

Pengeskabelse

Inge Røpke, Aalborg Universitet

Samfundets økonomiske aktiviteter understøttes gennem cirkulation af penge. Penge fungerer som værdimål (måleenhed for priser), som betalingsmiddel i handel med varer og tjenester og som værdiopbevaringsmiddel. Når vi i almindelighed taler om penge, tænker vi på den slags penge, der samtidig er lovlige betalingsmidler. Hermed menes, at pengene er anerkendt af staten som midler, der kan bruges til at betale skat og til at indfri gæld. Det gælder typisk kontanter (sedler og mønter) samt anfordringsindskud i banker, men f.eks. ikke obligationer, der først skal sælges. Obligationer kan ses som næsten-penge, fordi de som regel er ret lette at få omsat i penge. Kryptovalutaer som bitcoin opfylder i princippet de tre krav til penge: For det første er 1 bitcoin i sig selv en måleenhed modsat obligationer, hvis pålydende værdi er fastsat i kroner; for det andet kan bitcoin bruges til betalinger i nogle sammenhænge; og for det tredje kan bitcoin bruges til værdiopbevaring, omend der er tale om stærkt spekulativ værdiopbevaring, da kursen svinger meget. Men bitcoin er ikke et lovligt betalingsmiddel, da de ikke accepteres af staten til indbetaling af skat, ligesom man ikke kan forlange at kunne indfri sin gæld i bitcoin. I det følgende fokuseres primært på skabelse af lovlige betalingsmidler, mens kryptovalutaer o.l. må finde plads i et andet indlæg.

Manges forestilling om penge er præget af penge i form af mønter og sedler, der lægger op til at se penge som en ting. Når man ser penge som en ting, er det også nærliggende at forestille sig, at der er en vis mængde af disse pengeting, der så kan cirkulere i samfundet. Forestillingen understøttes af brugen af begrebet pengemængde. Ganske vist omfatter begrebet pengemængde ikke kun mønter og sedler, men også anfordringsindskud i bankerne (og evt. endnu flere aktiver, afhængigt af hvilket pengemængdebegreb der henvises til – M1, M2 osv.). Men inddragelsen af bankindskud i pengemængdebegrebet ændrer ikke ved, at selve begrebet antyder, at en given mængde cirkulerer.

Denne forestilling er imidlertid misvisende. Penge er der ikke som en mængde – de skal udstedes og sendes ind i økonomien gennem en løbende social proces. Penge skabes og destrueres hele tiden i tilknytning til de økonomiske aktiviteter. I moderne samfund kan penge skabes og destrueres på to måder, der principielt kan ansues som to forskellige kredsløb.

Pengeskabelsens to nationale kredsløb

Det ene kredsløb, der har en lang historie, tager udgangspunkt i staten. En stat, der har sin egen valuta, kan skabe sine egne penge og give dem ud som betaling for reale goder eller arbejdsydelser. Det kan foregå, ved at staten lader sedler og mønter fremstille og betaler med dem, eller ved at staten udbetaler elektroniske penge fra sin konto i centralbanken. Modtagerne accepterer pengene som betaling for deres arbejde eller for varer, fordi pengene er alment accepterede i økonomien og kan bruges til at betale skat. Nogle af de udstedte penge trækker staten tilbage gennem skatter, men hvis pengeskabelsen i et samfund i væsentlig grad hviler på statskabte penge, må en pæn del af pengene forblive i omløb i økonomien. Ellers vil de økonomiske aktiviteter blive bremsede. En stat, der har sin egen valuta, kan aldrig løbe tør for penge, men som det beskrives senere, kan der være andre grunde til at holde igen med udstedelsen.

