

Modern Monetary Theory e spesa pubblica illimitata

Cosa ci insegnano la crisi greca e la Scuola di Chicago

George S. Tavlas

Il problema non è dove trovare il denaro... Il denaro c'è.

George Papandreou (2009)

Mettere insieme il denaro è la parte più facile.

Il denaro ci sarà.

Stephanie Kelton (2020)

George S. Tavlas è sostituto del Governatore della Banca di Grecia nel Consiglio Direttivo della Banca Centrale Europea.

Durante l'autunno del 2009, alle elezioni politiche greche, Papandreou era il candidato a Primo Ministro del Movimento Socialista Panellenico, conosciuto con l'acronimo PASOK, contro l'allora partito conservatore di maggioranza, Nuova Democrazia. Papandreou si presentò con una piattaforma caratterizzata da elevata espansione fiscale e spesa pubblica. Il 13 settembre 2009, durante una conferenza stampa, gli fu chiesto dove avrebbe trovato il denaro per finanziare le proposte di spesa pubblica del suo partito. La sua risposta è quella riportata nella citazione di apertura, con cui intendeva dire che la Grecia aveva spazio fiscale in abbondanza per aumentare la spesa pubblica; Papandreou era convinto che le entrate fiscali potessero essere fortemente incrementate attraverso un'applicazione più severa delle leggi contro l'evasione fiscale. Il 4 ottobre, il PASOK ottenne una vittoria schiacciante alle elezioni, aggiudicandosi il 43.9 per cento del voto popolare, rispetto al 33.5 per cento del partito giunto al secondo posto, Nuova Democrazia, fino a quel momento al governo, con il risultato che Papandreou divenne il Primo Ministro della Grecia. Nei mesi successivi, in Grecia scoppiò la crisi del debito sovrano, che in un anno si diffuse a larga parte dell'area euro. Nel novembre del 2011, Papandreou si dimise da Primo Ministro, diventando così il primo premier greco in quasi 50 anni ad essere costretto dal proprio governo a lasciare l'incarico. In un articolo sul *Financial Times*, riportando della sua "cacciata", si scriveva: "George Papandreou sarà ricordato dai greci, con più che una sfumatura di acrimonia, come l'uomo che sorridente aveva dichiarato "il denaro c'è" (Hope 2011). Alle successive elezioni greche, tenutesi nel giugno del 2012, il PASOK ottenne solo il 12.3 per cento dei voti.

Nel suo libro *Il Mito del Deficit*, Stephanie Kelton avanza l'idea che il denaro ci poteva essere per la Grecia se questo Paese non fosse stato parte dell'area euro. In particolare, Kelton offre una diagnosi riguardo a cosa è andato storto in Grecia e fornisce un percorso verso una terra promessa dell'economia per le nazioni disponibili a seguire i suoi consigli. La Grecia, a quanto pare, è l'esempio di come non si possa entrare nella terra promessa. "Sappiamo tutti cosa è successo in Grecia," scrive Kelton (Kelton 2020: p. 81). E prosegue affermando che la Grecia ha iniziato il suo viaggio attraverso le acque tumultuose dell'economia quando nel 2001 ha abbandonato la sua valuta nazionale, la dracma, e adottato l'euro. Così facendo, ha

Il saggio è stato originariamente pubblicato col titolo "Modern Monetary Theory Meets Greece and Chicago", in *Cato Journal*, vol.41, no.1, winter 2021, <https://bit.ly/3AZn3BT>. Traduzione dall'inglese di Fabrizio Ferrari

rinunciato alla sua sovranità monetaria. Da allora in poi non è stata più in grado di stampare la propria moneta per ripagare il proprio debito, con il risultato che... beh, “sappiamo tutti cosa è successo”. Ma lo sappiamo davvero? Il problema è che Kelton *non* sa cosa è successo.

Così come la Grecia è il testimonial di Kelton per spiegare come non si gestisce un'economia, Kelton è diventata la testimonial del gruppo di economisti che sostengono la Modern Monetary Theory, o MMT. *Il Mito del Deficit* di Kelton ha scalato la lista dei best seller del *New York Times* (nella categoria della saggistica) ed è stato oggetto di numerose recensioni – anche sul *Cato Journal*.¹ La MMT stessa è vista con favore da molti politici famosi.

Nel presente saggio intendo fare una valutazione di quello che è andato storto in Grecia attraverso la prospettiva adottata da Kelton, che è quella della MMT. Kelton afferma che la MMT parta dall'idea della finanza funzionale, sviluppata negli anni '40 da Abba Lerner. La finanza funzionale considera il problema di un bilancio in pareggio come di secondaria importanza; l'obiettivo primario della finanza funzionale è di garantire un pieno impiego non inflazionistico.

Successivamente farò una ricostruzione di ciò che è andato male in Grecia. Come dimostrerò, le origini della crisi greca non hanno nulla a che vedere con la perdita della sovranità monetaria. La Grecia aveva la sovranità monetaria negli anni '80, ciononostante si ritrovò intrappolata in crisi finanziarie a causa della sua prodigalità fiscale. Tale comportamento condusse ad alta inflazione, una cosa che, come vedremo, Kelton sostiene che non accadrebbe ad un Paese dotato di sovranità monetaria. Dopo essere entrata nell'euro nel 2001, la Grecia ha agito come se avesse uno spazio fiscale illimitato, dando luogo allo scoppio della crisi finanziaria nel 2009. Il comun denominatore delle crisi degli anni '80 e della crisi del 2009 è l'assenza di disciplina fiscale.

In seguito mostrerò che la MMT è, in realtà, una combinazione di due idee sviluppate negli anni '40: l'idea di finanza funzionale di Lerner e una proposta sviluppata all'Università di Chicago da Henry Simons, Lloyd Mints e Milton Friedman. Come Kelton, gli economisti di Chicago ritenevano che l'indebitamento dovesse essere interamente supportato dalla creazione di denaro. Tuttavia, la proposta di Chicago fu formulata con gli obiettivi di disciplinare la politica fiscale e di limitare la quantità di denaro che poteva essere creata. La proposta mirava a raggiungere la stabilità dei prezzi in piena occupazione. Al contrario, la MMT non prevede né disciplina fiscale né limiti alla creazione di denaro, nonostante Kelton sostenga il contrario. Inoltre, gli economisti di Chicago temevano che politiche economiche discrezionali potessero essere destabilizzanti alla luce di consistenti e mutevoli sfasamenti temporali. Perciò, la cornice delle politiche economiche da loro suggerite era basata su alcune regole. Come evidenzierò, l'incapacità della finanza funzionale di Lerner di considerare le proprietà destabilizzanti delle politiche economiche discrezionali fornì la base per il giudizio molto critico formulato da Friedman.

Le caratteristiche di base della MMT

Al “centro della MMT,” scrive Kelton (2020), c'è “la distinzione tra *utilizzatori* di moneta ed *emettitore* di moneta” (corsivo nell'originale, p. 18). Un emettitore di moneta è una nazione che ha la sovranità monetaria. Quattro condizioni, sostiene Kelton, sono necessarie per avere la sovranità monetaria: (1) la nazione deve battere la propria valuta (p. 19); (2) la nazione deve indebitarsi in quella valuta (p. 145); (3) la nazione deve lasciare che la propria valuta fluttui rispetto alle altre valute (p. 145); e (4) la valuta in questione deve essere inconvertibile, cioè: è “anche importante che [gli Stati] non promettano di convertire la loro

1 Vedi Dowd (2020). Despain (2020) scrive che “il libro di Kelton realizza una rivoluzione nell'economia politica”. Come avrò modo di esporre più avanti, altri recensori sono stati critici.

valuta in qualcosa che possono esaurire (ad esempio, l'oro o la valuta di qualche altra nazione)" (pp. 18-19). Paesi come gli Stati Uniti, il Giappone, il Regno Unito, l'Australia, il Canada e "molti altri", afferma Kelton, sono emettitori di moneta. Queste nazioni "non devono mai preoccuparsi di finire il denaro." Gli Stati Uniti, ad esempio, "possono sempre pagare il conto, anche quando è molto costoso" (p. 19), perché possono sempre stampare i dollari che servono.² Kelton scrive: "il Congresso ha il potere di spesa. Se davvero vuole ottenere qualcosa, può sempre avere del denaro disponibile [...] la spesa non dovrebbe mai essere vincolata da arbitrari obiettivi di bilancio o da una cieca fedeltà a cosiddetti principi di finanza equilibrata" (p. 4). L'indebitamento fiscale, sostiene Kelton, non è un problema finché non porta a inflazione (dirò di più su questo successivamente). "Questo libro," asserisce Kelton audacemente, "punta a portare quasi a zero il numero di persone che credono che l'indebitamento sia un problema" (p. 8).

