringen kan optræde som indskyder i bankerne for at muliggøre udlån til projekter, den godkender som rentable investeringsmuligheder. Så når man taler om banker med hundrede procent reserver, kan disse reserver omfatte en større mængde statslige indskud. Det skete i USA fra borgerkrigen til Første Verdenskrig: finansministeriet havde enorme mængder guld og sølv fra budgetoverskud drevet af beskyttelsestold og indskød disse penge fra de lokale Treasury-kontorer i forretningsbankerne for at muliggøre lån til vækst. Problemet var, at de, som forretningsbanker, ville tjene penge finansielt — udlåne til virksomhedsovertagelser, monopoler og opkøbsraids.

Så problemet er ikke blot monetært; det er et politisk problem om, hvad bankerne gør. Der er en enorm særinteresse hos kreditorklassen — den rigeste klasse i Amerika, fordi det meste velstand er finansiell velstand, og den velstand er blevet pustet op.

Modstykket til gældsdeflation var aktivprisinfation: bankerne udlåner mere og mere til fast ejendom og virksomhedsovertagelser, så ejendoms- og industrisektoren må betale mere i rente, hvilket levner mindre til at investere i ny produktion. Det er hele problemet. Chicago-planen var, under datidens politiske virkelighed, den eneste måde at undgå denne selvdestruktive finansialisering, anført af forretningsbankerne og de centralbanker, der står bag dem.

Michael Kumhof: Michael og jeg er enige om næsten alt, men du fremførte en meget god pointe, som jeg gerne vil uddybe. Hvorfor bliver gælden ved med at vokse og vokse og tynde økonomien ned? Der findes et meget godt argument — det, Michael netop fremførte. Men der findes også et dårligt argument, som denne bevægelse bør undgå: påstanden om, at når nye penge skabes gennem gæld, svarer de nye penge kun til hovedstolen, ikke renten, så der ikke er penge nok til at tilbagebetale renten. Det argument er nonsens, fordi penge cirkulerer. Man behøver ikke en bestemt mængde af pengemængden for at foretage de betalinger — man kunne have blot én dollar i omløb til at foretage dem alle. Det, der sker, er en ressourceoverførsel fra debitor til kreditor. At låneudlånsrenten er højere end indlånsrenten, skaber ikke pengemangel.

Men Michaels pointe er rigtig. Hvis det dårlige argument er forkert, hvorfor er gælden så vokset så meget? Fordi bankerne ikke har udlånt til produktive formål. Der er ingen underliggende reale betalingsstrømme fra deres aktivitet til at få økonomien til at vokse og betale for den ressourceoverførsel. Låneudlånsrenten er højere end det, jeg tjener på mine penge, så jeg har brug for at fremskaffe ressourcer til at betale den. Hvis jeg har en produktiv investering med et afkast på femten procent, og udlånsrenten kun er fem procent, kan jeg betale renten og stadig have noget tilovers. Men hvis jeg kun spekulerer i finansielle aktiver, der ikke tilfører reale ressourcer, er det et problem — og så er den eneste måde at få flere penge på at låne endnu mere.

Så jeg vil gerne stille disse to fortællinger op mod hinanden: den, Michael nævnte, som efter min mening er den rigtige, og den forkerte.

Samuel: vi kan sende dig en kort video om, hvorfor den forkerte er forkert. Måske en sidste tredive sekunder, Michael Hudson.

Michael Hudson: Siden 2008 har centralbankerne givet forretningsbankerne penge nok til at puste priserne på fast ejendom, aktier og obligationer op gennem arbitrage for at indtjene økonomisk rente. Som Michael påpegede: for at få en gratis frokost låner man til to procent og køber sin egen aktie tilbage, der giver ti procent, og opnår en gevinst. At låne for at købe sin egen aktie er slet ikke produktivt.

