

## Una economía construida sobre deuda: ¿hay una salida?

Un webinar con el Dr. Michael Kumhof, organizado por el Movimiento Internacional por la Reforma Monetaria.

### Apertura

Samuel: Hola y bienvenidos. Mi nombre es Samuel y formo parte de la rama sueca del Movimiento Internacional por la Reforma Monetaria. Es maravilloso ver a tanta gente aquí. De hecho, hemos superado las trescientas personas, tal como se había previsto. Eso es excelente. Estamos reunidos desde todas partes del mundo para este webinar: “Una economía construida sobre deuda: ¿hay una salida?”. La deuda global alcanzó recientemente un récord histórico de trescientos cuarenta y ocho billones de dólares. Eso equivale a más de tres veces el tamaño de la economía mundial. Las hipotecas, los préstamos al consumo, la deuda corporativa y los déficits públicos siguen creciendo a una velocidad extraordinaria. ¿Por qué? Hay una razón que casi nunca se discute hoy: el dinero mismo se crea como deuda.

Para quienes son completamente nuevos en este tema, aquí va una explicación muy breve de cómo funciona todo. Usted va a un banco y toma un préstamo de cien mil dólares. Ahora está endeudado: ha prometido pagar cien mil al banco en el futuro. También recibe esa cantidad en su cuenta bancaria. Hasta aquí no hay nada extraño. Pero espere un momento. ¿Alguna vez se ha preguntado de dónde salió realmente ese dinero? La respuesta es que fue creado de la nada. El banco no lo pidió prestado a otra persona para prestárselo después a usted. Simplemente introdujo el importe en su computadora y, hocus pocus, se crea dinero nuevo. Así es como entra hoy el dinero nuevo en la economía: los bancos crean dinero mediante el préstamo.

Además, ese dinero nuevo es en sí mismo una deuda. Es una promesa de pagarle efectivo si va a un cajero automático a retirar billetes. Así que el dinero digital es simplemente el pasivo del banco frente a sus clientes. Eso es lo que usamos hoy como medio de pago. El origen de casi todo el dinero digital es un préstamo, y el dinero mismo es una deuda.

Entonces, ¿cuál es el problema con toda esta deuda? El problema es que la montaña sigue creciendo. Si aumenta el PIB, aumentan los ingresos. Pero la oferta monetaria, y las deudas correspondientes, han crecido durante mucho tiempo dos o tres veces más rápido que el PIB. En otras palabras, la montaña de deuda crece mucho más rápido de lo que las personas pueden escalarla. Esto significa que nunca llegarán a la cima. Claramente, esto no es sostenible. ¿Qué deberíamos hacer? ¿Hay una salida de debajo de esta montaña de deuda siempre creciente?

Para ayudar a responder esa pregunta, veintitrés organizaciones que trabajan por una economía mejor han invitado al Dr. Michael Kumhof. Michael es un investigador destacado en economía monetaria que trabajó recientemente como investigador sénior en el Banco de Inglaterra. Tiene un conocimiento profundo del dinero, la banca y el sistema financiero, y es especialmente hábil en la construcción de modelos macroeconómicos y simulaciones que nos ayudan a comprender cómo funcionan distintos sistemas monetarios. También

trabajó en el Fondo Monetario Internacional, donde desarrolló su principal modelo para simular la economía mundial. Gracias a su análisis riguroso, sus artículos influyentes y sus conferencias reflexivas, ha desempeñado un papel clave para introducir el dinero libre de deuda y la reforma monetaria en el debate académico y público. Es un gran placer tenerte aquí, Michael. Tenemos muchas ganas de escuchar tu exposición. Quizás puedas empezar contándonos cómo llegaste a involucrarte en estas cuestiones.

### **Entrevista: cómo Michael llegó a estas cuestiones**

Michael Kumhof: Gracias por la amable presentación. La historia se remonta aproximadamente a 2006, cuando trabajaba en el FMI construyendo su modelo económico global. En aquel momento todavía era un trabajo en curso. Empecé a preocuparme mucho por la situación de los mercados financieros estadounidenses. Soy exbanquero: concedí préstamos durante cinco años en Barclays, en el Reino Unido, Portugal y Singapur. Vi lo que se estaba informando sobre las prácticas bancarias y me preocupé mucho; por esa época empecé a leer sobre cuestiones monetarias y reforma monetaria. Al principio era todavía algo bastante ocasional.

Pero en 2008, cuando la crisis realmente estalló, comencé a leer con más seriedad: varios libros, especialmente algunos publicados en torno a la época de la Gran Depresión. En aquel entonces, los principales pensadores económicos de Estados Unidos hablaban del sistema monetario como el origen clave de la crisis y como aquello que debíamos corregir para asegurarnos de que algo así no volviera a ocurrir. Hay un libro muy bueno de Ronnie Phillips que documenta esto.

En ese momento se debatían dos propuestas. Una era el Plan de Chicago, defendido por la mayoría de los principales macroeconomistas. La otra se convirtió en la Ley Glass-Steagall, que era menos radical y por tanto encontró menos resistencia del sector bancario y financiero. El sector financiero no podía hacer mucho contra el gran impulso reformista, así que finalmente Glass-Steagall se convirtió en ley. Y, discutiblemente, ayudó mucho durante varias décadas.

Luego me encontré con “100% Money and the Public Debt”, de Irving Fisher, un folleto conciso de menos de cincuenta páginas que exponía sus argumentos. Inmediatamente quedó claro que, con la caja de herramientas que había construido en el FMI, podía intentar modelizar sus propuestas de reforma y ver qué ocurriría. Trabajé en ello durante uno o dos años junto con mis otras funciones, y publiqué un artículo en 2012, en lo que ahora considero una forma todavía bastante rudimentaria, porque había algunos problemas de modelización.

Después fui invitado a muchos bancos centrales. Presenté ese artículo en muchos lugares, porque todavía estábamos en la estela de la crisis financiera global y la gente estaba interesada en estas cosas, como siempre ocurre después de una crisis, antes de volver a dormirse.

Cuando me incorporé al Banco de Inglaterra, tuve algunas conversaciones interesantes con Andy Haldane, mi jefe en aquel momento. Inspirado por él, examiné la cuestión relacionada de las monedas digitales de banco central, porque Bitcoin se estaba volviendo

cada vez más prominente. La pregunta natural era: ¿qué pasaría si los bancos centrales emitieran una moneda electrónica de ese tipo? Me di cuenta de que es esencialmente un pariente cercano, aunque más pequeño, del Plan de Chicago, mucho más modesto, porque deja a los bancos hacer lo que hacen hoy, pero crea los llamados bancos estrechos, bancos respaldados por reservas, junto a nuestros bancos existentes. Y eso ayudaría a la economía.

El artículo que publiqué con mi coautor John Barrdear en 2016 en el Banco de Inglaterra acuñó el acrónimo CBDC. Ese fue el punto de partida de una larga literatura que desde entonces ha crecido, con todos los bancos centrales contribuyendo ahora a ella de alguna forma. Nunca habría podido imaginarlo en 2016, pero las CBDC se han convertido en una idea muy convencional. Eso también significa que el Plan de Chicago, una idea estrechamente relacionada pero mucho más radical, debería poder discutirse, porque simplemente muestra qué ocurriría si lleváramos las CBDC hasta su punto final lógico, donde todo el dinero en circulación fuese una forma de CBDC. Esa es la historia.

Samuel: Mirando al presente, ¿cuál es tu motivación para seguir preocupándote por cómo está organizado el sistema monetario? ¿Por qué debería importarnos esto?

Michael Kumhof: Ahora estamos en una situación aún más precaria. Si alguna vez tenemos otra crisis financiera, tendremos cargas de deuda aún mayores y, por tanto, más fragilidad. Espero que no ocurra, pero si ocurre, hay un problema. Así que las preocupaciones realmente no han cambiado.

En un plano más filosófico, esta es una cuestión de justicia. El sistema monetario existente, como ampliaré en mi exposición, no es justo. Podría existir un sistema monetario mucho mejor que atendiera las necesidades del ciudadano común mucho mejor que el actual. Esto es cierto tanto en términos del nivel de actividad económica que podríamos alcanzar como en términos de crisis, que pueden ser extremadamente dolorosas para muchas personas, como lo fue 2008. Si llega la próxima, volveremos a enfrentar mucho dolor y estrés. Yo sostendría que eso no es necesario. Así que la justicia es la motivación al nivel más alto.

Pero a los economistas les gusta mirar con desdén nociones como la justicia; no estoy de acuerdo con eso, pero ni siquiera hace falta ir hasta allí. Se puede preguntar simplemente: ¿podríamos tener mayor producción y menor volatilidad con este sistema? Y la respuesta es sí. Para un economista, eso tiene valor en sí mismo. No necesitamos hablar de justicia.

Samuel: Es interesante para el público general escuchar esas otras razones por las que nos importa el sistema monetario: también se trata de valores más amplios, no solo de economía. Gracias. Continuemos con tu presentación. Ya hemos usado cincuenta minutos, así que vayamos directamente a ello.

