

# Politica economica e mercati finanziari

Cristiana Fiorelli

Università di Napoli Prthenope  
Dip. Studi Economici e Giuridici  
cristiana.fiorelli@uniparthenope.it

Anno accademico, 2022/2023

## Le 3 triadi

- Il passo successivo alla FF è quello di studiare le funzioni di comportamento degli operatori.
- Ricerca dei nessi causali all'interno di un sistema economico: aumento della complessità e ruolo delle innovazioni finanziarie.
- Analisi monetaria: 3 triadi.
  - ① La **triade tradizionale**: che spiega la moneta dal punto di vista funzionale.
  - ② La **triade keynesiana**: che spiega la moneta dal punto di vista motivazionale.
  - ③ La **triade hicksiana**: che spiega la moneta all'interno di un quadro interpretativo unificato.
- Il problema fondamentale è perché si utilizza la moneta e perché si tengono scorte monetarie in presenza di AF più remunerative.

# La triade tradizionale

La definizione più comunemente conosciuta è quella di rappresentare la moneta in base alle funzioni che può svolgere, che sono:

- **mezzo di scambio**
- **riserva di valore**
- **unità di conto**

La teoria tradizionale prekeynesiana (si concentra sulle situazioni di buon funzionamento dell'economia), ha adottato questa triade, dando però rilevanza soprattutto alla prima funzione, quella di mezzo di scambio.

# La moneta come mezzo di scambio

La storia del mezzo di scambio può essere riassunta in quattro fasi successive, nell'ordine:

- **la moneta - merce** moneta come merce con un suo valore intrinseco (metalli preziosi, oro);
- **la moneta convertibile** banconote (convertibili in oro) come mezzo di pagamento (Gold Standard fino al 1914; dal 1944 al 1971: Bretton Woods);
- **la moneta fiduciaria** l'utilità del mezzo di scambio non dipende dal suo valore intrinseco. Il suo valore dipende dalla quantità di beni che possiamo acquistare. Il valore stampato è solo nominale;
- **la moneta elettronica**

# Signoraggio

- Il **signoraggio**: facoltà della BC di stampare moneta ad un costo irrisorio rispetto al loro valore nominale di scambio, e di acquistare con questi pezzi di carta le AF che vengono registrate nell'attivo del suo bilancio.
- E' di fondamentale importanza avere una istituzione al servizio della collettività che *attribuisca valore di bene pubblico alla moneta fiduciaria* e che si assuma la responsabilità di tutelare il suo potere di acquisto.
- La necessità di una garanzia istituzionale cresce man mano che la moneta legale si smaterializza.
- Il principio della convertibilità ritorna. Prima si trattava di *convertibilità in oro*, in presenza di demetallizzazione della moneta. Ora si tratta di *convertibilità in moneta fiduciaria*, in presenza di smaterializzazione della moneta

# Teoria quantitativa della moneta

La **teoria** quantitativa della moneta ha una tradizione di lunga data, e può essere semplicemente riassunta nella proposizione secondo cui una variazione nell'offerta di moneta determina una variazione proporzionale nel livello dei prezzi.

Questa teoria ha dominato tutto il 19° secolo ed esistono diverse versioni della teoria quantitativa.

- 1 La teoria quantitativa secondo l'approccio delle transazioni (I. Fisher, *The Purchasing Power of Money*, 1911).
- 2 La teoria dei saldi monetari esamina la determinazione dei prezzi dal punto di vista della domanda e offerta di moneta (Cambridge University, U.K.).

# Moneta e scambi

Qualsiasi scambio di beni sul mercato tra un venditore ed un acquirente implica una spesa che può essere specificata in due modi distinti:

**1.** Il valore della spesa dell'acquirente deve essere uguale alla moneta consegnata al venditore; inoltre, la spesa complessiva dei membri di un gruppo che include sia acquirenti che venditori deve essere uguale all'ammontare di moneta usata dal gruppo moltiplicata il numero di volte che è stata usata.

Se definiamo il numero di volte che la moneta è stata usata per finanziare le transazioni/scambi come **velocità di circolazione della moneta (V)**, la spesa in termini monetari con Y, lo stock di moneta M, allora:

$$Y \equiv M * V \quad (1)$$

dove il simbolo  $\equiv$  indica che la (1) è un'identità e non un'equazione.

