

En ekonomi byggd på skuld – finns det en väg ut?

Ett webinarium med Dr. Michael Kumhof, arrangerat av International Movement for Monetary Reform.

Inledning

Samuel: Hej och välkomna. Mitt namn är Samuel och jag kommer från den svenska grenen av International Movement for Monetary Reform. Det är fantastiskt att se så många här. Vi har faktiskt nått över trehundra deltagare, precis som förutspått. Det är mycket glädjande. Vi är samlade från hela världen för detta webinarium: "En ekonomi byggd på skuld – finns det en väg ut?" Den globala skulden nådde nyligen ett historiskt rekord på trehundrafyrtioåtta biljoner dollar. Det är mer än tre gånger så mycket som världsekonomins storlek. Bostadslån, konsumtionslån, företagsskulder och statliga underskott fortsätter att växa i en extraordinär takt. Varför? Det finns en orsak som nästan aldrig diskuteras i dag: pengar själva skapas som skuld.

För er som är helt nya inför detta ämne kommer här en mycket kort förklaring av hur det fungerar. Du går till en bank och tar ett lån på hundratusen dollar. Du har nu en skuld – du har lovat att i framtiden betala hundratusen till banken. Du får också samma belopp insatt på ditt bankkonto. Inget konstigt så långt. Men vänta ett ögonblick. Har du någonsin frågat var pengarna faktiskt kom ifrån? Svaret är att de skapades ur ingenting. Banken lånade dem inte från någon annan för att sedan låna ut dem till dig. Den matade helt enkelt in beloppet i sin dator och – hokus pokus – nya pengar skapades. Det är så nya pengar kommer in i ekonomin i dag: banker skapar pengar genom utlåning.

Dessutom är dessa nya pengar i sig en skuld. De är ett löfte om att betala dig kontanter om du går till en bankomat och tar ut sedlar. Digitala pengar är alltså bara bankens skuld till sina kunder. Det är detta vi använder som betalningsmedel i dag. Ursprungskällan till nästan alla digitala pengar är ett lån, och pengarna själva är en skuld.

Så vad är problemet med all denna skuld? Problemet är att skuldberget fortsätter att växa. Om BNP ökar, ökar inkomsterna. Men penningmängden och de motsvarande skulderna har under lång tid vuxit två till tre gånger snabbare än BNP. Med andra ord växer skuldberget mycket snabbare än människor kan klättra uppför det. Det innebär att de aldrig kommer att nå toppen. Detta är uppenbart inte hållbart. Vad bör vi göra? Finns det en väg ut från detta ständigt växande skuldberg?

För att hjälpa oss att besvara den frågan har tjugotre organisationer som arbetar för en bättre ekonomi bjudit in Dr. Michael Kumhof. Michael är en ledande forskare inom monetär ekonomi och arbetade nyligen som senior forskare vid Bank of England. Han har djup kunskap om pengar, banker och det finansiella systemet, och är särskilt skicklig på att bygga makroekonomiska modeller och simuleringar som hjälper oss att förstå hur olika monetära system fungerar. Han har även arbetat vid Internationella valutafonden, där han utvecklade deras huvudsakliga modell för att simulera världsekonomin. Genom sin rigorösa analys, sina inflytelserika artiklar och sina genomtänkta föreläsningar har han spelat en nyckelroll i att föra skuldfria pengar och monetär reform in i både den akademiska och den offentliga debatten. Det är ett stort nöje att ha dig här, Michael. Vi ser verkligen fram emot ditt föredrag. Kanske kan du börja med att berätta hur du blev engagerad i de här frågorna.

Intervju: Hur Michael kom in på dessa frågor

Michael Kumhof: Tack för den vänliga introduktionen. Historien går tillbaka till ungefär 2006, när jag arbetade på IMF med att bygga deras globala ekonomiska modell. Den var fortfarande under utveckling vid den tiden. Jag började bli mycket orolig över situationen på de amerikanska finansmarknaderna. Jag är tidigare bankman – jag

arbetade med utlåning i fem år på Barclays i Storbritannien, Portugal och Singapore. Jag såg vad som rapporterades om bankpraxis och blev mycket bekymrad, och jag började läsa om monetära frågor och monetär reform vid den tiden. Då var det fortfarande ganska sporadiskt.

Men 2008, när krisen verkligen bröt ut, började jag läsa mer seriöst – ett antal böcker, särskilt sådana som gavs ut omkring den stora depressionen. På den tiden talade de ledande ekonomiska tänkarna i USA alla om det monetära systemet som den centrala orsaken till krisen, och om att det var detta vi behövde åtgärda för att se till att något liknande aldrig skulle hända igen. Det finns en mycket bra bok av Ronnie Phillips som dokumenterar detta.

Vid den tiden debatterades två förslag. Det ena var Chicagoplanen, som förespråkades av majoriteten av de ledande makroekonomerna. Det andra blev Glass-Steagall, som var mindre radikalt och därför mötte mindre motstånd från bank- och finanssektorn. Finanssektorn kunde inte göra särskilt mycket mot den starka reformvågen, så till slut blev Glass-Steagall lag. Och den hjälpte utan tvekan mycket under flera decennier.

Sedan stötte jag på Irving Fishers ”100% Money and the Public Debt” – ett koncentrerat häfte på mindre än femtio sidor där han lade fram sina argument. Det blev omedelbart tydligt att jag, med den verktygslåda jag hade byggt upp vid IMF, kunde försöka modellera hans reformförslag och se vad som skulle hända. Jag arbetade med detta i ett eller två år vid sidan av mina andra arbetsuppgifter och publicerade en artikel 2012 – i en form som jag numera anser var ganska rudimentär, eftersom det fanns vissa modelleringsproblem.

Därefter blev jag inbjuden till många centralbanker. Jag presenterade artikeln på många platser, eftersom detta fortfarande var i kölvattnet av den globala finanskrisen och människor var intresserade av sådana frågor – som de alltid är efter en kris, innan de somnar om igen.

När jag började på Bank of England hade jag några intressanta samtal med Andy Haldane, som då var min chef. Med hans inspiration tittade jag på den närliggande frågan om digitala centralbankspengar, eftersom Bitcoin började bli alltmer framträdande. Den naturliga frågan var: tänk om centralbanker gav ut en elektronisk valuta av det slaget? Jag insåg att det i grunden är en liten kusin till Chicagoplanen – mycket mer blygsam, eftersom den låter bankerna fortsätta göra det de gör i dag, men skapar så kallade smala banker, reservuppbäckade banker, vid sidan av våra nuvarande banker. Och det skulle hjälpa ekonomin.

Artikeln jag publicerade tillsammans med min medförfattare John Barrdear 2016 vid Bank of England myntade akronymen CBDC. Det var startpunkten för en lång litteratur som sedan har vuxit, där alla centralbanker nu bidrar i någon form. Jag hade aldrig kunnat föreställa mig det 2016, men CBDC har blivit en mycket etablerad idé. Det betyder också att Chicagoplanen – en närbesläktad men mycket mer radikal idé – också borde kunna diskuteras, eftersom den visar vad som skulle hända om man tog CBDC till sin logiska slutpunkt, där alla pengar i omlopp är en form av CBDC. Det är historien.

Samuel: Om vi ser på i dag – vad är din drivkraft för att fortsätta bry dig om hur det monetära systemet är organiserat? Varför ska man över huvud taget bry sig om detta?

Michael Kumhof: Vi befinner oss nu i en ännu mer prekär situation. Om vi får ännu en finanskris har vi ännu högre skuldbördor och därmed större skörhet. Jag hoppas att vi inte får någon – men om vi får det finns ett problem. Så farhågorna är egentligen oförändrade.

På ett mer filosofiskt plan är detta en fråga om rättvisa. Det nuvarande monetära systemet, som jag kommer att utveckla i mitt föredrag, är inte rättvist. Det skulle kunna finnas ett mycket bättre monetärt system som tar hand om den vanliga medborgarens behov betydligt bättre än det system vi har i dag. Det gäller både i fråga om den nivå av ekonomisk aktivitet vi skulle kunna uppnå och i fråga om kriser – som kan vara extremt smärtsamma för många människor, vilket 2008 var. Om nästa kris kommer kommer vi återigen att möta mycket smärta och stress. Jag skulle hävda att det inte är nödvändigt. Rättvisa är därför motivationen på den högsta nivån.

Men ekonomer brukar rynka på näsan åt begrepp som rättvisa – jag håller inte med om det, men man behöver inte ens gå dit. Man kan helt enkelt fråga: skulle vi kunna ha högre produktion och mindre volatilitet under detta system? Svaret är ja. För en ekonom är det ett värde i sig. Vi behöver inte tala om rättvisa.

Samuel: Det är intressant för den bredare publiken att höra de andra skälen till varför vi bryr oss om det monetära systemet – det handlar också om bredare värden, inte bara om ekonomi. Tack. Låt oss fortsätta med din presentation. Vi har redan använt femtio minuter, så låt oss gå rakt på sak.