La situazione per gli utilizzatori di moneta è molto diversa. Le nazioni che ricadono in questa categoria hanno o (1) fissato i loro tassi di cambio, "come l'Argentina fece fino al 2001," o (2) "sottoscritto del debito denominato in valuta estera, come ha fatto il Venezuela," o (3) abbandonato la loro valuta nazionale, come hanno fatto "l'Italia, la Grecia e altri Paesi dell'eurozona" (p. 19). Queste nazioni non possono stampare moneta per supportare i loro debiti. Pertanto, Kelton ci spiega: "Gli Stati Uniti non possono fare la fine della Grecia, che ha rinunciato alla sua sovranità monetaria quando ha smesso di coniare la dracma e ha iniziato ad utilizzare l'euro" (p. 19).

Come accennato, Kelton (pp. 60-63) riconosce che la MMT fa riferimento all'idea di finanza funzionale, sviluppata da Lerner. Esaminiamo cosa diceva Lerner riguardo alla finanza funzionale. Nel suo libro del 1944, *The Economics of Control*, Lerner sosteneva che il governo non dovrebbe esitare ad incorrere nei disavanzi fiscali necessari per raggiungere la piena occupazione. Se il conseguimento di questo obiettivo implica disavanzi (o avanzi) fiscali persistenti, così sia. La dimensione del debito pubblico, sosteneva Lerner, non è importante: "L'entità del debito pubblico non è un onere per i posteri, perché, se i posteri pagheranno il debito, lo pagheranno agli stessi posteri che saranno in vita nel momento in cui il pagamento sarà effettuato. Il debito pubblico non è un onere per il Paese, perché ogni centesimo di interesse o di rimborso per servire il debito che è prelevato dai cittadini in qualità di contribuenti è ricevuto dai cittadini in qualità di detentori dei titoli di debito del governo" (Lerner 1944: p. 303).³ Analogamente, sosteneva Lerner, "l'interesse sul debito non è un onere per la nazione", perché quei pagamenti "sono semplicemente dei trasferimenti ai beneficiari dai contribuenti o dai nuovi sottoscrittori del debito, e se dovesse essere difficile o indesiderabile aumentare le tasse, si possono pagare gli interessi senza imporre alcun onere sulla nazione nel suo complesso, prendendo il denaro in prestito o stampandolo" (Lerner 1944: p. 303).

Kelton ritiene che Lerner "abbia ribaltato una credenza diffusa," dal momento che ha dimostrato che l'entità del debito di una nazione e la sua posizione fiscale sono irrilevanti. Kelton afferma: "Invece di cercare di forzare l'economia a generare abbastanza tasse per pareggiare la spesa federale, Lerner ha incitato i politici a pensare in modo opposto. Le

2 Il requisito che la valuta di un emettitore di moneta debba essere inconvertibile (ad un tasso di cambio fisso) in altre valute tradisce una mancanza di comprensione degli accordi finanziari internazionali da parte di Kelton. Tutte le valute più importanti sono convertibili in altre valute. L'imposizione dell'inconvertibilità su una valuta minerebbe la domanda internazionale di quella valuta. Il dollaro statunitense è emerso come la valuta internazionale dominante in seguito alla Seconda Guerra Mondiale anche perché era l'unica valuta ad essere convertibile (ad un tasso di cambio fisso) in altre valute e in oro. Sull'uso internazionale delle valute, vedi Tavlas (1991).

3 Al contrario di quanto faccio io, Kelton non cita direttamente da Lerner (1944).

tasse e la spesa dovrebbero essere manipolate per portare l'economia nel suo complesso all'equilibrio" (p. 61). Una politica economica di questo tipo potrebbe richiedere "sostenuti disavanzi fiscali per molti anni o anche decenni" (p. 61). Finché l'inflazione rimane sotto controllo, "Lerner riteneva che questo fosse un modo perfettamente responsabile per gestire il bilancio pubblico" (p. 61). La rappresentazione da parte di Kelton del ragionamento di Lerner, secondo cui i disavanzi fiscali e l'entità del debito di un Paese non contano, è accurata, purché si tenga in considerazione una condizione molto importante introdotta da Lerner: Lerner sostiene chiaramente che una condizione necessaria deve verificarsi affinché la posizione fiscale di una nazione, incluso il suo livello di debito, non sia un problema. Questa condizione, che discuto nel prosieguo, non è però tenuta in considerazione da Kelton.

Dopo aver descritto il concetto di finanza funzionale proposto da Lerner, Kelton esprime il seguente punto di vista: "le intuizioni di Lerner sono importanti per la MMT, ma non si spingono abbastanza in là [...]. Noi riteniamo che le prescrizioni di Lerner lascerebbero ancora troppe persone senza lavoro" (p. 63). Lerner, sostiene Kelton, pensava che il raggiungimento della piena occupazione sarebbe stato accompagnato da un livello di disoccupazione involontaria, lasciando alcune persone senza occupazione. Per assicurare che chiunque abbia un lavoro, "la MMT raccomanda una sorta di garanzia per il lavoro, che crei uno stabilizzatore automatico non discrezionale che promuova sia la piena occupazione sia la stabilità dei prezzi" (p. 63).

Il programma economico della MMT funzionerebbe in questo modo. La Federal Reserve diventerebbe subordinata al Ministero del Tesoro degli Stati Uniti. Per assicurare che "i soldi (...) siano sempre resi disponibili" (pp. 234-35) per qualsiasi obiettivo ritenuto meritevole, "la Federal Reserve effettuerebbe un pagamento autorizzato per conto del Ministero del Tesoro" (p. 235). Nello specifico, la Fed stamperebbe tutto il denaro necessario a finanziare le intenzioni di spesa del governo: "Dobbiamo riconoscere che il governo degli Stati Uniti può fornire al nostro settore privato tutti i dollari di cui ha bisogno per raggiungere la piena occupazione, e può fornire al resto del mondo tutti i dollari di cui ha bisogno per accumulare le proprie riserve e proteggere i propri flussi commerciali" (p. 151). Quale spesa è meritevole? In aggiunta alla garanzia federale sul lavoro, la facoltà di stampare moneta fornirebbe lo spazio fiscale per finanziare Medicare per tutti, l'istruzione universitaria gratuita, tagli di tasse per la classe media, un completo Green New Deal, asili gratuiti, la cancellazione dei debiti degli studenti universitari, abitazioni a prezzo accessibile per tutti, una linea ad alta velocità nazionale, un'ampliata Protezione Sociale, e Corpi Civili di Tutela dell'Ambiente, le cui mansioni includerebbero la prevenzione degli incendi, il controllo delle alluvioni, e l'agricoltura sostenibile. Il programma della MMT ridurrebbe le disuguaglianze razziali, abbasserebbe la povertà, costruirebbe delle comunità più forti, e tanto altro (pp. 229-63).