Bankerne elsker at udlåne til det, fordi det skaber mere gæld — og gæld er deres produkt. Deres produkt er de øverste én til ti procents velstand, hvilket er de nederste halvfems til nioghalvfems procents gæld. Det er disse én til ti procent, der kontrollerer regeringen og centralbankerne. De bliver ved med at kalde centralbankerne uafhængige — de er ikke uafhængige af forretningsbankerne; de er uafhængige af regeringen. De tjener forretningsbankerne og deres gældsskabelse for at holde den gæld solvent gennem aktivprisinflasjon, hvilket forårsager gældsdeflation.

Hele systemet må brydes op. Enten siger vi, at vi ikke vil lade forretningsbankerne skabe kredit, fordi de skaber den til uproduktive formål, der afindustrialiserer økonomien — hvilket er præcis, hvad der sker — eller også gør vi bankvæsen og kreditskabelse til et offentligt forsyningsgode i regeringens hænder, à la Kina. Finanssektoren er i bund og grund rovgrisk og rentesøgende, ikke produktiv. Det er hele problemet, der skaber så stor modstand mod bare at tænke på Chicago-planen.

Michael Kumhof: Jeg ville ikke fremstille det helt så sort-hvidt. Centralbankfolk påvirkes af finanssektoren, men også af regeringen — det er et spørgsmål om proportioner, om hvem der har mest magt. Regeringer bør i højere grad tjene almenvellet. Det kan jeg være enig i.

Lucille: Miguel er på skærmen.

Miguel — Den politiske vej til reform

Miguel: Jeg vil gerne spørge om den politiske fremgangsmåde til at gennemføre denne reform. I det seneste årti så vi nogle skridt fremad — den offentlige debat i det britiske parlament, det hollandske parlament, en rapport fra den irske regering og så videre. Men siden 2020 har jeg ikke set noget større fremskridt, måske fordi alle regeringer har været optaget af covid, Ukraine, Gaza, Iran og så videre. Findes der en kritisk masse af eliter, der er klar til denne reform, eller til en åben debat?

Michael Kumhof: Jeg har sagt lige siden den oprindelige artikel, at det eneste tidspunkt, folk vil lytte til dette, er under eller i kølvandet på en større finanskriser — hvilket er grunden til, at jeg kunne skrive artiklen i 2012 og straks få et stort publikum. Efterhånden som den trådte i baggrunden af hukommelsen, faldt presset. Realistisk set er det eneste tidspunkt, vi igen får alvorlig opmærksomhed, gud forbyde det, endnu en finanskriser. Når det er sagt, giver hele CBDC-udviklingen mig et vist håb, fordi centralbankerne i det mindste har stukket tåen i idéen om offentlige penge. Idéen er ikke længere så fremmed for de fleste centralbankfolk. Så der er sket nogle fremskridt, og hvis nogle CBDC-eksperimenter lykkes, vil det være et argument næste gang, folk er villige til at lytte til noget i retning af Chicago-planen.

Lucille: Martin, du har haft hånden oppe.

Martin — Måltrettet politik og kreditstyring

Martin: Jeg hedder Martin Schmalzried, uafhængig forsker i økonomi. Mit første spørgsmål handler om måltrettet pengepolitik. Jeg har ofte sammenlignet centralbankers pengepolitik i håndteringen af markedssvigt, som kreditoverophedning, med at forsøge at slå en myg ihjel med en forhammer. For eksempel skyldtes den asiatiske finanskriser i 1998 overophedning i kreditten til erhvervsejendomme, mens resten af økonomien ikke var berørt. Så vidt jeg forstår, påvirker pengepolitiske værktøjer al kreditudlån snarere end at målrette den specifikke sektor, hvor overophedningen sker. Hvordan håndterer din model det? Og for det andet: du siger, at kredit bør overlades til private banker, men burde din model ikke overveje noget i retning af den kreditstyring, Richard Werner anbefaler — direkte indgriben i at styre, hvordan kredit allokeres — for at forhindre overophedning i bestemte sektorer?