Presentation: Chicagoplanens alternativ

Michael Kumhof: Mitt tema var ”En ekonomi byggd på skuld?” – med ett frågetecken – och sedan Chicagoplanen. Normalt skulle jag ha en disclaimer här, men jag behöver den inte längre, eftersom jag inte längre arbetar för Bank of England sedan ungefär en och en halv månad tillbaka. På 1930-talet var Chicagoplanen resultatet av en djupgående debatt om hur man skulle göra det finansiella systemet säkrare i depressionens kölvatten. På många sätt var den debatten mer fundamental och djupare än den som följde efter 2008 års kris – vilket är anmärkningsvärt när man tänker på det. Reformen stöddes av Irving Fisher, Henry Simons, Frank Knight och – för ekonomerna bland er – Milton Friedman, som kom ett eller två decennier senare. Dessa var sin tids ledande gestalter och grundarna av den fria marknadens Chicago School of Economics. Men de såg kontrollen över pengar som en förutsättning för fria marknader och industri, vilket var det de brydde sig om. De ursprungliga frimarknadsförespråkarna skulle alltså ha ställt sig bakom de idéer jag presenterar i dag, även om dagens frimarknadsförespråkare i stor utsträckning inte skulle göra det.

I korthet föreslog Chicagoplanen att bankernas monetära funktion och kreditfunktion skulle separeras. Man skulle inrätta penningbanker, vars insättningar måste vara till hundra procent uppbackade av offentliga pengar. Man skulle också kunna konfigurera detta som att människor direkt håller insättningskonton hos centralbanken, med en penningbank som mellanhand. Och man skulle ha kreditbanker, som finansierar krediter till dem som behöver dem – men inte genom ex nihilo-skapande av privata pengar ur ingenting – utan endast genom vidareutlåning av redan existerande offentliga pengar. Låt mig först förklara dagens banker.

Att förstå dagens banker

Bankerna som helhet förmedlar inte redan existerande utlåningsbara medel. Teorin om ”loanable funds”, utlåningsbara medel, som dominerar mycket av den akademiska litteraturen, är fullständigt nonsens, eftersom det inte finns några utlåningsbara medel. Det viktiga är att tänka på banksystemet som helhet, inte på en enskild bank. Jag kan skriva en check på mitt konto och sätta in den i en annan bank, och det ser ut som att den banken fick en insättning. Men banksystemet som helhet gjorde det inte – jag har bara flyttat min insättning. Om man konsoliderar alla banker till en finansiell sektor har ingenting förändrats. Och det är detta som spelar roll på makroekonomisk nivå.

Bankerna som helhet tar inte heller emot insättningar från icke-banker. De skapar insättningar i utlåningsakten – som Samuel förklarade i början. Detta har två konsekvenser. För det första, för effektivitet, eller nivån på BNP och välfärd: adekvat penningsskapande måste lasta ekonomin med skuld. Man kan inte skapa pengar om man inte också skapar skuld. Kontanter är fortfarande en skuldfri form av pengar, men de utgör bara omkring tre procent av penningmängden. De övriga nittiosju procenten är banksättningar, som endast kan skapas genom skuld.

För det andra, för volatiliteten – fluktuationerna i BNP och real ekonomisk aktivitet. Det nuvarande systemet innebär att banker snabbt kan starta en utlåningsboom genom att i praktiken elektroniskt trycka pengar på en dator. Och det kan lika snabbt starta en utlåningskrasch.

Chicagoplanen skulle ändra detta. Merparten av offentlig och privat skuld skulle ersättas av offentliga pengar, så skulden i hela ekonomin skulle minska kraftigt. Kreditbanker skulle endast kunna förmedla suveräna pengar

– de skulle bli intermediärer för suveräna pengar, vilket tidigare inte existerade förutom som kontanter. Och banker skulle inte längre kunna skapa privata, skuldbaserade pengar på sina datorer.

Låt mig först visa det befintliga banksystemet. Diagrammet överst är en balansräkning – tillgångar till vänster, skulder och eget kapital till höger.

Hur bankverksamhet faktiskt fungerar

Detta är den ”Mickey Mouse”-modell av bankverksamhet som många använder: spararen sätter in pengar i banken, banken tar dem och lånar ut dem till någon annan. På makroekonomisk nivå är detta helt fel. Här är ett exempel. Om jag håller ett föredrag och någon betalar mig tusen dollar med check, sätter jag in den i min bank. I samma ögonblick som banken tar emot checken ökar den min insättning, men den får också en fordran på den bank som checken drogs på, för att inkassera de underliggande medlen. Min bank får reserver – centralbanksreserver, som banker håller hos centralbanken för att reglera saldon sinsemellan. Min banks insättningar ökar, den andra bankens insättningar minskar, och banksystemet som helhet har inte förändrats alls.

Detta kan alltså inte vara vad människor menar när de beskriver den övre modellen. Som jag visar i andra artiklar fungerar den bara om människor bokstavligen tar varor – vete eller prylar – till banken och lämnar dem på gårdsplanen för banken att låna ut. Jag arbetade i bank i fem år och såg aldrig att det hände.

Så hur ökar aggregerade insättningar faktiskt? Det visas längst ned – det jag har kallat ”finansiering genom penningkapande”. I det fallet finns ingen sparare och ingen låntagare. Det finns en person eller enhet som går till banken och får både ett lån och en insättning samtidigt, precis som Samuel visade i början. De låter insättningen cirkulera, men den kan också komma tillbaka – ett företag betalar sina arbetare, som sedan spenderar på företagets varor, vilket återför insättningen till företaget. Det är så ytterligare insättningspengar kan skapas – genom lån, och även genom köp av värdepapper, även om det kvantitativt är mycket mindre betydelsefullt.

Jag gick så långt in på detta eftersom reformatörerna på 1930-talet, med Irving Fisher främst bland dem, förstod detta mycket väl. Om detta sker i för stor omfattning – om en bank beslutar att ekonomin kommer att booma och skapar många ytterligare insättningar – finns det inget som begränsar den förutom dess egen uppfattning om huruvida detta kommer att vara lönsamt och säkert. Och den uppfattningen är inte alltid korrekt. Då får man en utlåningsboom.

Om den övre modellen vore sann skulle banken alltid behöva se sig över axeln och fråga sig om en sparare skulle lita på den med sina pengar innan den lånade ut dem vidare. Men det är inte vad som händer. Banken behöver bara vara säker, enligt sin egen bedömning, på att utlåningen kommer att vara säker och lönsam.

Modellering av Chicagoplanen

Nu till Chicagoplanen. Jag är ekonomisk modellbyggare – Chicagoplanmodellen har omkring tvåhundra ekvationer. Det är mitt hantverk. För i dag har jag skalat bort nästan allt för att presentera detta enkelt, men det finns en trovärdig ekonomisk modell under ytan. Jag har utelämnat nästan all matematik som ligger till grund för den fullständiga modellen, förutom balansräkningar och budgetrestriktioner. Och dem utelämnar jag inte, eftersom man inte verkligen kan diskutera Chicagoplanen, eller någon monetär reform, utan att vara mycket precis med vad som händer med balansräkningar och budgetar. Så om ni vill ta detta på allvar, studera redovisning – mycket av detta handlar om redovisning, och det går inte att komma runt. Annars slutar man med att göra vidlyftiga påståenden om vad skuldfria pengar skulle kunna åstadkomma, utan stöd i balansräkningarna eller budgetrestriktionerna.

I denna modell har hushållen preferenser över konsumtion och arbetade timmar – deras arbetsutbud. Produktionen skapas med hjälp av kapital och arbete. Insättningar och banker är oundgängliga för real ekonomisk

aktivitet: för att konsumera, investera eller betala arbetare behöver man insättningar, annars stannar allt. Banker skapar dessa insättningar genom att bevilja lån, med säkerheter för att garantera återbetalning.

Sedan finns budgetrestriktionen. För ett hushåll är insättningar minus lån lika med bruttoinkomst minus bruttoutgifter. Bruttoinkomst minus bruttoutgifter är det som populärt kallas sparande – och sparande är ett fysiskt begrepp. Min bruttoinkomst kommer från att gå ut och arbeta och få betalt; bruttoutgifter är att gå till butiken och köpa produkter. Skillnaden är sparande. Insättningar är däremot inte fysiska – de är finansiella. De kan skapas i liggare på balansräkningar, numera helt på datorer. De insättningar som människor behöver för att betala varandra kan alltså skapas av banken genom lån. Den förmögenhet ett hushåll kan ackumulera genom sparande är skillnaden mellan insättningar och lån. Insättningar är bruttoförmögenhet; insättningar minus lån är nettoförmögenhet. Om ett hushåll eller företag vill ha fler insättningar kan det få dem genom att ta på sig fler lån. Om båda posterna på vänstersidan förändras med en miljon behöver ingenting förändras på högersidan – men personen har nu en miljon mer i insättningar att spendera. Sparandet i sig kan inte öka insättningarna, som jag förklarade med mitt föreläsningsarvode: personen som betalar mig dissparar, och ingenting förändras aggregerat.

