



---

# ECONOMIA MONETARIA

## La (non) neutralità della moneta

---

## In questo capitolo

- ▶ Ci chiediamo se e in che modo la moneta influenza la produzione e dunque l'occupazione (non neutralità).
- ▶ Studieremo alcune teorie che nel corso del tempo hanno evidenziato le condizioni che implicano conclusioni diverse riguardo alla (non)neutralità della moneta.
- ▶ Elencheremo gli effetti principali attraverso i quali la moneta è non neutrale.
- ▶ Evidenzieremo alcune difficoltà nella condotta della politica monetaria e come esse possano essere alleviate dal comportamento della BC.

## L'approccio prevalente

- ▶ Ricordiamo che nella teoria quantitativa della moneta studiata al capitolo 1, la variazione della quantità di moneta non ha effetti sulla produzione.
- ▶ Ma la visione maggiormente accolta (dalla teoria e dalle BC) è che
  - ▶ esistono diverse relazioni (canali) attraverso i quali la modifica degli strumenti di politica monetaria influenza, spesso dopo intervalli variabili e non completamente prevedibili, l'economia; in particolare, il livello del prodotto e dei prezzi (meccanismi di trasmissione della politica monetaria).

## Principali effetti della politica monetaria

- ▶ la variazione degli obiettivi operativi ( $H$  o i tassi di interesse ufficiali), determina modificazioni nelle condizioni del mercato finanziario e degli intermediari creditizi che si riflettono sui tassi di mercato, sui prezzi delle attività, sul tasso di cambio e sulle condizioni di liquidità e di credito dell'economia;
- ▶ le variazioni delle condizioni del mercato finanziario determinano cambiamenti della spesa nominale per beni e servizi (famiglie e imprese);
- ▶ il livello della domanda rispetto alla capacità produttiva influenza, anche tramite le condizioni del mercato del lavoro, l'evoluzione del prodotto e dei prezzi.

## La non neutralità nei modelli macroeconomici

- ▶ Nei modelli macroeconomici la non neutralità della moneta dipende principalmente dal grado di rigidità dei prezzi.
- ▶ maggiore è il grado di rigidità dei prezzi, tanto più la moneta è non neutrale.
- ▶ Richiameremo i seguenti modelli macroeconomici:
  - ▶ il modello IS-LM
  - ▶ il modello AD-AS

## Il modello IS-LM

- ▶ Nel modello IS-LM, i prezzi ( $P$ ) sono dati. Poiché  $P$  rimane invariato, la politica monetaria è non neutrale (tranne in alcuni casi particolari).
- ▶ La notazione utilizzata è la seguente:
  - ▶  $i$  è il tasso di interesse a medio-lungo termine
  - ▶  $Y$  è la produzione aggregata dell'economia.
- ▶ L'economia ha due comparti:
  - ▶ il comparto finanziario (mercati finanziari)
  - ▶ il comparto reale (mercato dei beni)
- ▶ in un equilibrio macroeconomico, il comparto finanziario e quello reale sono contemporaneamente in equilibrio.

## IS-LM: l'equilibrio finanziario

- ▶ L'equilibrio finanziario si realizza quando la domanda e l'offerta di moneta si eguagliano.
- ▶ data l'offerta di moneta  $M^S$ , anche la domanda di moneta deve rimanere costante.
- ▶ Sappiamo che la domanda di moneta dipende positivamente da  $Y$  e negativamente da  $i$
- ▶ Per ogni livello di  $Y$  esiste dunque un livello di  $i$  che mantiene la domanda di moneta costante al livello dell'offerta di moneta

## IS-LM: l'equilibrio finanziario

- ▶ poiché la domanda di moneta deve rimanere costante e sappiamo che essa
  - ▶ aumenta all'aumentare di  $Y$
  - ▶ diminuisce all'aumentare di  $i$
- ▶ In condizioni normali, valori più alti di  $Y$  devono corrispondere a valori più alti di  $i$  per avere equilibrio nel comparto finanziario dell'economia.
- ▶ L'insieme delle coppie  $(Y, i)$  che pongono il comparto finanziario dell'economia in equilibrio dà luogo ad un sito geometrico che prende il nome di curva  $LM$
- ▶ da quanto esposto possiamo dire che, in condizioni normali, la  $LM$  è inclinata positivamente.