Una volta entrato in vigore il programma di garanzia federale sul lavoro, se "l'economia dovesse collassare come avvenne nel 2008, la garanzia intercetterebbe centinaia di migliaia di persone anziché lasciarle scivolare nella disoccupazione" (p. 67). Inoltre, il governo indirizzerebbe la spesa verso i settori dell'economia che preferisce. Così, Kelton argomenta che: "Con lavori dignitosi garantiti per tutti, i lavoratori potrebbero impegnarsi in *politiche industriali*, orientate dal settore pubblico, mirate a produrre infrastrutture sostenibili e una più ampia gamma di servizi pubblici" (corsivo aggiunto, p. 152). Il programma stabilirebbe un minimo salariale pari "a, per fare un esempio, 15 dollari all'ora" (p. 68). Tale minimo, di per sé, aiuterebbe "a stabilizzare l'inflazione fissando un prezzo fondamentale [cioè, il salario orario] nell'economia" (p. 67). Eppure, nonostante le suddette intenzioni di spesa, Kelton informa il lettore che la MMT "non è un piano per incrementare le dimensioni del settore pubblico" (p. 235).

voro federale, Kelton come intenderebbe tenere l'inflazione sotto controllo? Su questo è molto vaga: "La MMT ci renderebbe *più sicuri* [contro l'inflazione] perché riconosce che la miglior difesa contro l'inflazione è attaccare efficacemente" (corsivo nell'originale, p. 72). Quale sarebbe un buon modo di contrastare l'inflazione? Kelton prosegue: "Noi vogliamo che le agenzie come l'Ufficio Congressuale per il Bilancio contribuiscano a valutare i nuovi progetti di legge per il loro potenziale rischio inflativo *prima* che il Congresso si impegni a finanziarli, così che i rischi possano essere preventivamente mitigati." A tal proposito, "se l'Ufficio Congressuale per il Bilancio e altri analisti indipendenti concludessero che ciò [l'aumento di spesa] rischierebbe di sospingere l'inflazione al di sopra di qualche livello desiderato, allora i legislatori potrebbero iniziare a predisporre un insieme di opzioni per identificare i metodi più *efficaci* per ridurre quel rischio" (corsivo nell'originale, p. 72). Quali sono queste opzioni? Il Congresso "lavorerebbe *a ritroso*" per risalire alle aree dove la spesa potrebbe essere tagliata, assicurando così che "ci sia sempre un controllo su ogni nuova spesa. Il miglior modo di combattere l'inflazione è combatterla prima che succeda" (corsivo nell'originale, pp. 72-73). Sostanzialmente, Kelton sostiene che ci sia sempre della capacità inutilizzata nell'economia tale da rendere piatta la curva di offerta aggregata. Di conseguenza, un consistente e prolungato stimolo fiscale, finanziato dalla creazione di denaro, non spiazzerebbe mai la spesa privata né innescherebbe l'inflazione.

Con l'arduo compito di stabilizzare l'economia affidato alla politica fiscale, Kelton si domanda: "Davvero la politica fiscale può reggere il timone dell'economia? Che cosa rimane per la politica monetaria?" (p. 242). Con la Federal Reserve divenuta un braccio operativo del Ministero del Tesoro, la politica monetaria – operazioni di mercato aperto, variazioni del tasso di sconto e variazioni nei requisiti di riserva minima – non ricopre sostanzialmente alcun ruolo nello schema di Kelton: "La MMT considera la *politica fiscale* uno stabilizzatore molto più potente [della politica monetaria]" (corsivo nell'originale, p. 243).

Due punti riguardo al finanziamento dei deficit fiscali sono importanti all'interno della MMT. In primo luogo, la creazione di denaro sarebbe lo strumento primario per finanziare aumenti di spesa pubblica. Kelton sostiene che il denaro e i titoli di stato siano attività patrimoniali essenzialmente identiche nei portafogli del settore privato. Perché, allora, il governo si indebita? Perché non pagare la spesa pubblica semplicemente stampando moneta? Kelton afferma: "[Il governo] *sceglie* di offrire alle persone un tipo differente di moneta nazionale, una moneta che paghi un po' di interessi. In altre parole, i titoli di stato degli Stati Uniti sono semplicemente dollari che pagano degli interessi" (corsivo nell'originale, p. 36). Ne consegue che il governo può "far sparire il debito pubblico" facendo comprare alla Federal Reserve tutto il debito pubblico in circolazione (p. 99).⁴ Pertanto, "l'obiettivo della vendita all'asta dei titoli del Tesoro degli Stati Uniti – cioè, dell'indebitamento – non è quello di raccogliere dollari per lo Zio Sam" (p. 36).⁵

In secondo luogo, come nel caso dell'emissione di debito pubblico, Kelton ritiene che la tassazione non dovrebbe essere normalmente utilizzata per finanziare la spesa pubblica. Ciononostante, Kelton afferma che le tasse svolgano molte funzioni fondamentali all'interno di un sistema economico: (1) "le tasse permettono ai governi di approvvigionarsi senza l'uso esplicito della forza" – senza l'imposizione delle tasse, le persone non avrebbero una ragione per domandare la moneta fiat del governo (p. 32); (2) in caso di necessità, la tas-

4 L'idea che i titoli di stato, specialmente i buoni del tesoro a breve termine, siano quasi-moneta era stata avanzata da Simons (1936), il quale era anche convinto che la Fed potesse eliminare tutto il debito pubblico comprandolo.

5 Kelton sembra trascurare il fatto che, poiché le riserve delle banche statunitensi ora sono remunerate con interessi, l'operazione che ha in mente potrebbe non ridurre il peso degli interessi sul debito, e potrebbe anche aumentarlo in certe circostanze.

sazione fornisce i mezzi per combattere l'inflazione (p. 33); (3) "le tasse sono un potente mezzo per alterare la distribuzione della ricchezza e del reddito" (p. 33); e (4) le tasse sono un modo "per incoraggiare o scoraggiare certi comportamenti" (p. 34).

L'impianto della MMT, inclusa la rappresentazione che ne offre Kelton, è stato sottoposto a una considerevole e dura critica da economisti famosi. La versione di Kelton, ad esempio, è stata criticata per (1) la sua mancata considerazione degli anni '70, un periodo durante il quale politiche economiche espansive hanno condotto ad aumenti sia dell'inflazione sia della disoccupazione (Cochrane 2020); (2) la probabilità che avrebbe di causare inflazione inattesa, riducendo il potere di acquisto di quelli colti di sorpresa a detenere "il vecchio denaro" mentre il "nuovo denaro" viene stampato (Andolfatto 2020, Dowd 2020); (3) la sua forte inclinazione ad aumentare il peso del settore pubblico nell'economia, dirottando così risorse dalle imprese produttive al confusionario settore pubblico (Coats 2019, Tenreiro 2020); (4) la sua mancata considerazione del fatto che, in assenza di coordinamento con la politica monetaria, l'espansione fiscale può essere un debole strumento politico (Greenwood and Hanke 2019); e (5) la sua mancata considerazione della letteratura sull'indipendenza delle banche centrali, della curva dei rendimenti, e degli effetti che le decisioni di bilanciamento del portafoglio da parte degli investitori hanno sul modo in cui le politiche economiche influenzano le variabili economiche più importanti (Edwards 2019).⁶ Krugman (2019) ha paragonato la MMT a un gioco senza regole, in cui i giocatori continuano a cambiare le loro argomentazioni in risposta alle critiche; Rogoff (2019) ha definito la MMT "un'assurdità"; e Summers (2019) ha scritto che la MMT è "una ricetta per un disastro." Eppure, nell'attuale situazione di bassa inflazione, la MMT continua a prosperare in certi circoli politici e ad essere al centro dell'attenzione nei dibattiti tra accademici, mentre Kelton è diventata la più nota rappresentante del movimento. Dopotutto, se l'inflazione è rimasta sotto al 2 per cento in tutte le maggiori economie nonostante le politiche monetarie e fiscali fortemente espansive dell'ultimo decennio, perché non approfittare dei vantaggi che la MMT promette di offrirci? Lasciatemi, quindi, giudicare la MMT dal punto di vista del testimonial suggerito da Kelton come "utilizzatore di moneta".

Ritorno al passato. Parte I: Il testimonial

Nel libro di Kelton, il caso della crisi del debito sovrano greco è l'esempio per eccellenza di cosa succede quando un Paese rinuncia alla propria sovranità monetaria per diventare un utilizzatore di moneta. Qui riporto diversi estratti dal libro:

- "Non mi preoccupa il fatto che gli Stati Uniti possano finire come la Grecia" (p. 81).
- "[Nel 2009] per coprire il proprio disavanzo [fiscale], la Grecia si è dovuta indebitare. Il problema è che, avendo aderito all'euro, il governo greco non ha più una banca centrale a cui dare il mandato di saldare tutti i suoi pagamenti" (p. 85).
- "Ma gli USA non sono come la Grecia (che si indebita in euro)" (p. 91).
- L'adozione dell'euro "relega tutti i membri dell'eurozona al ruolo di meri utilizzatori di moneta. Questo è un elemento cruciale per capire la crisi apparentemente senza fine del debito greco" (p. 145).