### **Presentación: la alternativa del Plan de Chicago**

Michael Kumhof: Mi tema era “¿Una economía construida sobre deuda?”, con signo de interrogación, y luego el Plan de Chicago. Normalmente tendría aquí una cláusula de descargo, pero ya no la necesito, porque desde hace aproximadamente un mes y medio ya no trabajo para el Banco de Inglaterra. En la década de 1930, el Plan de Chicago fue el

resultado de un debate profundo sobre cómo hacer más seguro el sistema financiero tras la Depresión. En muchos sentidos, ese debate fue más fundamental y más profundo que el que siguió a la crisis de 2008, lo cual es asombroso si se piensa. La reforma fue apoyada por Irving Fisher, Henry Simons, Frank Knight y, para los economistas entre ustedes, Milton Friedman, que llegó una o dos décadas más tarde. Eran las figuras principales de su tiempo y los fundadores de la Escuela de Economía de Chicago de libre mercado. Pero veían el control del dinero como una condición previa para los mercados libres y la industria, que era lo que les importaba. Así que los libremercadistas originales habrían suscrito las ideas que presento hoy, aunque los libremercadistas actuales en gran medida no lo harían. En pocas palabras, el Plan de Chicago proponía separar las funciones monetaria y crediticia de la banca. Se establecerían bancos de dinero, cuyos depósitos tendrían que estar respaldados al cien por ciento por dinero público. También se podría configurar esto como cuentas de depósito de las personas directamente en el banco central, con un banco de dinero como intermediario. Y habría bancos de crédito, que financiarían crédito para quienes lo necesiten, pero no mediante la creación ex nihilo de dinero privado de la nada, sino solo mediante el préstamo sucesivo de dinero público preexistente. Permítanme explicar primero los bancos actuales.

### Comprender los bancos actuales

Los bancos en su conjunto no intermedian fondos prestables preexistentes. La teoría de los “fondos prestables” de la banca, que domina buena parte de la literatura académica, es un completo sinsentido, porque no existen tales fondos prestables. Lo importante es pensar en el sistema bancario en su conjunto, no en un banco individual. Puedo extender un cheque contra mi cuenta y depositarlo en otro banco, y parece que ese banco recibió un depósito. Pero el sistema bancario en su conjunto no lo recibió: simplemente moví mi depósito de un lado a otro. Si consolidamos todos los bancos en un solo sector financiero, nada ha cambiado. Y eso es lo que importa a nivel macroeconómico.

Los bancos en su conjunto tampoco aceptan depósitos de no bancos. Crean depósitos en el acto de prestar, como explicó Samuel al principio. Esto tiene dos implicaciones. Primero, para la eficiencia, o el nivel de PIB y bienestar: una creación adecuada de dinero debe cargar a la economía con deuda. No se puede crear dinero a menos que también se cree deuda. El efectivo sigue siendo una forma de dinero libre de deuda, pero representa solo alrededor del tres por ciento de la oferta monetaria. El otro noventa y siete por ciento son depósitos bancarios, que solo pueden crearse mediante deuda.

Segundo, para la volatilidad, es decir, las fluctuaciones del PIB y de la actividad económica real. El sistema actual significa que los bancos pueden iniciar rápidamente un auge crediticio, en efecto imprimiendo dinero electrónicamente en una computadora. Y también pueden iniciar una contracción crediticia con la misma rapidez.

El Plan de Chicago cambiaría esto. La mayor parte de la deuda pública y privada sería reemplazada por dinero público, de modo que la deuda en toda la economía caería mucho. Los bancos de crédito solo podrían intermediar dinero soberano; se convertirían en intermediarios de dinero soberano, que antes no existía salvo como efectivo. Y los bancos ya no podrían crear en sus computadoras dinero privado basado en deuda.

Permítanme mostrar primero el sistema bancario existente. El gráfico de arriba es un balance: activos a la izquierda, pasivos y patrimonio a la derecha.

### Cómo funciona realmente la banca

Este es el modelo “Mickey Mouse” de la banca que muchas personas usan: el ahorrador deposita en el banco, el banco toma ese dinero y lo presta a otra persona. A nivel macroeconómico, eso es completamente erróneo. Aquí hay un ejemplo. Si doy una conferencia y alguien me paga mil dólares con cheque, lo deposito en mi banco. En el momento en que el banco recibe el cheque, aumenta mi depósito, pero adquiere un derecho contra el banco sobre el que se emitió el cheque para cobrar los fondos subyacentes. Mi banco gana reservas —reservas de banco central, que los bancos mantienen en el banco central para liquidar saldos entre ellos—. Los depósitos de mi banco suben, los depósitos del otro banco bajan, y el sistema bancario en su conjunto no cambia en absoluto.

Así que esto no puede ser lo que la gente quiere decir cuando describe ese modelo de arriba. Como muestro en otros artículos, solo funciona si la gente literalmente lleva bienes —trigo o artilugios— al banco y los deja en el patio para que el banco los preste. Trabajé cinco años en un banco y nunca vi que eso ocurriera.

Entonces, ¿cómo aumentan realmente los depósitos agregados? Eso se muestra abajo, en lo que he llamado “financiación mediante creación de dinero”. En ese caso no hay ahorrador ni prestatario. Hay una persona o entidad que acude al banco y recibe al mismo tiempo un préstamo y un depósito, exactamente como Samuel mostró al comienzo. Esa persona hace circular el depósito, pero este también puede regresar: una empresa paga a sus trabajadores, que luego gastan en los bienes de la empresa, devolviendo el depósito a la empresa. Así se puede crear dinero de depósito adicional: mediante préstamos, y también mediante compras de valores, aunque eso es cuantitativamente mucho menos significativo.

He llegado a este nivel de detalle porque los reformadores de la década de 1930, Irving Fisher ante todo, entendían esto muy bien. Si esto ocurre demasiado —si un banco decide que la economía va a entrar en auge y crea muchos depósitos adicionales— no hay nada que lo limite salvo su propia percepción de si eso será rentable y seguro. Y esa percepción puede no ser siempre correcta. Entonces se produce un auge crediticio.

Si el modelo superior fuese cierto, el banco siempre tendría que mirar por encima del hombro y preguntarse si un ahorrador confiaría en él con su dinero antes de prestarlo. Pero eso no es lo que ocurre. El banco solo necesita estar seguro, según su propia opinión, de que prestar será seguro y rentable.

### Modelización del Plan de Chicago

Pasemos ahora al Plan de Chicago. Soy especialista en modelos económicos: el modelo del Plan de Chicago tiene alrededor de doscientas ecuaciones. Ese es mi oficio. Para hoy he eliminado casi todo para presentarlo de forma sencilla, pero debajo hay un modelo económico creíble. He omitido casi todas las matemáticas del modelo completo, salvo los balances y las restricciones presupuestarias. Y esas no las omito, porque no se puede

discutir realmente el Plan de Chicago, ni ninguna reforma monetaria, sin ser muy preciso sobre lo que ocurre con los balances y los presupuestos. Así que si quieren tomarse esto en serio, estudien contabilidad; mucho de esto trata de contabilidad, y no hay forma de evitarlo. De lo contrario se termina haciendo afirmaciones extravagantes sobre lo que el dinero libre de deuda podría lograr, sin apoyo en los balances ni en las restricciones presupuestarias.

En este modelo, los hogares tienen preferencias sobre el consumo y las horas trabajadas, es decir, su oferta laboral. La producción se realiza usando capital y trabajo. Los depósitos y los bancos son indispensables para la actividad económica real: para consumir, invertir o pagar a trabajadores, se necesitan depósitos, o todo se paraliza. Los bancos crean esos depósitos concediendo préstamos, usando garantías para asegurar el reembolso.

Luego está la restricción presupuestaria. Para un hogar, depósitos menos préstamos equivale al ingreso bruto menos el gasto bruto. El ingreso bruto menos el gasto bruto es lo que popularmente se llama ahorro, y el ahorro es un concepto físico. Mi ingreso bruto viene de salir a trabajar y recibir un pago; mi gasto bruto consiste en ir a la tienda y comprar productos. La diferencia es el ahorro. Los depósitos, en cambio, no son físicos: son financieros. Pueden crearse en libros contables y balances, ahora todo en computadoras. Así que los depósitos que la gente necesita para pagarse entre sí pueden ser creados por el banco mediante préstamos. La riqueza que un hogar puede acumular mediante el ahorro es la diferencia entre depósitos y préstamos. Los depósitos son riqueza bruta; depósitos menos préstamos es riqueza neta. Si un hogar o una empresa quiere más depósitos, puede obtenerlos asumiendo más préstamos. Si ambos elementos del lado izquierdo cambian en un millón, no tiene por qué cambiar nada del lado derecho, pero esa persona ahora tiene un millón más en depósitos para gastar. El ahorro en sí no puede aumentar los depósitos, como expliqué con mi honorario por la conferencia: la persona que me paga desahorra, y nada cambia en el agregado.