Michael Kumhof: Jeg er makroøkonom, og min model er aggregeret — den har en enkelt produktiv sektor — så den lader mig ikke håndtere den slags spørgsmål direkte; modellen ville skulle vokse fra to hundrede ligninger til to hundrede og halvtreds, og den er allerede ret stor, selv om den faktisk har fire forskellige typer udlån. Centralbankerne bruger ikke kun aggregerede værktøjer i dag. Makroprudentiel politik er ofte måltrettet mod en bestemt del af finanssektoren, så det er ikke kun en forhammer. Grunden til, at aggregerede værktøjer stadig må bruges, er dominoeffekter: hvis én betydelig sektor kommer i vanskeligheder, kolliderer balancer, med afledte virkninger, man ikke kan forudsige. Så måden at håndtere det på er at arbejde på det aggregerede niveau for at

forhindre det i overhovedet at ske. Hvad angår kreditstyring — ligesom det tidligere spørgsmål om det amerikanske system — kunne dette være et supplement til mit forslag. Jeg forsøger at holde mig meget fokuseret på, hvordan man kan genindrette det monetære og finansielle system, så det bliver mere modstandsdygtigt og vækstfremmende, hvilket udelader aspekter som window guidance. Men jeg har stor respekt for Richard Werners arbejde med window guidance, og intet i mit arbejde siger, at man ikke bør gøre det. Faktisk ville jeg personligt gerne have mere af en plan for at få finanssektoren til at understøtte realøkonomisk aktivitet i stedet for FIRE-sektoren, som Michael Hudson ville kalde den. Så vi er ikke uenige — det ville være et nyttigt supplerende værktøj. Jeg kan bare ikke gøre alt i én artikel.

Lucille: Tak, Nicholas.

Nicholas — Regionale og subnationale valutaer

Nicholas: Tak, professor, og flot arbejde, Samuel, med at organisere dette. Jeg vil indtage min organisations standpunkt, Monetary Diversity. Vi samler omkring tres NGO'er, der arbejder med alternative monetære systemer — lokale valutaer, gensidig kredit, regionale valutaer. Set fra et europæisk perspektiv er finanspolitik og pengepolitik ikke længere på de samme hænder, så vi sidder fast. Ville der være nogen overvejelse om at gennemføre en reform i Chicago-plan-stil på nationalt eller endda regionalt niveau, herunder gennem regionalt bankvæsen?

Michael Kumhof: Jeg er ikke sikker på, at jeg forstår spørgsmålet, for min artikel byggede en model af én national økonomi, der gennemfører Chicago-planen, så den del er besvaret der. Er du mere interesseret i det regionale aspekt?

Nicholas: Jeg tænkte på, om vi for et land som Belgien, hvor jeg er, kunne have en regional plan, der gør den samme proces, men med regionale valutaer — underordnet de suveræne penge.

Michael Kumhof: Så det betyder dybest set en overnational valuta, ligesom en mini-euro, men i en mindre region end euroområdet? Der findes historiske eksempler — man kan tænke på ordninger i Argentina, for eksempel. Jeg er ikke nogen stor tilhænger; jeg tror, det meget hurtigt kan blive rodet. For mig kræver nationalt suverænt demokrati suverænitet, og et vigtigt aspekt af det er monetær suverænitet. Dit spørgsmål handler i virkeligheden om det rette regeringsniveau, hvorpå vi bør have den suverænitet.

Nicholas: Jeg tænker mere på, at i processen med at demokratisere penge, hvor overnationale enheder er stive og svære at ændre, kan der være mere fleksibilitet på det subnationale niveau til at integrere sådanne tiltag.

Michael Kumhof: Vent lige — nu går vi frem og tilbage. Jeg opsummerede tidligere dit forslag som en overnational mini-euro, men nu går du subnationalt. Så hvad er det, det er?

Nicholas: Subnationalt, helt sikkert. Tænk på en amerikansk delstat med en delstatsejet bank og delstatsudstedte obligationer, der indfører subnationale suveræne penge — suveræne i den forstand, at de er udstedt af en politisk enhed, bare ikke på det højeste niveau.