För banker är balansräkningen: lån plus statsobligationer är lika med insättningar plus nettoförmögenhet. I vissa länder är statsobligationer mycket viktiga – i Ungern, till exempel, utgör statsobligationer och centralbanksreserver nästan hälften av bankernas totala balansräkningar. I USA är det mycket mindre, eftersom de flesta statsobligationer hålls av andra finansiella institutioner, inte av affärsbanker. På skuldsidan har jag slagit samman transaktionskonton, tidsbundna insättningar och sparkonton till ett aggregat, eftersom frågan här är förståelse, inte att modellera varje skrymsle och vrå. Jag kräver att banker håller kapital så att de inte bryter mot Baselreglerna för kapitaltäckning, och de sätter optimalt spreadar mellan grossistutlåningsräntor och styrräntan – den ränta man läser om i tidningen, som sätts av Fed eller er egen centralbank. Banker för inlåning till allmänheten har marknadsmakt över insättare och kan därför sätta inlåningsräntan under styrräntan. Hushållen accepterar mycket låg, till och med noll, ränta, eftersom de utan insättningar inte kan konsumera eller investera och företag inte kan betala arbetare. Bankerna erbjuder dem en väg ut ur detta dilemma – och en fördel bankerna får är att kunna betala lägre ränta. Banker för utlåning till allmänheten, på tillgångssidan, behöver kompenseras för risken för låntagares fallissemang. Det är här banker genuint tillför värde. Som bankman övervakade jag kunders investeringsprojekt; även om detta i första hand är företagets ansvar kan en bankman tillföra värde med branschkunskap och omdöme och hjälpa till att göra det till ett bra lån och en bra investering. Det finns också en klass av obligationsinvestorer som arbitrerar mellan statsobligationer och bankernas grossistinsättningar – det behöver vi inte uppehålla oss vid.

Nu, penning- och finanspolitik i det nuvarande systemet. Penningpolitiken är den ränta centralbanken betalar på reserver, och den stiger med förväntad inflation: om centralbanken prognostiserar inflation en procentenhet över målet tenderar den att höja räntan med minst en och en halv procentenhet för att få inflationen under kontroll igen. Finanspolitiken följer en underskottsregel: underskotten ökar när ekonomin är svag, så finanspolitiken stimulerar genom underskott. Tänk på automatiska stabilisatorer – arbetslöshetsersättning och vissa transfereringar som ökar när ekonomin är i en nedgång och hjälper till att stabilisera den automatiskt.

Nu, efter Chicagoplanen. Det centrala att betona är att jag antar att hushållens preferenser, produktionsfunktioner, teknologi och bankbeteende inte förändras. Inte ens siffrorna på viktiga parametrar förändras. Den enda förändringen är att bankinsättningar måste motsvara reserver hos centralbanken – insättningar måste backas av reserver. Hur detta sker i praktiken kräver balansräkningsmekanik, vilket vi ska diskutera.

Detta är det sluttillstånd som Chicagoplanen kräver. Kreditbankerna har då lån lika med statskredit – ett lån från den offentliga sektorn till banken – plus nettoförmögenhet. Man skulle också kunna göra privata insättningar till en huvudsaklig finansieringskälla för kreditbanker. Kreditbanker finansierar sig alltså genom en kombination av sitt eget nettoförmögenhet, aktieägare eller privata insättningar – som inte längre kan skapas ur ingenting – och en liten del statskredit som kan injiceras när det behövs. Dagens banker kan öka insättningarna helt enkelt genom att öka lånen – en bokföringspost på en dator; ingen behöver sätta in något. Under planen är det inte

längre sant. Människor skulle behöva ta insättningar från penningbankerna till kreditbankerna för att få en privat insättning, som inte längre är pengar utan en investering – troligen med bättre ränta, men med högre risk. Kreditbanken lockar till sig dessa insättningar enbart för att låna ut dem; pengarna cirkulerar sedan genom kreditbankerna. De måste attraheras och sedan lånas ut, snarare än skapas genom att lånas ut. Det är den avgörande skillnaden.

Penningpolitiken i denna värld har tre spakar i stället för en. Den första är räntan på reserver – styrräntan som stiger med inflationen och som bör vara mycket aggressiv. Den andra är ny: räntan som betalas på offentliga pengar. Jag finner att det är optimalt att hålla den vid en fast spread under styrräntan. Om man vill kan man sätta den till noll och behandla den som kontanter. Vissa anser att offentliga pengar inte bör bära ränta, men ränta som betalas av den offentliga sektorn till dess medborgare är något helt annat än ränta som tjänas inom banksystemet. Den tredje är räntan på offentlig kredit – den ränta till vilken centralbanken eller finansdepartementet är villigt att trycka ytterligare pengar för att tillgodose bankernas efterfrågan på kredit. Här kan man vara aggressiv: om banker vill starta en utlåningsboom kan man dämpa den genom att ta ut en högre ränta. Som jag kommer att visa är det mycket effektivt.

Övergången och dess fördelar

Nu till Chicagoplanens sex fördelar. Fisher identifierade fyra i ”100% Money and the Public Debt”; i vårt eget arbete identifierade vi två till. Den första är en dramatisk minskning av offentlig och privat skuld. Här är övergången. Det gula området överst är den amerikanska banksektorn före övergången; de vita områdena avser övergången; det gröna är där vi hamnar efteråt. Av pedagogiska skäl antar jag att det sker över en natt, eftersom inget av detta kräver sparande – allt är balansräkningsmekanik. Det skulle också kunna ta tid. Siffrorna är ungefär i procent av BNP. Det finns insättningar på 148 procent av BNP, eget kapital på 17 procent, investeringslån på 50 procent och övriga lån – bolån, konsumtionslån, rörelsekapital – på ytterligare hundra. Banker håller också vissa statsobligationer.

Chicagoplanen säger: banker, ni har dessa insättningar, och nu måste ni backa dem med offentliga pengar. Eftersom dessa offentliga pengar inte finns kommer jag att skapa dem ur tomma intet – precis som ni skapade era insättningar ur tomma intet under de senaste tvåhundra åren. Jag kommer att skapa reserver för att backa era insättningar mot en skuldförbindelse – en IOU från bankerna till centralbanken eller finansdepartementet, eftersom bankerna inte får dessa reserver gratis. För enkelhets skull, låt oss säga att det är finansdepartementet, även om det skulle kunna vara centralbanken.

Sedan arrangerar man om saker och delar upp institutionen i penningbanker och kreditbanker. Penningbankerna är enkla: insättningar uppbackade av reserver. De behöver inte hålla eget kapital, eftersom insättningarna är säkra genom konstruktion – centralbanken kan inte fallera på reserver, eftersom den alltid kan skapa mer. Kreditbankerna ärver alla andra poster: bankkapital, statskredit och de olika lånen på tillgångssidan. De har nu huvudsakligen statskredit – IOU:n till finansdepartementet – på skuldsidan.

Nu är nästa del ett antagande – det måste inte göras på detta sätt. En del av statskrediten öronmärks för att lösa in statsobligationer när de förfaller. Eftersom statskredit är en tillgång för den offentliga sektorn och statsobligationen är en skuld kan de kvittas mot varandra.

Därefter kommer en stor medborgarutdelning. Finansdepartementet har nu ett enormt konto i banksystemet – något i stil med tjugofem biljoner dollar, faktiskt mer som trettio biljoner nu. Det säger: tjugofem biljoner av detta ger jag till mina medborgare, per capita, lika – varje man, kvinna och barn får samma belopp. I detta exempel är det exakt hundra procent av BNP. Människor får medborgarkonton som de kan använda för att kvitta mot sina lån. Det är mer meningsfullt att återbetala än att sitta på kontot, eftersom räntan på skulden är högre än vad de skulle tjäna på kontot. Staten har alltså delat sin vinst – statskrediten – med medborgarna. Det är därför både offentlig och privat skuld faller.

Jag antar att den primära användningen av dessa balansräkningsvinster är balansräkningsreparation, både för den offentliga och den privata sektorn – inte utgifter och inte skattesänkningar. De enda utgifterna och skattesänkningarna kommer senare, på hållbar basis, genom lägre räntekostnader. Man måste vara försiktig, eftersom vinsten är begränsad – detta är inte julafton. Man kan inte göra allt med en monetär reform. Men man kan använda den för en kombination av ytterligare utgifter, lägre skatter och balansräkningsreparation. Här går den privata skulden från 150 procent av BNP till 50 procent – en mycket betydande förbättring.

Nu till statens balansräkning – gult före övergången, grönt efter övergången. Staten publicerar faktiskt inte en balansräkning på detta sätt, men vi vet att dess skuldförbindelser är 75 procent av BNP i denna kalibrering. Skapandet av statskredit mot reserver är baksidan av det vi såg i bankernas balansräkningar, och en del statsskuld återbetalas mot statskredit – här går statsskulden från 75 till 60. Medborgarutdelningen är en minskning av statskredit tillsammans med en minskning av nettoeget kapital.