Para los bancos, el balance es: préstamos más bonos del gobierno igual a depósitos más patrimonio neto. En algunos países, los bonos del gobierno son muy importantes; en Hungría, por ejemplo, los bonos del gobierno y las reservas del banco central representan casi la mitad de los balances bancarios totales. En Estados Unidos es mucho menos, porque la mayoría de los bonos del gobierno están en manos de otras instituciones financieras, no de bancos comerciales. En el lado de los pasivos, he agrupado los depósitos a la vista, a plazo y de ahorro en un solo agregado, porque aquí la cuestión es comprender, no modelar cada detalle. Exijo que los bancos mantengan capital para que no infrinjan las normas de adecuación de capital de Basilea, y ellos fijan de forma óptima los diferenciales entre las tasas de préstamo mayoristas y la tasa de política: la tasa que se lee en el periódico, fijada por la Fed o por el banco central de cada país. Los bancos minoristas de depósitos tienen poder de mercado sobre los depositantes minoristas, así que pueden fijar la tasa de depósito minorista por debajo de la tasa de política. Los hogares aceptan intereses muy bajos, incluso nulos, porque sin depósitos no pueden consumir ni invertir y las empresas no pueden pagar a sus trabajadores. Los bancos les ofrecen una salida a esa restricción, y una ventaja que obtienen los bancos es poder pagar intereses más bajos. Los bancos minoristas de préstamo, en el lado de los activos, deben ser compensados por el

riesgo de incumplimiento del prestatario. Aquí es donde los bancos realmente añaden valor. Como banquero, supervisaba los proyectos de inversión de los clientes; aunque eso es principalmente responsabilidad de la empresa, un banquero puede aportar valor con conocimiento sectorial y juicio, ayudando a que sea un buen préstamo y una buena inversión. También hay una clase de inversores en bonos que arbitran entre bonos del gobierno y depósitos bancarios mayoristas; no necesitamos detenernos en ello.

Ahora, la política monetaria y fiscal en el sistema actual. La política monetaria es la tasa de interés que el banco central paga sobre las reservas, y sube con la inflación esperada: si el banco central prevé una inflación un punto por encima de la meta, tiende a subir la tasa al menos un punto y medio para volver a controlar la inflación. La política fiscal sigue una regla de déficit: los déficits aumentan cuando la economía está débil, de modo que la política fiscal estimula mediante déficits. Piensen en estabilizadores automáticos: prestaciones por desempleo y ciertas transferencias que aumentan cuando la economía está en recesión y ayudan a estabilizarla automáticamente.

Ahora, después del Plan de Chicago. Lo fundamental es enfatizar que supongo que las preferencias de los hogares, las funciones de producción, la tecnología y el comportamiento bancario no cambian. Incluso los valores de los parámetros clave no cambian. El único cambio es que los depósitos bancarios deben igualar las reservas en el banco central: los depósitos deben estar respaldados por reservas. Cómo ocurre eso en la práctica requiere mecánica de balances, que discutiremos.

Este es el estado final que exige el Plan de Chicago. Los bancos de crédito tendrían entonces préstamos iguales a crédito del Tesoro —un préstamo del sector público al banco— más patrimonio neto. También podría hacerse que los depósitos privados fueran una fuente principal de financiación para los bancos de crédito. Así que los bancos de crédito se financian mediante una combinación de su propio patrimonio neto, accionistas o depósitos privados —que ya no pueden crearse de la nada— y una pequeña porción de crédito del Tesoro que puede inyectarse cuando sea necesario. Los bancos actuales pueden aumentar depósitos simplemente aumentando préstamos: una anotación contable en una computadora; nadie necesita depositar nada. Bajo el plan, eso ya no es cierto. Las personas tendrían que llevar depósitos de los bancos de dinero a los bancos de crédito para obtener un depósito privado, que ya no es dinero sino una inversión, probablemente con mejor interés pero con mayor riesgo. El banco de crédito atrae esos depósitos solo para prestarlos; luego el dinero circula a través de los bancos de crédito. Debe ser atraído y luego prestado, en lugar de ser creado al prestarse. Esa es la distinción clave.

La política monetaria en este mundo tiene tres palancas en lugar de una. La primera es la tasa de interés sobre las reservas: la tasa de política que sube con la inflación, y que debería ser muy agresiva. La segunda es nueva: la tasa de interés pagada sobre el dinero público. Encuentro que es óptimo mantenerla con un diferencial fijo por debajo de la tasa de política. Si se quiere, podría fijarse en cero y tratarse como efectivo. Algunos sienten que el dinero público no debería pagar intereses, pero el interés pagado por el sector público a sus ciudadanos es algo completamente distinto del interés ganado dentro del sistema bancario. La tercera es la tasa de interés sobre el crédito público: la tasa a la cual

el banco central o el Tesoro está dispuesto a imprimir dinero adicional para satisfacer la demanda bancaria de crédito. Se puede ser agresivo con esto: si los bancos quieren iniciar un auge crediticio, se puede moderar cobrando una tasa más alta. Como mostraré, eso es muy eficaz.

### La transición y sus ventajas

Ahora, las seis ventajas del Plan de Chicago. Fisher identificó cuatro en “100% Money and the Public Debt”; en nuestro propio trabajo identificamos dos más. La primera es una reducción drástica de la deuda pública y privada. Esta es la transición. El área amarilla de arriba es el sector bancario estadounidense antes de la transición; las áreas blancas se relacionan con la transición; el verde es el punto al que llegamos después. Con fines didácticos, supongo que ocurre de la noche a la mañana, porque nada de esto requiere ahorro: todo es mecánica de balances. También podría tomar tiempo. Estos números están aproximadamente expresados como porcentaje del PIB. Hay depósitos por 148 por ciento del PIB, capital por 17 por ciento, préstamos de inversión por 50 por ciento y otros préstamos —hipotecas, préstamos al consumo, capital de trabajo— por otro 100 por ciento. Los bancos también tienen algunos bonos del gobierno.

El Plan de Chicago dice: bancos, ustedes tienen estos depósitos, y ahora deben respaldarlos con dinero público. Como este dinero público no existe, lo crearé de la nada, igual que ustedes crearon sus depósitos de la nada durante los últimos doscientos años. Crearé reservas para respaldar sus depósitos contra un pagaré: un pagaré de los bancos al banco central o al Tesoro, porque los bancos no reciben estas reservas gratis. Para simplificar, digamos que es el Tesoro, aunque podría ser el banco central.

Luego se reorganizan las cosas y se divide la institución en bancos de dinero y bancos de crédito. Los bancos de dinero son simples: depósitos respaldados por reservas. No necesitan mantener capital, porque los depósitos son seguros por construcción: el banco central no puede incumplir sobre las reservas, ya que siempre puede crear más.

Los bancos de crédito heredan todos los demás elementos: capital bancario, crédito del Tesoro y los diversos préstamos del lado de los activos. Ahora tienen mayoritariamente crédito del Tesoro —el pagaré al Tesoro— en su lado de pasivos.

Ahora bien, esta parte siguiente es una suposición; no tiene que hacerse de esta forma. Parte del crédito del Tesoro se destina a retirar bonos del gobierno conforme vencen. Como el crédito del Tesoro es un activo del sector público y el bono del gobierno es un pasivo, pueden cancelarse entre sí.

Lo siguiente es un gran dividendo ciudadano. El Tesoro tiene actualmente una cuenta enorme en el sistema bancario, algo así como veinticinco billones de dólares; en realidad, ahora más bien treinta billones. Dice: veinticinco billones de esto se los daré a mis ciudadanos, per cápita, por igual: cada hombre, mujer y niño recibe lo mismo. En este ejemplo, eso equivale exactamente al cien por ciento del PIB. Las personas reciben cuentas ciudadanas que pueden usar para cancelar sus préstamos. Tiene más sentido pagar la deuda que quedarse con la cuenta, porque el interés de la deuda es más alto que

lo que ganarían en la cuenta. Así que el gobierno ha compartido su ganancia —el crédito del Tesoro— con sus ciudadanos. Por eso caen tanto la deuda pública como la privada.

Supongo que el uso principal de estas ganancias de balance es la reparación de balances, tanto del sector público como del privado, no el gasto ni recortes de impuestos. El único gasto y los únicos recortes de impuestos llegan después, de manera sostenible, mediante menores costos de intereses. Hay que tener cuidado, porque la ganancia es limitada: esto no es Navidad. No se puede hacer todo con una reforma monetaria. Pero puede usarse para una combinación de gasto adicional, impuestos más bajos y reparación de balances. Aquí, la deuda privada pasa de 150 por ciento del PIB a 50 por ciento: una mejora muy significativa.

Ahora el balance del gobierno: el amarillo es pretransición, el verde postransición. El gobierno en realidad no publica un balance como este, pero sabemos que sus pasivos de deuda son 75 por ciento del PIB en esta calibración. La creación de crédito del Tesoro contra reservas es la otra cara de lo que vimos en los balances bancarios, y parte de la deuda pública se paga contra crédito del Tesoro; aquí la deuda pública pasa de 75 a 60. El dividendo ciudadano es una reducción del crédito del Tesoro acompañada por una reducción del patrimonio neto.