Che cosa è successo esattamente in Grecia per innescare la crisi finanziaria che è scoppiata nel 2009? Kelton sostiene che la Grecia sia stata vittima della crisi finanziaria globale del 2008 e della recessione globale ad essa associata:

Paesi come la Grecia e l'Italia, insieme agli altri diciassette membri dell'eurozona, hanno rinunciato alle loro valute sovrane per utilizzare l'euro. Dal momento

⁶ Cochrane (2020) fa notare che Kelton trascura essenzialmente tutti i contributi apportati alla letteratura sulla moneta e l'inflazione dalla fine della Seconda Guerra Mondiale in poi.

che non possono emettere l'euro, i governi degli Stati membri devono vendere dei titoli di stato. (...) Il problema è che prestare a questi Paesi è diventato particolarmente rischioso non appena hanno promesso di rimborsare i detentori dei titoli di stato in una valuta che gli stessi Paesi non possono emettere. Ciò è diventato dolorosamente chiaro sulla scia della crisi finanziaria del 2008, mentre la recessione globale spingeva i bilanci della Grecia e di altri Paesi dell'eurozona in profondi indebitamenti. (...) I governi non hanno avuto altra scelta che indebitarsi sui mercati finanziari privati, e hanno dovuto pagare qualsiasi somma i mercati domandassero per garantire ai governi i finanziamenti di cui avevano bisogno. (...) In Grecia, l'emblema della crisi, i tassi di interesse sui titoli decennali del debito pubblico sono schizzati alle stelle, dal 4,5 per cento nel settembre del 2008 a quasi il 30 per cento del febbraio 2012 (p. 124).

È importante evidenziare due considerazioni esposte in questa lunga citazione riguardo alla Grecia. In primo luogo, Kelton afferma che è stata la recessione globale associata alla crisi finanziaria del 2008 a spingere il bilancio della Grecia "in profondo indebitamento". In secondo luogo, Kelton sostiene che il periodo durante il quale i tassi di interesse sui titoli di debito pubblico greci sono "schizzati alle stelle" è iniziato nel settembre del 2008. (Ricorderete che il settembre del 2008 ha visto il collasso di Lehman Brothers.)

La valutazione di Kelton circa l'origine della crisi finanziaria greca elude una domanda: perché proprio la Grecia? La Germania, il Lussemburgo e i Paesi Bassi sono membri dell'area euro. Queste nazioni hanno anch'esse rinunciato alla loro sovranità monetaria per adottare l'euro. Eppure, questi Paesi – e altri nell'area euro – non hanno patito crisi finanziarie in seguito allo scoppio della recessione globale del 2008. Questa circostanza ha una spiegazione.

La Grecia è diventata un membro della zona euro nel 2001. Perché questa nazione ha deciso di trasformarsi da emettitore di moneta a utilizzatore di moneta? Per affrontare la questione, bisogna andare più indietro nel tempo, fino agli anni '80 e ai primi anni '90, un periodo durante il quale la Grecia aveva la sua valuta, la dracma. A partire dal 1981, la Grecia ha intrapreso politiche fiscali molto espansive.⁷ Di conseguenza, il disavanzo fiscale, pari al 2,6 per cento del PIL nel 1980, è salito all'8,7 per cento del PIL nel 1981. Durante il periodo tra il 1981 e il 1994 il rapporto tra indebitamento pubblico e PIL è stato in media dell'11,7 per cento.⁸ Durante la maggior parte del periodo, la Banca di Grecia è rimasta subordinata al governo. Addirittura, ad un certo punto, la stessa persona ricopriva contemporaneamente il ruolo di ministro delle finanze e di governatore della Banca di Grecia. Di conseguenza, il ruolo della politica monetaria era quello di aiutare a finanziare il disavanzo fiscale – la crescita annuale della quantità di moneta è stata in media superiore al 20 per cento durante il periodo tra il 1981 e il 1994.⁹ Alla luce degli elevati disavanzi fiscali, il rapporto tra il debito e il PIL è esploso dal 28,4 per cento nel 1980 al 107,9 per cento nel 1994. I valori degli indicatori macroeconomici più importanti tra il 1981 ed il 1994 raccontano la storia che ne è conseguita: il tasso di interesse sui titoli di stato decennali era stabilmente prossimo al 20 per cento, nonostante l'attivismo della Banca di Grecia sul mercato dei titoli sovrani; l'inflazione – qualcosa che Kelton dice che non dovrebbe accadere ad un emettitore di moneta – era mediamente del 18 per cento; il tasso medio di crescita reale pari allo 0,8 per cento; e il saldo delle partite correnti registrava stabilmente disavanzi

7 L'anno 1981 vide la conquista del potere da parte del PASOK: Andreas Papandreou, il padre di George Papandreou, che abbiamo incontrato all'inizio di questo articolo, divenne il Primo Ministro.

8 I dati per questa sezione sono tratti da Garganas e Tavlas (2001), Tavlas (2019) e dalla Banca di Grecia.

9 Le percentuali si riferiscono a M3, una misura estensiva dell'offerta di moneta. La Banca di Grecia ha iniziato ad annunciare degli obiettivi annuali per M3 a partire dai primi anni '80.

tra il 3 e il 5 per cento del PIL. In queste circostanze, il Paese ha affrontato una serie di crisi finanziarie mentre la dracma finiva sotto attacco. Sono stati intrapresi diversi programmi di aggiustamento, che però sono successivamente stati abbandonati in favore di un ritorno all'espansione fiscale e monetaria.

Avendo fatto l'esperienza dei costi (crescita molto bassa, alta inflazione, crisi finanziarie) di politiche macroeconomiche eccessivamente espansive, a metà degli anni '90 la Grecia si è impegnata a mettere ordine nei propri conti economici con l'obiettivo di entrare nell'area euro.¹⁰ Le politiche fiscali e monetarie sono così state irrigidite. Il riorientamento delle politiche economiche ha avuto successo, l'inflazione e gli squilibri fiscali sono stati ridotti, e il Paese è entrato nell'unione monetaria. Ci si aspettava che l'adozione dell'euro avrebbe prodotto un contesto di bassa inflazione e di bassi tassi di interesse che avrebbe contribuito alla crescita economica.

Ciò è esattamente quello che è successo (almeno per un po' di tempo). Tra il 2001 e il 2007, l'inflazione si è portata a pochi punti sopra lo zero e la crescita reale è stata mediamente pari a circa il 4 per cento all'anno. In aggiunta, i tassi di interesse sono calati. Lo spread tra il decennale greco e quello tedesco è crollato da più di 600 punti base nei tardi anni '90 a una forbice tra i 10 e i 20 punti base molti anni dopo che la Grecia aveva aderito all'euro. Sembrava che la Grecia avesse trovato la formula magica per il successo economico.

Ma dietro all'apparenza sono emersi dei problemi con radici profonde. La crescita economica era sorretta da un settore pubblico in espansione, e il Paese non era in grado di competere internazionalmente. Considerate i seguenti sviluppi, avvenuti principalmente durante il periodo tra il 2001, l'anno di ingresso nell'eurozona, e il 2009:

- Il disavanzo fiscale è stato stabilmente superiore al 6 per cento del PIL, culminando al 15 per cento alla fine del periodo.
- L'espansione dei disavanzi fiscali era causata principalmente dalla spesa; la quota della spesa pubblica in rapporto al PIL è cresciuta di 8 punti percentuali, fino al 54 per cento.
- Il rapporto tra debito pubblico e PIL è aumentato da meno del 100 per cento nei tardi anni '90 fino al 125 per cento alla fine del periodo. Tra il 2001 e il 2009, il livello del debito pubblico è quasi raddoppiato, da 163 miliardi di euro a 301 miliardi di euro.
- L'espansione fiscale è stata finanziata principalmente indebitandosi verso l'estero. La quota di debito pubblico detenuto da residenti al di fuori della Grecia è salita dal 48 per cento nel 2001 al 79 per cento nel 2009.
- La competitività della Grecia, misurata in termini del costo per unità di lavoro rispetto a quello dei principali partner commerciali, è peggiorata del 30 per cento.
- La perdita di competitività ed i tassi di crescita relativamente alti hanno portato ad un peggioramento del disavanzo delle partite correnti. La Grecia è entrata nell'eurozona con un già elevato disavanzo delle partite correnti, pari a quasi il 7 per cento del PIL. Verso la fine del periodo quel disavanzo si era allargato fino al 15 per cento del PIL.¹¹

10 La decisione di aderire all'unione monetaria è stata supportata, in parte, da una sostanziosa letteratura – chiamata “nuova” teoria delle aree valutarie ottimali – che mostrava come le nazioni con un passato di alta inflazione potessero migliorare la credibilità della loro politica monetaria facendola determinare da una banca centrale conservatrice nella loro regione. Si riteneva che questo aumento di credibilità, a sua volta, avrebbe ridotto l'inflazione, i tassi di interesse e il costo occupazionale di spostarsi verso un equilibrio di bassa inflazione. Per una discussione di questa letteratura, vedi Tavlas (1993) e Dellas e Tavlas (2009).

