

La Modern Money Theory (MMT) e il vincolo esterno

Marcello Spanò

Dipartimento di Economia - Università dell'Insubria

marcello.spano@uninsubria.it

Schema

- Saldi settoriali e identità contabili
- Fondamenti della Modern Money Theory (MMT)
- Esiste un vincolo esterno?
 - Vincolo della bilancia dei pagamenti secondo Kaldor e Thirlwall
 - Punto di vista MMT
 - Non esiste vincolo esterno di tipo finanziario
 - Esistono invece vincoli reali (scarsa autosufficienza alimentare, energetica, ecc.)
 - Punto di vista Post Keynesiano orizzontalista (moneta endogena)
 - Per alcuni paesi può esistere un vincolo esterno
- Tentativo di riconciliazione semantica

Identità fondamentale

$$\begin{aligned} Y &= C + I + G + X - M \\ (Y + rV_{t-1} - T) - C &= I + G - T + (X - M + rV_{t-1}) \\ (Y_d - C) - I + (T - G) &= CAB \end{aligned}$$

$$(S - I) + (T - G) = CAB$$

- **Tre settori: settore privato domestico, settore estero, settore pubblico:**

$$S - I = CAB - (T - G)$$

Il settore privato domestico, preso in aggregato, aumenta il risparmio netto (riduce l'indebitamento netto) quando il saldo delle partite correnti è maggiore del surplus del governo (quando il deficit del governo è maggiore in valore assoluto del deficit di parte corrente).

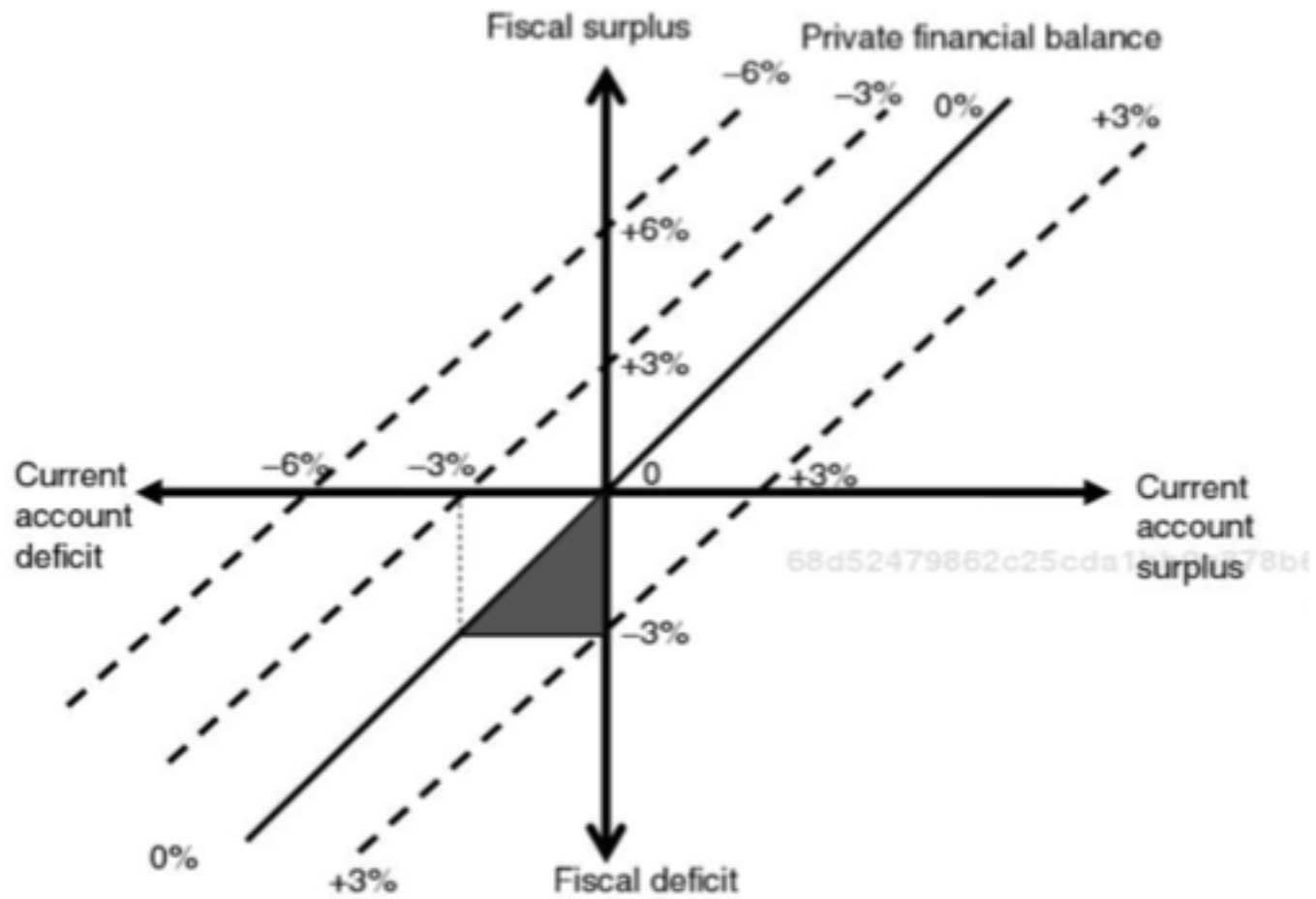
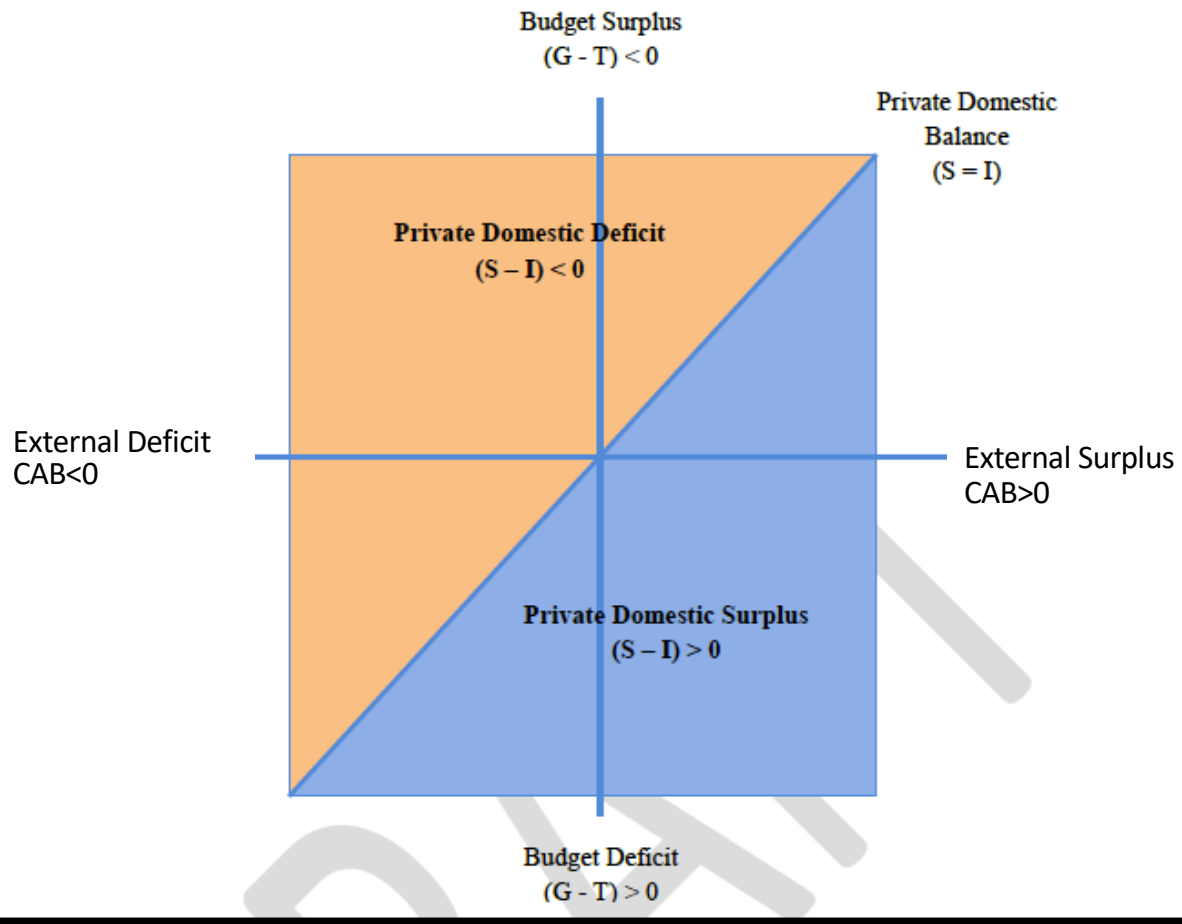
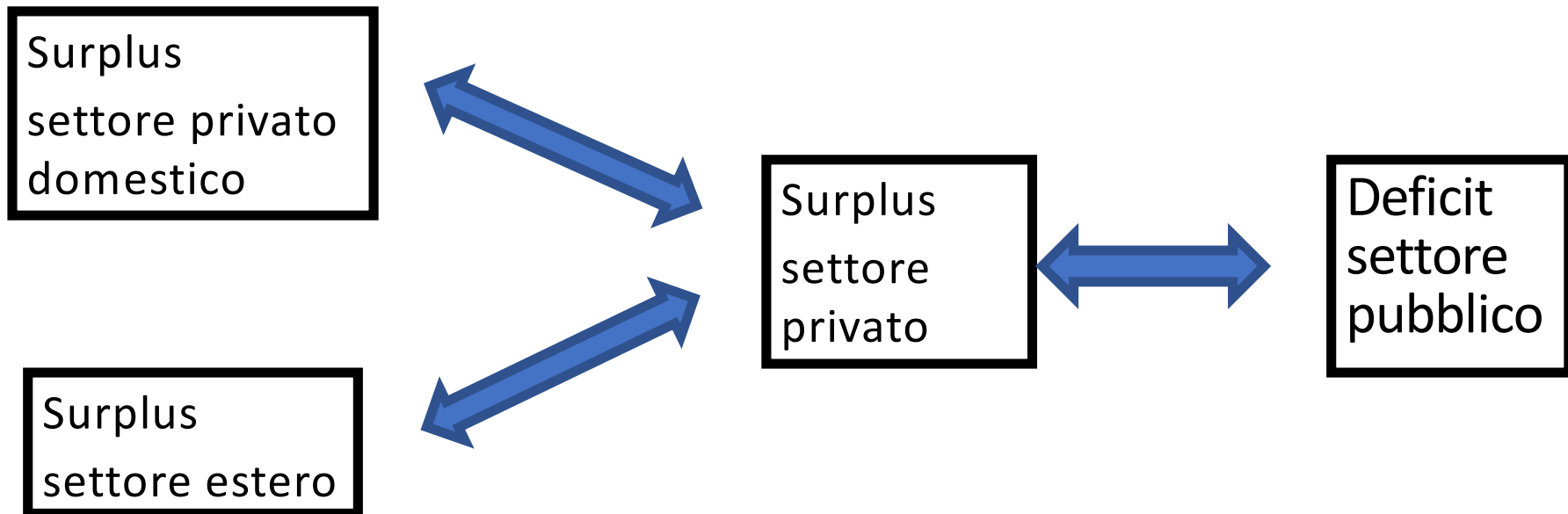