Aquí necesito explicar algo. Escribí un artículo con algunos juristas eminentes mostrando que las reservas de dinero público —incluido el efectivo, las reservas creadas aquí y las reservas creadas con la emisión de CBDC— no son una deuda del gobierno consolidado. Tampoco son estrictamente lo mismo que el capital corporativo, pero con base en varias categorías legales, el dinero del banco central se parece mucho más al patrimonio que a la deuda. Lo llamamos patrimonio social, porque es compartido por todos, con el banco central actuando como agente de todos para crearlo.

Así que la deuda pública neta pasa de 75 por ciento del PIB a 27 por ciento: deuda pública menos crédito del Tesoro. Y el patrimonio pasa de cero a 48 por ciento, porque el gobierno no paga todo; tenemos el dividendo ciudadano. Así, bajo estos supuestos específicos, un balance público y privado mucho más fuerte —la reparación de balances— es un uso principal de las ganancias del Plan de Chicago.

### **Corridas bancarias y ciclos de crédito**

La siguiente ventaja es la eliminación completa de las corridas bancarias. Esto era central para Irving Fisher. Bajo el plan, el dinero es completamente seguro por construcción: los depósitos están respaldados por reservas, sin préstamos del lado de los activos. Así que la cantidad y calidad de la deuda privada no determina la cantidad ni la calidad del dinero, y el desempeño de la deuda privada no lo afecta. Es completamente seguro, al menos nominalmente.

¿Podría seguir habiendo una corrida sobre el sistema de crédito? Sí, podría. Pero si ocurriera, el sistema de pagos seguiría siendo cien por ciento seguro. Hoy nos preocupan las corridas porque el sistema de crédito y el sistema de pagos están estrechamente unidos: si cae el sistema de crédito, también cae el sistema de pagos, y entonces las empresas no pueden pagar a sus trabajadores y estamos en problemas reales. Aquí,

ambos están separados. Además, con el crédito del Tesoro como fuente marginal de financiación y con regulación que garantice que la financiación privada sea solo de largo plazo o de capital, las corridas son mucho menos probables. De hecho, Larry Kotlikoff sugirió en 2012 que la financiación debería ser de capital, haciendo que los bancos de crédito se parezcan a fondos mutuos de crédito. Si conceden muchos malos préstamos, eso se parece a una caída bursátil: no es agradable, pero no es lo mismo que una crisis financiera en la que todo el sistema de pagos se hunde con ella.

La siguiente ventaja es un control mucho mejor de los ciclos de crédito. El privilegio de creación monetaria de los bancos es una fuente importante de ciclos de crédito. Hoy los bancos nunca enfrentan riesgo de financiación del préstamo, solo riesgo de refinanciación del depósito, porque un banco sabe que siempre puede financiar un préstamo creando un depósito. El único riesgo es que el depósito se vaya a otro banco. Así que, aunque el sistema bancario en su conjunto no esté en problemas, un banco particular podría estarlo, y los problemas micro pueden convertirse en problemas macro si el sistema no es seguro. Como los bancos no enfrentan riesgo de financiación del préstamo, pueden financiar decisiones de préstamo en una computadora. Y el gobierno garantiza los depósitos, explícita o implícitamente, porque el sistema de pagos depende de su credibilidad. Así que los depositantes no prestan mucha atención al riesgo; ustedes y yo no analizamos las cuentas anuales de nuestro banco, porque suponemos que el aparato regulatorio lo respalda.

Bajo el Plan de Chicago, se elimina este privilegio de creación. Los bancos intermediarios deben persuadir a los inversores para que depositen siendo seguros y ofreciendo buenos rendimientos. El seguro de depósitos puede eliminarse, porque en el límite se parece a una inversión bursátil, y el mercado de valores no está garantizado por un equivalente de la FDIC. Así que yo sería más cauteloso al invertir en un banco, lo que hace menos probable que el banco inicie un ciclo crediticio, aunque no lo descarta por completo. Además, la política controla ahora tres herramientas en lugar de una: la tasa de interés sobre reservas, sobre dinero público y, más importante, sobre crédito del Tesoro.

Aquí hay una simulación de un ciclo de auge y caída en el mercado de crédito. El eje horizontal son trimestres, así que treinta y dos trimestres son ocho años. El shock empieza en el período ocho: durante doce trimestres, los bancos prestan cada vez más, creando dinero y aumentando el PIB. Luego, en el decimotercer trimestre se asustan, recortan drásticamente el crédito y la economía se desploma. Las líneas rojas son el modelo previo al Plan de Chicago; las líneas negras son el modelo del Plan de Chicago. Miren arriba a la izquierda: el PIB es mucho más volátil en la economía actual ante un shock idéntico. En la segunda fila están las tasas de política. En la economía actual, la tasa real de política tendría que subir casi dos puntos y medio para enfrentar la inflación del auge, y luego caer después del colapso. Bajo el plan, esa tasa apenas necesita cambiar. En su lugar cambia la tasa de interés sobre el crédito público, solo aproximadamente la mitad, y eso basta para disuadir a los bancos de extender tanto crédito. El shock sigue ahí y los bancos siguen siendo optimistas, pero ahora les cuesta mucho más obtener financiación marginal del banco central, por lo que extienden menos crédito. Eso explica la volatilidad mucho menor del PIB.

## Grandes ganancias de producción

La siguiente ventaja son grandes ganancias de producción, por tres razones: tasas de interés reales más bajas debido a menor deuda, impuestos más bajos debido a mejoras fiscales y liquidez más abundante. Me centraré principalmente en las dos primeras.

Este gráfico parece desordenado, pero es solo una vista panorámica. Es una simulación de transición: empezamos en la economía actual a la izquierda, y en el muy largo plazo —las líneas rojas punteadas— alcanzamos un nuevo equilibrio, lo cual tarda mucho. El eje horizontal son cien trimestres, o veinticinco años. Tarda mucho porque esto es casi una reforma estructural: cambian los impuestos, cambian las tasas de interés reales y cambia la acumulación de capital, lo que tarda en reflejarse en el stock de capital.

Acercándonos: hay una gran caída de la deuda pública neta. La deuda pública bruta pasa de 75 a 60 por ciento. El crédito público —crédito neto del Tesoro— pasa de cero a aproximadamente 48 por ciento. La deuda pública neta, deuda bruta menos crédito público, pasa a 27 por ciento. Está bien establecido empíricamente que cuando disminuye el apalancamiento, incluso para el sector público, baja la tasa de interés sobre la deuda restante. Así que la tasa de política pasa de alrededor de 3 por ciento a aproximadamente 220 o 230 puntos básicos en el largo plazo, después de algunas fluctuaciones de corto plazo vinculadas a los efectos inflacionarios de la reforma. Menor deuda significa menor riesgo, lo que significa menores tasas de interés reales, lo que significa mayor acumulación de capital, lo que estimula una mayor oferta laboral y mayor bienestar económico.

El gobierno también paga mucho menos por su deuda y obtiene ingresos de señoreaje por la creación de dinero. Así que la situación fiscal mejora, porque la financiación se vuelve mucho más barata en general. Supongo que ese ahorro se destina a reducir impuestos sobre el trabajo, el capital y el consumo. Como diría cualquier empresario, un impuesto sobre el capital desincentiva la acumulación de capital, y un impuesto sobre el trabajo desincentiva la oferta laboral. Yo solía pensar, como liberal urbano, que todo esto era solo teoría, pero no lo es. Observen los números, sin embargo: el impuesto al trabajo pasa de 25 por ciento a alrededor de 19 por ciento en el largo plazo, no a cero. Esta reforma no es Navidad. Gran parte de las ganancias iniciales se destinó a reparar balances, y solo uso las mejoras sostenibles derivadas de menores tasas de interés para bajar impuestos. La ganancia es finita. Esto enfatiza la necesidad de estudiar no solo los balances sino también la restricción presupuestaria. El dinero libre de deuda es beneficioso, pero no sin límites, y hay disyuntivas: ¿gasto más, bajo impuestos o reparo balances, y en qué proporciones?

Finalmente, mayor producción: el PIB aumenta alrededor de cinco por ciento en el corto plazo, en relación con la tendencia, y casi diecisiete por ciento en el muy largo plazo. A menudo recibo un comentario de economistas: “Estos resultados son implausiblemente grandes. No me gusta, así que debe haber algo mal con tu metodología”. Eso es la ciencia económica para ustedes. La única objeción científica sería decir que la metodología es errónea por razones específicas. No se puede decir que la metodología debe estar mal porque los resultados son demasiado grandes. Usamos metodología completamente estándar. Si no están de acuerdo, díganme qué cambiar, y puedo hacerlo. Podría hacer ciertos cambios que reducirían las ganancias quizá al diez por ciento, pero eso sigue

siendo enorme. Y esto ni siquiera trata sobre crisis y riesgo; trata sobre el bienestar económico en un nuevo equilibrio, cuando todo navega sin sobresaltos.