Det andet kredsløb tager udgangspunkt i bankernes pengeskabelse. Banker har også gennem en lang historie kunnet skabe [likviditet](#) gennem handel med andres gældsbreve og ved at udstede gældsbreve på sig selv, f.eks. i form af deres egne pengesedler. Sådanne private gældsbeviser eller pengesedler kunne cirkulere i samfundet og holde gang i økonomiske aktiviteter, men de var ikke lovlige betalingsmidler i den forstand, at de juridisk set ville kunne anvendes til at indfri ethvert gældskrav, og at staten ville acceptere dem som skattebetaling. Med den gradvise udvikling af [hybride systemer](#), hvor statslig og privat pengeskabelse integreres, kommer anfordringsindskud i bankerne imidlertid i stigende grad til at fungere

på lige fod med mønter og sedler fra stat og centralbank. I dag fungerer bankindeståender i praksis fuldt ud som lovlige betalingsmidler, der direkte kan bruges til skattebetaling, selvom de sådan set stadig ikke er formelt ligestillede med mønter og sedler ([Wendt, s. 126](#)). Den reelle ligestilling betyder, at bankerne kan skabe statsanerkendte penge gennem det dobbelte bogholderi, hvor der på én gang oprettes et lånedokument og samtidig indsættes et tilsvarende beløb på lånerens konto i banken. Da bankindeståendet har alle de fornødne egenskaber, der karakteriserer "rigtige" penge, herunder at kunne indløse gæld og betale skat, så har operationen bragt flere penge i cirkulation. Når låneren omvendt betaler sin gæld tilbage, destrueres der penge. Det samme sker, hvis låneren betaler et beløb til en anden borger, der så bruger pengene til at indløse bankgæld.

Der er ikke tale om, at staten udsteder én slags penge, og bankerne en anden. Staten kan f.eks. skabe bankindeståender ved at trække på sin konto i centralbanken, når der betales løn til statsansatte: På bankens balance opskrives den statsansattes bankkonto på passivsiden, mens bankens konto i centralbanken opskrives på aktivsiden. Tilsvarende kan banker udbetale sedler og mønter til bankkunder ved at købe dem i centralbanken og betale med f.eks. obligationer.

I en åben økonomi kan penge også komme i omløb gennem relationen til udlandet. Hvis der er overskud på de løbende poster, kommer der flere penge ind i økonomien, når valutaindtægter veksles til indskud på indenlandske bankkonti. Dertil kommer, at dereguleringen af internationale kapitalstrømme nu kan føre til hurtige og omfattende bevægelser i pengestrømmene i en økonomi.

Udfordringer og interesser knyttet til de to former for pengeskabelse

Da den samme slags statsanerkendte penge nu kan bringes i omløb på to måder – gennem statslige underskud og gennem bankers udlånsvirksomhed – bliver det økonomisk interessant, hvordan balancen mellem de to former for pengeskabelse udvikler sig. Det er vigtigt af flere grunde. For det første har pengeskabelsen betydning for, hvad økonomiens reale ressourcer (arbejdskraft, naturressourcer, maskineri, bygninger) bliver brugt til at fremstille. I kongernes storhedstid blev statslig pengeskabelse ofte omsat i krigsførelse og luksus ved hoffet, mens udviklingen af mere demokratiske styreformere som regel fører til, at statslig pengeskabelse styrer flere reale ressourcer over til uddannelses- og sundhedssystemer, infrastruktur, forskning mv. Bankernes pengeskabelse retter sig imod aktiviteter, der på én gang er profitable og sikre. I klassisk bankvirksomhed drejer det sig f.eks. om at sikre driftskapital til virksomheder og i et vist omfang også om at låne ud til investeringer i udbygning af produktionsapparatet. Dertil kommer udlån til husholdninger i form af boliglån samt forbrugs- og studielån, der omsættes i forbrugsgoder. Mens klassisk bankvirksomhed understøtter udvikling af produktion, har pengeskabelsen i de seneste årtier sigtet mere på at finansiere handel med eksisterende aktiver (ikke mindst boliger) samt spekulative aktiviteter. Det giver grundlag for stor indtjening både gennem bonusordninger for toppen af den finansielle sektor og gennem kapitalgevinster, der tilfalder ejere af aktiver med stigende værdi. Når indtjeningen omsættes i øget forbrug, betyder det, at reale ressourcer dirigeres hen til fremstilling af ofte luksuriøse forbrugsgoder.