11 Edwards (2019: p. 557) ha fatto notare come una caratteristica centrale della MMT sia la convinzione che i disavanzi di partite correnti siano fenomeni benefici, perché il resto del mondo non avrebbe problemi a fornire al Paese che incorre in tali disavanzi risorse reali essenzialmente illimitate in cambio

Nonostante questi grossi e crescenti squilibri – che sarebbero dovuti suonare come forti campanelli di allarme per i mercati finanziari, ma così non fu – e nonostante la crisi finanziaria globale scoppiata nell'agosto del 2007 (e intensificatasi nel settembre del 2008 con il collasso di Lehman), i tassi di interesse sui titoli di stato greci sono rimasti a livelli bassi fino al 2009. Evidentemente i mercati credevano che, nonostante la clausola del Trattato di Maastricht che vietava i salvataggi esterni, se le cose si fossero messe male, i partner della Grecia nell'area euro sarebbero stati obbligati a salvarla per mantenere la coesione dell'unione monetaria ed evitare ripercussioni negative sugli altri Stati.¹² I mercati hanno continuato a prestare al governo greco, e il governo ha continuato a spendere ed indebitarsi come se avesse uno spazio fiscale illimitato.

Il punto di svolta è arrivato durante le elezioni nell'autunno del 2009. In ottobre, subito dopo le elezioni nazionali, il nuovo governo del PASOK ha annunciato che il disavanzo fiscale per il 2009 sarebbe salito al 12.5 per cento del PIL, molto più di quanto il precedente governo conservatore (guidato da Nuova Democrazia) aveva stimato (Barber 2009).¹³ L'annuncio aveva focalizzato l'attenzione dei mercati sugli ampi squilibri fiscali della Grecia, incluso l'ammontare di debito pubblico detenuto da residenti all'estero. La Figura 1 mostra l'evoluzione temporale del tasso di interesse sui titoli di debito pubblico decennali greci. Come illustrato nella figura, i tassi di interesse si sono impennati nell'ottobre del 2009 e hanno continuato a crescere negli anni successivi. Ciò che ha causato la crisi finanziaria greca è stata la prodigalità fiscale. Prima dell'ottobre del 2009, i mercati finanziari si sono comportati come se la posizione fiscale e verso l'estero del Paese fosse sostenibile. Quei Paesi dell'area euro che non erano incorsi in squilibri fiscali e di partite correnti – come la Germania, i Paesi Bassi, e il Lussemburgo – non hanno fronteggiato una crisi.¹⁴ Al contrario di quanto sostiene Kelton, ciò che ha causato la crisi finanziaria greca non è stata la perdita di sovranità monetaria.

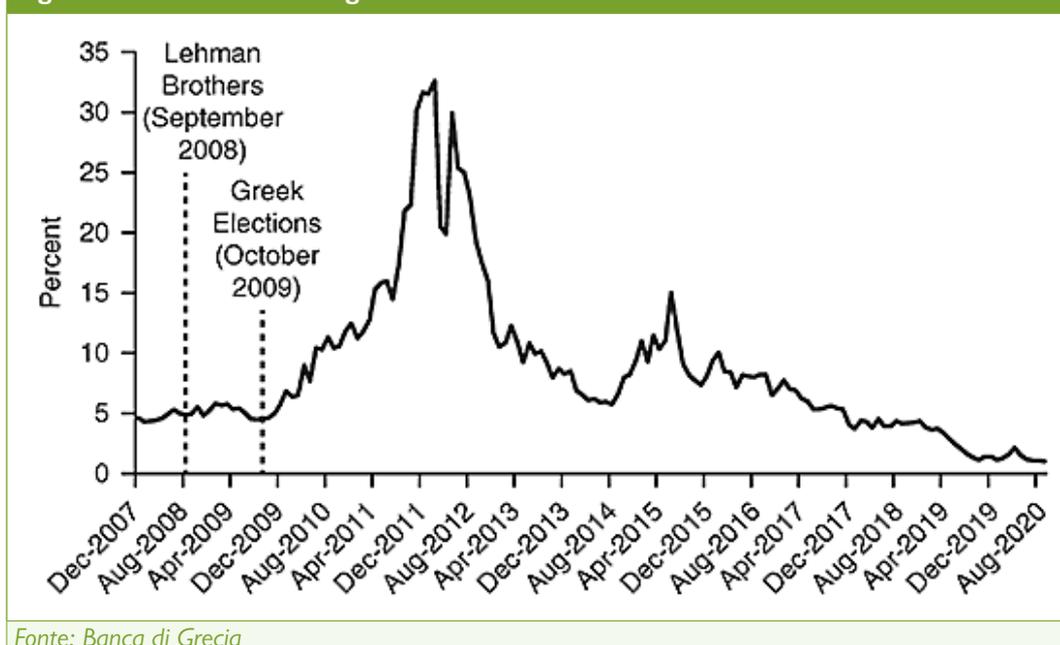
del debito di questa nazione.

12 L'articolo 25 del Trattato di Maastricht stabilisce che gli Stati membri dell'area euro non possono accollarsi i debiti di altri Stati membri.

13 Alla fine, il disavanzo fiscale del 2009 era pari al 15 per cento del PIL. Una ragione importante dell'ampio disavanzo fiscale del 2009 era stata l'espansione della spesa pubblica. Come evidenziato, il 2009 è stato un anno elettorale in Grecia; gli anni elettorali sono tipicamente caratterizzati da alta spesa pubblica prima delle elezioni per guadagnare il favore degli elettori.

14 Nei diversi anni che hanno condotto alla crisi del 2009, la Germania, i Paesi Bassi e il Lussemburgo avevano posizioni fiscali quasi in pareggio e hanno mantenuto avanzi delle partite correnti.

Figura 1: Buoni del tesoro greci – Rendimento a 10 anni



Fonte: Banca di Grecia

Da tutto ciò emergono le seguenti conclusioni. In primo luogo, la tesi di Kelton che la recessione globale del 2008 ha spinto la posizione fiscale della Grecia “in profondo indebitamento” è errata. La recessione del 2008 ha esacerbato i già ampi disavanzi fiscali della Grecia. Il Paese ha avuto disavanzi fiscali nell'ordine del 7 per cento del PIL durante il periodo che ha portato al 2008.¹⁵ In secondo luogo, l'argomento di Kelton secondo cui i tassi di interesse sul debito pubblico greco “sono schizzati alle stelle” a partire dal settembre del 2008 – che, se fosse corretto, supporterebbe la sua affermazione che la crisi finanziaria greca è stata originata da fattori esterni alla Grecia – è analogamente errato. Come chiaramente mostrato in Figura 1, i tassi di interesse sui titoli di stato greci hanno iniziato a salire nell'ottobre del 2009, in concomitanza con la presa di coscienza da parte dei mercati che la situazione fiscale della Grecia era insostenibile. Il tasso di interesse sul decennale greco era del 5.0 per cento nel settembre del 2008 (Figura 1).¹⁶ Successivamente è calato, raggiungendo il 4.5 per cento nel settembre del 2009. In seguito all'annuncio nell'ottobre del 2009 riguardo all'entità del disavanzo fiscale di quell'anno, il tasso di interesse ha cominciato il suo percorso di risalita. A gennaio del 2010, il tasso di interesse era al 6.9 per cento; a giugno del 2010, aveva raggiunto il 10.5 per cento. Il tasso di interesse ha raggiunto il suo picco al 32.6 per cento nel febbraio del 2012. In terzo luogo, la Grecia ha sperimentato crisi finanziarie sia negli anni '80 sia nel periodo dal 2009 al 2015. Nel primo caso, il Paese era un emettitore di moneta. Nel secondo caso, era un utilizzatore di moneta. Entrambi i periodi sono stati contrassegnati da prodigalità fiscale, mentre si susseguivano governi che si comportavano come se avessero uno spazio fiscale illimitato. La prodigalità fiscale è stata il comune denominatore delle crisi.