## Moneta e scambi

2. Il valore della spesa può anche essere misurato dalla quantità fisica ( $y$ ,  $Q$  nel testo di Alessandrini) di beni scambiata per il loro prezzo medio:

$$Y \equiv P * y \quad (2)$$

Se uguagliamo la (1) e la (2)  $\rightarrow$

$$P y \equiv M V \quad (3).$$

La (3) essendo un'identità è sempre valida ed è chiamata **equazione quantitativa** o dello scambio.

Utilizziamo il termine equazione per differenziarla dal termine teoria che include delle “condizioni comportamentali”. Mentre un'identità è sempre valida, una teoria è valida solo in condizioni di equilibrio.

# Moneta e scambi

La velocità di circolazione della moneta ( $V$ ) permette di ottenere un valore flusso dallo stock di moneta  $M$  per renderlo compatibile con con il valore  $P_y$  del flusso dei prodotti scambiati.

Nel medio periodo  $V$  è stabile e possiamo definire:  $k=1/V$  ottenendo  $M=kPy$  e quindi:

$M^d = kY$  con  $Y$  reddito monetario.

$M^d$  aumenta se aumenta  $P$  o  $y(Q)$  o entrambi.

Ipotizziamo uno squilibrio iniziale (eccesso di offerta di moneta):  $M^s > M^d$

La quantità di moneta immessa nel sistema influisce direttamente sul livello dei prezzi:  $M^s \uparrow \Rightarrow Y \uparrow \Rightarrow P \uparrow \Rightarrow M^d \uparrow$

# Fondamenti del monetarismo

- La teoria quantitativa è stata riaffermata nel secondo dopoguerra da Milton Friedman, che assieme ad altri importanti autori (tra questi, Karl Brunner, Allan Meltzer, Harry Johnson), ha dato vita alla **scuola monetarista**.
- L'apporto di Friedman è stato importante perché ha riportato l'attenzione sul fatto che la causa dell'inflazione, cioè di uno stabile (non temporaneo) aumento dei prezzi, è sempre da ricercare negli squilibri del mercato monetario.
- In altre parole dipende da un eccesso di creazione di moneta.
- Questo avviene perché la politica monetaria gestita in un'ottica di breve periodo a scopi anticiclici non tiene conto degli effetti che può produrre nel lungo periodo.

# Fondamenti del monetarismo

Il quadro interpretativo predisposto dal monetarismo si sostiene su tre pilastri.

- 1 Il primo riguarda la stabilità della domanda di moneta, che può essere sintetizzata nella conferma empirica dell'ipotesi di stabilità della velocità di circolazione e quindi del parametro  $k$ .
- 2 Il secondo riguarda la relazione inversa tra tasso di disoccupazione e tasso di inflazione, noto come la **curva di Phillips**.
- 3 Il terzo pilastro riguarda i **ritardi** della politica monetaria.

# Problemi aperti

- La triade monetaria tradizionale si sofferma esclusivamente sulla prima delle tre funzioni attribuita alla moneta, quella di **mezzo di scambio**.
- Due ordini di problemi della teoria pre-keynesiana: sono state trascurate le altre due funzioni della moneta, la **riserva di valore** e l'**unità di conto**.
- **Riserva di valore**: non si può parlare di una dimenticanza, di una conseguenza di un ordine preferenziale che ha subordinato questa funzione a quella di mezzo di scambio (la riserva di valore viene considerata funzionale a questo scopo, visto come prioritario).
- **Unità di conto**: la dimenticanza è stata invece voluta. Gli economisti hanno sempre sottovalutato l'importanza delle unità di conto (es. nr tassi di cambio bilaterali,  $\frac{n(n-1)}{2}$ ).

# La triade Keynesiana

La triade keynesiana in parte può essere ricondotta a quella tradizionale:

- 1 **scopo transattivo**  $\Rightarrow$  moneta come mezzo di scambio.
- 2 **precauzionale**  $\Rightarrow$  racchiude entrambe le funzioni: mezzo di scambio e riserva di valore.
- 3 **speculativo**  $\Rightarrow$  moneta come riserva di valore.

Keynes non prende in considerazione la funzione di unità di conto, che viene depennata in modo esplicito.

