

Munchau sul Financial Times, Cochrane, Parenteau, la Grecia, i CCF e la moneta parallela

Un editoriale del Financial Times di Wolfgang Munchau dice ieri ¹ che la Grecia sarà quasi certamente costretta ad adottare una moneta complementare all'euro, tramite l'emissione di crediti fiscali. Questa soluzione sarebbe identica a quella proposta per l'Italia nel libro scritto assieme a Cattaneo, Mosler e Bossone ² e consiste nel creare moneta restando nell'euro.

Munchau cita come ispirazione un lavoro di Rob Parenteau della scuola MMT che lavora al Levy Institute, Rob Parenteau, il quale ha dato una presentazione ad Atene ³ l'anno scorso con gente di Tsipras ed è in stretto contatto con il governo greco.

E citava anche l'articolo di John Cochrane di una settimana fa ⁴ di cui avevo parlato diffusamente perché spiegava che la Grecia non ha alcun bisogno di tornare alla dracma per poter stampare moneta, le basta emettere bond "zero coupon" scadenza un anno che accetti per pagare le tasse. Per Cochrane è del tutto possibile per la Grecia persino dare default, rimanere nell'Euro e finanziare la spesa pubblica e ricapitalizzare le sue banche emettendo questi bonds zero coupon "fiscali".

Ora, la cosa interessante è che John Cochrane è il top esperto di finanza ora a Chicago, ha scritto paper assieme a Zingales, ha scritto il libro di finanza che tutti insegnano per cui se dice che si potrebbe fare diventa difficile negare che sia fattibile. Se uno guarda la piccola discussione sul suo blog del 6 febbraio ⁵, dove sono intervenuto anche io e anche Fabio Scacciavillani che negava che sia possibile, ne concludi che dal punto di vista tecnico e contabile è fattibile, dal punto di vista legale non esiste una proibizione formale nei trattati europei e dal punto di vista economico generale si possono avere opinioni diverse.

Wolfgang Münchau "Athens must stand firm against the eurozone's failed policies", February 15, 2015 2:36 pm

² La soluzione per l'Euro", Hoepli, 2013

³<https://www.youtube.com/watch?v=teecd8mqXLU&list=PLGGYihhM4K22falJRKxXW2TsmexiiN4kS&index=8>

⁴ "Il Top Economista Monetario di Chicago: Creare una Moneta Parallela"

"<http://www.monetazione.it/blog/defaultEconomia.php?topicGroupID=1&idr=123579459#123579459^> 01:24 08/02/15

⁵ "Beware Greeks bearing bond", [http](http://johnhcochrane.blogspot.it/2015/02/beware-of-greeks-bearing-bonds.html)

[://johnhcochrane.blogspot.it/2015/02/beware-of-greeks-bearing-bonds.html](http://johnhcochrane.blogspot.it/2015/02/beware-of-greeks-bearing-bonds.html) more

Un anno fa anche il ministro delle finanze greco attuale Yanis Varoufakis aveva proposto un'idea simile in un articolo sul suo blog⁶, ma il suo schema era bizzarro perché voleva usare la tecnologia Bitcoin e soprattutto i suoi "FT-Coin" come li chiama pagavano in pratica un interesse altissimo (con 1,000 euro di Ft-Coin saldavi dopo due anni 1,500 euro di tasse il che implicava un interesse annuo del 22%). Probabilmente Varoufakis voleva assicurare in questo modo che questa moneta parallela venisse accettata e trattasse alla pari con gli Euro. Ma appunto dovevano offrire un interesse altissimo per ottenere questo risultato.

È importante quindi che la confermi che si può creare moneta pur restando nell'Euro ti arriva anche dal top economista monetario di Chicago, è ripresa dal Financial Times ed è considerata ora seriamente come possibile concreta a livello di un governo della UE

La proposta di creare una moneta parallela all'euro tramite emissione di crediti fiscali che era apparsa nel libro con Cattaneo è stata rilanciata in un manifesto apparso su Micromega di Luciano Gallino, Biagio Bossone, Marco Cattaneo, Enrico Grazzini, Guido Ortona, Stefano Sylos Labini ed è stata citata o discussa in articoli apparsi su Economonitor, Vox.eu, Micromega, Il Fatto, Il Manifesto e altri

Innanzitutto occorre rendersi conto che è uno schema o meccanismo monetario fattibile e considerato seriamente sulla stampa finanziaria, nella letteratura economica e ora anche forse per la prima volta in Eurozona a livello di un governo

Dopodiché occorre arrivare al punto cruciale che è se questa moneta parallela creata tramite crediti fiscali/bonds fiscali tratterà alla pari con l'Euro o si svaluterà e di quanto e che implicazioni avrebbe.