¹⁵ In percentuale del PIL, il disavanzo fiscale tra il 2003 e il 2007 è stato in media del 7.1 per cento; il disavanzo del 2008 del 10.2 per cento.

¹⁶ Come indicato sopra, Kelton (p. 124) riporta che il tasso di interesse sul decennale greco era del 4.5 per cento nel settembre del 2008, che è diverso dalla cifra del 5.0 per cento che fornisco io. Suppongo che Kelton abbia riportato lo spread tra il tasso di interesse del decennale greco e il tasso di interesse del decennale tedesco, invece del livello del tasso di interesse greco.

Ritorno al passato. Parte II: Kelton, Lerner e Chicago

Ci sono due problemi di politica monetaria che fanno luce sulla coerenza e sensatezza del modello di Kelton: (1) il modo in cui Kelton tratta la proposta di finanza funzionale di Lerner e (2) le somiglianze e le differenze tra il modello di Kelton e il modello monetario sviluppato dagli economisti di Chicago negli anni '40. Kelton riconosce generosamente l'influenza che la formulazione di Lerner della finanza funzionale ha avuto sulla propria versione della MMT (pp. 60-63). Come Lerner, Kelton ritiene che il debito pubblico non sia un onere per le future generazioni. Come Lerner, Kelton sostiene che neanche l'interesse pagato sul debito sia un onere per il Paese. Tuttavia, come ho già menzionato, Lerner riteneva che una terza importante condizione dovesse essere soddisfatta affinché le altre due condizioni fossero valide. Qual era questa terza condizione? Lerner ammetteva che il debito pubblico dovesse essere detenuto *internamente*, e ha scritto:

Tutto ciò è vero, naturalmente, solo per il debito pubblico detenuto internamente. Incrementare il debito verso altri Paesi o verso i cittadini di altri Paesi denota *davvero* un impoverimento del Paese che si indebita ed un arricchimento del Paese che fa credito. (...) Per un Paese indebitarsi con un altro può essere sciocco o saggio in base alle circostanze, proprio come nel caso dell'indebitamento di un individuo. Tale debito dovrebbe essere limitato perché la sua *restituzione costituirà un vero onere* per il Paese, proprio come l'indebitamento ha fornito un beneficio reale completamente diverso da qualsiasi beneficio che può scaturire dall'indebitamento interno. *Quando arriva il momento della restituzione potrebbero esserci dei grossi problemi, che potrebbero portare alla bancarotta.* (Lerner 1944: p. 305; corsivi aggiunti).

Lerner riteneva che tutto il debito detenuto all'estero fosse un onere per un Paese; non faceva distinzione tra il debito estero che fosse denominato nella valuta del Paese in questione e il debito estero che fosse denominato in valute estere.

Kelton non menziona la restrizione di cui sopra aggiunta da Lerner alla sua idea di finanza funzionale.¹⁷ Nella visione di Kelton, gli Stati Uniti svolgono un servizio per gli altri Paesi quando li riforniscono di dollari USA, e questi Paesi utilizzano questi dollari per comprare titoli del Tesoro statunitense. Quando gli Stati Uniti importano beni dalla Cina, ad esempio, e pagano le importazioni con dollari appena creati, Kelton scrive: "Noi non stiamo davvero prendendo in prestito dalla Cina [anche se i dollari statunitensi sono un titolo di debito degli Stati Uniti] quanto piuttosto stiamo rifornendo la Cina di dollari per comprare titoli del Tesoro statunitense. (...) Quindi, termini come *indebitamento* [per descrivere il lato statunitense della transazione] sono fuorvianti. Lo stesso vale quando si etichettano questi titoli come debito pubblico. Non c'è nessuna *reale* obbligazione di debito" (corsivi nell'originale, p. 83). Perché non c'è nessuna reale obbligazione di debito? Kelton sostiene che ci sia una domanda illimitata di dollari come valuta internazionale. Perciò, gli Stati Uniti possono semplicemente continuare a stampare dollari per pagare i titoli del Tesoro in scadenza detenuti dalla Cina (pp. 82-83).

Una condizione fondamentale per l'utilizzo internazionale di una valuta è che ci sia fiducia circa il suo valore. Nello specifico, tassi di inflazione elevati o variabili aumentano i costi dell'utilizzo internazionale di una valuta, generando deprezzamenti e variabilità del tasso di cambio nominale. Questi fattori aumentano i costi da sostenere per acquisire informazioni e calcolare efficientemente i prezzi offerti e domandati per i beni e le attività patrimoniali commerciabili internazionalmente. Pertanto, questi fattori compromettono l'uso di una valuta come mezzo di scambio internazionale, unità di conto e riserva di valore. Inoltre, l'inflazione aumenta il costo di detenere una valuta, erodendone il potere di acquisto e

¹⁷ Omettendo questa restrizione, Kelton non fornisce un resoconto accurato delle opinioni di Lerner.

svalutandola come riserva internazionale di valore. La strategia di Kelton verso la terra promessa dell'economia assume che la creazione di moneta sarà asservita alle autorità fiscali e ai bisogni e ai desideri dei politici. Di conseguenza, la creazione di moneta sarebbe endogena. Kelton assume che le autorità fiscali e i politici si assicurerebbero che gli indebitamenti finanziati, creando moneta, non producano inflazione. Tuttavia, come abbiamo visto nel caso della Grecia negli anni '80, asservire la creazione di denaro alle autorità fiscali può essere sì una strategia – però non verso una terra promessa dell'economia, ma verso inflazione, tassi di interesse a lungo termine più elevati (a causa dell'inflazione), maggiori premi per il rischio, e crisi finanziarie. Io avanzo l'ipotesi che, applicando il piano di Kelton, il ruolo internazionale del dollaro e il signoraggio che gli Stati Uniti derivano da questo ruolo non durerebbero a lungo.

La cornice della politica economica di Kelton ha molte caratteristiche in comune con quella sviluppata negli anni '40 da Simons, Mints e Friedman, gli economisti di Chicago. Ciononostante, la proposta politico-economica di Kelton e della MMT è ortogonale rispetto alle proposte avanzate dagli economisti di Chicago, pertanto un confronto tra questi sistemi risulta essere istruttivo. Vale però la pena menzionare che, diversamente da Lerner, Kelton non dimostra alcuna conoscenza dei contributi prodotti dagli economisti di Chicago negli anni '40.¹⁸ Lerner (1944: p. 303) non aveva preferenze tra il disavanzo fiscale finanziato tramite titoli di stato e quello finanziato creando moneta. Al contrario, i primi economisti di Chicago credevano che i disavanzi fiscali dovessero essere interamente supportati dalla creazione di denaro, un punto di vista condiviso da Kelton.¹⁹ Gli economisti di Chicago erano convinti, come Kelton, che la Federal Reserve dovesse essere asservita al Tesoro statunitense.²⁰ Gli economisti di Chicago, come Kelton, pensavano che l'affidamento sulle operazioni di mercato aperto nella conduzione della politica monetaria dovesse essere ridotto.²¹

Ci sono, tuttavia, delle differenze basilari tra il modello sviluppato dai primi economisti di Chicago e quello di Kelton. In primo luogo, gli economisti di Chicago erano convinti che la moneta fosse una variabile cruciale nell'economia e che fosse necessario controllarne la quantità. Altrimenti, aumenti nella quantità di moneta avrebbero potuto condurre ad autoalimentati innalzamenti dell'inflazione. Al contrario, il modello di Kelton rende la quantità di moneta endogena rispetto alla posizione fiscale del governo. In secondo luogo, gli economisti di Chicago erano convinti che l'incertezza della politica monetaria fosse una causa primaria di turbamento dell'economia. La proposta di Kelton non considera il ruolo dell'incertezza nella politica economica. In terzo luogo, alla luce dei primi due fattori, gli economisti di Chicago pensavano che la politica monetaria dovesse essere basata su una regola intesa a conseguire un livello dei prezzi stabile.²² Tale regola, a sua volta, avrebbe aiutato a

18 Kelton fa riferimento all'idea di Friedman che esista un tasso naturale di disoccupazione. Friedman avanzò questa idea negli anni '60 (vedi Nelson 2020).

19 Vedi Tavlas (2015) per una discussione sui modelli politico-economici dei primi economisti di Chicago. Le opinioni di Friedman sulla politica monetaria sono cambiate nel tempo. Nelson (2020) fornisce l'analisi più autorevole dello sviluppo delle idee di Friedman sull'economia politica dai primi anni '30 ai primi anni '70.