Här behöver jag förklara något. Jag skrev en artikel tillsammans med några framstående rättsvetare som visade att reserver av offentliga pengar – inklusive kontanter, de reserver som skapas här och reserver som skapas vid CBDC-utgivning – inte är en skuld för den konsoliderade staten. De är inte heller strikt samma sak som företags eget kapital, men utifrån olika juridiska kategorier liknar centralbankspengar mycket mer eget kapital än skuld. Vi kallar det socialt eget kapital, eftersom det delas av alla, med centralbanken som allas agent för att skapa det.

Så den offentliga nettoskulden går från 75 procent av BNP till 27 procent – statsskuld minus statskredit. Och eget kapital går från noll till 48 procent, eftersom staten inte betalar ut allt; vi har medborgarutdelningen. Under dessa specifika antaganden är alltså en mycket starkare offentlig och privat balansräkning – balansräkningsreparation – en primär användning av vinsterna från Chicagoplanen.

Bankrusningar och kreditykler

Nästa fördel är ett fullständigt avskaffande av bankrusningar. Detta var centralt för Irving Fisher. Under planen är pengar helt säkra genom konstruktion: insättningar backas av reserver, utan lån på tillgångssidan. Därför bestämmer inte mängden och kvaliteten på privat skuld mängden eller kvaliteten på pengar, och den privata skuldens utveckling påverkar dem inte. Pengarna är helt säkra, åtminstone nominellt.

Kan man fortfarande få en rusning mot kreditsystemet? Ja, det kan man. Men om det skedde skulle betalningssystemet förbli hundraprocentigt säkert. I dag oroar vi oss för rusningar eftersom kreditsystemet och betalningssystemet är tätt sammanlänkade – om kreditsystemet faller gör betalningssystemet det också, och då kan företag inte betala sina arbetare, och vi får verkliga problem. Här separeras de två. Dessutom, med statskredit som marginell finansieringskälla och reglering som säkerställer att privat finansiering endast är långfristig eller eget kapital, blir rusningar mycket mindre sannolika. Larry Kotlikoff föreslog faktiskt 2012 att finansieringen skulle vara eget kapital, vilket skulle göra kreditbanker till något i stil med kreditfonder. Om de gör många dåliga lån är det som en börskrasch – inte trevligt, men inte samma sak som en finanskris där hela betalningssystemet dras med.

Nästa fördel är mycket bättre kontroll över kreditykler. Bankernas penningkapande privilegium är en viktig källa till kreditykler. Banker möter i dag aldrig lånefinansieringsrisk, bara insättningsrefinansieringsrisk, eftersom en bank vet att den alltid kan finansiera ett lån genom att skapa en insättning. Den enda risken är att insättningen flyttas till en annan bank. Så även om banksystemet som helhet inte är i trubbel kan en enskild bank vara det – och mikroproblem kan snöbolla till makroproblem om systemet inte är säkert. Eftersom banker inte möter lånefinansieringsrisk kan de finansiera lånebeslut på en dator. Och staten garanterar insättningar, uttryckligen eller underförstått, eftersom betalningssystemet är beroende av deras trovärdighet. Insättare bryr sig därför inte särskilt mycket om risk – du och jag analyserar inte vår banks årsredovisning, eftersom vi antar att regelverket står bakom den.

Under Chicagoplanen avskaffas detta skapandeprivilegium. Intermediära banker måste övertyga investerare att sätta in pengar genom att vara säkra och erbjuda god avkastning. Insättningsgaranti kan tas bort, eftersom det i gränsfallet liknar en aktiemarknadsinvestering – och aktiemarknaden garanteras inte av någon motsvarighet till FDIC. Jag skulle alltså vara mer försiktig med att investera i en bank, vilket gör det mindre sannolikt att banken startar en kreditcykel – även om det inte utesluter det helt. Dessutom kontrollerar politiken nu tre verktyg i stället för ett: räntan på reserver, på offentliga pengar och – viktigast – på statskredit.

Här är en simulering av en boom-bust-cykel på kreditmarknaden. Den horisontella axeln är kvartal, så trettiotvå kvartal är åtta år. Chocken börjar i period åtta: under tolv kvartal lånar bankerna ut mer och mer, skapar pengar och ökar BNP. Sedan, i det trettonde kvartalet, blir de rädda, skär drastiskt ned krediten och ekonomin kraschar. De röda linjerna är modellen före Chicagoplanen; de svarta linjerna är Chicagoplanmodellen. Titta längst upp till vänster: BNP är mycket mer volatil i dagens ekonomi för en identisk chock. I den andra raden finns styrräntorna. I dagens ekonomi skulle den reala styrräntan stiga med nästan två och en halv procentenhet för att hantera boomens inflation, och sedan falla efter kraschen. Under planen behöver den räntan knappt förändras. I stället förändras räntan på offentlig kredit – med bara ungefär hälften så mycket – och det räcker för att avskräcka bankerna från att ge ut så mycket kredit. Chocken finns fortfarande där, och bankerna är fortfarande optimistiska, men nu kostar det dem mycket mer att få marginalfinansiering från centralbanken, så de lånar ut mindre. Det ligger bakom den mycket lägre volatiliteten i BNP.

Stora produktionsvinster

Nästa fördel är stora produktionsvinster, av tre skäl: lägre realräntor på grund av lägre skuld, lägre skatter på grund av finanspolitiska förbättringar och rikligare likviditet. Jag fokuserar främst på de första två.

Det här diagrammet ser rörigt ut, men det är bara en översiktssimulering: vi börjar i dagens ekonomi till vänster, och på mycket lång sikt – de röda prickade linjerna – når vi en ny jämvikt, vilket tar lång tid. Den horisontella axeln är hundra kvartal, eller tjugofem år. Det tar lång tid eftersom detta nästan är en strukturell reform: skatter förändras, realräntor förändras och kapitalackumulation förändras, vilket tar tid att slå igenom i kapitalstocken.

Om vi zoomar in: det sker en stor minskning av den offentliga nettoskulden. Bruttoskulden går från 75 till 60 procent. Offentlig kredit – nettostatskredit – går från noll till omkring 48 procent. Den offentliga nettoskulden, bruttoskuld minus offentlig kredit, går till 27 procent. Det är väl empiriskt etablerat att när skuldsättningen minskar, även för den offentliga sektorn, sjunker räntan på återstående skuld. Därför går styrräntan från omkring 3 procent till ungefär 220–230 baspunkter på lång sikt, efter vissa kortsiktiga svängningar kopplade till reformens inflationseffekter. Lägre skuld innebär lägre risk, vilket innebär lägre realräntor, vilket innebär större kapitalackumulation, vilket stimulerar ökat arbetsutbud och högre ekonomisk välfärd.

Staten betalar också mycket mindre på sin skuld och får seigniorageintäkter från penningskapande. Den finanspolitiska situationen förbättras alltså, eftersom finansiering blir mycket billigare över hela linjen. Jag antar att besparingen används till lägre skatter på arbete, kapital och konsumtion. Som varje företagare kommer att säga er avskräcker en skatt på kapital kapitalackumulation, och en skatt på arbete avskräcker arbetsutbud. Jag brukade tro, som urban liberal, att detta bara var teori – men det är det inte. Notera dock siffrorna: skatten på arbete går från 25 procent till omkring 19 procent på lång sikt – inte till noll. Denna reform är inte julafton. En stor del av de initiala vinsterna gick till balansräkningsreparation, och jag använder bara de hållbara förbättringarna från lägre räntor till att sänka skatter. Vinsten är ändlig. Detta betonar vikten av att studera inte bara balansräkningar utan också budgetrestriktionen. Skuldfria pengar är fördelaktiga, men inte utan gränser, och det finns avvägningar: ska jag spendera mer, sänka skatter eller reparera balansräkningar, och i vilka proportioner?

Slutligen, högre produktion: BNP ökar med omkring fem procent på kort sikt, relativt trend, och nästan sju procent på mycket lång sikt. Jag får ofta en kommentar från ekonomer: ”Dessa resultat är osannolikt stora. Jag tycker inte om det, så det måste vara något fel på din metod.” Det är ekonomisk vetenskap för er. Den enda

vetenskapliga invändningen vore att säga att metoden är fel av specifika skäl. Man kan inte säga att metoden måste vara fel därför att resultaten är för stora. Vi använde helt standardiserad metodik. Om du inte håller med, säg vad jag ska ändra, så kan jag göra det. Jag skulle kunna göra vissa ändringar som skulle minska vinsterna till kanske tio procent – men det är fortfarande enormt. Och detta handlar inte ens om kriser och risk – det handlar om ekonomiskt välbefinnande i en ny jämvikt, när allt går lugnt.