Figure 7.1 *The three dimensions of the fundamental identity*

Figure 5.7b Private Domestic Surpluses and Deficits



Identità fondamentale e saldi settoriali



Identità contabile: la somma dei surplus settoriali è sempre uguale a zero

Fondamenti della MMT

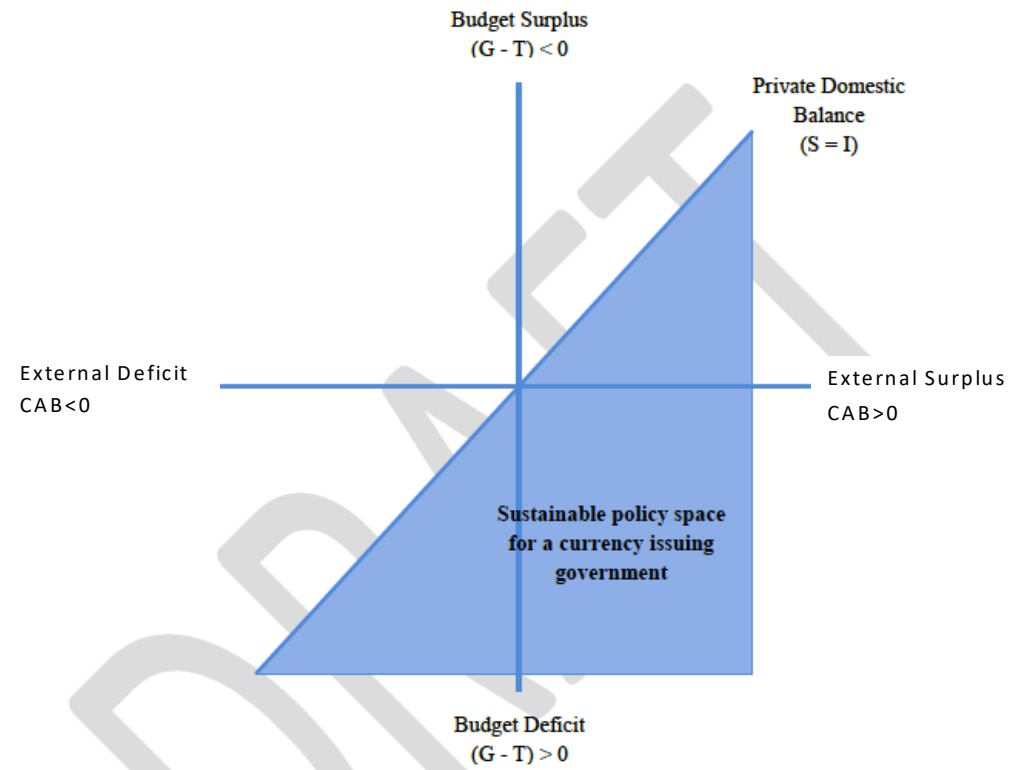
- Un governo sovrano
 - Emette la moneta ufficialmente adottata come unità di conto
 - La accetta in pagamento delle tasse
 - Si indebita nella valuta che emette
- Il deficit del governo è dato dalla differenza fra spesa pubblica ed entrate fiscali ed è sempre finanziariamente sostenibile.
 - Lo stato non ha bisogno di raccogliere tasse o di indebitarsi prima di spendere
 - E' vero il nesso causale opposto: non può raccogliere tasse se prima non spende.
- Un surplus di bilancio del governo non aumenta le capacità di spesa future.
- Un deficit di bilancio del governo non riduce le sue capacità di spesa future.
- Il governo che si indebita nella moneta di sua emissione non può fare default.
- Un governo dotato di sovranità monetaria non è equivalente a una grande famiglia o a una grande impresa: può sempre spendere nella moneta che emette.