## IS-LM: l'equilibrio finanziario

- ▶ Quando la domanda di moneta per motivi transattivi è relativamente bassa rispetto alla moneta disponibile (ovvero a bassi livelli di  $Y$ ) un aumento di  $Y$  viene controbilanciato da aumenti molto piccoli di  $i$
- ▶ è necessario un aumento di  $i$  è sempre maggiore, man mano che la domanda di moneta transattiva aumento quando il suo livello si approssima alla quantità di moneta disponibile (ovvero ad alti livelli di  $Y$ )
- ▶ Ne segue che l'inclinazione della LM varia con il livello di  $Y$ :
  - ▶ essa è piatta per bassi livelli di  $Y$  (trappola della liquidità)
  - ▶ l'inclinazione aumenta gradualmente all'aumentare di  $Y$ .

## IS-LM: l'equilibrio reale

- ▶ L'equilibrio reale si realizza quando la domanda e l'offerta di beni si eguagliano.
- ▶ sappiamo che se  $i$  aumenta, la domanda di beni per investimenti ( $I$ ) si riduce,
- ▶ poiché in equilibrio  $Y = C + I + G$ , anche  $Y$  si riduce.
- ▶ Dunque, valori più alti di  $i$  devono corrispondono a valori più bassi di  $Y$ .
- ▶ L'insieme delle coppie  $(Y, i)$  che pongono il comparto reale dell'economia in equilibrio dà luogo ad un sito geometrico che prende il nome di curva  $IS$
- ▶ da quanto esposto possiamo dire che, la  $IS$  è inclinata negativamente.

## IS-LM: l'equilibrio macroeconomico

- ▶ Un equilibrio macroeconomico si ha quando il comparto finanziario e quello reale dell'economia sono contemporaneamente in equilibrio.
- ▶ In termini grafici l'equilibrio macroeconomico cade in corrispondenza dell'intersezione tra le curve LM e IS.

## IS-LM: la politica monetaria

- ▶ La variazione di  $H$  (o dei tassi ufficiali) influenza il mercato di  $H$ , per propagarsi ai diversi mercati in cui si articola il sistema finanziario.
- ▶ Ciò determina variazioni nelle condizioni del mercato della moneta (e delle sue controparti, titoli e credito) e nei valori di equilibrio dei tassi di interesse (livello e struttura) e dei prezzi delle attività.
- ▶ L'equilibrio dei mercati degli stock monetari e finanziari (tassi, condizioni di liquidità e opportunità di investimento finanziario) influenza il livello produttivo definendo la spesa dei privati ( $C$  e  $I$ ).

# IS-LM: la politica monetaria è neutrale in casi particolari

- ▶ Il grado di efficacia della manovra monetaria dipende dalla reattività della domanda di moneta e della spesa per investimento al tasso d'interesse.
- ▶ Solo valori estremi dei coefficienti che legano la domanda di moneta e l'investimento al tasso di interesse possono generare un impatto nullo delle variazioni monetarie sul livello del reddito: la moneta è neutrale.

## AD-AS: l'effetto dei prezzi

- ▶ Se i prezzi non variassero, il risultato macroeconomico sarebbe quello ottenuto utilizzando il modello IS-LM
- ▶ Abbiamo tuttavia bisogno di ampliare il nostro modello per
  - ▶ capire come variano i prezzi
  - ▶ valutare gli effetti macroeconomici di tali variazioni

## Come variano i prezzi (la curva AS)

- ▶ Le imprese valutano come muovere i prezzi.
- ▶ In genere, una eventuale variazione in aumento viene considerata a seguito di aumenti di domanda.
- ▶ Tale decisione viene anche presa in base alla variazione dei costi che potrebbe seguire un eventuale aumento della produzione.
- ▶ La produzione viene aumentata qualora essa comporti un aumento di profitto, ovvero se si prevede che i costi aumenteranno meno che proporzionalmente dei prezzi
- ▶ Sotto queste condizioni, le imprese saranno propense a produrre di più a prezzi più elevati
- ▶ La curva di offerta aggregata (AS) è inclinata positivamente.

## Come variano i prezzi (la curva AS)

- ▶ Qualora i costi e i prezzi crescano dello stesso ammontare, la produzione non verrà aumentata perché la maggiore produzione non implicherebbe un aumento del profitto
- ▶ In questo caso, prezzi più alti sarebbero associati ad uno stesso livello di produzione
- ▶ La curva di offerta aggregata (AS) è verticale.

## La AD

- ▶ Per determinare l'equilibrio macroeconomico occorre aggiungere alla AS, la curva di domanda aggregata AD.
- ▶ Essa viene derivata valutando l'effetto di una variazione dei prezzi nel modello IS-LM.
- ▶ Nel modello IS-LM, un aumento dei prezzi
  - ▶ riduce l'offerta reale di moneta;
  - ▶ il tasso di interesse aumenta;
  - ▶ gli investimenti diminuiscono;
  - ▶ la domanda aggregata diminuisce;
  - ▶  $Y$  diminuisce.