Nel caso del Manifesto pubblicato su Micromega io non l'ho alla fine firmato perché dava l'impressione che tratterebbe alla pari cioè sarebbe convertibile in Euro senza sconto e questo a mio avviso toglie credibilità alla proposta. Se fosse possibile per l'Italia o addirittura la Grecia emettere una moneta parallela all'euro e questo fosse convertibile in euro alla pari, senza svalutarsi, sarebbe in un certo senso il miracolo della moltiplicazione dei pani e dei pesci. Creare più moneta per definizione fa sì che questa in qualche modo si svaluti, di quanto si può discutere, ma che questo sia l'effetto è ovvio e il fatto di essere all'interno dell'Euro non altera il risultato finale. Se questa moneta addizionale è poi creata da uno stato che non ha una storia di inflazione e svalutazione molto brillante come l'Italia o addirittura un poco disastrosa come la Grecia, non si può veramente sostenere che questa moneta

⁶ <http://yanisvaroufakis.eu/2014/02/15/bitcoin-a-flawed-currency-blueprint-with-a-potentially-useful-application-for-the-eurozone/>

parallela tratterebbe alla pari con gli Euro, dietro i quali c'è la Germania e il Nord-Europa. Una volta però che si ammetta che si sta creando una moneta parallela all'Euro e che tratterà ad un tasso di cambio fluttuante vero l'Euro, si ha fatto un passo verso il ritorno alla moneta nazionale. Tertium non datur.

Ad esempio, Munchau è stato subito attaccato e deriso da Hugo Dixon sul Financial Times il giorno dopo⁷, il quale ha chiamato questa moneta parallela in Grecia "Mickey Mouse money", come dire che non varrebbe niente e in una discussione qui in Italia Sergio Cesaratto vi ha fatto riferimento paragonandoli ai "patacones" argentini.

Su uno dei siti americani di economia più diffusi, Naked Capitalism, è apparso due giorni fa l'ultimo pezzo di ieri di Rob Parenteau⁸, citato appunto dal Financial Times, e sono intervenuto nella discussione chiedendo perchè propone l'emissione di bond perpetui e non invece a uno o due anni e perchè assume che non si svalutino rispetto agli Euro. Come si è detto invece John Cochrane da per scontato che tratterebbero tra la gente con un forte sconto rispetto all'Euro e lo stesso aveva risposto Nick Rowe che è uno dei top economisti monetari al mondo quando glielo ho chiesto sul suo sito. E anche Warren Mosler quando ne ho discusso per email l'altro mese ammetteva che se questi bond hanno uno o due anni di scadenza questo crea uno sconto.

Da una parte quindi hai quelli che irridono dicendo che sarebbe "Mickey Mouse money" o "patacones" cioè che dei crediti fiscali emessi in parallelo all'euro e si svalutano peggio delle dracme o delle lire, dall'altra hai Rob Parenteau e anche Marco Cattaneo che dicono che invece mantengono la parità con l'Euro perchè lo stato li valuta alla pari con gli Euro per pagare le tasse.

A mio avviso, realisticamente, sarà una via di mezzo e c'è molta incertezza, ma non c'è il minimo dubbio che ci sarà un "tasso di cambio fluttuante" tra crediti fiscali o zero coupon bond fiscali ed Euro.