20 Simons (1936: p. 175) ha scritto: "Il controllo ultimo sul valore del denaro risiede nelle pratiche fiscali: nelle operazioni di spesa, tassazione e indebitamento del governo centrale. (...) Perciò, il Tesoro sarebbe l'agenzia amministrativa fondamentale."

21 Friedman (1948) riteneva che le operazioni di mercato aperto dovessero essere interrotte.

22 Friedman (1948) ha proposto una regola che mirava a stabilizzare la domanda aggregata al pieno impiego. A partire dalla metà degli anni '50, Friedman iniziò a preferire una regola basata sulla crescita

mantenere la creazione di moneta al di fuori del processo politico, limitandone rigidamente la quantità. Simons (1944: p. 224) la mette in questi termini: “Solamente riconoscendo ed accettando questa regola [della stabilizzazione del livello dei prezzi] le assemblee legislative possono essere rese finanziariamente responsabili o può essere risparmiata alle imprese un'intollerabile incertezza monetaria.”²³ Al contrario, il modello di Kelton è basato sulla discrezionalità. Lei è convinta che la sua proposta di garanzia federale del lavoro sarebbe compatibile con la stabilità dei prezzi sotto l'occhio vigile (cioè, discrezionale) dell'Ufficio Congressuale per il Bilancio; non affronta il ruolo dell'incertezza monetaria nell'economia.

Nel modello degli economisti di Chicago, il ruolo del governo sarebbe quello di stabilire la regola di politica monetaria e di assicurare che venga seguita; cioè, il governo avrebbe un ruolo costituzionale anziché amministrativo. In questo modello, il bilancio pubblico sarebbe stabilizzato lungo il corso del ciclo economico, con l'obiettivo di minimizzare la dimensione del settore pubblico. Qualora gli stabilizzatori automatici dovessero fallire nel fornire una domanda sufficiente durante il rallentamento del ciclo economico, gli incrementi del disavanzo fiscale, e, quindi, della quantità di moneta, sarebbero generati tramite una riduzione delle tasse – e non da incrementi di spesa pubblica.²⁴ Gli economisti di Chicago ritenevano che la quantità di spazio fiscale disponibile fosse soggetta a limiti rigorosi. Al contrario, nella proposta di Kelton, che aumenterebbe la dimensione del settore pubblico, il ruolo del governo sarebbe di tipo amministrativo. Nella sua proposta, la quantità di spazio fiscale sarebbe illimitata prima che un vincolo di inflazione vagamente definito entrasse in gioco.

C'era una ragione importante sottostante all'obiettivo degli economisti di Chicago di impedire la concentrazione di potere nelle mani del governo: questi economisti volevano preservare la libertà individuale. In un suo articolo del 1945, Simons espresse questo punto di vista:

La forza [del sistema competitivo] è nella sua implicita filosofia politica. La sua saggezza è quella di cercare soluzioni che siano all'interno dello stato di diritto, che siano compatibili con una grande dispersione o decentralizzazione del potere, e che favoriscano una vasta organizzazione sovranazionale su delle basi che facilitino una estensione illimitata della pace. (...) Certamente un altro tipo di sistema, retto da delle autorità, *potrebbe essere* più efficiente e più favorevole al progresso – se uno non considera la libertà come un aspetto dell'efficienza nonché la facoltà dell'indipendenza e la responsabilità, tra gli individui e tra le nazioni, come una misura del progresso. Delle autorità discrezionali, onniscenti e benevolenti, sicuramente potrebbero in un certo senso funzionare meglio rispetto ad ogni schema che implichi regole legislative democratiche e una dispersione concorrenziale del potere. Successivamente ad ogni turbamento, potrebbero con prontezza effettuare le medesime correzioni che la concorrenza otterrebbe lentamente o con oscillazione “non necessarie”. Invero, queste autorità potrebbero probabilmente evitare tutti i turbamenti reali semplicemente anticipandoli! Ma ad alcuni di noi non piace che le autorità ci governino, in parte perché riteniamo che non sarebbero buone e sagge e in parte perché conti-

costante dell'offerta di moneta per stabilizzare il livello dei prezzi. Taylor (2017) ha fatto notare che un beneficio della regola di Taylor è che ridurrebbe l'incertezza monetaria. Per una discussione del fondamento logico sottostante alle regole monetarie, si veda Dorn (2018).

23 Per controllare al meglio la quantità di moneta e aiutare a stabilizzare i cicli economici, gli economisti di Chicago propugnavano dei requisiti di riserva sui depositi a vista pari al 100 per cento. Si veda Tavlas (2020).

24 Ciononostante, gli economisti di Chicago ritenevano che un sistema fiscale progressivo fornisse i mezzi più appropriati per conseguire una maggiore uguaglianza.

nuerebbero a non piacerci nemmeno se lo fossero (Simons 1945: pp. 308-9; corsivi nell'originale).

In aggiunta, gli economisti di Chicago erano convinti che le politiche economiche discrezionali potessero essere, in pratica, destabilizzanti. Nello specifico, i lunghi e variabili sfasamenti temporali associati alle politiche economiche discrezionali possono comportare che le azioni controcicliche siano una fonte di disturbo. Ad esempio, gli effetti di un allentamento della politica economica inteso a supportare la domanda aggregata e ad innalzare l'inflazione potrebbero non manifestarsi fino alla fase espansiva del ciclo. L'incapacità della proposta di finanza funzionale di Lerner di considerare questi sfasamenti costituisce la base della critica di Friedman a questa proposta. In un articolo del 1947, Friedman giudicò la finanza funzionale come segue:

[La finanza funzionale] confligge con la dura realtà che né l'azione del governo né l'effetto di tale azione sono istantanei. È probabile che ci sia uno sfasamento tra la necessità dell'azione e il riconoscimento da parte del governo di questa necessità: un ulteriore sfasamento tra il riconoscimento della necessità di agire e l'effettiva azione; e ancora un ulteriore sfasamento tra l'azione ed i suoi effetti. Se questi sfasamenti temporali fossero brevi, rispetto alla durata dei movimenti ciclici che il governo cerca di contrastare, sarebbero di poca importanza. Sfortunatamente, è probabile che questi sfasamenti temporali siano una frazione sostanziale della durata dei movimenti ciclici. Perciò, in assenza di un elevato livello di abilità nel predire correttamente sia la direzione sia l'entità dell'azione richiesta, i tentativi del governo di contrastare le fluttuazioni cicliche attraverso la "finanza funzionale" potrebbero facilmente intensificare le fluttuazioni anziché mitigarle. Prima che un errore venga riconosciuto e venga intrapresa un'azione correttiva, il danno potrebbe essere fatto, e l'azione correttiva stessa potrebbe trasformarsi in un ulteriore errore. Questa ricetta di Lerner, come altre, diventa così un invito a fare la cosa giusta senza alcun consiglio su come riconoscere qual è la cosa giusta da fare [Friedman 1947: pp. 315-6].

Conclusioni

Il libro di Kelton fa molte promesse ed offre un modo semplice per pagarne i costi: stampare denaro. L'attrattiva della proposta, specialmente per alcuni politici, è che mira a partorire una "economia per la gente" a costo zero. Tuttavia, la valutazione che offre Kelton del suo testimonial (la Grecia), riguardo a come non si gestisce un'economia, è una descrizione errata della storia monetaria. La storia monetaria recente della Grecia mostra che la prodigalità fiscale del Paese – non la sua condizione di emettitore di moneta o di utilizzatore di moneta – è ciò che è stato al cuore delle sue crisi finanziarie. L'economia greca navigava in cattive acque già da molti anni prima che il Paese adottasse l'euro; la rotta si è stabilizzata (temporaneamente) solo prendendo l'impegno della frugalità fiscale prima dell'ingresso nell'area euro. Inoltre, la descrizione della finanza funzionale che offre Kelton è un'errata rappresentazione della storia di tale dottrina. Al contrario di Kelton, Lerner dimostra una profonda preoccupazione circa le conseguenze di qualsiasi programma fiscale che non presti attenzione al debito pubblico detenuto all'estero. Il paragone di cui sopra tra il modello di Kelton e quello degli economisti di Chicago negli anni '40 mostra che il primo, al contrario del secondo, non mira a fornire alcun limite – necessario per mantenere la stabilità dei prezzi – alla creazione di moneta, assume uno spazio fiscale essenzialmente illimitato, non tiene conto dell'incertezza monetaria né degli effetti destabilizzanti che hanno gli sfasamenti temporali in presenza di politiche economiche discrezionali, assume che ci sia sempre capacità produttiva inutilizzata tale da rendere piatta la curva di offerta aggregata, e aumenterebbe sia la dimensione sia il ruolo amministrativo del governo negli affari economici.