Michael Kumhof: Og ville den udstede amerikanske dollars eller Kentucky-dollars?

Nicholas: Kentucky-dollars.

Michael Kumhof: Jeg synes, det er meget problematisk og kan blive meget rodet. Jeg er meget skeptisk, men jeg vil ikke gå i detaljer, fordi jeg aldrig har forsket i det. Måske kan vi diskutere det nærmere en anden gang.

Lucille: Tak. Ron, du har ventet.

Ron — Big Tech, stablecoins og betalingssystemet

Ron: Jeg nød dit oplæg meget. Det politiske problem med Chicago-planen har altid været bankernes modstand. I 1930'erne havde bankerne og Federal Reserve dybest set monopol på betalingssystemet. Det, der har ændret sig i dag, er, at Google, Apple og andre vil med. Så det bliver Apple mod JPMorgan Chase om, hvem der skal drive fremtidens betalingssystem. I det omfang JPMorgan taber andel af betalingssystemet til Apple, presser det den mod egenkapitalbaseret udlån. Det garanterer ikke Chicago-planen, men det ændrer dynamikken. Og der er også delstater, der vil udstede stablecoins, hvilket måske er værd at kaste ind i blandingen.

Michael Kumhof: Det mere generelle spørgsmål — og din sidste sætning afslørede det — handler om større mangfoldighed end blot forretningsbanker, hvad enten det er stablecoins eller Apple og lignende. Det er lettere for mig at svare på stablecoins, fordi jeg netop nu er ved at skrive en artikel om det, der argumenterer imod dem, som man kan forestille sig. I bund og grund mener jeg, at stablecoins blot er banker. I stedet for at monetisere privat kredit monetiserer de, der holder statspapirer, statsgæld — og gør det, vi har sagt til centralbankerne, at de ikke skal gøre i århundreder, fordi det er inflationært. Nu kommer den private sektor og vil gøre det samme. Hvis stablecoins i bund og grund blot er banker, hvis hovedaktiver er sikre snarere end mindre sikre aktiver, har problemets natur reelt ikke ændret sig — medmindre man regulerer dem så stramt, at de altid er hundrede procent dækket og ikke kan opføre sig som banker og bringe hele systemets stabilitet i fare. Hvad angår Apple, er jeg endnu ikke sikker på, hvordan jeg skal tænke på det, men hvis de tilbyder et betalingssystem, er de nødt til at tilbyde et passiv, der kan tjene som bytemiddel — og spørgsmålet er, hvad deres aktiver vil være. Hvis det er statspapirer, er det blot et andet mærke stablecoin; hvis det er lån, er det et andet mærke bank. Når alt kommer til alt, gør intet af dette en grundlæggende forskel, hvorimod Chicago-planen gør, fordi det så blot ville være den offentlige sektor.

Lucille: Jamal har slået lyden til. Han sidder i en bus, så ingen video. Jamal, stil dit spørgsmål, så går vi videre til Earl, og Michael kan svare.

Jamal — Kapitalkontrol, demurrage og jordrente

Jamal: Du har i andre forelæsninger talt om behovet for kapitalkontrol for at gennemføre Chicago-planen nationalt. Kunne man i stedet bruge en monetær reform som demurrage til at forhindre den hamstring og kapitalflugt, der måtte opstå? Og for det andet, beslægtet: du har lavet forskning sammen med Nicolaus Tideman om genopretning efter coronavirussen. Hvis vi gennemfører denne

reform og fjerner rentesøgning fra bankvæsenet, hvad forhindrer så rentesøgning i blot at intensiveres i naturressourcesektoren — ting som fast ejendom?