### Respuesta a las críticas

A lo largo de los años he recibido diversas críticas al Plan de Chicago. Cuando estuve recientemente en Hungría, dije al público: si alguien aparece con una nueva, recibe un premio. Lo repetiré hoy: se gana un premio por una crítica nueva, porque este artículo lleva catorce años publicado y creo haberlas visto todas.

Samuel: Sería bueno dejar pronto algo de tiempo para preguntas. Quizá toma las críticas más importantes.

Michael Kumhof: Primera: “¿Dónde está la falla de mercado?”. Un alto funcionario de la Fed me preguntó esto. La idea es: si no está roto, no lo arregles. Hay dos contraargumentos. Primero, la búsqueda de rentas: obtener algo por nada. Los bancos ganan la diferencia entre la tasa de interés libre de riesgo y la tasa muy baja que pagan sobre los depósitos. Eso se debe en parte a mantener una cartera diversificada de préstamos, pero en una medida significativa se debe a las garantías y respaldos del sector público. Hay una extensa literatura económica sobre esto. Esa es una falla de mercado. Segundo, rendimientos crecientes a escala. La creación de dinero requiere confianza, y cuanto más grande y sólida es una institución, más confianza genera. Tomen al conjunto del gobierno y la sociedad, y se alcanza la escala máxima y la confianza máxima. En contraste, a la escala de Silicon Valley Bank, la confianza puede evaporarse muy rápidamente, como todos vimos.

Otra crítica: los sustitutos del dinero pueden impedir el control monetario. Tengo una larga lista de contramedidas en el artículo; depende simplemente de cuán radical se quiera ser. Y ni siquiera se quiere controlar la cantidad de dinero público: se quiere controlar la tasa de interés sobre él.

Otra: la transformación de vencimientos. Los bancos son buenos transformando pasivos de corto plazo en activos de largo plazo. Pero el punto de la transformación de vencimientos es el vencimiento, no la transformación. Si se pueden alcanzar esos perfiles de vencimiento sin la transformación —que es exactamente lo que hace el Plan de Chicago—, olvídense de la transformación. Tienen el vencimiento. Sean felices.

La crítica más popular: demasiado dinero, lo que llevaría a inflación. La idea es que si el sector público obtiene el privilegio de creación monetaria, podría crear demasiado. No hay razón para esperar inflación, por tres conjuntos de razones. En teoría monetaria: la inflación está determinada por las cantidades relativas de bienes y dinero en manos privadas. Demasiado dinero persiguiendo muy pocos bienes causa inflación. Bajo el Plan de Chicago, la cantidad de dinero en manos privadas permanece casi completamente inalterada; lo que cambia es la naturaleza del dinero, de respaldado por deuda a respaldado por reservas públicas. Y ni siquiera intento controlar la cantidad de dinero. Controlo su tasa de interés y dejo que el sector privado decida cuánto dinero quiere a esa tasa. Así que por construcción no hay inflación por creación de dinero, porque el dinero es endógeno a la tasa de interés fijada por el sector público. Las mismas personas a veces

dicen también que habría demasiado poco dinero para las pequeñas empresas. Como muestra el artículo, según lo que ocurre con las tasas de interés, espero lo contrario.

Una crítica final: que el gobierno interferiría con la asignación del crédito. Pero bajo este esquema el gobierno no controlaría la cantidad de crédito ni su asignación; eso queda en manos de los bancos privados. Solo afectaría el precio del crédito. Y afectar el precio del crédito ya es hoy uno de los objetivos de la política monetaria. Simplemente afirmo que podría hacerse con mucha más eficacia bajo el Plan de Chicago.

Así que esas son mis conclusiones. Podría terminar en dos minutos, Samuel, o podemos pasar a preguntas.

Samuel: Permíteme hacer un resumen de treinta segundos para quienes son nuevos en esto. El Plan de Chicago data de la década de 1930. La idea es separar dinero y crédito, para que podamos crear dinero nuevo sin que la gente tenga que endeudarse para que crezca la oferta monetaria. Michael construyó un modelo matemático —una simulación de la economía actual— y luego cambió una sola cosa: implementó el Plan de Chicago, la separación entre dinero y crédito. El resultado fue una serie de ganancias positivas para la economía. Escribiste este artículo hace trece años, pero también hiciste una versión actualizada hace unos dos años. ¿Puedes decir brevemente por qué y qué cambió?

Michael Kumhof: Mi artículo sobre CBDC de 2016, y otros posteriores, me enseñaron mucho, al igual que más artículos sobre creación de dinero bancario. Algunas partes del artículo original de 2012 no eran del todo perfectas. La parte sobre la transición y sus beneficios no cambió mucho. Lo que cambió de forma significativa es la parte sobre la gestión de ciclos usando distintas tasas de interés; ahora es mucho mejor y más coherente. Resalta algo importante. A mucha gente le gusta pensar el dinero soberano en términos de que el banco central controle su cantidad. Creo que esa es una idea potencialmente perniciosa, porque si se controla la cantidad en lugar del precio se corre el riesgo de equivocarse: crear demasiado o demasiado poco, lo que sería inflacionario o deflacionario. En cambio, basta con fijar la tasa de interés que se paga sobre el dinero público y la tasa a la que se está dispuesto a prestar dinero público adicional si los bancos de crédito quieren prestar más. Luego se deja que el sector privado resuelva cuánto dinero quiere mantener, de modo que la cantidad se vuelva endógena. La oferta y la demanda de dinero se igualan automáticamente bajo este sistema, pero no si se intenta controlar la cantidad de dinero soberano en lugar de su tasa de interés. Eso quedó mucho más claro en el artículo de 2024 que en el de 2012. El artículo más reciente también es más corto y omite gran parte de la historia, porque está más orientado a un público académico.

## Preguntas del público y discusión

### Diane: el Sistema Americano y un banco nacional

Diane: Vengo de la tradición históricamente llamada el Sistema Americano. Un banco nacional puede ser una parte enorme de la construcción de la economía física de una nación, como en los primeros Estados Unidos y en la China actual, con un desarrollo físico masivo y rápido. Si se extiende crédito para fines productivos, se puede crear un enorme empleo construyendo proyectos hídricos, energéticos, etcétera. No faltan proyectos

necesarios de ese tipo. Nunca he estado en este formato; quizá todos ustedes sean privatistas, no lo sé. Pero para mí, lo que usted describe no es constitucional. Entiendo todo salvo la parte de “no constitucional”: nuestra Constitución expresa principios sobre el bienestar de la población, y la mejor manera de apoyarlo es extender crédito de largo plazo y bajo interés para trabajo productivo.

Michael Kumhof: No estoy en desacuerdo con nada de lo que usted dijo. Lo que describí ciertamente no es anticonstitucional, pero podría complementarse. Podría añadirse un banco público o banco nacional que obtenga crédito del Tesoro y haga las inversiones que usted describe. Yo lo llamo crédito del Tesoro, pero podría llamarse crédito del banco central; el banco central será un animal distinto en este mundo. Podría autorizar una institución para hacer estas inversiones. Y estoy completamente de acuerdo en que los beneficios que resalté —diecisiete por ciento de producción respecto de la tendencia— subestiman enormemente los beneficios reales, porque muchas actividades con carácter de bienes públicos podrían financiarse y hoy no se financian. Así que no creo que estemos en desacuerdo. Habría crédito adicional del Tesoro o del banco central para financiar instituciones que presten a sectores de la economía real que mejoren específicamente la productividad. Personalmente, no creo que deba ser el banco central; el banco central debería ocuparse de asuntos monetarios, no ser una institución prestamista. Pero fácilmente podría crearse por ley un banco nacional de desarrollo para hacerlo. No es una contradicción; podría ser un aspecto suplementario de lo que propongo. Tengo que hablar con banqueros centrales y economistas académicos en buena parte de mi trabajo, así que procuro no alejarme demasiado del terreno central, pero en el fondo de mi mente hay algo muy parecido a lo que usted describió. Siento mucha simpatía por el Sistema Americano de economía política. No la interrumpí porque pensé que parte del público quizá no sabía qué era, pero creo que contiene ideas excelentes.

Diane: Simplemente creo que hay una enorme diferencia entre un banco central y un banco nacional. En muchos sentidos, eso nos distingue de aquellos contra quienes luchamos en la Revolución Americana.

Michael Kumhof: Aquí hay una dificultad semántica, porque este nuevo banco central ya no sería el tipo de banco central que tenemos hoy. Quizá quieran llamarlo banco nacional, o no; pero no quiero entrar en semántica.

Lucille: Gracias, Diane. Pasemos a Jeff. ¿Quieres activar el micrófono?

### **Jeff Eder: liquidación y dinero bancario**

Jeff: Cuando el banco central realiza la liquidación al final del día hábil con otras instituciones financieras y con el gobierno, ¿permite esto que el dinero bancario se mueva de una institución a otra?