For det andet har de to former for pengeskabelse betydning for den økonomiske stabilitet. Begge former kan overdrives og give anledning til overophedning og økonomisk ustabilitet. Både statslige underskud og bankudlån kan igangsætte reale aktiviteter, der fører til mangel på arbejdskraft og et inflationært pres, der f.eks. kan give betalingsbalanceproblemer. Mens staten på eget initiativ kan sætte sådanne aktiviteter i gang, er bankerne afhængige af, at nogen efterspørger lån. Ud over direkte påvirkning af realøkonomien kan pengeskabelsen have mere indirekte effekter. Staten kan gennemføre omfordeling gennem skatter og overførsler, der indirekte kan påvirke realøkonomien, hvis købekraften øges hos grupper, der forbruger en større del af deres indkomst. Tilsvarende har bankudlån til køb af eksisterende aktiver en mere indirekte effekt, fordi de kan bidrage til stigende aktivpriser og dermed til oppustning af formueværdier, som kan danne grundlag for øget forbrug. Nogle gange skaber bankudlån grundlag for oppustning af bobler, der senere sprænges og fører til finansielle kriser, der også kan ramme realøkonomien. Jo større den samlede

kreditgivning bliver til husholdninger og virksomheder, des mere sårbar bliver samfundsøkonomien, fordi risikoen for insolvens øges ved rentestigninger og prisfald på aktiver.

For det tredje har forholdet mellem de to former for pengeskabelse betydning for fordelingen af den såkaldte møntningsgevinst. Produktionsomkostningerne ved fremstilling af penge er minimale i forhold til den købekraft, pengene besidder. Mens en stat kan få den fulde fordel af denne gevinst, vil en bank opnå en noget mindre fordel i form af rentemarginalen, dvs. forskellen på renten på udlånet og renten på det tilsvarende indestående. Selvom den oprindelige låner hæver sit nye bankindestående for at betale en kunde i en anden bank, vil udlånet alligevel som regel ved dagens slutning blive modsvaret enten af et andet indlån eller af et lån fra en anden bank. I løbet af en dag er der mange bevægelser frem og tilbage mellem bankernes kunder, og hvis en bank ved dagens slutning har udbetalt flere penge, end den har fået ind, vil den typisk låne hos en anden bank eller eventuelt i centralbanken for ikke at bringe den likvide beholdning af reserver i centralbanken for langt ned. Selvom bankernes møntningsgevinst derfor er mindre end den, staten ville kunne opnå, er der tale om meget betydelige beløb.

Af de ovennævnte grunde er der samtidig væsentlige interesser knyttet til forholdet mellem de to former for pengeskabelse. Det er naturligvis i bankernes interesse at stå for så stor en del af pengeskabelsen som muligt, fordi det udgør en stor del af deres indtjeningsgrundlag. På den anden side vil de grupper i samfundet, der nyder godt af den fælles tilvejebringelse af goder som uddannelse og sundhed, have interesse i en vis statslig pengeskabelse. Det er dog ikke nødvendigvis i deres interesse, at penge udelukkende bringes i omløb via statslige underskud, hvis bankerne kan bringes til at fungere på en måde, så de understøtter realøkonomien.

Skiftet til privat pengeskabelse

I nyere tid er der sket en drastisk forskydning i forholdet mellem de to former for pengeskabelse. Mens begge former spiller en væsentlig rolle i efterkrigstidens vækstperiode, bliver krisen i 1970'erne en overgangsperiode og et afsæt for ændrede institutioner, der gør bankernes pengeskabelse dominerende. Overgangen drejer sig om et skifte fra én vækstmodel til en anden, baseret på ændrede magtforhold i de vestlige samfund. Den sociale kontrakt, der udgjorde grundlaget for efterkrigstidens vækstperiode, bliver "sagt op" af de formuende, der stærkt understøttet af neoliberal ideologi får succes med at indrette de sociale institutioner på måder, der sikrer dem selv større indtjening.

Et af elementerne i den neoliberale omstillingsproces består i at undergrave statens muligheder for at skabe penge. Baseret på den korrekte pointe, at statens pengeskabelse kan blive for stor og skadelig for økonomien, drages den forkerte og ideologisk funderede konklusion, at staten slet ikke bør have underskud. Hvis staten alligevel har underskud, må den ikke trække på sin konto i centralbanken, men skal i stedet "finansiere" underskuddet ved at udstede statsobligationer. Det mest alvorlige angreb på fællesskabets interesser består i promovningen af den forestilling, at staten ikke bør have underskud på sit budget. Reelt betyder det, at mulighederne for at styre reale ressourcer hen imod løsning af fælles udfordringer begrænses til fordel for brug af ressourcer til privat luksusforbrug. Desuden mindskes mulighederne for at føre økonomisk politik, der kan modvirke konjunkturudsving.

