

---

## ECONOMIA MONETARIA E FINANZIARIA

(10)

La Nouva Macroeconomia Keynesiana

---

## NEK

Le critiche della NEK si sono rivolte soprattutto a due delle ipotesi del modello neoclassico:

- i mercati sono in genere imperfetti nel senso che in essi vige la [concorrenza imperfetta](#);
- le informazioni in possesso degli individui sono diverse da soggetto a soggetto e quindi essi si muovono in contesti di [informazione asimmetrica](#).

## Effetti Macroeconomici dei mercati imperfetti

Abbiamo visto in precedenza che contrariamente alle previsioni del modello neoclassico osserviamo nella realtà delle [fluttuazioni piuttosto marcate della produzione aggregata](#).

Questo ha dato vita a partire dagli anni '80 a nuovi studi per identificare le eventuali cause di questo fenomeno.

Questi studi tendono a ottenere su [nuove basi teoriche](#) i risultati keynesiani. Al gruppo di economisti che hanno lavorato e stanno lavorando in questa direzione è stato dato il nome di [Nuova Economia Keynesiana](#) (d'ora in poi NEK).

È dunque possibile fare una grossolana classificazione della NEK come segue:

- Nuova Economia Keynesiana con Imperfezioni di Mercato (NEKIM);
- Nuova Economia Keynesiana con Informazione Asimmetrica (NEKIA).

## NEKIA

Una delle caratteristiche principali dei mercati finanziari è la presenza di [informazione asimmetrica](#).

Ne segue che una grossa porzione della NEKIA è dedicata agli effetti macroeconomici delle [imperfezioni dei mercati dei capitali](#).

In questa sede analizzeremo due esempi tratti dalla NEKIA.

Nel primo vedremo come la presenza di una gerarchia finanziaria influisce sugli [investimenti durevoli](#) e dunque sulla [domanda aggregata](#).

## Modello di Bernake-Blinder 1988 (domanda aggregata)

Se vale il teorema Modigliani Miller, la funzione degli investimenti può essere specificata come

$$I = I(r)$$

Se non vale Modigliani Miller i tassi delle singole fonti di finanziamento entrano direttamente nella funzione di investimento:

$$I = I(r, r_d, r_a)$$

Nel secondo vedremo l'effetto delle imperfezioni sugli [investimenti in capitale circolante](#) e dunque sull'[offerta aggregata](#).

Bernanke e Blinder estendono il modello IS-LM assumendo che i tassi rilevanti sono 2: quello sui titoli ( $r$ ) e quello praticato dalle banche ( $r_d$ ). Nella loro formulazione, gli investimenti dipendono quindi negativamente da questi due tassi

$$I = I(r, r_d)$$

Il contributo di Bernake e Blinder è quello di modellare esplicitamente il mercato del credito e di [derivare endogenamente il tasso  \$r\_d\$](#) .

## la curva CC (Commodities and Credit)

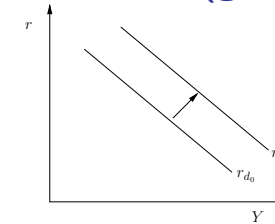
$$Y = C_{+}(Y) + I_{-}(r, r_d)$$

che esplicitata rispetto a  $r$  diventa

$$r = r^{CC}(Y, r_d).$$

Si tratta in sostanza di una IS parametrizzata al tasso  $r_d$ .

## La curva CC (grafica)



dove  $r_{d1} < r_{d0}$ .

Una riduzione di  $r_d$  sposta la CC a destra.

## La curva LM

B&B ipotizzano che il pubblico non detiene base monetaria. In questo contesto la domanda di moneta coincide con quella di depositi:

$$L = D^d = D^d(Y, r).$$

L'ipotesi implica inoltre che le riserve obbligatorie delle banche coincidono con la base monetaria. I depositi devono essere un multiplo della riserva obbligatoria. Questo consente di ricavare l'offerta di depositi (moneta):

$$M = D^s = \frac{H}{k}$$

dove  $k$  è il coefficiente di riserva obbligatoria.

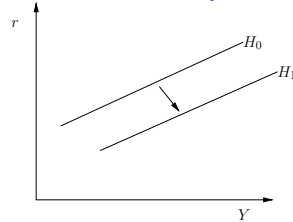
Imponendo la condizione di equilibrio sul mercato della moneta ( $L = M$  ovvero  $D^d = D^s$ ) abbiamo

$$D^d(Y, r) = \frac{H}{k}$$

Si tratta della LM, che esplicitata rispetto a  $r$  è

$$r = r^{LM}(Y, H, k)$$

## La curva LM (grafica)



con  $H_1 > H_0$ .

Un aumento della base monetaria sposta la LM verso destra.

Utilizzando la teoria del portafoglio possiamo trovare le due percentuali dei fondi disponibili utilizzate per offrire credito alle imprese e per acquistare titoli:  $\alpha_B$  e  $\alpha_T$ .

L'offerta di credito è dunque

$$B^s = \alpha_B D(1 - k)$$

Sappiamo dalla teoria del portafoglio che

$$\alpha_B(r_d, r, \epsilon, \dots)$$

dove  $\epsilon$  riflette gli shock al settore bancario.