# La triade Keynesiana

- Con la teoria keynesiana la moneta non viene più domandata solo per fare gli acquisti di prodotti, nella sua funzione prevalente di mezzo di scambio.
- Viene considerata anche un'attività finanziaria e come tale viene messa in relazione con altre attività finanziarie in un rapporto di tipo intertemporale.
- Così Keynes recupera in pieno la funzione di moneta come riserva di valore, sino ad allora trascurata.
- L'attenzione (la novità Keynesiana) prevalente è nei confronti del movente speculativo.

# La triade Keynesiana

- Per quanto riguarda la domanda di moneta a scopo transattivo Keynes non si scosta dalla teoria quantitativa della moneta ( $M^d = kPy$ ).
- Infine alla motivazione precauzionale non viene dedicata un'attenzione specifica. Le viene attribuito un ruolo subordinato alle altre due funzioni, di valenza residuale (buffer).
- E' importante sottolineare che già nell'aver prefigurato esigenze di tipo precauzionale Keynes introduce il fattore **incertezza**, che assume un ruolo cruciale nella preferenza per la liquidità.
- L'incertezza entra in gioco al momento di decidere come allocare la ricchezza finanziaria (riserva di valore)  $\Rightarrow$  scelte di portafoglio.

# Incertezza e aspettative

- Il presente è certo, così come la quantità di moneta che oggi abbiamo a disposizione esprime un valore nominale certo, benché soltanto fiduciario.
- Ora questa fiducia dobbiamo proiettarla nel futuro, che è naturalmente incerto  $\Rightarrow$  aspettative.
- Quanto più il futuro al quale si guarda è lontano tanto più le aspettative sono incerte.
- Il grado di incertezza diminuisce quanto più acquisiamo informazioni o comunque ci affidiamo ad esperti (ruolo degli intermediari finanziari).

# Aspettative statiche

E' necessario a questo punto parlare brevemente delle **aspettative**, cioè dell'insieme delle previsioni avanzate dagli operatori economici, sulla base delle proprie informazioni e delle proprie intuizioni, circa l'andamento futuro delle variabili economiche.

Il caso più semplice è quello delle **aspettative statiche**:  $y_{t+1}^e = y_t$ , [AS1]. In questa formulazione si assume che il futuro sarà uguale al presente.

# Aspettative estrapolative

- A partire dagli anni '40, Metzler e altri formulano l'ipotesi di aspettative **estrapolative**:  $y_{t+1}^e = y_t + \lambda(y_t - y_{t-1})$ , con  $0 < \lambda < 1$ , [AS2].
- Rispetto alle aspettative statiche, quelle estrapolative introducono l'apprendimento, misurato dal termine  $\lambda(y_t - y_{t-1})$ .
- Le aspettative estrapolative implicano una certa **viscosità** del processo di adattamento delle aspettative ai mutamenti delle variabili economiche.

# Aspettative adattive

- Sul finire degli anni '50 Nerlove formula l'ipotesi di aspettative **adattive**:  $y_{t+1}^e = y_t^e + \lambda(y_t - y_t^e)$ .
- L'espressione precedente può anche essere riscritta come:  
 $y_{t+1}^e = (1 - \lambda)y_t^e + \lambda y_t$ , [AS3].
- Quindi l'aspettativa  $y_{t+1}^e$  è una media ponderata di  $y_t$  e  $y_t^e$ .
- Se al posto di  $y_t^e$  sostituiamo la sua espressione slittando indietro la [AS3] si ottiene:  $y_{t+1}^e = (1 - \lambda)^2 y_{t-1}^e + \lambda(1 - \lambda)y_{t-1} + \lambda y_t$
- Ripetendo questa sostituzione molte volte si nota che il primo termine diventa:  $(1 - \lambda)^i y_{t-i+1}^e$ . Dal momento che  $0 < (1 - \lambda) < 1$ , per  $i$  molto grande il termine  $(1 - \lambda)^i$  diventa molto piccolo e quindi  $y_{t-i+1}^e$  può essere trascurato.

# Aspettative adattive

- Di conseguenza la [AS3] diventa:  $y_{t+1}^e = \lambda \sum_{i=0}^{\infty} (1 - \lambda)^i y_{t-i}$
- A parole, il valore atteso di  $y_{t+1}$  altro non è che una media ponderata dei valori osservati di  $y$  negli anni precedenti, con pesi decrescenti assegnati ai valori più lontani.