I EU er forestillingen om det ønskelige i budgetligevægt blevet institutionelt forankret i forbindelse med forberedelserne til euroen. I vækst- og stabilitetspagten fastsættes grænser for størrelsen af statens budgetunderskud (3 % af BNP) og for den statsgæld, der opstår, når underskud "finansieres" gennem udstedelse af statsobligationer (60 % af BNP). Pagtens regler gælder for alle medlemslande, men det er dog kun eurolandene, der kan idømmes bøder for at bryde dem. Reglerne er udformet sådan, at budgetunderskuddet kan være større i kortere perioder med økonomisk krise, hvor skatteindtægterne falder, og de sociale udgifter stiger, men det må kun være en midlertidig situation.

Budgetunderskud skal som sagt modsvares af udstedelse af statsobligationer. Statsobligationer har en lang historie, men regler om, at budgetunderskud nødvendigvis skal modsvares af statsobligationer, er af nyere dato. Tankegangen understøttes institutionelt af den formelle adskillelse af stater og centralbanker, der i mange tilfælde har en længere juridisk historie, men som fik [større reel betydning](#) i 1980'erne og i EU blev understreget gennem indskrivning i Maastrichttraktaten i 1992. Når centralbankens rolle som statens bank nedprioriteres i forhold til rollen som bankernes bank og som en uafhængig instans til varetagelse af en "upolitisk" pengepolitik, er det ikke længere nærliggende, at staten kan have et større uforrentet "overtræk" på sin konto i centralbanken. Udstedelsen af statsobligationer indebærer, at staten opbygger en gæld, der skal forrentes. Heri ligger der et ulighedsskabende element, fordi obligationerne købes af de grupper i samfundet, der har råd til det, mens alle skatteborgere skal betale forrentningen (et problem, der dog kan begrænses af et progressivt skattesystem). Umiddelbart er dette problem mindre væsentligt end det store problem, der knytter sig til begrænsning af budgetunderskuddet, fordi underskuddet trods kravet om udstedelse af obligationer sætter aktiviteter i gang. Men siden finanskrisens udbrud i 2007-2008 har finansieringskravet vist sig at føre til problematiske resultater.

Den finansielle krise i 2007-2008 er en krise for den neoliberale vækstmodel, der har udviklet sig siden 1980'erne. Modellen bryder med den tidligere vækstmodel, hvor hovedparten af befolkningen fik del i produktivitetstigningerne gennem lønstigninger og udbygning af velfærdsstaten. I den neoliberale model begrænses begge dele som følge af ændrede styrkeforhold mellem arbejdsgivere og arbejdstagere, mens efterspørgslen i nogle lande (USA, UK) holdes oppe af kredit og i andre lande (Tyskland) af eksport til de lande, hvor forbruget baseres på øget gældsætning. Den stigende private gældsætning muliggøres af bankernes pengeskabelse, der gradvis frigøres fra tidligere reguleringer og begrænsninger. Modellen er sårbar, bl.a. fordi den voksende private pengeskabelse baseret på gældsætning skaber grundlag for udvikling af bobler i priser på aktiver som aktier, boliger og andre ejendomme – bobler, der forstærkes af dereguleringen af de internationale kapitalstrømme, der hurtigt kan skifte retning. Når boblerne springer, vil mange være insolvente, hvilket kan reducere efterspørgslen i realøkonomien. Dertil kommer, at mange andre aspekter af periodens finansialisering bidrager til finansiell ustabilitet. Perioden fra 1980'erne og frem præges derfor af mange forskellige finansielle kriser, men centralbankernes håndtering af kriserne bidrager til den forestilling, at systemet kan styres. Desuden fører indgrebene til, at stadig større risici bygges op, indtil de udløses i en større krise i 2007-2008.