Michael Kumhof: Om kapitalflugt: der er ingen grundlæggende grund til, at en økonomi, der gennemfører denne reform, skulle lide kapitalflugt, fordi økonomien ville blive stærkere. Men hvis finansmarkederne beslutter, at det er for ukendt, og de ikke kan lide det, kan de iscenesætte kapitalstrømme imod én. En mindre, mindre magtfuld økonomi kunne så være i vanskeligheder og have brug for kapitalkontrol. Så det ville være højest ønskeligt, at en stor, magtfuld økonomi gik forrest, satte et eksempel og var mindre sårbar. Om demurrage — Gesell-penge — vil jeg ikke begive mig ud i. Jeg har aldrig rigtig set pointen med det, men måske skyldes det, at jeg ikke har læst nok. Om fast ejendom og jordrente: Michael Hudsons arbejde gør det klart, at finansiel rente og jordrente er stærkt komplementære. Jordrente er sandsynligvis langt større end finanssektorrente — efter min mening omkring tyve procent af BNP, med jordværdier på cirka to hundrede og halvtreds procent af USA's BNP, og endnu højere i nogle lande. Rente betyder at få noget for ingenting — her for at sidde på jord. I arbejde med Nick Tideman har jeg foreslået at flytte beskatningen over mod jord for at fjerne den form for rente. En vanskelighed er, at dette under det nuværende finansielle system ville reducere jordværdierne så meget, at den sikkerhedsstillelse, der er tilgængelig for bankerne, ville skrumpes betydeligt — vanskeligheder for finanssektoren. Det er præcis der, komplementariteten gør sig gældende. Hvis man både gennemfører Chicago-planen og højere skatter på rente, kan man hæve skatterne på rente, efter at renterne er ophørt med at være den vigtigste sikkerhedsstillelse for bankernes kreditskabelse. Ellers må man adskille de to, hvilket er vanskeligt.

Lucille: Earl, værsgo.

Earl — Werner, små banker og greenbacks

Earl: Jeg tilslutter mig fuldt ud Michael Hudsons kommentarer, og jeg var meget imponeret over Michaels oplæg, som jeg første gang så for omkring tolv år siden i Chicago. Jeg tiltrækkes af Richard Werners beskrivelse af demokratisk kontrol med udlån — at skabe nye penge, men sikre, at det er til produktive formål, og helst til ting, der er bæredygtige, hvilket ville udelukke formål som krig. At gøre det under demokratisk kontrol ville naturligvis kræve, at man genopretter mere demokratiske systemer, end vi i øjeblikket har i for eksempel USA, hvor vi er domineret af milliardærernes indflydelse. Werner påpeger, at Kina gør dette, Sparkassen i Tyskland gør det, Bank of North Dakota gør det. Det forekommer at være en mere praktisk og effektiv måde at få penge ud i lokale, produktive projekter, der skaber arbejdspladser og er mere decentraliserede og demokratisk kontrollerede.

Michael Kumhof: Der er to aspekter: demokrati og små banker. Om små banker — jeg delte scene med Richard i Ungarn for nylig, og jeg er ikke uenig i, at små banker kan være meget effektive til at få kredit derhen, hvor den bør gå. De tyske Sparkassen og Volksbanken har gjort det. Men de bliver ved med at fusionere. Jeg har haft bankforbindelse med en Volksbank siden barndommen, og den er fusioneret opad og opad og er ved at blive superregional. Så små banker er ikke i sig selv et effektivt forsvar, fordi presset trækker den anden vej. Og i mange lande, som Storbritannien, er der slet ingen tradition for små banker til at begynde med — at skabe det fra ingenting er en større opgave end Chicago-planen selv. Afgørende er, at mit forslag ikke udelukker små banker.

Kreditbankerne kunne være nogle få store banker eller mange små — det er et mikrosørgsmål, og jeg er makroøkonom. At fremme små banker, window guidance, nationale udviklingsbanker — alt dette kan podes på. De er vigtige i praksis, men de tager ikke noget fra det centrale forslag: at bevæge sig fra et gældsaseret til et pengebaseret system i kernen af det. Med mange monetære reformforslag er det let at fortabe sig i de detaljer. Mit fokus var den makroøkonomiske infrastruktur — det, der får systemet til at fungere bedre. Når det er på plads, kan vi også gøre alle disse andre ting. Der er ingen modsigelse.