Caratteristiche del settore privato

- Il settore privato (famiglie, imprese) non emette moneta nazionale, è “user” ma non “issuer”.
- Il settore privato non può sostenere un deficit permanentemente.
- Le banche creano moneta (depositi) nell’atto in cui creano credito *ex nihilo*, ma le loro emissioni poggiano sull’istituzione della moneta di Stato (unità di conto imposta per legge)
- Inoltre, nonostante creino moneta, possono fallire come qualsiasi altra impresa non finanziaria (patrimonio netto negativo).

Area della sostenibilità economica

Figure 5.8 Sustainable Space for Sovereign Governments

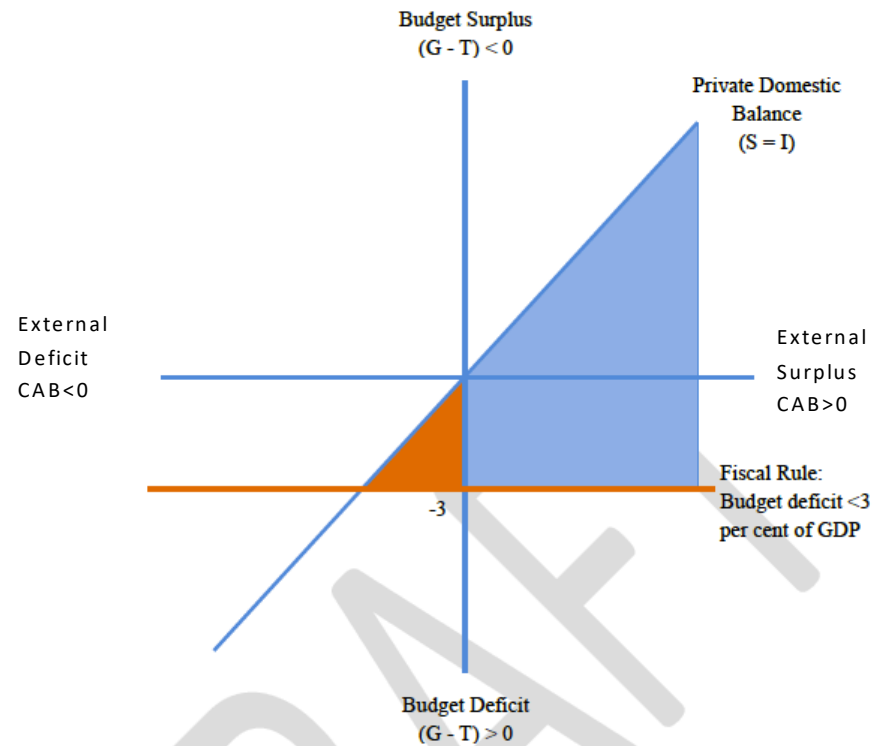


Le politiche di austerità fiscale non hanno senso

- Il deficit del governo potrebbe essere insufficiente a mantenere la piena occupazione.
- Se uno shock economico induce il settore privato a tagliare la spesa per aumentare il risparmio, il governo non può assorbire la caduta della domanda aggregata con un maggiore deficit.
- Un surplus di bilancio del governo riduce il risparmio netto del settore privato

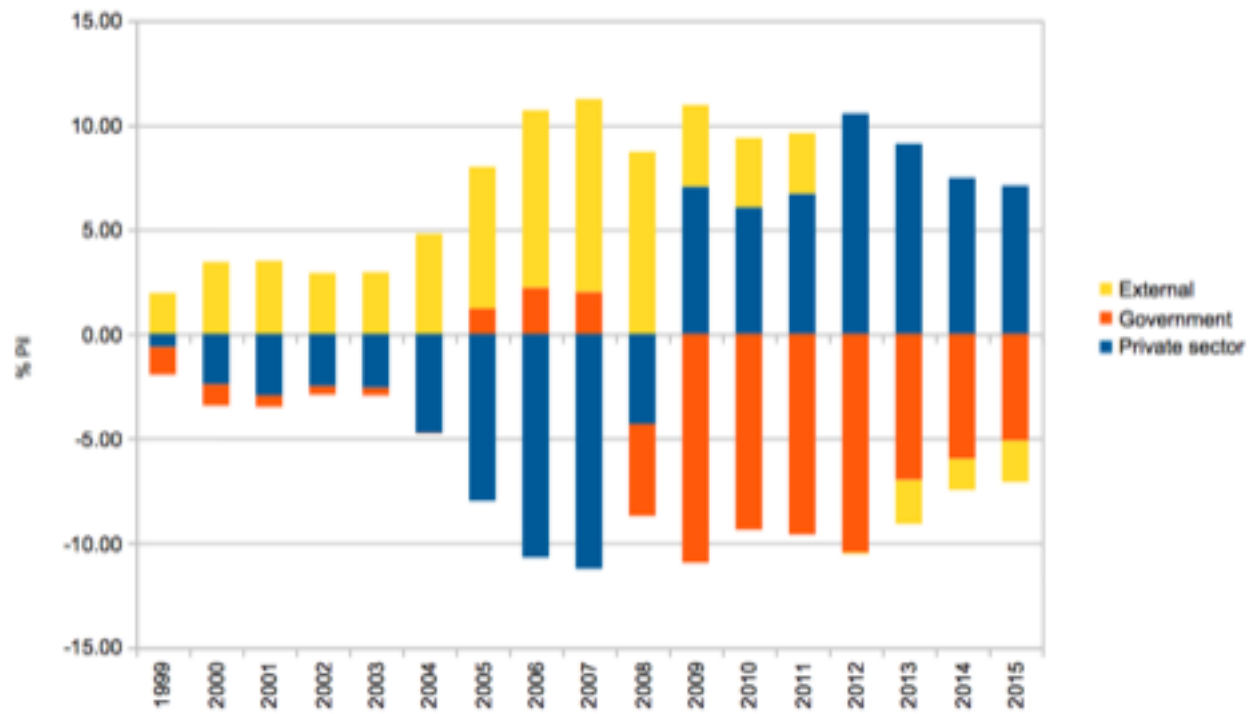
Patto di crescita e stabilità nell'eurozona