Dei crediti fiscali differiti di uno o due anni, strutturati quindi in pratica come bond zero coupon e accettati per pagare le tasse, non si svaluteranno come le dracme e lire perchè appunto il governo li accetta alla pari, ma non si può sostenere che emetti una moneta in Grecia basata solo sulle tasse che incassa il governo greco e che la gente la scambierà alla pari con l'Euro dietro al quale c'è la Germania,

⁷ <http://www.ft.com/intl/cms/s/0/4403c8be-b2cf-11e4-a058-00144feab7de.html?siteedition=intl#axzz3S0eHKBGe>

⁸ <http://www.nakedcapitalism.com/2015/02/robert-parenteau-get-tan-yanis-timely-alternative-financing-instrument-greece.html>

l'Olanda, La Francia e così via. Ci sarà sicuramente uno sconto significativo in ogni caso dovuto alla minore liquidità e incertezza, ad esempio sul fatto che il governo non cambi idea visto che si tratta di un meccanismo nuovo e possibilmente contestato.

Se poi l'emissione di questa moneta parallela in Grecia (o Italia) creerà, come è certo, uno scontro al livello della UE tale che la BCE ad esempio per ritorsione ti escluderà dall'ELA o dal QE si creerà anche un'aspettativa che si possa tornare alla valuta nazionale. Di conseguenza lo sconto con gli Euro può aumentare e avvicinarsi a quello delle Lire o Dracme.

In sostanza emetti qualcosa che non è moneta legale, ma è accettato dallo stato come moneta legale dopo un certo tempo, con una scadenza di un anno (Cochrane) o due anni (i CCF di Cattaneo) e in quel lasso di tempo cominci a temere che possa saltare l'Euro. (Nel caso che si voglia emettere come propone Parenteau invece dei bond perpetui simili ai consol inglesi è più complicato e lo lascio da parte)

Va aggiunto che non sarebbe in realtà vero che se un paese come l'Italia emette una moneta sotto forma appunto di bonds zero coupon "fiscali" e viene esclusa dall'ELA come ritorsione, poi deve tornare alla Lira. Perché spetta solo alla Banca Centrale in Italia o in Grecia operare l'ELA cioè fornire liquidità "di emergenza" alle proprie banche e queste possono anche ignorare una direttiva della BCE. Da un punto di vista contabile e legale Bankitalia e la Banca di Grecia possono fornire a tasso quasi zero o zero quanti miliardi vogliono alle proprie banche insomma. La BCE può scrivere loro che non va bene e non è d'accordo, ma non può materialmente impedirlo.

Se la BCE escludesse dal QE il paese che emette questa moneta la cosa non avrebbe veri effetti perché di fatto avrebbe già surrogato il QE abbondantemente con questa moneta addizionale.

L'unica vera arma della BCE avrebbe sarebbe escludere dal sistema di pagamenti automatico tra Banche Centrali "Target2" la Grecia o l'Italia. In caso di flussi di pagamenti in uscita maggiori di quelli in entrata nei loro paesi, la BCE non fornirebbe più riserve alle Banche Centrali nazionali, rendendo impossibili dei pagamenti diretti tra banche greche e tedesche ad esempio.

Questa sarebbe però una mossa così estrema e provocatoria da parte della BCE e della Commissione UE, che si prenderebbero la responsabilità loro di far saltare tutta l'impalcatura dell'Euro, sarebbe qualcosa che equivale a interrompere l'uso dell'Euro di fatto in uno stato membro.

---- qui la discussione tra me e Rob Parenteau ieri su Naked Capitalism---

Giovanni Zibordi February 16, 2015 at 2:12 pm

we have been proposing this kind of mechanism in Italy, with help and inspiration from Warren Mosler, there are two books written in 2014 and 2013 (in Italian though) see in English on Roubini's site:

<http://www.economonitor.com/blog/2014/07/which-options-for-mr-renzi-to-revive-italy-and-save-the-euro/>, see Bill Mitchell talking about it

<http://bilbo.economicoutlook.net/blog/?p=29092&cpage=1#comment-35853>

<http://www.lavoce.info/archives/30225/ricetta-per-eurozona-piu-pil-senza-nuovo-debito/> I run it by Nick Rowe getting an positive nod

http://worthwhile.typepad.com/worthwhile_canadian_initi/2014/07/when-is-helicopter-money-optimal.html, and by the way even John Cochrane wrote last week about it

1) I would think though that it would be a bond or tax credit being exchanged at a floating exchange rate to the Euro, less so than the Lira or Dracma but it has got to devalue somehow

2) it works better, in Italy at least, to cut taxes in a massive way, to workers and firms and also taxes on energy this way it duplicates a devaluation and does not send the current account in the red too much