De omfattende redningsaktioner for banker og andre finansielle institutioner i de efterfølgende år kommer til at koste staterne penge på flere forskellige måder. Der kan f.eks. være tale om opkøb af dårlige lån fra banker m.fl., kapitalindsud, nationaliseringer og realisering af garantier til indskydere og kreditorer. Det største tab er imidlertid knyttet til det økonomiske tilbageslag, der øger de sociale udgifter og får skatteindtægterne til at falde. Pga. reglerne om, at staten ikke kan skabe penge, fører underskuddene til stigende statsgæld og dermed udstedelse af statsobligationer. Da obligationerne primært købes af banker og andre finansielle institutioner, betyder processen reelt, at staten betaler renter for at låne af banker m.fl. bl.a. med henblik på at redde de samme institutioner. Samtidig betyder den stigende statsgæld i nogle lande, at der begynder at blive tvivl om sikkerheden af statspapirerne med det resultat, at staterne må betale højere renter. Risikoen flyttes med andre ord fra den finansielle sektor til staten og skatteyderne. Men når bankernes beholdninger af statspapirer så opfattes som mere usikre, kan også deres kreditværdighed mindskes, så flere må reddes med øget statsgæld til følge osv. i en ond spiral. Selvom perioden op til krisen er præget af frie internationale kapitalstrømme, så ender banker i krise med at være et nationalt ansvar, samtidig med at statens papirer i stigende grad holdes af nationens egne banker. Bl.a. for at bremse spiralen begynder centralbankerne, inkl. ECB, at opkøbe store mængder statspapirer (kaldet kvantitative lempelser, QE/Quantitative Easing), så kursen kan holdes oppe, og renten nede. Men processen bliver ikke brugt til at sløjfe den opkøbte statsgæld, der derfor bliver ved med at vokse.

Reformer af pengeskabelsen

Krisen har tydeligt demonstreret problemerne ved uhæmmet privat pengeskabelse: stor finansiel og økonomisk ustabilitet, stigende ulighed og brug af reale ressourcer på luksusforbrug frem for løsning af centrale samfundsmæssige opgaver. Det er åbenlyst, at de fleste mennesker ville være bedre tjent med at indrette pengeskabelsen på en anden måde. Spørgsmålet er hvordan.

De mest oplagte tiltag består i at genindføre begrænsninger på bankernes pengeskabelse. Det skal være klart, at bankerne selv lider tab, hvis de tager for store risici. Der er brug for højere uvægtede kapitalkrav og reservekrav, afskaffelse af skattefradrag for bankers (og andre virksomheders) renteudgifter samt begrænsninger på sekuritisering o.l. Desuden må der genindføres begrænsninger på internationale kapitalstrømme, for at nationale reformer kan have effekt. Et af de forhold, der har bidraget væsentligt til finansiel ustabilitet, er udviklingen i boligfinansiering, hvor bankerne baserer langfristede udlån på meget kortsigtet pengemarkedsfinansiering. Det er problematisk, at bankernes boliglån bliver regnet for sikre i bankernes vægtningsystemer (fordi de virker sikre for den enkelte bank), når de i den grad øger den systemiske risiko. Det ville være langt mere sikkert at adskille boligfinansiering fra bankerne og indføre et system, der ligner det gamle danske realkreditsystem.