Figure 5.9 Sustainable Space for Governments Constrained by Fiscal Rules

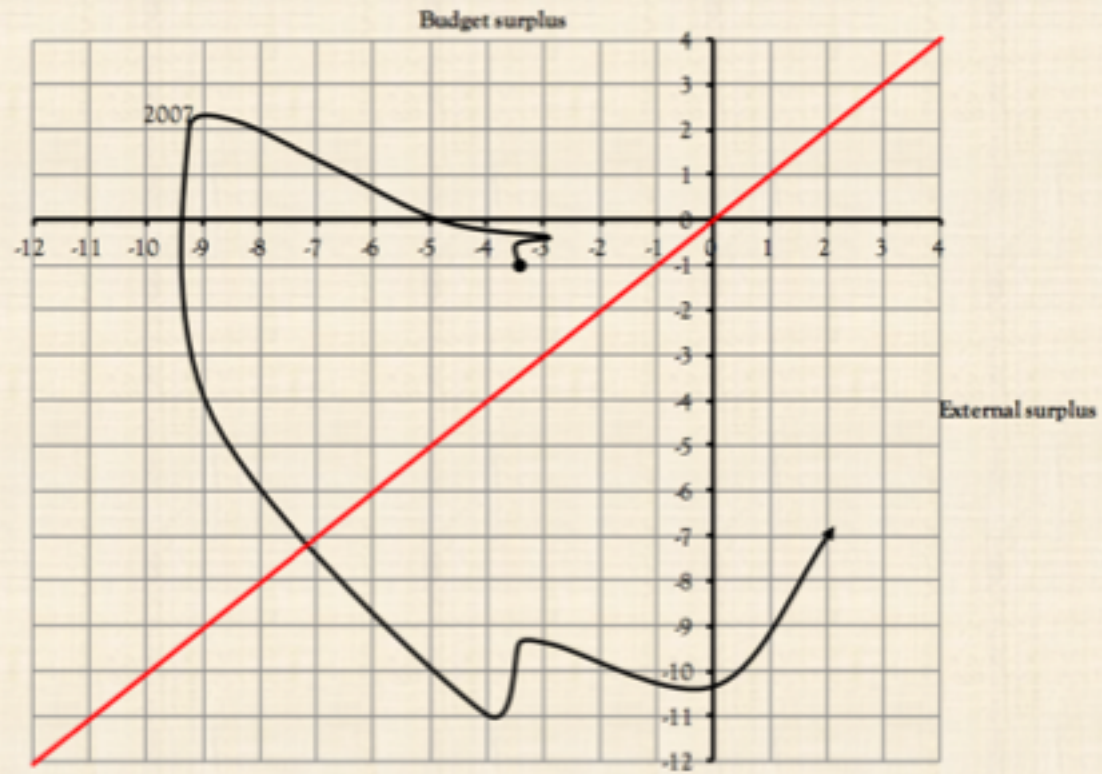


- Asimmetria: i paesi con un surplus estero hanno un'area di sostenibilità maggiore e maggiore possibilità di fare austerità fiscale