Earl: Hvad er der galt med Werners program? Jeg er enig i, at man har brug for store banker til noget af det største udlån, men at decentralisere det meste af det daglige udlån — at skabe nye penge til produktive formål, så meget som man har brug for, og undgå inflation, fordi produktivt udlån matcher udbud med efterspørgsel — forekommer at være et lettere system at etablere og regulere end den plan, du har beskrevet.

Michael Kumhof: Ikke i et land, hvor der ikke er nogen tradition for disse små banker, for så ville man skulle skabe hele traditionen og mikrokosmos. Og igen, mit forslag udelukker ikke små banker: kreditbankerne kunne være nogle få store banker eller mange små. Det er et mikrosørgsmål, og jeg er makroøkonom. Som det er kommet op flere gange i dag, er der supplerende forslag, man kunne tage til sig — at fremme små banker, window guidance, nationale udviklingsbanker — og de kan alle podes på. Men intet af det tager noget fra det centrale forslag: at gå fra et gældsaseret til et pengebaseret system. Uanset hvor mange mikrobanker der driver kreditbankvæsenet, forbliver det kernen i det. Med mange monetære reformforslag er det meget let at fortabe sig i de detaljer. De betyder noget i praksis, men mit fokus var den makroøkonomiske infrastruktur, der får systemet til at fungere bedre. Så kan vi gøre alle disse andre ting — window guidance, fremme af små banker og så videre. Der er ingen modsigelse.

Earl: Omfatter dit forslag, at en national regering producerer greenbacks, som under Abraham Lincoln — at trykke penge og bruge dem ud i økonomien til produktive formål?

Michael Kumhof: Det kunne det, men det er ikke så enkelt. Man ønsker ikke at trykke penge til at bruge og sige »hundrede procent af mit forbrug vil blive finansieret ved at trykke penge« — det er en opskrift på finansiel ustabilitet. I mit forslag fastsætter centralbanken en rente, den betaler på offentlige penge, og en rente, hvortil den vil skabe yderligere offentlige penge. At gøre det indtjener centralbanken betydelige overskud, fordi dens passiver er langt billigere end dens aktiver, og den overfører disse overskud til den finanspolitiske side regelmæssigt. Så beslutter folkets valgte repræsentanter, hvad de skal gøre med dem — at bruge dem ud i økonomien er fint, at sænke beskatningen som i mit forslag er fint. Men det er en beslutning for valgte repræsentanter, ikke for centralbanken.

Afslutning

Samuel: Jeg synes, vi skal slutte. Vi er fyrrer minutter over tid, og vi er enormt taknemmelige, Michael, for at du blev så længe og besvarede hvert eneste spørgsmål. Det har været en sand fornøjelse at

have dig her. Og det er fantastisk, at omkring hundrede og firs mennesker stadig er med os — næsten halvdelen af publikum blev så længe. Lad os slutte der for i dag. Mange tak til jer alle. Vi håber at se jer ved et andet webinar, og vi sender optagelsen ud snart. Der er mange interessante spørgsmål tilbage i chatten, som vi ikke nåede at besvare; vi vil forsøge at tage fat på i det mindste nogle af dem via e-mail i fremtiden.

Michael Kumhof: Jeg håber, I kan gøre det, for jeg har en række projekter i gang.

Samuel: Ja, Michael, det gør vi for dig.

Lucille: På vegne af alle de amerikanske og nordamerikanske borgere i rummet byder vi dig, Michael, velkommen til Amerikas Forenede Stater. Vi beklager tilstanden i det land, du, af hvilken grund det end måtte være, besluttede at slutte dig til — men vi ser frem til at arbejde sammen om at ændre vores pengesystem til gavn for alle, til gavn for planeten og til sundheden i vores økonomiske udvekslingsrelationer.

Michael Kumhof: Tak.