## La AD

- ▶ Dal ragionamento precedente deduciamo che la AD è una relazione inversa tra  $Y$  e  $P$ .
- ▶ È importante ai fini del nostro studio ricordare che l'aumento dell'offerta di moneta sposta la AD verso destra, mentre una sua riduzione la sposta verso sinistra.

## AD-AS: l'equilibrio macroeconomico

- ▶ L'equilibrio macroeconomico si ha nel punto in cui la AD e la AS si incontrano.
- ▶ In questo punto l'equilibrio dei comparti reale e finanziario dell'economia (rappresentato dalla AD) è compatibile con le scelte di produzione e di prezzo delle imprese (rappresentate dalla AS)

## Effetti macroeconomici della politica monetaria

- ▶ Un aumento dell'offerta di moneta, in condizioni normali conduce ad una riduzione dei tassi di interesse di medio-lungo periodo;
- ▶ gli investimenti tenderanno ad aumentare e anche la domanda aggregata,
- ▶ questi effetti sono noti dal modello IS-LM, ora aggiungiamo l'effetto dei prezzi:
- ▶ a seguito dell'aumento della domanda, gli imprenditori valutano se aumentare la produzione e i prezzi

## Effetti macroeconomici della politica monetaria

- ▶ se i costi per effettuare l'aumento della produzione aumentano meno che proporzionalmente rispetto ai prezzi
  - ▶ l'aumento della produzione verrà realizzato
  - ▶ la curva AS è inclinata positivamente
  - ▶ **la moneta è non neutrale.**
- ▶ se i costi per effettuare l'aumento della produzione aumentano proporzionalmente ai prezzi
  - ▶ l'aumento della produzione non verrà realizzato
  - ▶ la curva AS è verticale
  - ▶ **la moneta è neutrale.**

# Teorie macroeconomiche e non neutralità della moneta

Diverse sono le posizioni delle teorie macroeconomiche che si sono succedute nel tempo:

- ▶ Keynes e l'economia keynesiana (dal 1936)
- ▶ Monetarismo (anni '60)
- ▶ Nuova Macroeconomia Neoclassica (anni '70)
- ▶ Nuova Macroeconomia Keynesiana (anni '80)

## Keynes e i keynesiani

- ▶ Keynes è influenzato dall'osservazione di alti tassi di disoccupazione dovuti alla grande crisi del 1929,
- ▶ in economie con scarsa utilizzazione dei fattori produttivi, i costi crescono poco all'aumentare della produzione
- ▶ la curva AS è inclinata positivamente, ma piuttosto piatta
- ▶ la politica monetaria espansiva ha un forte effetto sulla produzione (è non neutrale), mentre la tendenza all'aumento dei prezzi è debole.

## Il monetarismo

- ▶ Il gioco della domanda e dell'offerta nei vari mercati, porta l'economia verso la posizione di pieno impiego, che viene denominata **equilibrio naturale**,
- ▶ tuttavia i costi si muovono più lentamente dei prezzi, anche se nel lungo periodo si adattano completamente.
- ▶ Questo implica che nel breve periodo, la curva AS è inclinata positivamente, mentre nel lungo periodo è verticale in corrispondenza del livello di produzione naturale.
- ▶ La politica monetaria è non neutrale nel breve periodo, ma neutrale nel lungo periodo.

## La nuova macroeconomia classica

- ▶ L'economia tende all'equilibrio naturale, posizione dove essa si trova abitualmente,
- ▶ i costi si muovono alla stessa velocità dei prezzi grazie alle informazioni in possesso degli agenti e alle aspettative che essi formulano.
- ▶ Se non vi sono problemi informativi, gli agenti economici prendono decisioni che neutralizzano gli effetti reali delle manovre di politica economica.
- ▶ La curva AS è verticale anche nel breve periodo e la politica monetaria è neutrale anche nel breve periodo.
- ▶ Si hanno effetti reali soltanto se i soggetti non vengono informati e sono colti di sorpresa dalle manovre di politica economica.

## Nuova Economia Keynesiana (NEK)

- ▶ La realtà è caratterizzata da mercati non concorrenziali
  - ▶ sindacati fissano i salari nominali
  - ▶ imprese stabiliscono i prezzi dei propri prodotti che massimizzano i profitti
- ▶ e dalla presenza di distorsioni informative
  - ▶ pur in presenza di flessibilità dei prezzi e dei salari, le imprese sono razionate sul mercato finanziario per le asimmetrie informative in esso presenti
- ▶ e/o rigidità nominali (prezzi viscosi).
- ▶ l'equilibrio macroeconomico si stabilisce ad un livello del prodotto in corrispondenza del quale si ha un tasso di disoccupazione involontaria che mantiene stabile il tasso di inflazione (NAIRU, Non-Accelerating Inflation Rate of Unemployment).