Una considerazione importante nel valutare la proposta di Kelton è che l'autrice si è avventurata in una materia (la moneta) che sembra esserle nuova e sconosciuta. Kelton non è in alcun modo la prima persona ad averlo fatto, né probabile sarà l'ultima. Quindi, lasciatemi concludere con una citazione di Mints, economista di Chicago, contenuta nel suo libro del 1950, *Monetary Policy for a Competitive Society*:

La politica monetaria è una materia che richiede l'esercizio del discernimento e, stando così le cose, difficilmente ci si può aspettare che non sorgano differenze di opinione. Per le stesse ragioni, è anche quasi inevitabile che compaiano bizzarri guru monetari di vario genere con i loro "rimedi sicuri" per le sofferenze della società. Costoro si focalizzano solo su una singola cosa che può essere ottenuta tramite strumenti monetari, ma non comprendono i molti altri effetti delle loro proposte (Mints 1950: p. v).

Bibliografia

- Andolfatto, D. (2020) "Modern Monetary Theory." *MacroMania* (March 14).
- Barber, T. (2009) "Greece Vows Action to Cut Budget Deficit." *Financial Times* (October 20).
- Coats, W. (2019) "Modern Monetary Theory: A Critique." *Cato Journal* 39 (3): 563–76.
- Cochrane, J. H. (2020) "The Deficit Myth' Review: Years of Magical Thinking by Stephanie Kelton." *Wall Street Journal* (June 5).
- Dellas, H., and Tavlas, G. S. (2009) "An Optimum-Currency-Area Odyssey." *Journal of International Money and Finance* 28 (7): 1117–37.
- Despain, H. G. (2020) "Book Review: *The Deficit Myth: Modern Monetary Theory and the Birth of the People's Economy* by Stephanie Kelton." Available at <https://blogs.lse.ac.uk/lsereviewofbooks/2020/06/22/book-review-the-deficit-mythmodern-monetary-theory-and-the-birth-of-the-peoples-economy-by-stephaniekelton>.
- Dorn, J. A. (2018) "Monetary Policy in an Uncertain World: The Case for Rules." *Cato Journal* 38 (1) (Winter): 81–108.
- Dowd, K. (2020) "Book Review: *The Deficit Myth: Modern Monetary Theory and the Birth of the People's Economy* by Stephanie Kelton." *Cato Journal* 40 (3): 795–809.
- Edwards, S. (2019) "Modern Monetary Theory: Cautionary Tales from Latin America." *Cato Journal* 39 (3): 529–61.
- Friedman, M. (1947) "Lerner on the Economics of Control." *Journal of Political Economy* 55 (October): 405–16. Reprinted in M. Friedman (ed.), *Essays in Positive Economics* (1953: 303–24). Chicago: University of Chicago Press.
- Friedman, M. (1948) "A Monetary and Fiscal Framework for Economic Stability." *American Economic Review* 38: 245–64. Reprinted in *Essays in Positive Economics*, 133–56.
- Garganas, N., and Tavlas, G. S. (2001) "Monetary Regimes and Inflation Performance." In R. C. Bryant, N. C. Garganas, and G. S. Tavlas (eds.), *Greece's Economic Performance and Prospects*, 43–95. Athens and Washington: Bank of Greece and Brookings Institution.
- Greenwood, J., and Hanke, S. H. (2019) "Magical Monetary Theory." *Wall Street Journal* (June 4).
- Hope, K. (2011) "Humiliating End to Greece's Social Reformer." *Financial Times* (November 7).
- Kelton, S. (2020) *The Deficit Myth: Modern Monetary Theory and the Birth of the People's Economy*. New York: PublicAffairs.
- Krugman, P. (2019) "Running on MMT (Wonkish)." *New York Times* (February 25).
- Lerner, A. P. (1944) *The Economics of Control: Principles of Welfare Economics*. New York: Macmillan.
- Mints, L. (1950) *Monetary Policy for a Competitive Society*. New York: McGraw-Hill.
- Nelson, E. (2020) *Milton Friedman and Economic Debate in the United States, 1932–1972*. Chicago: University Chicago Press.
- Papandreou, G. A. (2009) Press conference, 74th Thessaloniki International Fair (September 13).
- Rogoff, K. (2019) "Modern Monetary Nonsense." *Project Syndicate* (March 4).
- Simons, H. C. (1936) "Rules versus Authorities in Monetary Policy." *Journal of Political Economy* 64: 1–30.

- Reprinted in H. C. Simons (ed.), *Economic Policy for a Free Society* (1948: 160–83). Chicago: University of Chicago Press.
- Simons, H. C. (1944) "On Debt Policy." *Journal of Political Economy* 52: 356–61. Reprinted in H. C. Simons (ed.), *Economic Policy for a Free Society* (1948: 220–30). Chicago: University of Chicago Press.
- Simons, H. C. (1945) "The Beveridge Program: An Unsympathetic Interpretation." *Journal of Political Economy* 53: 212. Reprinted in *Economic Policy for a Free Society*, 277–312.
- Summers, L. H. (2019) "The Left's Embrace of Modern Monetary Theory is a Recipe for Disaster." *Washington Post* (March 5).
- Tavlas, G. S. (1991). *On the International Use of Currencies: The Case of the Deutsche Mark*. Princeton University, Department of Economics, International Finance Section *Essays in International Finance* No. 181 (March).
- Tavlas, G. S. (1993) "The 'New' Theory of Optimum Currency Areas." *World Economy* 16 (6): 663–85.
- Tavlas, G. S. (2015) "In Old Chicago: Simons, Friedman, and the Development of Monetary-Policy Rules." *Journal of Money, Credit and Banking* 47 (1): 99–121.
- Tavlas, G. S. (2019) *The Theory of Monetary Integration in the Aftermath of the Greek Financial Crisis*. The Seventh Annual Marco Minghetti Lecture, with comments by P. C. Padoan and P. Savona. Rome, Italy: Istituto Luigi Sturzo (January).
- Tavlas, G. S. (2020) "On the Controversy Over the Origins of the Chicago Plan for 100 Percent Reserves: Sorry Frederick Soddy, It Was Knight and (Most Probably) Simons!" Hoover Institution, Economics Working Paper No. 20102; *Journal of Money, Credit and Banking*, forthcoming.
- Taylor, J. B. (2017) "Rules versus Discretion: Assessing the Debate over the Conduct of Monetary Policy." NBER Working Paper Series No. 24149. Available at www.nber.org/system/files/working_papers/w24149/w24149.pdf.
- Tenreiro, D. (2020) "What the Deficit Myth Lacks." *National Review* (June 8).

Chi Siamo

L'Istituto Bruno Leoni (IBL), intitolato al grande giurista e filosofo torinese, nasce con l'ambizione di stimolare il dibattito pubblico, in Italia, promuovendo in modo puntuale e rigoroso un punto di vista autenticamente liberale. L'IBL intende studiare, promuovere e diffondere gli ideali del mercato, della proprietà privata, e della libertà di scambio. Attraverso la pubblicazione di libri (sia di taglio accademico, sia divulgativi), l'organizzazione di convegni, la diffusione di articoli sulla stampa nazionale e internazionale, l'elaborazione di brevi studi e briefing papers, l'IBL mira ad orientare il processo decisionale, ad informare al meglio la pubblica opinione, a crescere una nuova generazione di intellettuali e studiosi sensibili alle ragioni della libertà.

Cosa Vogliamo

La nostra filosofia è conosciuta sotto molte etichette: "liberale", "liberista", "individualista", "libertaria". I nomi non contano. Ciò che importa è che a orientare la nostra azione è la fedeltà a quello che Lord Acton ha definito "il fine politico supremo": la libertà individuale. In un'epoca nella quale i nemici della libertà sembrano acquistare nuovo vigore, l'IBL vuole promuovere le ragioni della libertà attraverso studi e ricerche puntuali e rigorosi, ma al contempo scevri da ogni tecnicismo.