## Il mercato del credito

La domanda di credito è una funzione decrescente del tasso sui crediti bancari e di altre variabili:

$$B^d = B^d(r_d, \dots)$$

Le banche impiegano i fondi ricevuti come depositi e non impiegati nella riserva obbligatoria in due attività: crediti alle imprese e titoli. I depositi disponibili (cioè non impiegati nella riserva obbligatoria) sono

$$D(1 - k)$$

Dalla discussione precedente si ha

$$D = \frac{H}{k}$$

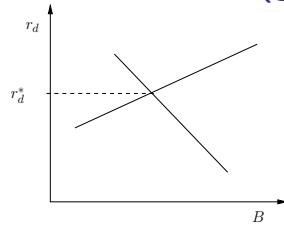
Sostituendo si ottiene

$$B^s = B^s(r_d, r, H, \epsilon)$$

Dall'equilibrio sul mercato del credito si ottiene il tasso di interesse di equilibrio:

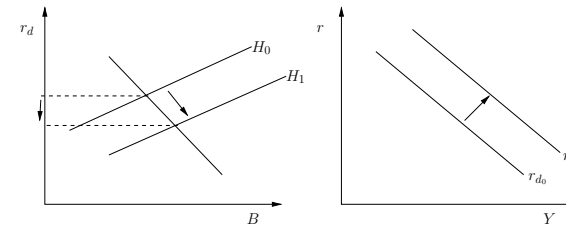
$$r_d^* = r_d(r, H, \epsilon)$$

## Mercato del credito (grafica)



L'equilibrio sul mercato del credito determina  $r_d^*$  che a sua volta determina la posizione della CC.

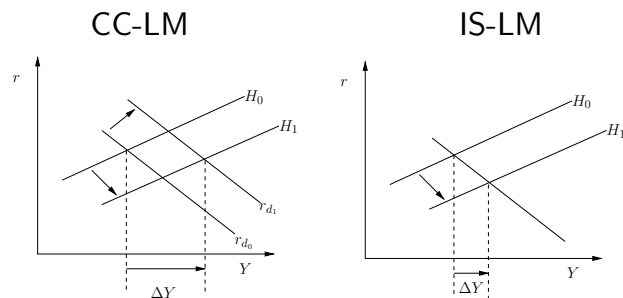
## Expansione monetaria nel modello CC-LM



Un aumento della base monetaria ( $H$ ) fa diminuire il tasso sui crediti bancari, che a sua volta fa spostare la CC verso destra.

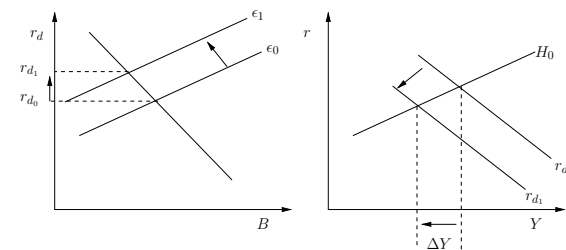
Un aumento della base monetaria ( $H$ ) fa spostare verso destra la LM.

## CC-LM e IS-LM



Una politica monetaria espansiva ha un effetto reale maggiore nel modello CC-LM rispetto al modello IS-LM in quanto fa aumentare anche l'offerta di credito.

## Shock sul mercato del credito



Eventuali shock sul mercato del credito o cambiamenti di opinione delle banche hanno effetti reali (credit view).

## Riassumendo

- Una variazione della base monetaria ( $H$ ) causa anche una variazione del tasso sui prestiti ottenendo un effetto più marcato sugli investimenti;
- le vicende che coinvolgono il mercato del credito, possono avere effetti reali in quanto modificano  $r^d$ . In particolare, in caso di prezzi fissi:
  - eventuali shock che colpiscono le banche hanno effetti reali;
  - il settore bancario ricopre un ruolo importante nella trasmissione della politica monetaria.

- le imprese non conoscono il prezzo di vendita quando producono: esse venderanno in futuro;
- ricorrono al credito per finanziare il capitale circolante (i salari)

$$B = WN - L$$

- dove  $W$  è il salario  $N$  il numero di lavoratori assunti e  $L$  i fondi interni disponibili;
- non possono finanziarsi con azioni (razionamento azionario).

osservazioni:

- Il fatto che il prezzo non sia conosciuto espone l'impresa al rischio di perdite.

## Modello Greenwald e Stiglitz 1993 (offerta aggregata)

Nel modello precedente i finanziamenti sono utilizzati per fare investimenti durevoli.

In altri modelli della NEK (come quello che stiamo per illustrare) i finanziamenti sono necessari per acquistare il **capitale circolante**.

Questi incidono sulla disponibilità delle imprese a offrire beni.

Ipotesi:

- funzione di produzione  $y = y(N)$ ;

- Il finanziamento con credito bancario sottopone l'impresa ad un controllo di solvibilità.
- Quando l'impresa subisce delle perdite ha delle difficoltà a rimborsare il credito bancario.
- La possibilità di rimborsare la banca ottenendo i fondi attraverso l'emissione di azioni è negata dall'ipotesi di razionamento azionario.