Michael Kumhof: Sí. Usando mi ejemplo anterior del cheque: si ingreso un cheque de mil dólares en mi banco, el Banco B, y está girado contra el Banco A, entonces el Banco A pierde reservas frente al Banco B junto con el cheque. Hay un movimiento uno a uno tanto de depósitos como de reservas. Como los cheques van en ambos sentidos, el neto al final

del día siempre es muy pequeño. Así que la respuesta es sí: permite que el dinero bancario se mueva, pero no que se cree.

Jeff: Lo pregunto porque las transacciones y saldos de liquidación entre bancos comerciales y el gobierno federal son en gran medida invisibles para el público; no existe una base de datos pública. Las liquidaciones permanecen más o menos fijas en el balance del Banco de Canadá, de manera similar a los billetes, mientras las transacciones en efectivo ocurren en la economía real. Sin embargo, el Fondo Consolidado de Ingresos, la cuenta del gobierno en el Banco de Canadá, es completamente transparente. Mi afirmación es que esos fondos representan dinero bancario comercial.

Michael Kumhof: Espere: el fondo del gobierno está separado del dinero bancario comercial. El gobierno tiene una cuenta en el banco central, y puede gastarla para ponerla en circulación, momento en el que se convierte en dinero bancario comercial. Pero mientras simplemente está en esa cuenta, no lo es. No hace falta ver qué ocurre en esas cuentas de liquidación, porque literalmente son millones de transacciones al día en ambos sentidos. En el Reino Unido, entre NatWest y Barclays, un millón de cheques van en una dirección y un millón en la otra, y el saldo neto al final del día podría ser de cien libras. No hay una razón discernible por la que usted deba conocer lo que ocurre con cada millón de cheques.

Jeff: Entonces, ¿el dinero que se ve en esas transacciones transparentes del Fondo Consolidado de Ingresos se convierte inmediatamente en dinero bancario comercial tan pronto como se transfiere a un banco que puede gastarlo?

Michael Kumhof: Sí. Si el gobierno lo gasta, emite un cheque que yo puedo depositar en mi banco, y el banco comercial lo compensa mediante una transferencia desde la cuenta del gobierno a su propia cuenta de reservas.

Samuel: Michael Hudson, estabas ahí. Quería darte unos minutos para comentar la presentación de Michael.

### **Michael Hudson: inflación de precios de activos y el problema político**

Michael Hudson: Michael hizo una descripción maravillosamente clara de los aspectos de balance de todo esto. Hemos trabajado juntos durante más de diez años. Nuestro punto de partida fue la descripción de Irving Fisher de la deflación por deuda. Ese es realmente el problema: las deudas crecen más rápido que la capacidad de la economía para pagarlas, el punto planteado al principio de esta transmisión. Entonces, ¿por qué no se ha adoptado el Plan de Chicago? El problema es para qué crean dinero los bancos. Los bancos comerciales crean dinero contra activos, y el resultado es inflación de precios de activos. A diferencia de las cajas de ahorro, los bancos comerciales pueden prestar cada vez más para pujar al alza el precio de los bienes raíces, las acciones y los bonos. El precio de los bienes raíces es esencialmente lo máximo que un banco esté dispuesto a prestar, y han prestado cada vez más como proporción del valor inmobiliario.

El problema no es simplemente la creación de dinero: es para qué se usa el dinero. No se usa para fines industriales; se usa para ganar dinero financieramente, no para crear nuevos medios de producción que permitan pagar la deuda. Así que es un problema político. Hay

un interés creado en hacer las cosas como se hacen ahora, en lugar del Plan de Chicago. Como dijo Michael, los bancos son buscadores de rentas. El resultado de esta explosión de crédito bancario es la deuda del resto de la economía —propietarios de vivienda, consumidores y empresas— que crece más rápido que la capacidad de pago de la economía, especialmente porque la carga de la deuda frena la economía. Pagan más intereses a los bancos comerciales y tienen menos para gastar en bienes y servicios o para crear nuevas fábricas.

Ese es el dilema que el Plan de Chicago fue diseñado para abordar. La alternativa es que el gobierno —algo parecido a China, donde es el Tesoro, no un banco central, quien decide con qué fines puede crearse crédito— actúe. Se necesita crédito para financiar nueva inversión de capital, y el Plan de Chicago no lo impide: el gobierno puede actuar como depositante en los bancos para permitir préstamos a proyectos que apruebe como oportunidades de inversión rentables. Así que cuando se habla de bancos con reservas al cien por ciento, esas reservas pueden incluir una cantidad mayor de depósitos gubernamentales. Eso ocurrió en Estados Unidos desde la Guerra Civil hasta la Primera Guerra Mundial: el Tesoro tenía enormes cantidades de oro y plata procedentes de superávits presupuestarios generados por aranceles protectores, y depositaba ese dinero de las subtesorerías en bancos comerciales para permitir préstamos destinados al crecimiento. El problema era que, al ser bancos comerciales, querían ganar dinero financieramente: prestando para adquisiciones corporativas, monopolios y asaltos financieros.

Así que el problema no es simplemente monetario; es un problema político de lo que hacen los bancos. Hay un enorme interés creado de la clase acreedora, la clase más rica de Estados Unidos, porque la mayor parte de la riqueza es riqueza financiera, y esa riqueza ha sido inflada.

La contraparte de la deflación por deuda fue la inflación de precios de activos: los bancos prestan cada vez más para bienes raíces y adquisiciones corporativas, de modo que los sectores inmobiliario e industrial deben pagar más intereses, quedando menos para invertir en nueva producción. Ese es todo el problema. El Plan de Chicago fue la única manera, bajo la realidad política de la época, de evitar esta financiarización autodestructiva liderada por los bancos comerciales y los bancos centrales que están detrás de ellos.

Michael Kumhof: Michael y yo estamos de acuerdo en casi todo, pero hiciste un punto muy bueno que quisiera ampliar. ¿Por qué las deudas siguen creciendo y creciendo, cargando la economía? Hay un argumento muy bueno: el que Michael acaba de presentar. Pero también hay un mal argumento que este movimiento debería evitar: la afirmación de que cuando se crea dinero nuevo mediante deuda, el dinero nuevo equivale solo al principal, no al interés, por lo que no hay suficiente dinero para pagar el interés. Ese argumento es un sinsentido, porque el dinero circula. No se necesita una cantidad específica de stock de dinero para realizar esos pagos; podría haber un solo dólar circulando para hacerlos todos. Lo que ocurre es una transferencia de recursos del deudor al acreedor. El hecho de que la tasa de interés del préstamo sea mayor que la tasa de depósito no crea una escasez de dinero.

Pero el punto de Michael es cierto. Si ese mal argumento es incorrecto, entonces ¿por qué ha crecido tanto la deuda? Porque los bancos no han prestado para fines productivos. No hay flujos reales de pago subyacentes de su actividad que hagan crecer la economía y paguen esa transferencia de recursos. La tasa del préstamo es más alta que lo que gano sobre mi dinero, así que necesito obtener recursos para pagarla. Si tengo una inversión productiva con un rendimiento de quince por ciento y la tasa del préstamo es solo cinco por ciento, puedo pagar el interés y aún quedarme con algo. Pero si solo especulo con activos financieros que no añaden recursos reales, eso es un problema; entonces la única manera de obtener más dinero es pedir prestado aún más.

Así que quisiera yuxtaponer estas dos historias: la que mencionó Michael, que en mi opinión es la correcta, y la equivocada.

Samuel: Podemos enviarles un video breve sobre por qué la equivocada es equivocada. Quizá unos últimos treinta segundos, Michael Hudson.

Michael Hudson: Desde 2008, los bancos centrales han dado a los bancos comerciales suficiente dinero para inflar los precios de bienes raíces, acciones y bonos mediante arbitraje para ganar renta económica. Como señaló Michael, para obtener un almuerzo gratis uno se endeuda al dos por ciento y recompra sus propias acciones que rinden diez por ciento, y obtiene una ganancia. Endeudarse para comprar sus propias acciones no es productivo en absoluto.

A los bancos les encanta prestar para eso, porque crea más deuda, y la deuda es su producto. Su producto es la riqueza del uno al diez por ciento superior, que es la deuda del noventa al noventa y nueve por ciento inferior. Es ese uno a diez por ciento el que controla el gobierno y los bancos centrales. Siguen llamando independientes a los bancos centrales: no son independientes de los bancos comerciales; son independientes del gobierno. Sirven a los bancos comerciales y a su creación de deuda para mantener esas deudas solventes mediante inflación de precios de activos, lo que causa deflación por deuda.

Todo el sistema tiene que romperse. O decimos que no dejaremos que los bancos comerciales creen crédito, porque lo crean para fines improductivos que desindustrializan la economía —que es exactamente lo que está ocurriendo—, o hacemos de la banca y la creación de crédito un servicio público en manos del gobierno, al estilo chino. El sector financiero es esencialmente predatorio y buscador de rentas, no productivo. Ese es todo el problema que causa tanta resistencia incluso a pensar en el Plan de Chicago.