# NAIRU

- ▶ determinato dalla tecnologia di produzione e dalle preferenze dei consumatori (entrambe esogene), ma anche dal potere di contrattazione dei lavoratori e dal grado di monopolio delle imprese.
- ▶ Comportamento individuale massimizzante con aspettative razionali può comportare la non neutralità della moneta, almeno nel breve periodo.

## La politica economica nella NEK

- ▶ dal lato dell'offerta, per aumentare il grado di concorrenza dei mercati
- ▶ dal lato della domanda, per stabilizzare le oscillazioni del tasso di disoccupazione effettivo intorno al NAIRU.
- ▶ Non vale la proposizione di inefficacia della politica monetaria: policy può ridurre la variabilità del tasso di disoccupazione.



# Due canali di trasmissione della politica monetaria

- ▶ Il canale del tasso di interesse
- ▶ Il canale della disponibilità di credito

## Il canale del tasso di interesse

Il movimento dei tassi di interesse a media-lunga scadenza può agire tramite i seguenti effetti:

- ▶ **Variazioni degli investimenti:** maggiori tassi reali correnti possono generare una caduta della spesa per investimenti delle imprese e delle famiglie (abitazioni, autoveicoli).
- ▶ Effetto di **sostituzione intertemporale tra consumo e risparmio.**
- ▶ Un incremento dei tassi migliora il **reddito disponibile** dei creditori/famiglie ma riduce i profitti e accentua il disavanzo pubblico; l'impatto sulla domanda aggregata della redistribuzione del reddito tra debitori e creditori dipende da chi ha una maggiore propensione alla spesa.

- ▶ **Contrazione dei flussi di cassa delle imprese** dovuta ad aumenti del tasso (tanto maggiore quanto più debito a breve e a tasso variabile, poiché dovrà essere rifinanziato a tassi più alti) accentua l'effetto negativo del maggior costo del capitale.
- ▶ Variazioni dei **prezzi delle attività patrimoniali** reali e finanziarie (il loro valore è uguale ai rendimenti futuri attualizzati).
  - ▶ **Imprese:** un aumento del tasso di interesse riduce il prezzo di mercato dei titoli di proprietà e della  $q$  di Tobin.
  - ▶ **Famiglie:** Una diversa quotazione delle attività patrimoniali modifica il valore della ricchezza di quelle che detengono tali attività in portafoglio.
- ▶ **Variazione del valore delle** attività patrimoniali utilizzate a **garanzia** dei prestiti; condizionano concessione di nuovi crediti (collaterals).

## Il canale della disponibilità di credito

Agisce principalmente quando:

- ▶ il trasferimento diretto e indiretto di fondi sono scarsamente sostituibili: il finanziamento diretto non è agevolmente accessibile alle imprese.
- ▶ Il settore bancario assume un ruolo importante nel finanziamento dell'economia.
- ▶ Le condizioni di liquidità delle banche possono avere effetti amplificati sul finanziamento delle imprese: acceleratore finanziario.
- ▶ Shock sul mercato del credito determina ampie fluttuazioni del prodotto, e più contenute oscillazioni dei tassi del mercato finanziario: le condizioni reali possono risultare più instabili di quelle monetarie e finanziarie.

# I problemi nei meccanismi di trasmissione della Politica monetaria

- ▶ l'intervento monetario produce i suoi effetti con **ritardi** diversi a seconda dei differenti canali di trasmissione che vengono interessati;
- ▶ Fattori esogeni possono intervenire successivamente alle manovre della BC modificandone l'efficacia;
  - ▶ shocks esogeni,
  - ▶ mutamento del contesto istituzionale e delle condizioni tecnologiche;
- ▶ i soggetti economici possono modificare i loro comportamenti neutralizzando gli effetti delle manovre della BC (soprattutto se ben informati riescono a formulare aspettative corrette)

## L'atteggiamento della BC

- ▶ Una condotta prevedibile della BC migliora le previsioni e le decisioni degli agenti privati ma riduce l'efficacia reale delle manovre.
- ▶ Per quanto riguarda l'inflazione, quanto più gli agenti finanziari interpretano correttamente gli obiettivi della BC, tanto più facilitato è il suo compito: di fronte a segnali di pressione inflazionistica, sono gli stessi "mercati" che, attendendosi una restrizione monetaria, premono per un aumento dei tassi a breve-medio termine, nominali e reali, con un effetto restrittivo che sostiene l'azione della BC diretta a mantenere la stabilità dei prezzi.
- ▶ Affinché questo avvenga, la banca centrale deve essere credibile.