Svar på kritik

Genom åren har jag fått olika invändningar mot Chicagoplanen. När jag nyligen var i Ungern sade jag till publiken: om någon kommer med en ny invändning får de ett pris. Jag upprepar det i dag – ni får ett pris för en ny kritik, eftersom den här artikeln har funnits i fjorton år och jag tror att jag har sett dem alla.

Samuel: Det vore bra att lämna lite tid för frågor snart. Kanske ta de viktigaste invändningarna.

Michael Kumhof: Först: "Var finns marknadsmisslyckandet?" En högt uppsatt Fed-tjänsteman frågade mig detta. Tanken är: om det inte är trasigt, laga det inte. Det finns två motargument. För det första rent-seeking – att få något för ingenting. Banker tjänar skillnaden mellan den riskfria räntan och den mycket låga ränta de betalar på insättningar. Det beror delvis på att de håller en diversifierad låneportfölj, men i betydande utsträckning beror det på garantier och stöd från den offentliga sektorn. Det finns en omfattande ekonomisk litteratur om detta. Det är ett marknadsmisslyckande. För det andra ökande skalavkastning. Penningkapande kräver förtroende, och ju större och mer solid institutionen är, desto mer förtroende skapar den. Ta hela staten och samhället, så når man maximal skala och maximalt förtroende. Som kontrast kan förtroendet i en institution av Silicon Valley Banks storlek försvinna mycket snabbt, som vi alla såg.

En annan invändning: penningersättningar kan förhindra monetär kontroll. Jag har en lång lista med motåtgärder i artikeln; det beror bara på hur radikal man vill vara. Och man vill inte ens kontrollera mängden offentliga pengar – man vill kontrollera räntan på dem.

En annan: löptidstransformation. Banker är bra på att omvandla kortfristiga skulder till långfristiga tillgångar. Men poängen med löptidstransformation är löptiden, inte transformationen. Om man kan uppnå dessa löptidsprofiler utan transformationen – vilket är exakt vad Chicagoplanen gör – så glöm transformationen. Man har löptiden. Var nöjd.

Den mest populära invändningen: för mycket pengar, vilket leder till inflation. Tanken är att om den offentliga sektorn får penningkapandeprivilegiet kan den skapa för mycket. Det finns ingen anledning att förvänta sig inflation, av tre skälgrupper. I monetär teori bestäms inflation av de relativa mängderna varor och pengar i privata händer. För mycket pengar som jagar för få varor orsakar inflation. Under Chicagoplanen förblir mängden pengar i privata händer nästan helt oförändrad – det som förändras är pengarnas natur, från skuldbaserade till uppbackade av offentliga reserver. Och jag försöker inte ens kontrollera mängden pengar. Jag kontrollerar räntan på dem och låter den privata sektorn avgöra hur mycket pengar den vill ha vid den räntan. Genom konstruktionen uppstår alltså ingen inflation från penningkapande, eftersom pengarna är endogena vid den ränta som den offentliga sektorn sätter. Samma personer säger ibland också att det skulle bli för lite pengar för småföretag. Som artikeln visar, baserat på vad som händer med räntorna, förväntar jag mig motsatsen.

En sista invändning: att staten skulle ingripa i kreditallokeringen. Men under detta system skulle staten inte kontrollera mängden kredit, och inte heller dess allokering – det lämnas till privata banker. Den skulle bara påverka priset på kredit. Och att påverka priset på kredit är redan ett av penningpolitikens mål i dag. Jag hävdar bara att man skulle kunna göra det mycket mer effektivt under Chicagoplanen.

Så det är mina slutsatser. Jag kan avsluta på två minuter, Samuel, eller så kan vi gå till frågor.

Samuel: Låt mig göra en trettiosekunders sammanfattning för dem som är nyare inför ämnet. Chicagoplanen härstammar från 1930-talet. Idén är att separera pengar och kredit, så att vi kan skapa nya pengar utan att människor måste skuldsätta sig för att penningmängden ska växa. Michael byggde en matematisk modell – en

simulering av den nuvarande ekonomin – och ändrade sedan bara en sak: han implementerade Chicagoplanen, separationen mellan pengar och kredit. Resultatet blev flera positiva vinster för ekonomin. Du skrev den här artikeln för tretton år sedan men gjorde också en uppdaterad version för ungefär två år sedan. Kan du kort säga varför, och vad som är annorlunda?

Michael Kumhof: Min CBDC-artikel från 2016, och andra efter den, lärde mig mycket, liksom fler artiklar om bankers penningsskapande. En del av den ursprungliga artikeln från 2012 var inte helt perfekt. Delen om övergången och dess fördelar förändrades inte mycket. Det som förändrades betydligt är delen om att hantera cykler med hjälp av olika räntor – den är mycket bättre och mer sammanhängande nu. Den lyfter fram något viktigt. Många tycker om att tänka på suveräna pengar i termer av att centralbanken kontrollerar mängden. Jag anser att det kan vara en skadlig idé, eftersom om man kontrollerar mängden snarare än priset riskerar man att hamna fel – skapa för mycket eller för lite, vilket är inflationärt eller deflationärt. Sätt i stället bara räntan du betalar på offentliga pengar och den ränta till vilken du är villig att låna ut ytterligare offentliga pengar om kreditbanker vill låna ut mer. Låt sedan den privata sektorn reda ut hur mycket pengar den vill hålla, så att mängden blir endogen. Utbud och efterfrågan på pengar jämnas automatiskt ut under detta system, men inte om man försöker kontrollera mängden suveräna pengar snarare än dess ränta. Det kom fram mycket tydligare i 2024 års artikel än i 2012 års. Den nyare artikeln är också kortare och utelämnar mycket av historien, eftersom den riktar sig mer till en akademisk publik.

Publikfrågor och diskussion

Diane – Det amerikanska systemet och en nationalbank

Diane: Jag kommer från den tradition som historiskt kallas det amerikanska systemet. En nationalbank kan vara en enorm del av att bygga en nations fysiska ekonomi – som i USA:s tidiga historia och i Kina i dag, med massiv, snabb fysisk utveckling. Om man ger kredit för produktiva ändamål kan man skapa enorm sysselsättning genom att bygga vattenprojekt, energiprojekt och så vidare. Det råder ingen brist på sådana nödvändiga projekt. Jag har aldrig varit på detta format tidigare – kanske är ni alla privatkapare, jag vet inte. Men för mig är det du beskriver inte konstitutionellt. Jag förstår allt utom delen om ”inte konstitutionellt”: vår konstitution uttrycker principer om befolkningens välfärd, och det bästa sättet att stödja den är att ge långfristig kredit till låg ränta för produktivt arbete.

Michael Kumhof: Jag håller inte med om att något av det du sade är fel. Det jag beskrev är definitivt inte antikonstitutionellt – men man skulle kunna komplettera det. Man skulle kunna lägga till en offentlig bank eller nationalbank som får statskredit och gör de investeringar du beskriver. Jag kallar det statskredit, men man skulle kunna kalla det centralbankskredit – centralbanken kommer att vara ett annat slags djur i denna värld. Den skulle kunna utfärda stadgar för en institution som gör dessa investeringar. Och jag håller helt med om att de fördelar jag betonade – sjutton procent av produktionen relativt trend – kraftigt underskattar de faktiska fördelarna, eftersom många aktiviteter med karaktär av kollektiva nyttigheter skulle kunna finansieras men inte finansieras i dag. Så jag tror inte att vi är oense. Man skulle ha ytterligare statskredit eller centralbankskredit för att finansiera institutioner som lånar ut till sektorer i den reala ekonomin som specifikt förbättrar produktiviteten. Personligen anser jag inte att det bör vara centralbanken – centralbanken bör ägna sig åt monetära frågor, inte vara en utlåningsinstitution. Men man skulle lätt kunna skapa en nationell utvecklingsbank för detta. Det är ingen motsättning; det skulle kunna vara en kompletterande aspekt av det jag föreslår. I mycket av mitt arbete måste jag tala med centralbanker och akademiska ekonomer, så jag försöker att inte gå för långt utanför ämnet – men i bakhuvudet finns något mycket likt det du beskrev. Jag har bara sympati för det amerikanska systemet inom politisk ekonomi. Jag avbröt dig inte eftersom jag trodde att delar av publiken kanske inte visste vad det var, men jag tycker att det finns utmärkta idéer där.

Diane: Jag tycker bara att det finns en enorm skillnad mellan en centralbank och en nationalbank. På många sätt skiljer det oss från dem vi utkämpade den amerikanska revolutionen mot.

Michael Kumhof: Det finns en semantisk svårighet här, eftersom denna nya centralbank inte längre skulle vara den typ av centralbank vi har i dag. Man kanske vill kalla den en nationalbank, eller inte – men jag vill inte fastna i semantik.

Lucille: Tack, Diane. Låt oss gå vidare. Jeff, vill du slå på mikrofonen?

Jeff Eder – Avveckling och bankpengar

Jeff: När centralbanken genomför avveckling i slutet av arbetsdagen med andra finansiella institutioner och staten, möjliggör detta att bankpengar flyttas från en institution till en annan?