Michael Kumhof: Yo no lo formularía de manera tan blanca y negra. Los banqueros centrales están influenciados por el sector financiero, pero también por el gobierno; es una cuestión de proporciones, de quién tiene más poder. Los gobiernos deberían servir más al interés público. En eso puedo estar de acuerdo.

Lucille: Miguel está en pantalla.

### **Miguel: el camino político hacia la reforma**

Miguel: Me gustaría preguntar sobre el procedimiento político para implementar esta reforma. En la última década vimos algunos pasos adelante: el debate público en el

Parlamento del Reino Unido, en el Parlamento neerlandés, un informe del gobierno irlandés, etcétera. Pero desde 2020 no he visto ningún avance importante, quizá porque todos los gobiernos han estado ocupados con Covid, Ucrania, Gaza, Irán y demás. ¿Existe una masa crítica de élites preparadas para esta reforma o para un debate abierto?

Michael Kumhof: He dicho desde el artículo original que el único momento en que la gente escuchará esto es durante, o justo después de, una gran crisis financiera; por eso pude escribir el artículo en 2012 y obtener inmediatamente una gran audiencia. A medida que eso se desvaneció en la memoria, la presión bajó. Realistamente, el único momento en que volveremos a recibir atención sería es, Dios no lo quiera, otra crisis financiera. Dicho eso, todo el desarrollo de las CBDC me da cierta esperanza, porque los bancos centrales al menos han metido un dedo en la idea del dinero público. La idea ya no es tan ajena para la mayoría de los banqueros centrales. Así que se ha hecho algún progreso, y si algunos experimentos con CBDC tienen éxito, eso será un argumento la próxima vez que la gente esté dispuesta a escuchar algo como el Plan de Chicago.

Lucille: Martin, has tenido la mano levantada.

#### **Martin: política dirigida y orientación del crédito**

Martin: Soy Martin Schmalzried, investigador independiente en economía. Mi primera pregunta se refiere a la política monetaria dirigida. A menudo he comparado la política monetaria de los bancos centrales para abordar fallas de mercado, como el sobrecalentamiento del crédito, con intentar matar un mosquito con un mazo. Por ejemplo, la crisis financiera asiática de 1998 fue causada por un sobrecalentamiento del crédito inmobiliario comercial, mientras el resto de la economía no estaba afectado. Tengo entendido que las herramientas de política monetaria afectan a todo el crédito, en lugar de dirigirse al sector específico donde ocurre el sobrecalentamiento. ¿Cómo aborda eso su modelo? Y segundo: usted dice que el crédito debería dejarse a los bancos privados, pero ¿no debería su modelo considerar algo como la orientación del crédito recomendada por Richard Werner —intervención directa para guiar cómo se asigna el crédito— a fin de evitar sobrecalentamientos en ciertos sectores?

Michael Kumhof: Soy macroeconomista, y mi modelo es agregado: tiene un solo sector productivo, así que no me permite abordar directamente preguntas como esa; el modelo tendría que crecer de doscientas ecuaciones a doscientas cincuenta, y ya es bastante grande, aunque sí tiene cuatro tipos distintos de préstamos. Los bancos centrales no usan hoy solo herramientas agregadas. La política macroprudencial a menudo se dirige a una parte específica del sector financiero, así que no es solo un mazo. La razón por la que las herramientas agregadas aún deben usarse son los efectos dominó: si un sector significativo entra en problemas, los balances colapsan, con efectos de contagio que no se pueden predecir. Así que la manera de abordarlo es trabajar a nivel agregado para evitar que ocurra en primer lugar. Sobre la orientación del crédito —como en la pregunta anterior sobre el Sistema Americano—, esto podría ser suplementario a mi propuesta. Intento mantenerme muy enfocado en cómo rediseñar el sistema monetario y financiero para hacerlo más resiliente y favorable al crecimiento, lo que deja fuera aspectos como la orientación por ventanilla. Pero tengo mucho respeto por el trabajo de Richard Werner

sobre la orientación por ventanilla, y nada en mi trabajo dice que no deba hacerse. De hecho, personalmente querría más de un plan para que el sector financiero apoye la actividad económica real en lugar del sector FIRE, como lo llamaría Michael Hudson. Así que no tenemos desacuerdo: sería una herramienta adicional útil. Simplemente no puedo hacerlo todo en un solo artículo.

Lucille: Gracias, Nicholas.

#### **Nicholas: monedas regionales y subnacionales**

Nicholas: Gracias, profesor, y gran trabajo, Samuel, al organizar esto. Adoptaré la posición de mi organización, Monetary Diversity. Reunimos a unas sesenta ONG que trabajan en sistemas monetarios alternativos: monedas locales, crédito mutuo, monedas regionales. Desde una perspectiva europea, la política fiscal y la monetaria ya no están en las mismas manos, así que estamos atascados. ¿Habría alguna consideración para implementar una reforma al estilo del Plan de Chicago a nivel nacional o incluso regional, incluida la banca regional?

Michael Kumhof: No estoy seguro de entender la pregunta, porque mi artículo construyó un modelo de una economía nacional implementando el Plan de Chicago, así que esa parte está respondida ahí. ¿Le interesa más el aspecto regional?

Nicholas: Me preguntaba si, para un país como Bélgica, donde estoy, podríamos tener un plan regional que hiciera el mismo proceso pero con monedas regionales, subsidiarias del dinero soberano.

Michael Kumhof: Eso básicamente significa una moneda supranacional, como un mini euro pero en una región más pequeña que la eurozona. Hay ejemplos históricos; se puede pensar en arreglos en Argentina, por ejemplo. No soy un gran admirador; creo que puede volverse muy confuso muy rápido. Para mí, la democracia soberana nacional requiere soberanía, y un aspecto importante de eso es la soberanía monetaria. Su pregunta es realmente sobre el nivel correcto de gobierno en el que deberíamos tener esa soberanía.

Nicholas: Pienso más bien que, en el proceso de democratizar el dinero, donde las entidades supranacionales son rígidas y difíciles de cambiar, puede haber más flexibilidad a nivel subnacional para integrar medidas de este tipo.

Michael Kumhof: Espere un momento: ahora vamos y venimos. Antes resumí su propuesta como un mini euro supranacional, pero ahora va a lo subnacional. Entonces, ¿cuál de los dos es?

Nicholas: Subnacional, sin duda. Piense en un estado de Estados Unidos con un banco estatal y bonos estatales que ponga en marcha un dinero soberano subnacional; soberano en el sentido de que lo emite una entidad política, aunque no al nivel más alto.

Michael Kumhof: ¿Y emitiría dólares estadounidenses o dólares de Kentucky?

Nicholas: Dólares de Kentucky.

Michael Kumhof: Creo que eso es muy problemático y puede volverse muy confuso. Soy muy escéptico, pero no quiero entrar en detalles, porque nunca he investigado eso. Quizá podamos discutirlo más en otra ocasión.

Lucille: Gracias. Ron, has estado esperando.

#### **Ron: grandes tecnológicas, stablecoins y el sistema de pagos**

Ron: Disfruté mucho su charla. El problema político del Plan de Chicago siempre ha sido la oposición de los bancos. En la década de 1930, los bancos y la Reserva Federal tenían básicamente un monopolio del sistema de pagos. Lo que ha cambiado hoy es que Google, Apple y otros quieren entrar. Así que se está convirtiendo en Apple contra JPMorgan Chase por quién opera el sistema de pagos del futuro. En la medida en que JPMorgan pierde cuota del sistema de pagos frente a Apple, eso lo presiona hacia préstamos basados en capital. No garantiza el Plan de Chicago, pero cambia la dinámica. Y también hay estados que quieren emitir stablecoins, lo cual quizá valga la pena incluir en la mezcla.

Michael Kumhof: La pregunta más general —y su última frase lo reveló— es sobre una mayor diversidad que solo los bancos comerciales, ya sean stablecoins o Apple y similares. Me resulta más fácil responder sobre las stablecoins, porque estoy escribiendo ahora mismo un artículo sobre eso, argumentando contra ellas, como podrán imaginar. Esencialmente, creo que las stablecoins son simplemente bancos. En lugar de monetizar crédito privado, aquellas que tienen valores gubernamentales monetizan deuda pública: hacen lo que durante siglos hemos dicho a los bancos centrales que no hagan, porque es inflacionario. Ahora aparece el sector privado y quiere hacer lo mismo. Si las stablecoins son esencialmente bancos cuyos principales activos son seguros en lugar de activos menos seguros, la naturaleza del problema realmente no ha cambiado, a menos que se las regule tan estrictamente que siempre estén respaldadas al cien por ciento y no puedan comportarse como bancos ni arriesgar la estabilidad de todo el sistema. En cuanto a Apple, todavía no sé cómo pensarlo, pero si ofrecen un sistema de pagos, necesitan ofrecer un pasivo que pueda servir como medio de cambio, y la pregunta es cuáles serán sus activos. Si son valores gubernamentales, es simplemente otra marca de stablecoin; si son préstamos, es otra marca de banco. Al final del día, nada de esto supone una diferencia fundamental, mientras que el Plan de Chicago sí, porque entonces sería simplemente el sector público.