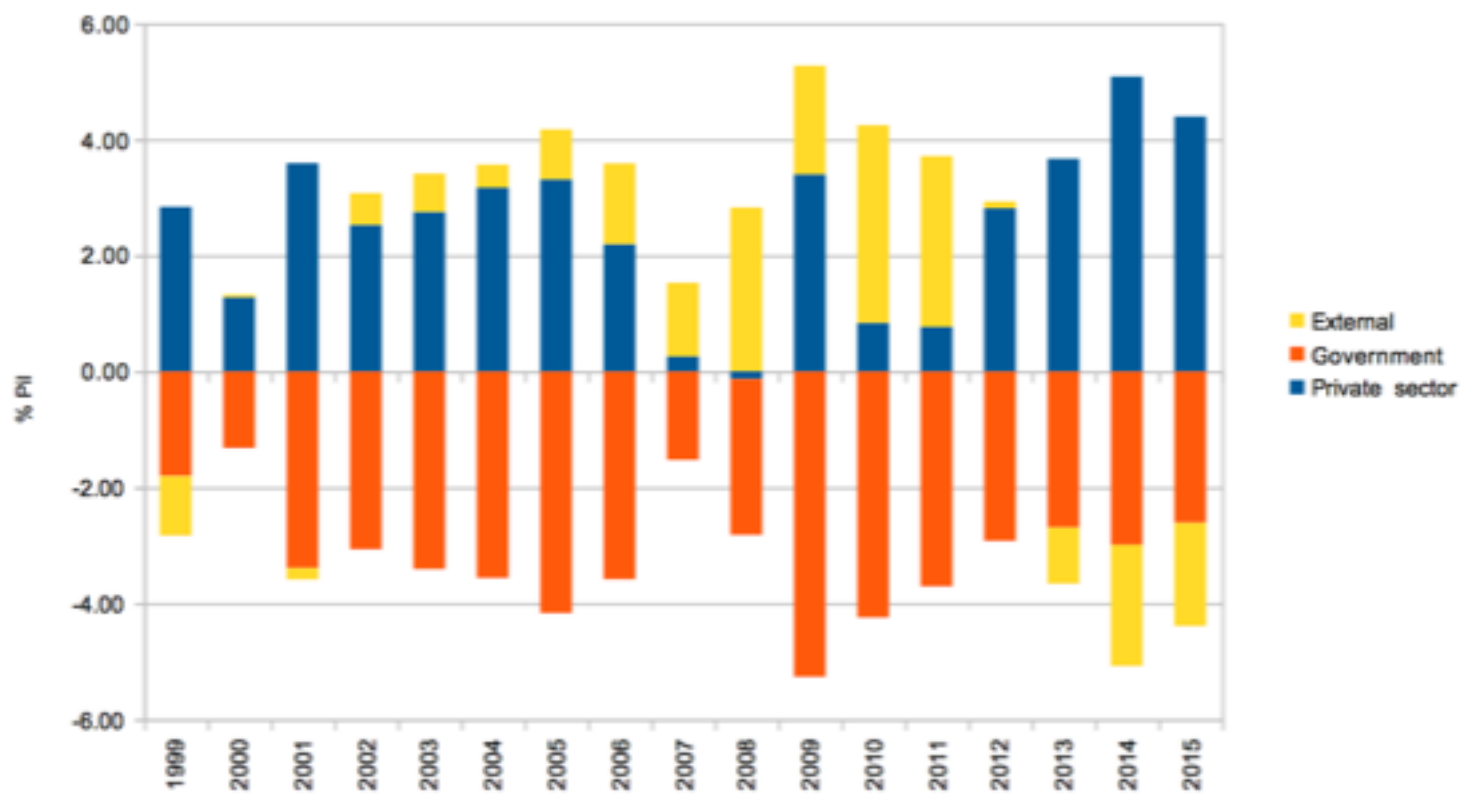
saldi settoriali - Spagna



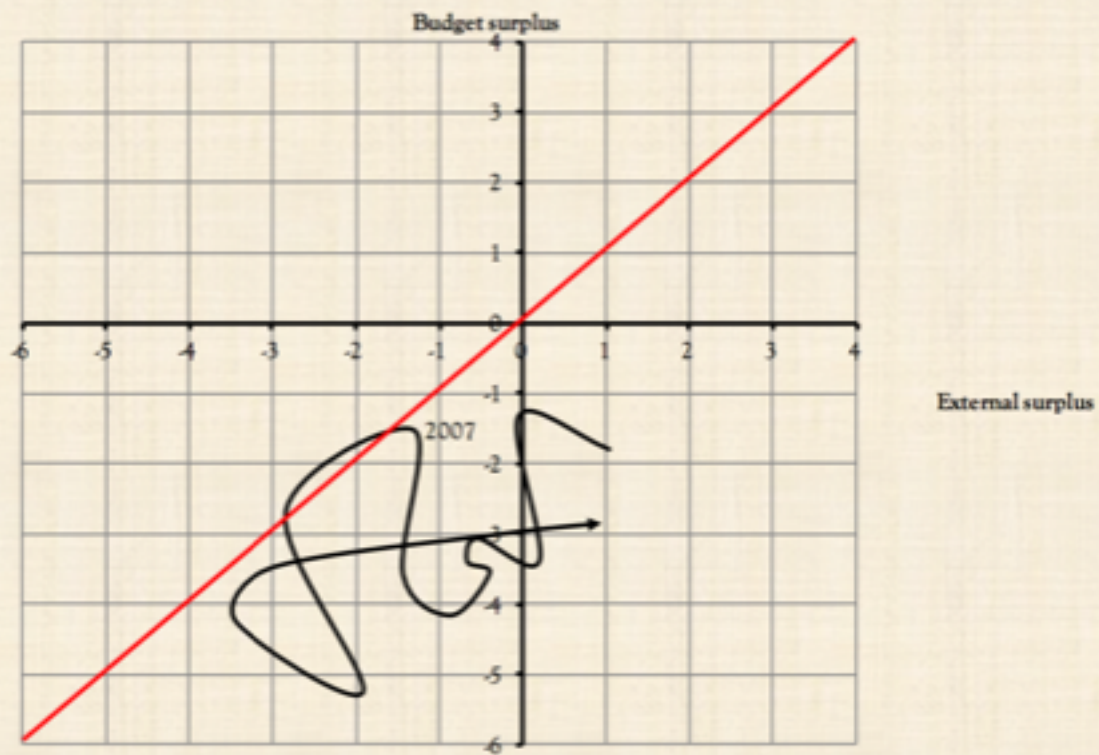
Spain - Surplus position (2000-13)