Michael Kumhof: Ja. Med mitt tidigare checkexempel: om jag sätter in en check på tusen dollar i min bank, Bank B, och den är dragen på Bank A, då förlorar Bank A reserver till Bank B tillsammans med checken. Det är en ett-till-ett-rörelse av både insättningar och reserver. Eftersom checkar går åt båda håll är nettot i slutet av dagen alltid mycket litet. Så svaret är ja – det gör det möjligt att flytta bankpengar, men inte att skapa dem.

Jeff: Jag frågar eftersom transaktionerna och avvecklingssaldoerna mellan affärsbanker och den federala staten till stor del är osynliga för allmänheten – det finns ingen offentlig databas. Avvecklingarna ligger mer eller mindre fasta på Bank of Canadas balansräkning, ungefär som sedlar, medan kontanttransaktioner sker i den reala ekonomin. Däremot är Consolidated Revenue Fund, statens konto hos Bank of Canada, helt transparent. Min tes är att dessa medel representerar affärsbankspengar.

Michael Kumhof: Vänta – statens fond är skild från affärsbankspengar. Staten har ett konto hos centralbanken, och den kan spendera det i omlopp, varvid det blir affärsbankspengar. Men medan det bara sitter på det kontot är det inte det. Du behöver inte se vad som händer i dessa avvecklingskonton, eftersom det bokstavligen är miljontals transaktioner per dag åt båda håll. I Storbritannien, mellan NatWest och Barclays, går en miljon checkar åt ena hållet och en miljon åt det andra, och nettosaldoet i slutet av dagen kan vara hundra pund. Det finns inget uppenbart skäl till varför du skulle behöva veta vad som händer med varje miljon checkar.

Jeff: Så pengarna man ser i de transparenta transaktionerna i Consolidated Revenue Fund blir omedelbart affärsbankspengar så snart de överförs till en bank som kan spendera dem?

Michael Kumhof: Ja. Om staten spenderar dem skriver den en check som jag kan sätta in i min bank, och affärsbanken clearar den genom en överföring från statens konto till sitt eget reservkonto.

Samuel: Michael Hudson, du var där. Jag ville ge dig några minuter att kommentera Michaels presentation.

Michael Hudson – Tillgångsprisinflation och det politiska problemet

Michael Hudson: Michael gav en underbart tydlig beskrivning av balansräkningsaspekterna av allt detta. Vi har arbetat tillsammans i över tio år nu. Vår utgångspunkt var Irving Fishers beskrivning av skuldeflation. Det är verkligen problemet: skulder växer snabbare än ekonomins förmåga att betala – den poäng som gjordes alldeles i början av denna sändning. Så varför har Chicagoplanen inte antagits? Problemet är vad banker skapar pengar för. Affärsbanker skapar pengar mot tillgångar, och resultatet är tillgångsprisinflation. Till skillnad från sparbanker kan affärsbanker låna ut mer och mer för att driva upp priset på fastigheter, aktier och obligationer. Priset på fastigheter är i princip hur mycket en bank är villig att låna ut, och de har lånat ut mer och mer som andel av fastighetsvärdet.

Problemet är inte bara skapandet av pengar – det är vad pengarna används till. De används inte för industriella syften; de används för att tjäna pengar finansiellt, inte för att skapa nya produktionsmedel som kan betala skulden. Så det är ett politiskt problem. Det finns ett egenintresse av att göra saker på det sätt de görs nu, i stället för enligt Chicagoplanen. Som Michael sade är banker rent-seekers. Resultatet av denna explosion av bankkredit är skulden hos resten av ekonomin – bostadsägare, konsumenter och företag – som växer snabbare än ekonomins betalningsförmåga, särskilt eftersom skuldbördan bromsar ekonomin. De betalar mer ränta till affärsbankerna och har mindre kvar att spendera på varor och tjänster eller på att skapa nya fabriker.

Detta är dilemmat som Chicagoplanen var utformad för att hantera. Alternativet är att staten – något liknande Kina, där det är finansdepartementet och inte en centralbank som beslutar vilka syften kredit kan skapas för – styr kreditens ändamål. Man behöver kredit för att finansiera nya kapitalinvesteringar, och Chicagoplanen blockerar inte detta: staten kan agera som insättare i bankerna för att möjliggöra utlåning till projekt som den godkänner som lönsamma investeringsmöjligheter. Så när man talar om banker med hundraprocentiga reserver kan dessa reserver omfatta en större mängd statliga insättningar. Det hände i USA från inbördeskriget till första världskriget: finansdepartementet hade enorma mängder guld och silver från budgetöverskott drivna av skyddstullar och satte in dessa pengar från underkassorna i affärsbanker för att möjliggöra lån till tillväxt. Problemet var att de, eftersom de var affärsbanker, ville tjäna pengar finansiellt – genom utlåning till företagsövertaganden, monopol och raider.

Så problemet är inte enbart monetärt; det är ett politiskt problem om vad banker gör. Det finns ett enormt egenintresse hos kreditorklassen – den rikaste klassen i Amerika, eftersom det mesta välståndet är finansiellt välstånd, och detta välstånd har blåsts upp.

Motparten till skulddeflationen var tillgångspris-inflation: banker lånar ut mer och mer till fastigheter och företagsövertaganden, så mer ränta måste betalas av fastighets- och industrisektorerna, vilket lämnar mindre kvar att investera i ny produktion. Det är hela problemet. Chicagoplanen var det enda sättet, under den tidens politiska verklighet, att undvika denna självdestruktiva finansialisering ledd av affärsbanker och centralbankerna bakom dem.

Michael Kumhof: Michael och jag är överens om nästan allt, men du gjorde en mycket viktig poäng som jag vill utveckla. Varför fortsätter skulder att växa och växa och tynga ekonomin? Det finns ett mycket gott argument – det som Michael just framförde. Men det finns också ett dåligt argument som denna rörelse bör undvika: påståendet att när nya pengar skapas genom skuld motsvarar de nya pengarna bara kapitalbeloppet, inte räntan, så det finns inte tillräckligt med pengar för att betala räntan. Det argumentet är nonsens, eftersom pengar cirkulerar. Man behöver inte en viss mängd penningstock för att göra dessa betalningar – man skulle kunna ha bara en dollar som cirkulerar och gör dem alla. Det som sker är en resursöverföring från gäldenär till borgenär. Att låneräntan är högre än inlåningsräntan skapar inte en penningbrist.

Men Michaels poäng är riktig. Om det dåliga argumentet är fel, varför har skulden då vuxit så mycket? Därför att banker inte har lånat ut för produktiva ändamål. Det finns inga underliggande reala betalningsströmmar från deras aktivitet som växer ekonomin och betalar för resursöverföringen. Låneräntan är högre än vad jag tjänar på mina pengar, så jag måste skaffa resurser för att betala den. Om jag har en produktiv investering med femton procents avkastning och låneräntan bara är fem procent kan jag betala räntan och ändå ha något kvar. Men om jag bara spekulerar i finansiella tillgångar som inte tillför reala resurser, då är det ett problem – och då är det enda sättet att få mer pengar att låna ännu mer.

Så jag vill ställa dessa två berättelser bredvid varandra: den som Michael nämnde, som enligt min mening är den rätta, och den felaktiga.

Samuel: Vi kan skicka en kort video om varför det felaktiga argumentet är fel. Kanske en sista trettiosekunderskommentar, Michael Hudson.

Michael Hudson: Sedan 2008 har centralbanker gett affärsbankerna tillräckligt med pengar för att blåsa upp fastighets-, aktie- och obligationspriser genom arbitrage för att tjäna ekonomisk ränta. Som Michael påpekade: för att få en gratis lunch lånar man till två procent, köper tillbaka sina egna aktier som ger tio procent och gör en vinst. Att låna för att köpa sina egna aktier är inte produktivt alls.

Banker älskar att låna ut till detta, eftersom det skapar mer skuld – och skuld är deras produkt. Deras produkt är välståndet hos de översta en till tio procenten, vilket är skulden hos de nedersta nittio till nittionio procenten. Det är dessa en till tio procent som kontrollerar staten och centralbankerna. De fortsätter att kalla centralbanker oberoende – de är inte oberoende av affärsbankerna; de är oberoende av staten. De tjänar

affärsbankerna och deras skuldsättning för att hålla skulderna solventa genom tillgångsprisinflation, som orsakar skuldeflation.

Hela systemet måste brytas. Antingen säger vi att vi inte låter affärsbanker skapa kredit, eftersom de skapar den för improduktiva syften som avindustrialiserar ekonomin – vilket är exakt vad som händer – eller så gör vi bankverksamhet och kreditskapande till en offentlig nytting i statens händer, på kinesiskt vis. Finanssektorn är i grunden rovdriftsmässig och rent-seeking, inte produktiv. Det är hela problemet som orsakar så starkt motstånd mot att ens tänka på Chicagoplanen.