3) it should be coupled with a provision to issue BTP or Greek bonds in the same way, "tax backed" as in previous works by Mosler and Pilkington

4) the Italian government should nationalize a bank at least to make sure it can buy them if needed (this in Greece is tougher though now)

The fact that is in practice a parallel currency and at a floating exchange rate means though that it would be the first step toward the dissolution of the Euro. But this is OK, provided is gradual

By the way Alternative fur Deutschland is also in this direction

<http://www.alternativefuer.de/programm-hintergrund/fragen-und-antworten/questions-answers-qa/>

Rob Parenteau February 16, 2015 at 2:55 pm

Giovanni: Yes I am familiar with the Bossone et al proposal. There are many others who have proposed similar ideas (Veblen institute, Trond Andresen, Thomas Mayer). I tried to craft mine in such a way that increases the odds a country can recover a greater degree of fiscal discretion without immediately getting called offside, legally or otherwise. The TAN approach is complementary with Mosler Bonds, except 1) Mosler bonds still need to find a buyer, TANs do not, and TANs pierce the illusion that bonds "finance" fiscal deficits, which would be a good thing to do once and for all, and 2) Mosler bonds still require future interest payments (as well as principal repayments, though public debt usually gets rolled over/refinanced) which could increase fiscal expenditures in the future, especially if interest rates spike, and hence lead to relatively nonproductive fiscal deficits in the future (since bond owning households often tend to be net savers). On your proposal, I am very opposed to the floating exchange rate idea, as you immediately and blatantly violate Article 128 of the Lisbon Treaty, and you make it very hard to get citizens to adopt your instrument, since its exchange value is uncertain. I do hear you on tax cuts as a way to improve competitiveness without an explicit currency depreciation (which as we know is impossible for nations in the eurozone) but I suspect this is a big non-starter for Greece, where tax fairness and compliance is already a major issue, and I would rather be sure that tax cuts not end up being saved by the private sector, and instead use fiscal expenditures to create income flows (through ELR) or improve competitiveness through R&D, infrastructure, and other government capital expenditures. Best, Rob

Giovanni Zibordi

February 16, 2015 at 6:07 pm

Rob, we read your work here in Italy me and my colleague Marco Cattaneo, who got the idea also from Hjalmar Schacht's Mefo bonds experience and by the way we found months ago that a former socialist economist and top official, Giorgio Ruffolo also had just written a book about solving the crisis using a scheme inspired by Schacht's Mefo scheme. (Hjalmar Schacht's biography is called "The Magic of Money", 1967, where did you find your sources about him? there is actually so little about it...). Anyway, unfortunately we operate in a language other than English (mostly), but we have written a lot of stuff here with Biagio Bossone, Stefano Sylos Labini, Enrico Grazzini and as I say we are in touch with Mosler and the MMT guys in Italy.

Let us leave aside for now the Mosler-Pilkington tax backed bonds, that are a way to prevent a speculative attack to Italian or Greek bonds such as the one in 2011 and let us concentrate on tax credits, structured as perpetual bonds as you suggest or as two year zero coupon bonds as we did.

When we wrote our book last year we thought like you do that there would have been almost no discount between these “fiscal bonds” and Euros, since people can use to settle tax liabilities all around the year.

Then I got into Nick Rowe blog and got “...If people do use them as a medium of exchange, then it is as if the individual EU countries can print their own money, at a floating exchange rate. Then they might work...”. I thought about it, discussed also with Warren and I think there is no way to avoid that they would end up as something with a floating exchange rate. Just think if, say, Belgium, France, Spain, Italy and Greece all issue them on their own because the scheme is successful and the Germans cannot stop it. Will the greek “fiscal bonds” trade at par with the Belgium ones ?