Lucille: Jamal ha activado el micrófono. Está en un autobús, así que no hay video. Jamal, haz tu pregunta, luego iremos a Earl, y Michael podrá responder.

#### **Jamal: controles de capital, demurrage y renta de la tierra**

Jamal: Usted ha hablado en otras conferencias sobre la necesidad de controles de capital para implementar el Plan de Chicago a nivel nacional. ¿Podría usarse en su lugar una reforma monetaria como el demurrage para impedir el acaparamiento y la fuga de capitales que podrían ocurrir? Y segundo, relacionado: usted ha investigado con Nicolaus Tideman sobre la recuperación del coronavirus. Si implementamos esta reforma y eliminamos la búsqueda de rentas en la banca, ¿qué impide que la búsqueda de rentas simplemente se intensifique en el sector de recursos naturales, como los bienes raíces?

Michael Kumhof: Sobre la fuga de capitales: no hay una razón fundamental por la que una economía que implemente esta reforma deba sufrir fuga de capitales, porque la economía se volvería más fuerte. Pero si los mercados financieros deciden que es demasiado desconocida y no les gusta, pueden generar flujos de capital en contra. Una economía más pequeña y menos poderosa podría entonces tener problemas y necesitar controles de capital. Así que sería muy deseable que una economía grande y poderosa fuera la primera, diera ejemplo y fuera menos vulnerable. Sobre el demurrage —dinero de Gesell— no quiero entrar ahí. Nunca he visto del todo su sentido, aunque quizá sea porque no he leído lo suficiente. Sobre bienes raíces y renta de la tierra: el trabajo de Michael Hudson deja claro que la renta financiera y la renta de la tierra son altamente complementarias. La renta de la tierra probablemente es mucho mayor que la renta del sector financiero; en mi opinión, alrededor del veinte por ciento del PIB, con valores de la tierra de aproximadamente doscientos cincuenta por ciento del PIB estadounidense, e incluso más altos en algunos países. Renta significa obtener algo por nada: aquí, por sentarse sobre tierra. En trabajos con Nick Tideman he propuesto desplazar la tributación hacia la tierra para eliminar esa forma de renta. Una dificultad es que, bajo el sistema financiero actual, esto reduciría tanto los valores de la tierra que la garantía disponible para los bancos se contraería significativamente, creando problemas para el sector financiero. Ahí es exactamente donde aparece la complementariedad. Si se hace tanto el Plan de Chicago como impuestos más altos sobre la renta, se pueden aumentar los impuestos sobre la renta después de que las rentas hayan dejado de ser la principal garantía para la creación de crédito bancario. De lo contrario hay que desenredar ambas cosas, lo cual es difícil.

Lucille: Earl, adelante.

#### **Earl: Werner, bancos pequeños y greenbacks**

Earl: Respaldo totalmente los comentarios de Michael Hudson, y me impresionó mucho la presentación de Michael, que vi por primera vez hace unos doce años en Chicago. Me atrae la descripción de Richard Werner sobre el control democrático del préstamo: crear dinero nuevo pero asegurarse de que sea para fines productivos, e idealmente para cosas sostenibles, lo que excluiría propósitos como la guerra. Hacer eso bajo control democrático requeriría, por supuesto, restaurar sistemas más democráticos de los que tenemos actualmente, por ejemplo en Estados Unidos, donde estamos dominados por la influencia de multimillonarios. Werner señala que China hace esto, las Sparkassen en Alemania lo hacen, el Banco de Dakota del Norte lo hace. Eso parece una forma más práctica y eficaz de llevar dinero a proyectos locales y productivos que crean empleos y son más descentralizados y democráticamente controlados.

Michael Kumhof: Hay dos aspectos: democracia y bancos pequeños. Sobre los bancos pequeños: compartí escenario con Richard recientemente en Hungría, y no estoy en desacuerdo con que los bancos pequeños pueden ser muy eficaces para llevar crédito donde debería ir. Las Sparkassen y Volksbanken alemanas lo han hecho. Pero siguen fusionándose. He sido cliente de una Volksbank desde la infancia, y se ha fusionado hacia arriba una y otra vez y se está volviendo superregional. Así que los bancos pequeños no son por sí solos una defensa eficaz, porque las presiones van en la dirección contraria. Y en muchos países, como el Reino Unido, no existe tradición de bancos pequeños desde el

principio; crear eso de la nada es una tarea más difícil que el propio Plan de Chicago. Crucialmente, mi propuesta no excluye a los bancos pequeños. Los bancos de crédito podrían ser unos pocos bancos grandes o muchos pequeños; esa es una cuestión de nivel micro, y yo soy macroeconomista. Promover bancos pequeños, orientación por ventanilla, bancos nacionales de desarrollo: todo eso puede injertarse. Es importante en la práctica, pero no resta valor a la propuesta central: pasar de un sistema basado en deuda a un sistema basado en dinero en el corazón del sistema. Con muchas propuestas de reforma monetaria es fácil perderse en esos detalles. Mi enfoque fue la infraestructura macro: lo que hace que el sistema funcione mejor. Una vez que eso esté bien, también podemos hacer todas esas otras cosas. No hay contradicción.

Earl: ¿Qué tiene de malo el programa de Werner? Estoy de acuerdo en que se necesitan bancos grandes para algunos de los préstamos más grandes, pero descentralizar la mayor parte del préstamo cotidiano —crear dinero nuevo para fines productivos, tanto como se necesite, y evitar la inflación porque el préstamo productivo iguala la oferta con la demanda— parece un sistema más fácil de establecer y regular que el plan que ha descrito.

Michael Kumhof: No en un país donde no hay tradición de esos bancos pequeños, porque entonces habría que crear toda la tradición y el microcosmos. Y repito, mi propuesta no excluye a los bancos pequeños: los bancos de crédito podrían ser unos pocos bancos grandes o muchos pequeños. Esa es una cuestión micro, y yo soy macroeconomista. Como ha surgido en varios momentos hoy, hay propuestas auxiliares que podrían adoptarse —promover bancos pequeños, orientación por ventanilla, bancos nacionales de desarrollo— y todas pueden injertarse. Pero nada de eso resta valor a la propuesta central: pasar de un sistema basado en deuda a un sistema basado en dinero. No importa cuántos microbancos hagan la banca de crédito; ese sigue siendo el corazón del asunto. Con muchas propuestas de reforma monetaria es muy fácil perderse en esos detalles. Importan en la práctica, pero mi foco fue la infraestructura macro que hace que el sistema funcione mejor. Luego podemos hacer todas esas otras cosas —orientación por ventanilla, fomento de bancos pequeños, etcétera—. No hay contradicción.

Earl: ¿Su propuesta incluye que un gobierno nacional produzca greenbacks, como bajo Abraham Lincoln: imprimir dinero y gastarlo en la economía para fines productivos?

Michael Kumhof: Podría, pero no es tan simple. No se quiere imprimir dinero para gastar y decir “el cien por ciento de mi gasto se financiará imprimiendo dinero”; esa es una receta para la inestabilidad financiera. En mi propuesta, el banco central fija una tasa de interés que paga sobre el dinero público y una tasa de interés a la que creará dinero público adicional. Al hacerlo obtiene ganancias significativas, porque sus pasivos son mucho más baratos que sus activos, y transfiere esas ganancias al lado fiscal con regularidad. Luego los representantes electos del pueblo deciden qué hacer con ellas: gastarlas en la economía está bien, bajar impuestos como en mi propuesta está bien. Pero esa es una decisión para los representantes electos, no para el banco central.

## Cierre

Samuel: Creo que deberíamos terminar. Estamos cuarenta minutos por encima del tiempo, y estamos enormemente agradecidos, Michael, por quedarte tanto y responder todas las preguntas. Ha sido un verdadero placer tenerte aquí. Y es increíble que alrededor de ciento ochenta personas sigan con nosotros: casi la mitad de la audiencia se quedó tanto tiempo. Terminemos aquí por hoy. Muchas gracias a todos. Esperamos verlos en otro webinar, y enviaremos pronto la grabación. Todavía hay muchas preguntas interesantes en el chat que no pudimos responder; intentaremos abordar al menos algunas por correo electrónico en el futuro.

Michael Kumhof: Espero que puedan hacerlo, porque tengo varios proyectos en marcha.

Samuel: Sí, Michael, lo haremos por ti.

Lucille: En nombre de todos los ciudadanos estadounidenses y norteamericanos presentes, Michael, te damos la bienvenida a los Estados Unidos de América. Lamentamos el estado del país al que decidiste, por la razón que sea, unirse, pero esperamos trabajar juntos para cambiar nuestro sistema monetario por el bien de todos, el bien del planeta y la solidez de nuestras relaciones de intercambio.

Michael Kumhof: Gracias.