Michael Kumhof: Jag skulle inte uttrycka det riktigt så svartvitt. Centralbanker påverkas av finanssektorn, men också av staten – det är en fråga om proportioner, om vem som har mer makt. Stater borde tjäna allmänintresset mer. Det kan jag hålla med om.

Lucille: Miguel är på skärmen.

Miguel – Den politiska vägen till reform

Miguel: Jag skulle vilja fråga om den politiska proceduren för att genomföra denna reform. Under det senaste decenniet såg vi vissa steg framåt – den offentliga debatten i brittiska parlamentet, nederländska parlamentet, en rapport från den irländska regeringen och så vidare. Men sedan 2020 har jag inte sett något större framsteg, kanske därför att varje regering har varit upptagen med Covid, Ukraina, Gaza, Iran och så vidare. Finns det en kritisk massa av eliter som är redo för denna reform, eller för en öppen debatt?

Michael Kumhof: Jag har sagt ända sedan den ursprungliga artikeln att den enda gången människor kommer att lyssna på detta är under, eller i kölvattnet av, en större finanskris – vilket är skälet till att jag kunde skriva artikeln 2012 och omedelbart få en stor publik. När detta försvann i minnet minskade trycket. Realistiskt sett är den enda gången vi återigen kommer att få seriös uppmärksamhet, Gud förbjude, vid ännu en finanskris. Med det sagt ger hela CBDC-utvecklingen mig visst hopp, eftersom centralbanker åtminstone har doppat tån i idén om offentliga pengar. Idén är inte längre så främmande för de flesta centralbanker. Vissa framsteg har alltså gjorts, och om några CBDC-experiment lyckas kommer det att vara ett argument nästa gång människor är villiga att lyssna på något som Chicagoplanen.

Lucille: Martin, du har haft handen uppe.

Martin – Riktad politik och kreditstyrning

Martin: Jag heter Martin Schmalzried och är oberoende forskare i ekonomi. Min första fråga gäller riktad penningpolitik. Jag har ofta jämfört centralbankers penningpolitik när den försöker hantera marknadsmisslyckanden, som överhettning i kreditgivning, med att försöka döda en mygga med slägga. Till exempel orsakades den asiatiska finanskrisen 1998 av överhettning i kommersiell fastighetskredit, medan resten av ekonomin inte var påverkad. Min förståelse är att penningpolitiska verktyg påverkar all kreditgivning snarare än att rikta sig mot den specifika sektor där överhettningen sker. Hur hanterar din modell det? Och för det andra: du säger att kredit bör lämnas till privata banker, men borde inte din modell överväga något som den kreditstyrning Richard Werner rekommenderar – direkt intervention i hur kredit allokeras – för att förhindra överhettning i vissa sektorer?

Michael Kumhof: Jag är makroekonom, och min modell är aggregerad – den har en enda produktiv sektor – så den låter mig inte hantera sådana frågor direkt; modellen skulle behöva växa från tvåhundra ekvationer till tvåhundrafemtio, och den är redan ganska stor, även om den har fyra olika typer av utlåning. Centralbanker använder inte bara aggregerade verktyg nuförtiden. Makrotillsynspolitik är ofta riktad mot en specifik del av finanssektorn, så det är inte bara en slägga. Skälet till att aggregerade verktyg fortfarande måste användas är dominoeffekter: om en betydande sektor hamnar i trubbel kollapsar balansräkningar, med följd effekter man inte kan förutsäga. Sättet att hantera det är därför att arbeta på aggregerad nivå för att förhindra att det händer från början. När det gäller kreditstyrning – liksom den tidigare frågan om det amerikanska systemet – skulle detta kunna vara ett komplement till mitt förslag. Jag försöker hålla mig mycket fokuserad på hur man

omkonstruerar det monetära och finansiella systemet för att göra det mer resilient och tillväxtstödjande, vilket lämnar aspekter som window guidance utanför. Men jag har stor respekt för Richard Werners arbete om window guidance, och ingenting i mitt arbete säger att man inte bör göra det. Personligen skulle jag faktiskt vilja ha mer av en plan för att få finanssektorn att stödja real ekonomisk aktivitet i stället för FIRE-sektorn, som Michael Hudson skulle kalla den. Så vi är inte oense – det vore ett användbart ytterligare verktyg. Jag kan bara inte göra allt i en artikel.

Lucille: Tack, Nicholas.

Nicholas – Regionala och subnationella valutor

Nicholas: Tack, professor, och bra jobbat, Samuel, med organiseringen. Jag tar utgångspunkt i min organisation, Monetary Diversity. Vi samlar omkring sextio NGO:er som arbetar med alternativa monetära system – lokala valutor, ömsesidig kredit, regionala valutor. Ur ett europeiskt perspektiv ligger finanspolitik och penningpolitik inte längre i samma händer, så vi sitter fast. Skulle man kunna överväga att genomföra en reform av Chicagoplanstyp på nationell eller till och med regional nivå, inklusive genom regional bankverksamhet?

Michael Kumhof: Jag är inte säker på att jag förstår frågan, eftersom min artikel byggde en modell av en nationell ekonomi som genomför Chicagoplanen, så den delen besvaras där. Är du mer intresserad av den regionala aspekten?

Nicholas: Jag undrade om vi, i ett land som Belgien där jag befinner mig, skulle kunna ha en regional plan som gör samma process men med regionala valutor – subsidiära till suveräna pengar.

Michael Kumhof: Så det betyder i grunden en supranationell valuta, som en mini-euro men i en mindre region än euroområdet? Det finns historiska exempel – man kan tänka på arrangemang i Argentina, till exempel. Jag är inte någon stor anhängare; jag tror att det mycket snabbt kan bli rörigt. För mig kräver nationell suverän demokrati suveränitet, och en viktig aspekt av det är monetär suveränitet. Din fråga handlar egentligen om vilken regeringsnivå som är rätt nivå för den suveräniteten.

Nicholas: Jag tänker mer att i processen att demokratisera pengar, där supranationella enheter är rigida och svåra att förändra, kan det finnas mer flexibilitet på subnationell nivå för att integrera sådana åtgärder.

Michael Kumhof: Vänta lite – nu går vi fram och tillbaka. Jag sammanfattade tidigare ditt förslag som en supranationell mini-euro, men nu går du subnationellt. Vilket är det?

Nicholas: Subnationellt, definitivt. Tänk på en amerikansk delstat med en delstatsägd bank och delstatsutgivna obligationer som inför subnationella suveräna pengar – suveräna i den meningen att de ges ut av en politisk enhet, bara inte på den högsta nivån.

Michael Kumhof: Och skulle den ge ut amerikanska dollar eller Kentucky-dollar?

Nicholas: Kentucky-dollar.

Michael Kumhof: Jag tror att det är mycket problematiskt och kan bli mycket rörigt. Jag är mycket skeptisk, men jag vill inte gå in på detaljer, eftersom jag aldrig har forskat om detta. Kanske kan vi diskutera det vidare en annan gång.

Lucille: Tack. Ron, du har väntat.

Ron – Big Tech, stablecoins och betalningssystemet

Ron: Jag uppskattade ditt föredrag mycket. Det politiska problemet med Chicagoplanen har alltid varit bankernas motstånd. På 1930-talet hade bankerna och Federal Reserve i princip monopol på betalningssystemet. Det som har förändrats i dag är att Google, Apple och andra vill in. Det blir alltså Apple mot JPMorgan Chase om vem som ska driva framtidens betalningssystem. I den mån JPMorgan förlorar betalningssystemandelar till Apple pressar det banken mot egenkapitalbaserad utlåning. Det garanterar inte

Chicagoplanen, men det förändrar dynamiken. Och det finns också delstater som vill ge ut stablecoins, vilket kan vara värt att lägga in i mixen.

Michael Kumhof: Den mer allmänna frågan – och din sista mening avslöjade det – gäller större mångfald än bara affärsbanker, vare sig det handlar om stablecoins eller Apple och liknande. Det är lättare för mig att svara på stablecoins, eftersom jag just nu skriver en artikel om det, där jag argumenterar emot dem, som ni kanske kan föreställa er. I grunden anser jag att stablecoins bara är banker. I stället för att monetarisera privat kredit monetariserar de som håller statspapper statsskuld – de gör det vi i århundraden har sagt åt centralbanker att inte göra, eftersom det är inflationärt. Nu kommer den privata sektorn och vill göra samma sak. Om stablecoins i grunden bara är banker vars huvudsakliga tillgångar är säkra snarare än mindre säkra tillgångar har problemets natur egentligen inte förändrats – såvida man inte reglerar dem så hårt att de alltid är hundraprocentigt uppbackade och inte kan bete sig som banker och riskera hela systemets stabilitet. När det gäller Apple vet jag ännu inte riktigt hur jag ska tänka, men om de erbjuder ett betalningssystem måste de erbjuda en skuldpost som kan fungera som bytesmedel – och frågan är vad deras tillgångar kommer att vara. Om det är statspapper är det bara en annan sorts stablecoin; om det är lån är det bara en annan sorts bank. I slutändan gör inget av detta någon fundamental skillnad, medan Chicagoplanen gör det, eftersom det då helt enkelt skulle vara den offentliga sektorn.