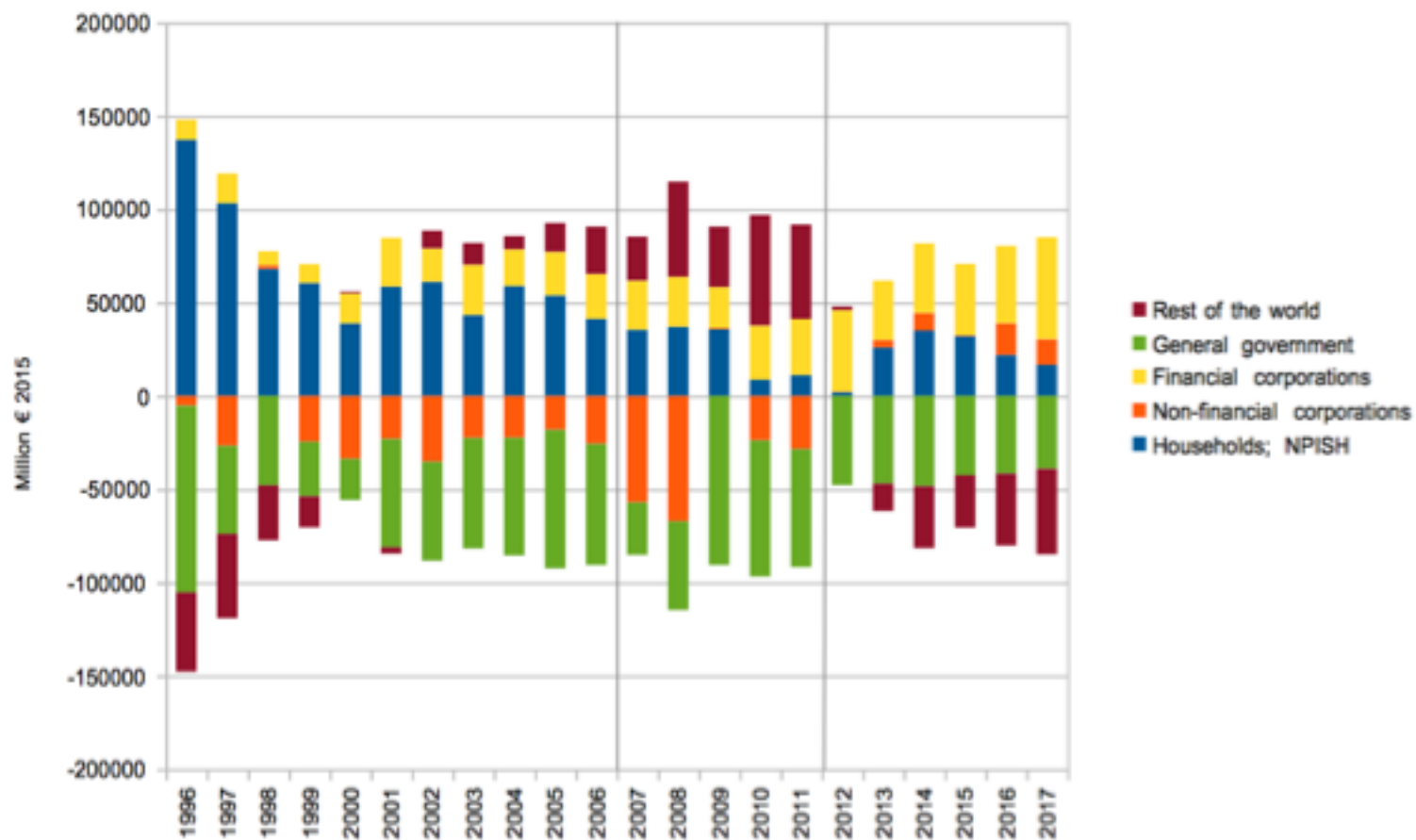
Saldi settoriali - Italia



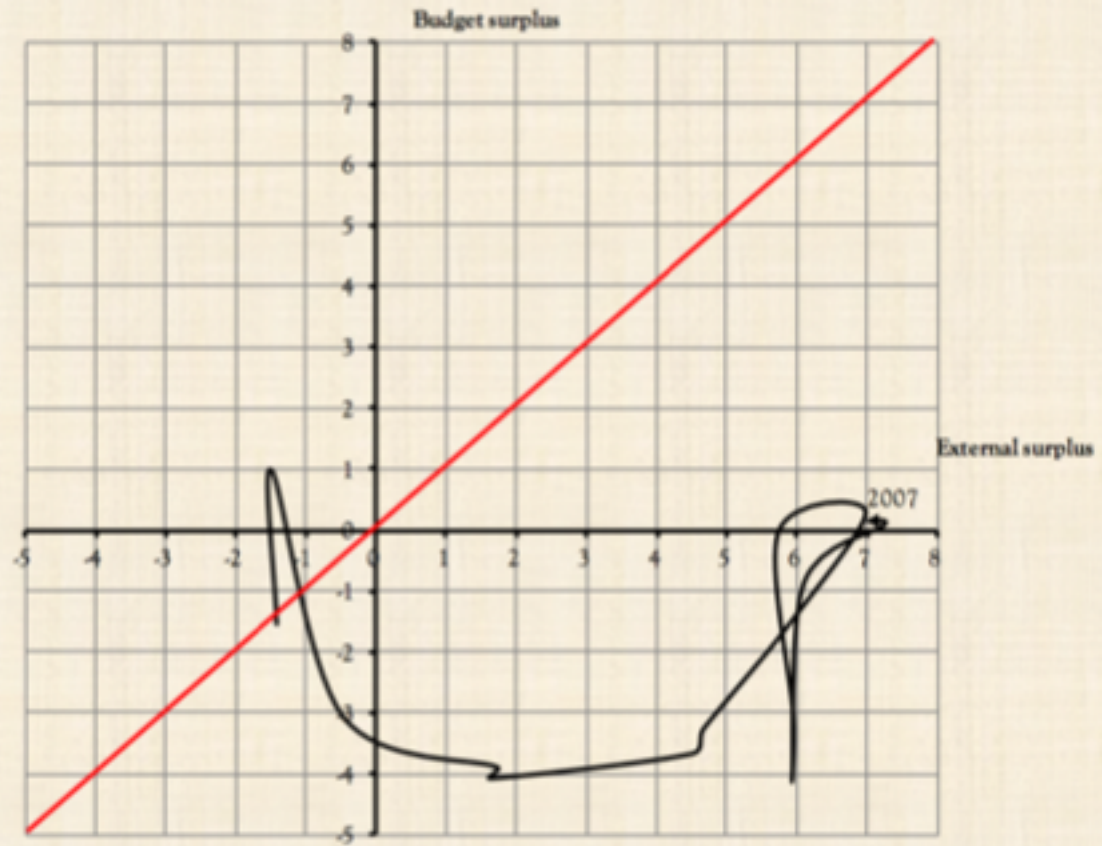
Italy - Surplus position



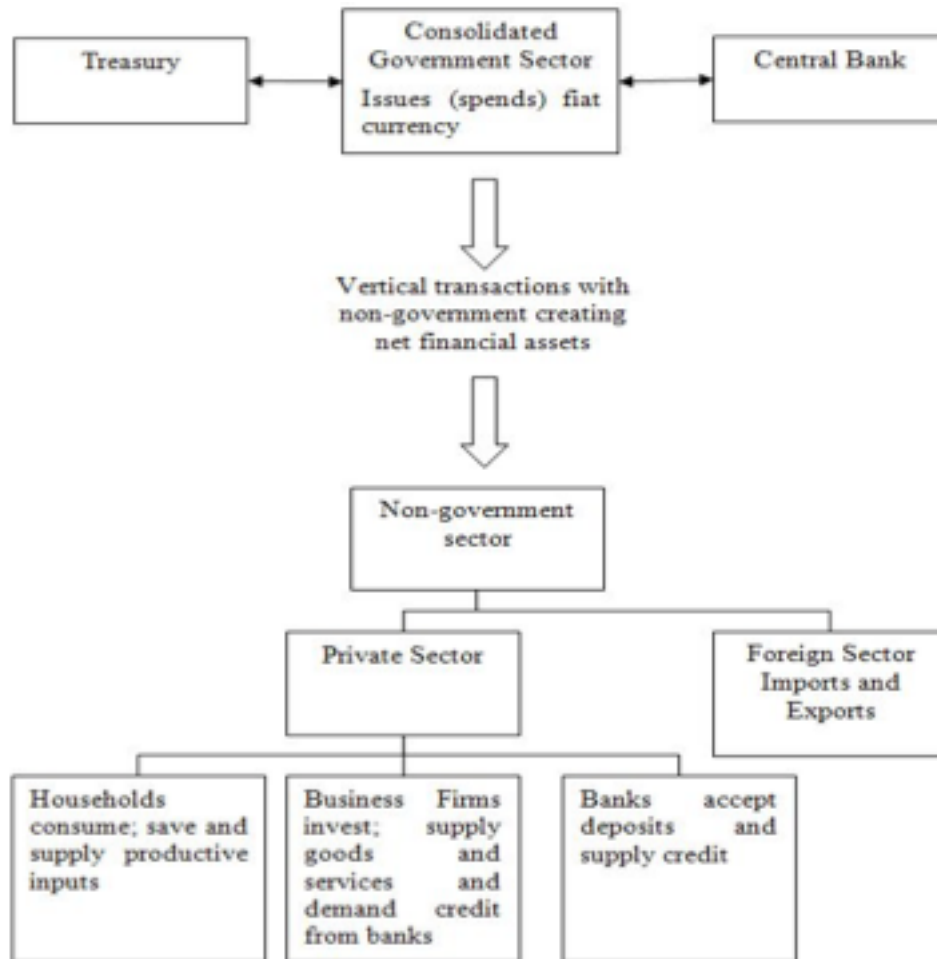
Surplus of sectors



Germany - Surplus position



Settori dell'economia e surplus



- Il governo, attraverso il deficit, crea risorse finanziarie nette a disposizione del settore non governativo
- Settore estero compete col settore privato domestico nell'appropriazione delle risorse finanziarie nette.
 - E' un problema?

Il vincolo della bilancia dei pagamenti (legge di Thirlwall)

- Kaldor, 1970. La crescita di una regione è determinata dalla sua capacità di esportare (l'export è l'unica fonte esogena di crescita).
- Thirlwall, 1979. La capacità di crescita di un paese è data dal tasso di crescita delle esportazioni diviso per l'elasticità della domanda di importazioni rispetto al reddito.
- Il tasso di crescita massimo di un paese è dato dal tasso di crescita del resto del mondo.
- Il tasso di crescita massimo di un paese è quello in corrispondenza del quale $\text{export} = \text{import}$
 - N.B. anche se non c'è piena occupazione
- Implicazioni: strategia export-led

Meccanismo della legge di Thirlwall

- Un paese prova a crescere oltre il tasso massimo (per esempio per raggiungere il pieno impiego)
- Il saldo delle partite correnti va in deficit: $CAB = X - M(y) + rB_{t-1}$
- Questo deficit deve essere finanziato da un saldo positivo del conto finanziario della bilancia dei pagamenti: afflusso di capitali esteri
- Aumenta il debito estero
- A un certo punto, i finanziatori esteri perdono fiducia nella capacità del paese di servire il debito estero (downgrading delle agenzie di rating)
- Fuga di capitali, crisi della bilancia dei pagamenti
- Politiche di austerità, contrazione della domanda interna (e dell'import), riduzione della crescita, ritorno al tasso massimo (e disoccupazione).