Da queste osservazioni segue che un'impresa che fa perdite è **costretta a fallire**.

La bancarotta è costosa.

I costi delle imprese sono dunque dati:

- dai costi di produzione e
- dai costi di bancarotta ( $CB$ ).

## Il problema dell'impresa

Il problema dell'impresa diventa

$$\max_y E[P]y - B(1 + r_d) - \phi xB$$

$$\max_y E[P]y - B(1 + r_d + \phi x)$$

Utilizziamo la forma funzionale  $y = N^\alpha$  per la funzione di produzione. Da cui  $N = y^{\frac{1}{\alpha}}$ .

Ricordiamo che  $B_t = WN - L = Wy^{\frac{1}{\alpha}} - L$  si arriva a

$$\max_y E[P]y - (Wy^{\frac{1}{\alpha}} - L)(1 + r_d + \phi x)$$

## Il problema dell'impresa

l'impresa massimizza

$$\max E[\pi] - E[CB]$$

dove

$$\pi = Py - B(1 + r_d)$$

e i costi di bancarotta sono

$$CB = \begin{cases} 0 & \text{se rimborsa} \\ xB & \text{se non rimborsa} \end{cases} \quad \begin{matrix} prob = 1 - \phi \\ prob = \phi \end{matrix}$$

## La soluzione

Come nella microeconomia standard il livello di produzione viene determinato dall'uguaglianza tra ricavo e costo marginale. Ora **la curva del costo marginale è più alta a causa dei costi di bancarotta.**

La curva dei costi marginale è infatti

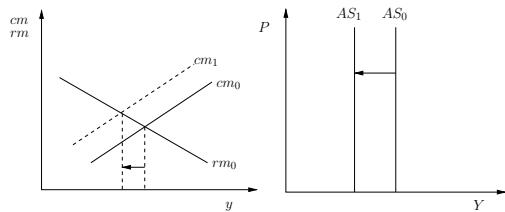
$$cm_1 = W \frac{1}{\alpha} y^{\frac{1-\alpha}{\alpha}} (1 + r_d + \phi x)$$

mentre in assenza dei costi di bancarotta ( $\phi = 0$ ) sarebbe

$$cm_0 = W \frac{1}{\alpha} y^{\frac{1-\alpha}{\alpha}} (1 + r_d)$$

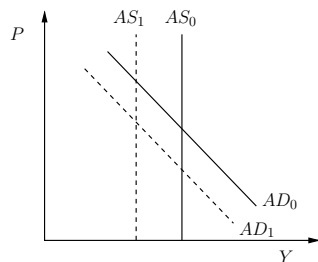
## Rappresentazione grafica

Una generica rappresentazione grafica è la seguente



La produzione scelta è dunque minore e la curva di offerta aggregata si sposta verso sinistra.

Combiniamo ora questo risultato con quello di [Greenwald e Stiglitz](#): un aumento del tasso di interesse aumenta la probabilità di profitti negativi e aumenta quindi il costo di bancarotta spostando la curva di offerta aggregata verso sinistra.



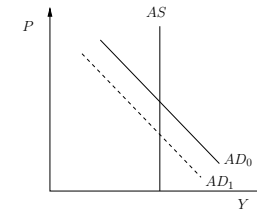
L'aumento dei tassi di interesse ha effetti reali.

## Domanda e offerta aggregate

Passiamo ora ad analizzare i risultati macroeconomici con prezzi flessibili.

Una riduzione della base monetaria causa un aumento dei tassi di interesse che provoca una riduzione (spostamento verso sinistra) della domanda aggregata.

Se l'offerta aggregata è di tipo neoclassico, non si hanno effetti reali



## Problema

Anche se [questi modelli spiegano gli effetti reali della politica monetaria](#), la disoccupazione che ne deriva non è involontaria:

chi è disoccupato sceglie di esserlo perché secondo lui il salario è troppo basso.

Una possibile soluzione è quella di combinare l'approccio NEKIA con il NEKIM.

## Risultati NEKIA in generale

Al di là dei due esempi presentati il lavoro della NEKIA intende dimostrare che se le imprese danno **maggior importanza all'autofinanziamento e al credito bancario** allora si hanno delle motivazioni teoriche per affermare che:

- esiste nell'economia un meccanismo di **acceleratore finanziario**: se le imprese finanziano gli investimenti con autofinanziamenti e questi ultimi aumentano nelle fasi ascendenti del ciclo, si ha ragione di ritenere che anche gli investimenti si muovono nella stessa direzione della produzione aggregata.

---

Fine

---

- Il settore bancario può avere un ruolo importante nel processo di produzione in quanto ha:

- un ruolo importante nella trasmissione della politica monetaria;
- un ruolo importante nella propagazione degli shock iniziali;
- un ruolo importante nell'amplificazione degli shock.<sup>1</sup>

<sup>1</sup>Si noti che i meccanismi di propagazione possono smorzare (come ritengono i neoclassici) oppure amplificare (come ritengono i Nuovi Keynesiani) uno shock iniziale.