Lucille: Jamal har slagit på mikrofonen. Han är på en buss, så ingen video. Jamal, ställ din fråga, sedan går vi till Earl, och Michael kan svara.

Jamal – Kapitalkontroller, demurrage och jordränta

Jamal: Du har i andra föreläsningar talat om behovet av kapitalkontroller för att genomföra Chicagoplanen nationellt. Skulle man i stället kunna använda en monetär reform som demurrage för att förhindra den hamstring och kapitalflykt som kan uppstå? Och för det andra, relaterat: du har forskat med Nicolaus Tideman om återhämtning efter coronaviruset. Om vi genomför denna reform och tar bort rent-seeking från banksektorn, vad hindrar rent-seeking från att helt enkelt intensifieras i naturresurssektorn – saker som fastigheter?

Michael Kumhof: När det gäller kapitalflykt finns det inget fundamentalt skäl till att en ekonomi som genomför denna reform skulle drabbas av kapitalflykt, eftersom ekonomin skulle bli starkare. Men om finansmarknaderna beslutar att detta är för obekant och att de inte gillar det, kan de konstruera kapitalflöden mot en. En mindre, svagare ekonomi kan då hamna i svårigheter och behöva kapitalkontroller. Det vore därför mycket önskvärt att en stor, mäktig ekonomi går först, sätter ett exempel och är mindre sårbar. När det gäller demurrage – Gesell-pengar – vill jag inte gå dit. Jag har aldrig riktigt sett poängen med det, även om det kanske beror på att jag inte har läst tillräckligt. När det gäller fastigheter och jordränta visar Michael Hudsons arbete tydligt att finansiell ränta och jordränta är mycket komplementära. Jordränta är sannolikt mycket större än finanssektorns ränta – enligt min uppfattning omkring tjugo procent av BNP, med markvärden på omkring tvåhundra femtio procent av USA:s BNP, och ännu högre i vissa länder. Ränta betyder att få något för ingenting – här, för att sitta på mark. I arbete med Nick Tideman har jag föreslagit att beskattningen ska flyttas mot mark för att avlägsna denna form av ränta. En svårighet är att under det nuvarande finansiella systemet skulle detta minska markvärdena så mycket att bankernas tillgängliga säkerheter skulle krympa betydligt – problem för finanssektorn. Det är precis där komplementariteten slår till. Om man gör både Chicagoplanen och högre beskattning av räntor kan man höja skatter på ränta efter att räntorna har upphört att vara den huvudsakliga säkerheten för bankernas kreditskapande. Annars måste man trassla isär de två, vilket är svårt.

Lucille: Earl, varsågod.

Earl – Werner, små banker och greenbacks

Earl: Jag instämmer helt i Michael Hudsons kommentarer, och jag var mycket imponerad av Michaels presentation, som jag först såg för ungefär tolv år sedan i Chicago. Jag dras till Richard Werners beskrivning av demokratisk kontroll över utlåning – att skapa nya pengar men säkerställa att de används för produktiva ändamål, och helst för sådant som är hållbart, vilket skulle utesluta ändamål som krig. Att göra detta under

demokratisk kontroll skulle naturligtvis kräva att man återupprättar mer demokratiska system än de vi för närvarande har i exempelvis USA, där vi domineras av miljardärers inflytande. Werner påpekar att Kina gör detta, Sparkassen i Tyskland gör det, Bank of North Dakota gör det. Det verkar vara ett mer praktiskt och effektivt sätt att få pengar till lokala, produktiva projekt som skapar jobb och är mer decentraliserade och demokratiskt kontrollerade.

Michael Kumhof: Det finns två aspekter: demokrati och små banker. När det gäller små banker – jag delade scen med Richard i Ungern nyligen, och jag har ingen invändning mot att små banker kan vara mycket effektiva när det gäller att få kredit dit den bör gå. De tyska Sparkassen och Volksbanken har gjort det. Men de fortsätter att fusionera. Jag har varit kund hos en Volksbank sedan barndomen, och den har fusionerat uppåt flera gånger och håller på att bli superregional. Små banker är alltså inte ett effektivt försvar i sig, eftersom trycket går åt andra hållet. Och i många länder, som Storbritannien, finns det ingen tradition av små banker till att börja med – att skapa detta från ingenting är en större utmaning än själva Chicagoplanen. Avgörande är att mitt förslag inte utesluter små banker. Kreditbankerna kan vara några få stora banker eller många små – det är en fråga på mikronivå, och jag är makroekonom. Att främja små banker, window guidance, nationella utvecklingsbanker – allt detta kan fogas på. Det är viktigt i praktiken, men det tar inte bort från det centrala förslaget: att gå från ett skuldbaserat till ett penningbaserat system i dess kärna. Med många förslag till monetär reform är det lätt att gå vilse i sådana detaljer. Mitt fokus var den makroekonomiska infrastrukturen – det som gör att systemet fungerar bättre. När den är rätt kan vi göra alla dessa andra saker också. Det finns ingen motsättning.

Earl: Vad är fel med Wernerprogrammet? Jag håller med om att man behöver stora banker för en del av den största utlåningen, men att decentralisera den mesta vardagliga utlåningen – skapa nya pengar för produktiva syften, så mycket som behövs, och undvika inflation eftersom produktiv utlåning matchar utbud med efterfrågan – verkar vara ett enklare system att inrätta och reglera än den plan du har beskrivit.

Michael Kumhof: Inte i ett land där det inte finns någon tradition av dessa små banker, eftersom man då måste skapa hela traditionen och mikrokosmoset. Och återigen, mitt förslag utesluter inte små banker: kreditbankerna kan vara några få stora banker eller många små. Det är en fråga på mikronivå, och jag är makroekonom. Som har kommit upp vid olika tillfällen i dag finns det kompletterande förslag man skulle kunna anta – främja små banker, window guidance, nationella utvecklingsbanker – och de kan alla fogas på. Men inget av detta tar bort från det centrala förslaget: att gå från ett skuldbaserat till ett penningbaserat system. Oavsett hur många mikrobanks som sköter kreditbankverksamheten kvarstår detta som kärnan. Med många förslag till monetär reform är det mycket lätt att gå vilse i dessa detaljer. De spelar roll i praktiken, men mitt fokus var den makroinfrastruktur som gör systemet bättre. Sedan kan vi göra alla dessa andra saker – window guidance, uppmuntra små banker och så vidare. Det finns ingen motsättning.

Earl: Inkluderar ditt förslag att en nationell regering producerar greenbacks, som under Abraham Lincoln – trycker pengar och spenderar in dem i ekonomin för produktiva ändamål?

Michael Kumhof: Det skulle kunna göra det, men det är inte så enkelt. Man vill inte trycka pengar för att spendera och säga ”hundra procent av mina utgifter kommer att finansieras genom att trycka pengar” – det är ett recept på finansiell instabilitet. I mitt förslag sätter centralbanken en ränta som den betalar på offentliga pengar och en ränta till vilken den kommer att skapa ytterligare offentliga pengar. Genom att göra det tjänar centralbanken betydande vinster, eftersom dess skulder är mycket billigare än dess tillgångar, och den överför regelbundet dessa vinster till finanspolitiken. Sedan beslutar folkets valda representanter vad de ska göra med dem – att spendera dem in i ekonomin är bra, att sänka skatter som i mitt förslag är bra. Men det är ett beslut för valda representanter, inte centralbanken.

Avslutning

Samuel: Jag tror att vi bör avsluta. Vi är fyrtio minuter över tiden, och vi är enormt tacksamma, Michael, för att du stannade så länge och besvarade varje fråga. Det har varit ett verkligt nöje att ha dig här. Och det är fantastiskt att omkring hundraåttio personer fortfarande är med oss – nästan hälften av publiken stannade så

här länge. Låt oss avsluta där för i dag. Många tack till er alla. Vi hoppas få se er på ett annat webinarium, och vi kommer snart att skicka ut inspelningen. Det finns många intressanta frågor kvar i chatten som vi inte kunde besvara; vi ska försöka ta upp åtminstone några av dem via e-post i framtiden.

Michael Kumhof: Jag hoppas att ni kan göra det, eftersom jag har ett antal projekt på gång.

Samuel: Ja, Michael, vi gör det för dig.

Lucille: På uppdrag av alla amerikanska och nordamerikanska medborgare i rummet, Michael, välkomnar vi dig till Amerikas förenta stater. Vi beklagar tillståndet i det land du av någon anledning beslutade dig för att ansluta dig till – men vi ser fram emot att arbeta tillsammans för att förändra vårt penningssystem till allas bästa, för planetens bästa och för ett sundare penningssystem.

Michael Kumhof: Tack.