Risposta MMT

- Due linee argomentative:
 1. Regione in deficit all'interno di un'unione monetaria e fiscale
 2. Stato nazione in deficit
 - Principio della domanda aggregata che determina il reddito (Keynes, Kalecki)
 - Principio della moneta endogena (contro la *loanable funds theory*)
 - Limiti reali alla crescita e al benessere

Regioni in deficit all'interno di un'unione monetaria e fiscale (stato nazione)

- Esempio: Comunità indigene dell'Australia del Nord
 - Poca capacità di esportare
 - Scarse possibilità di impiego nel settore privato
 - Nessuna autosufficienza alimentare
- Il problema non è il deficit nei confronti delle altre regioni, ma il basso reddito e la disoccupazione.
- Il governo, tramite la spesa pubblica, può assicurare piena occupazione e servizi di qualità.
- La spesa pubblica, e non l'export, va considerata la voce strategica della domanda aggregata.

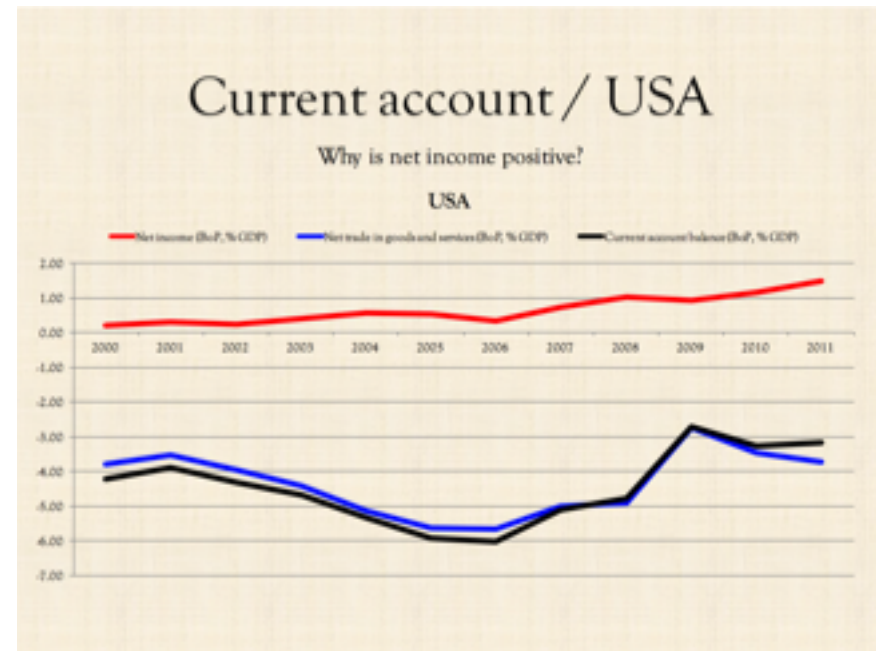
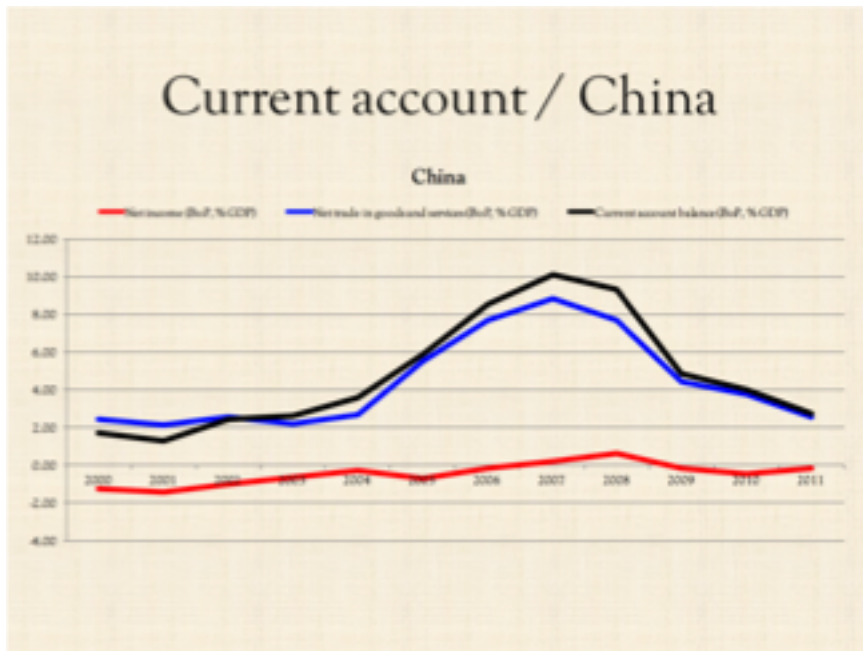
Stati nazione in deficit nei confronti del resto del mondo

- Il deficit commerciale ($\text{import} > \text{export}$) riduce la crescita reale dell'economia domestica, *ceteris paribus*.
 - Reddito prodotto non è riciclato in spesa per beni prodotti nell'economia domestica.
 - Crescita bassa
- La soluzione è compensare questa perdita attraverso la spesa pubblica.
 - Cambi flessibili eliminano il bisogno di accumulare valuta estera per difendere una parità con l'estero
 - Il governo può usare la sua capacità di emissione per assicurare che tutte le risorse disponibili nella valuta nazionale siano pienamente impiegate.

Il dibattito sul deficit estero USA. Chi finanzia chi?

Visione “loanable funds” (molto diffusa):

- risparmi cinesi finanziano deficit USA
- Gli USA vivono al di sopra delle proprie possibilità perché spendono più di ciò che producono.



US Net International Investment Position

	U.S.- Owned Assets Abroad	Foreign-Owned Assets in the United States	U.S. Net International Investment Position	U.S. Gross Domestic Product	Relative Share of U.S. Gross Domestic Product
2000	5,923.1	7,110.5	-1,187.4	9951.5	-11.9
2001	5,931.8	7,922.1	-1,990.3	10,286.2	-19.3
2002	6,242.4	8,537.7	-2,295.4	10,642.3	-21.6
2003	7,200.2	9,478.1	-2,277.9	11,142.1	-20.4
2004	8,611.8	11,246.1	-2,634.4	11,867.8	-22.2
2005	11,551.5	13,621.8	-2,070.4	12,623.0	-16.4%
2006	13,957.2	16,306.2	-2,349.0	13,377.2	-17.6%
2007	17,840.6	19,842.9	-2,002.4	14,028.7	-14.3%
2008	18,948.7	22,374.1	-3,425.4	14,291.5	-24.0%
2009	18,000.9	20,504.7	-2,503.8	13,939.0	-18.6%
2010	19,782.5	22,438.7	-2,656.2	14,526.5	-18.3%
2011	20,606.4	24,801.7	-4,195.3	15,087.7	-27.8%