Samtidig er det vigtigt at komme ud af sparepolitikens jerngreb og genindføre muligheden for statslig pengeskabelse. Det kan åbne for en langt mere bæredygtig udnyttelse af de reale ressourcer og for fremme af større lighed. Men som sagt er det heller ikke hensigtsmæssigt med uhæmmet statslig pengeskabelse, der kan føre til overophedning af økonomien, mangel på arbejdskraft, inflation, betalingsbalanceproblemer og underminering af valutaens værdifasthed. Det er en udfordring, at politikere let kan føle sig fristet til at køre med for store underskud, hvis det institutionelle og ideologiske jerngreb løsnes. Nogle tilhængere af øget statslig pengeskabelse foreslår derfor begrænsninger, der tager udgangspunkt i en forestilling om penge som mængde, der kan styres ud fra nogle kriterier om prisstabilitet og hensyn til beskæftigelsen. Mens andre tilhængere af øget statslig pengeskabelse (post-keynesianere m.fl.) mener, at denne tankegang vender problemet på hovedet, fordi penge er processer og ikke en mængde, og fordi pengestrømmene snarere er en konsekvens af end en årsag til den realøkonomiske aktivitet. Da jeg tilslutter mig det sidstnævnte synspunkt, ser jeg ingen vej uden om en styring af de realøkonomiske aktiviteter ud fra politiske overvejelser. De offentlige udgifter påvirker direkte, hvad samfundets reale ressourcer bruges til at fremstille, herunder hvad der fremstilles i den private sektor (når staten f.eks. yder støtte til høreapparater, bruges der relativt flere ressourcer til dette formål). Hvis de offentlige udgifter (ekskl. overførsler) er store, bliver der, i en situation med fuld beskæftigelse, færre reale ressourcer til privat forbrug. Det mest grundlæggende spørgsmål drejer sig således om prioriteringen mellem kollektive og private formål. Hvor meget købekraft der er brug for at opsuge gennem skatter, må afhænge af, om der er risiko for overophedning. Den centrale pointe er her, at udgangspunktet må være politiske prioriteringer af realøkonomisk art, der siden afspejler sig i, hvad størrelsen af det statslige underskud bliver. Det er åbenlyst, at politisk styring stiller store krav til kvaliteten af den demokratiske debat, men der er nu engang ikke et teknisk svar på, hvad der er en passende størrelse for hverken de offentlige udgifter eller det statslige underskud. I praksis ville reformer i denne retning med øget statslig pengeskabelse inden for EU indebære radikale institutionelle forandringer, der muligvis ikke er forenelige med videreførelse af euroen. Hvad der kan lade sig gøre i Danmark, er tæt knyttet til forandringer i EU.

Ovenfor lægges der op til at ændre forholdet mellem statslig og privat pengeskabelse ved at øge den statslige på bekostning af den private pengeskabelse. Foreningen Gode Penge foreslår at tage skridtet fuldt ud og simpelthen forbyde bankers skabelse af lovlige betalingsmidler, sådan at alle statsanerkendte penge fremover udelukkende skal bringes ind i økonomien via statslige underskud eller via udlån fra centralbanken til bankerne, der så kan videreudlåne det samme beløb. Efter min opfattelse er det ikke nogen god model. Så længe vi diskuterer forandringer inden for rammerne af en kapitalistisk økonomi, anser jeg det for en nyttig social innovation, at banker har mulighed for at skabe købekraft til at sætte ting i

gang og til at muliggøre handler, uden at nogen har sparet op først. Det er nødvendigt at sætte rammer, der hindrer uhæmmet pengeskabelse, spekulative aktiviteter og urimelig høj indtjening, men i en overskuelig fremtid anser jeg det for mest hensigtsmæssigt at fordele magten til pengeskabelse mellem statslige og private institutioner. Samtidig er der brug for at styrke diversifikationen inden for bankverdenen, så f.eks. lokale og værdibaserede banker kan få større betydning, ligesom statslige udviklingsbanker kan være et nyttigt supplement. Desuden er der brug for at vende tendensen til koncentration af magt i meget store enheder i bankverdenen f.eks. gennem opsplittings. Denne type tiltag hører hjemme inden for rammerne af en kapitalistisk økonomi, men de forudsætter, at kriserne for det neoliberale system efterhånden kommer til at danne grundlag for en ny social kontrakt. Hvis kriserne derimod fører til mere radikale samfundsmæssige sammenbrud, bliver der måske i stedet grundlag for opbygning af helt andre økonomiske strukturer. I så fald vil en mere grundlæggende gentænkning af pengeskabelsen være et vigtigt element.

Kobling til andre emner

En mere fyldestgørende behandling af emnet pengeskabelse forudsætter inddragelse af flere emner, end jeg har kunnet dække her. Særligt to emner er oplagte. For det første ville det være interessant at se på den aktuelle udvikling af nye betalingsløsninger og af kryptovalutaer: Hvad betyder tendenserne for pengeskabelsen? Bidrager de til en interesse for at indføre digitale centralbankpenge? Hvad drejer debatten om digitale centralbankpenge sig om? For det andet er det nærliggende at koble til den makroøkonomiske debat om, hvad der kan gøres ved gældsberget: Kan dele af statsgælden monetiseres? Hvad ville det betyde? Er der brug for at afskrive privat gæld? Kan det gøres på en retfærdig måde? Derudover er der klare koblinger til emner som finansialisering, kapitalistiske vækstmodeller, euroen samt [boligfinansiering](#). Men her må sættes et foreløbigt punktum.