Ok, if it is only a very small issue, like 1% of GDP maybe. But for instance here Italy we write about at least 100 billions per year to make a difference and I think also in Greece you have to talk something like at least 5% of GDP numbers, like 10 billions upward. In that case there is no way that Italy or Greece reflate the economy through “money printing/helicopter money” (call it as you like) and that additional money does not create expectations of a possible Euro break up. And then those “zero coupon fiscal bonds” will trade below par, maybe also 20 or 30% below par to the Euro reflecting the overall expectations of markets and people about how the EU, BCE, Troika and world markets will react. I am a currency and bond trader by the way, not an economist even though I spent 5 years in a graduate school some time ago and I cannot see how the market and the public itself in Greece and Italy will not think about the uncertainty that such a move will create. You know, Greece that prints billions of its money, Italy that prints tens of billions of its own money. Sure, it will be additional and in “parallel” to the Euro, but it will be additional money created in contrast with the ECB and the EU and in the case of Greece staying in the Euro will create a current account deficit and some inflation. How can those bonds trade at par with the Euro ?

If I understand correctly you chose a perpetual bond and not a 1-2 year bond (have you seen the John Cochrane post about it ?

<http://johnhcochrane.blogspot.it/2015/02/beware-of-greeks-bearing-bonds.html>) because you want to design something that works in the Euro, that does not create expectations of a break up. But how will it work with perpetual bonds if their issue

in size by Greece will destabilize somehow the Greek financial system which is already weakened by the loss of 1/4 of its deposits ?

I would think it is more realistic to use 1-2 year zero coupon bonds (tax credits....) and have more flexibility in case the situation evolves quickly toward an Euro exit. And also it is more realistic to think that depending on expectations and the like they can trade at a significant discount to the Euro. This Plan has to work also if these tax credits trade at a discount to the Euro, and also if things go toward the Euro dissolution...

Rob Parenteau

February 16, 2015 at 6:41 pm

Giovanni: I have spent some time trying to understand Schacht and track down good descriptions of what he was up to, and honestly, I have yet to find anything adequate, though Bill Mitchell's concise depiction of Mefo bills comes closest. I am going to respectfully disagree with your assessment with Warren that there would be a variable exchange rate between say Greek TANs and Spanish TANs. If there is a "market maker", here the government, which has nearly unlimited buying power, here the ability to tax, and the ability to determine what can be received as taxes, then from my perspective, there is no reason why each government issuing TANs cannot maintain it 1TAN = 1 euro "fixed exchange rate", and so 1 Greek TAN = 1 Spain TAN. But I do not see much basis for any such trades anyway: Spanish citizens will not be likely to have Greek tax liabilities, right? So why would Spaniards even think about placing a bid for Greek TANs? Now you may be right, that capital and deposit flight would ensue with the issuance of TANs...but as you point out that is already happening, and it does not change the fact there is still a "market maker" with nearly unlimited buying power (the power to tax) to ensure the 1TAN = 1 euro "exchange rate". In addition, I would invite you to study the example of "bonos de cancelacion de deuda" which circulated from 1984-2003 in the provinces of Argentina. Or check out the history of the worgl in Austria in the Great Depression. When people are desperate to earn money, when businesses are struggling to survive, they can be open to all kinds of innovations. There is plenty of uncertainty in Greece. Arguably, after today's negotiation break down, and Friday ultimatum by the Troika, there is even uncertainty about the ECB pulling the ELA plug on Greek banks, and the possible necessity of a Greek exit from the euro. My hunch is a Syriza committed to a plausible full employment fiscal stance, with a financing instrument

to execute that stance, will profoundly reduce uncertainty in Greece. But I could be wrong about this. I chose to fashion this as a perpetual bond because a) perpetual bonds are not treated as debt, so they do not add to the government debt to GDP ratio as I understand it, b) the principal of perpetual bonds never needs to be repaid, reducing the future financing obligations of the government, c) perpetual bonds are treated as Tier 1 capital by banks, and if there is need to recapitalize the banking system, TANs might conceivably come in handy. In any case, if the eurozone is going to dissolve, it will make little difference if the bonds are 1-2 year or perpetual, right? All that will matter is whether they were issued under Greek law or not, so they can be redenominated and serviced in the new Greek currency post euro break up. Grateful for your comments Giovanni, especially your perspective as a bond and currency trader in the region. I know Warren has seen my proposals, and had proposed Mosler Bonds, which are complementary to TANs, but as I understand it, he now dismisses these intermediate steps like your proposal and mine, and argues that Greece should just exit. I believe Ed Harrison had a very good interview with Warren today on RT, and I unfortunately do not know how to find it, but I suspect Warren said something similar today during the interview, and I know Ed was going to ask him directly about the TAN proposal. Best, Rob