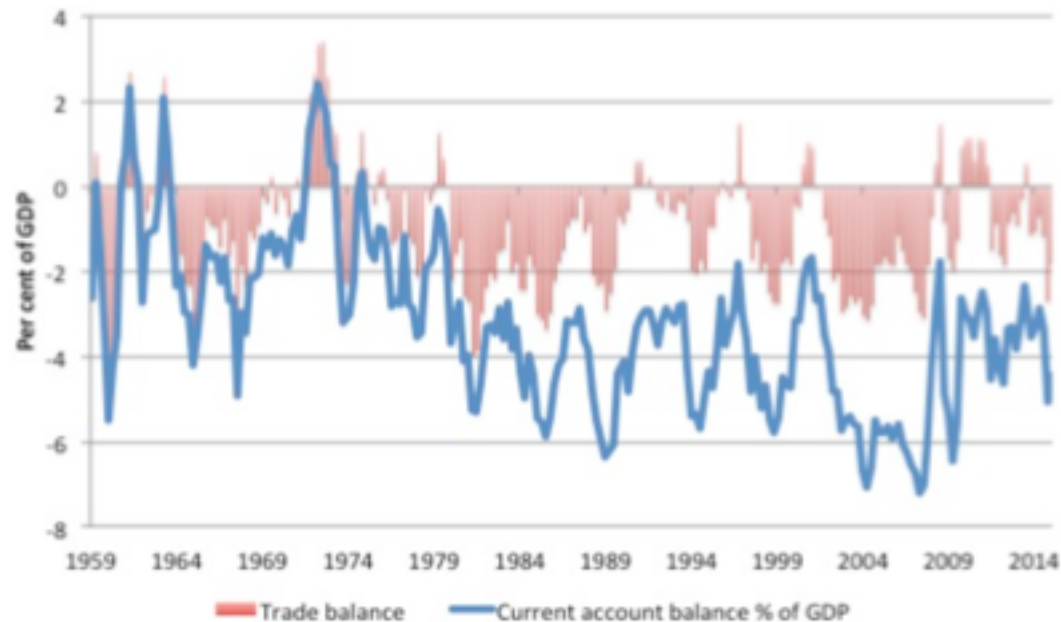
Source: Department of Commerce.

Punto di vista MMT

- Deficit persistenti di parte corrente si reggono sulla domanda di titoli domestici (denominati in valuta nazionale) da parte del settore estero.
- Un deficit delle partite correnti esiste solo se il settore estero desidera accumulare titoli finanziari denominati nella valuta nazionale.
- Non è vero che paesi in deficit con l'estero vivono al di sopra delle loro possibilità
 - La Cina non finanzia il deficit estero USA
 - Piuttosto, l'eccesso di spesa (import) USA crea reddito netto in dollari per il settore estero cioè disponibilità di dollari per gli esportatori cinesi.
 - I dollari detenuti dalla Bank of China sono emissioni della Fed incanalate in Cina dalla spesa USA per importazioni.
 - I detentori di dollari all'estero non creano finanza netta a disposizione degli USA. Aggiustamenti di portafoglio possono far variare il cambio e/o il tasso d'interesse, ma non la quantità netta.

Gli USA sono un caso speciale?

- Gli USA godono di un privilegio in quanto emettitori di valuta internazionale
 - Possono generare deficit persistenti delle partite correnti
- Ma deficit persistenti di parte corrente sono realizzati anche in altri paesi senza generare crisi della bilancia dei pagamenti
(es.: l'Australia, economia piccola e aperta agli scambi con l'estero)
- Il comportamento accomodante delle banche su scala internazionale fa sì che di norma un deficit delle partite correnti sia endogenamente compensato da un afflusso di capitali (nuovo credito bancario). Cfr. Lavoie 2015, cap. 7.



Paradosso

- Le esportazioni sono un costo reale
 - Domanda di titoli o beni reali denominati in valuta estera da parte di un paese fa sì che i suoi cittadini rinuncino a parte delle risorse prodotte (beni e servizi) in favore di residenti esteri
- Un eccesso di importazioni genera un beneficio reale: maggiori disponibilità di beni rispetto a quelli prodotti internamente.
- Un deficit commerciale sussiste finché esiste una domanda estera netta di titoli in valuta domestica.
 - Se la domanda di valuta viene a mancare, il deficit si prosciuga (deprezzamento del cambio)

Vincoli reali

- Un governo sovrano può garantire sempre che tutte le risorse siano pienamente impiegate
- NON può alleviare la povertà, se il paese è vincolato dalla scarsità di risorse reali (insufficienza alimentare o energetica).
- Se un paese è povero e non produce beni esportabili, la soluzione non è imporre austerità fiscale, e nemmeno erogazioni di credito estero in valuta estera.
- Possibili politiche:
 - Controllo dei movimenti dei capitali (soprattutto speculativi)
 - Controllo delle importazioni

Una critica postkeynesiana

- La MMT assume che:
 - le esportazioni sono denominate in valuta domestica,
 - i deficit delle partite correnti (e il debito estero) sono denominati in valuta domestica.
 - Assunzione valida per gli USA, ma non generalizzabile alle economie emergenti.
- Il fatto che il punto di vista «loanable funds» non sia valido non significa che i deficit delle partite correnti non siano un problema.
- La MMT assume spesso piena sovranità monetaria
 - La sovranità monetaria è uno «spettro»: diverse gradazioni
 - Esistono limiti all'accettazione della moneta nazionale per molte economie emergenti

Limiti all'accettazione della valuta nazionale

- MMT interpreta questi limiti in termini di vincoli reali
 - Dipendenza energetica, dipendenza alimentare, dipendenza tecnologica, ecc.
- Indebitamento in valuta estera è definito come il risultato di vincoli reali, non di vincoli della bilancia dei pagamenti
- Kaboub: la politica, in ottica MMT, deve occuparsi di raggiungere la piena autosufficienza. Tuttavia:
 1. Questa indicazione non si distingue dalla posizione post keynesiana (e strutturalista) sullo sviluppo economico
 2. Per finanziare una trasformazione strutturale occorre spesso valuta estera (import di tecnologia e beni capitali), cioè indebitamento in valuta estera.

Come reperire valuta estera

- Strategia export-led (se il paese è in condizioni di produrre merci attraenti per l'esportazione)
- Attrarre investimenti dall'estero che non creino debito in valuta estera (investimenti di tipo azionario, non prestiti).
 - Alta sensibilità degli investimenti alle variazioni del cambio
 - Competizione al ribasso tra paesi poveri
- Sviluppare una finanza domestica a bassi tassi d'interesse in grado di essere scambiata contro valuta estera (banca nazionale per lo sviluppo, sistema di pagamento regionale)
 - Gerarchia di monete e struttura asimmetrica del sistema finanziario internazionale

Proviamo a parlare la stessa lingua?

- Che cos'è un vincolo esterno?
 - MMT: un vincolo al reperimento di risorse finanziarie dal settore estero per la propria spesa domestica
 - PK: un vincolo al reperimento di risorse finanziarie *in valuta estera*
- Che cos'è un vincolo reale?
 - MMT: mancanza di risorse umane o naturali
 - Questo può far sì che un paese reperisca risorse finanziarie e/o si indebiti in valuta estera
 - Per superare il vincolo, la politica economica deve mirare a una maggiore autosufficienza nazionale
 - PK: la mancanza di risorse reali genera un vincolo finanziario
 - Limita la sovranità nazionale
 - Non è risolvibile facilmente in un contesto internazionale in cui esiste una gerarchia fra monete.

The end