# Aspettative razionali

- Muth giudicando insoddisfacenti i modelli di aspettative sin ad allora avanzati, introduce nel 1961, una nuova teoria, basata sull'assunto che gli individui, in quanto operatori razionali, sfruttano tutte le informazioni disponibili sul sistema economico: la cosiddetta teoria delle aspettative **razionali** (AR):
  - 1 in quanto previsioni consapevoli e informate di eventi economici futuri le aspettative debbono essere derivate da una teoria economica;
  - 2 gli agenti economici sfruttano in maniera ottimale l'informazione che è scarsa e costosa;
  - 3 la formulazione delle aspettative è endogena al sistema economico.

# Aspettative razionali

- Nel caso delle AR, quindi, la previsione di ogni operatore coincide con la speranza matematica (o valore atteso) della variabile stessa, condizionata rispetto alle informazioni disponibili nel momento in cui l'aspettativa viene formulata.
- In questo senso, le AR risultano quindi essere le previsioni ottimali:  
$$y_{t+1}^e = E(y_{t+1}^e | I_t), \text{ [AS4]}$$
- dove E indica l'operatore speranza matematica, mentre  $I_t$  l'insieme delle informazioni disponibili alla fine del periodo precedente quello per cui l'attesa deve essere formulata.

# Aspettative razionali

- In tal modo, è possibile che gli agenti commettano errori di previsione, ma le aspettative non saranno sistematicamente errate, ovvero saranno in media esatte.
- L'errore di previsione sarà quindi una **variabile casuale** con media nulla e assenza di autocorrelazione seriale.
- dove  $E$  indica l'operatore speranza matematica, mentre  $I_t$  l'insieme delle informazioni disponibili alla fine del periodo precedente quello per cui l'attesa deve essere formulata.
- $y_{t+1}^e = y_{t+1} + \epsilon_{t+1}$ , con  $E(\epsilon_{t+1}) = 0$  e  $E(\epsilon_{t+1}\epsilon_t) = 0 \forall t < t + 1$ .

# Aspettative razionali

- Se  $\epsilon_{t+1}$  non fosse una variabile casuale sarebbe peraltro contraddetta l'ipotesi che gli agenti utilizzano tutta l'informazione disponibile in maniera ottimale.
- Un errore sistematico implicherebbe infatti l'esistenza di qualche tipo di informazione non pienamente utilizzata, compresa la storia passata degli errori.
- La conseguenza è che si potrebbe migliorare la precisione della previsione incorporando tali errori nelle informazioni disponibili.

# Incertezza e Rischio

- A questo punto è necessario fare una importante distinzione tra **incertezza** e **rischio**.
- Ai nostri fini è sufficiente considerare che il **rischio** è un sottoinsieme dei fenomeni incerti.
- Quelli rispetto ai quali si **rischia** di perdere e quelli rispetto ai quali si **spera** di guadagnare.
- La decisione su un investimento i cui esiti sono incerti viene presa di fatto sulla base di una somma algebrica tra la valutazione di due esiti di segno opposto: la speranza di risultati positivi e il rischio (timore) di risultati negativi.

# Speculazione

- Incertezza  $\iff$  Speculatore.
- **Speculatore**: colui che compra un titolo non necessariamente per tenerlo fino alla scadenza.
- Lo speculatore osserva (dal latino specula) e decide di acquistare o vendere titoli sui mercati, a seconda delle sue previsioni.
- L'ipotesi keynesiana è che la moneta non spesa sul mercato dei beni e servizi finisca in mano degli speculatori.
- Due tipi di speculatori: professionista e occasionale. Keynes ha in mente un sistema finanziario in cui lo speculatore è un professionista.

## Domanda di titoli

Modello: si ipotizza che lo speculatore professionista gestisca un portafoglio  $RF = M + TRG$ .

La moneta ha rendimento nullo  $r_m = 0$ , come avviene per la base monetaria.

I titoli TRG (irredimibili) sono remunerati al tasso di interesse  $i_{TRG}$  stabilito al momento della loro emissione  $\Rightarrow i_{TRG} = \left(\frac{Cedola}{Prezzo}\right)_{TRG}$ .

Allo speculatore, che compra nell'ottica di rivendere, interessa soprattutto il rendimento atteso per il periodo successivo  $t + 1$ , che è dato da:

$$r_{TRGt}^a = i_{TRGt} + \frac{(P_{TRGt+1}^a - P_{TRGt})}{P_{TRGt}} = i_{TRGt} + \frac{\Delta P_{TRGt+1}^a}{P_{TRGt}}$$

Due ipotesi: se  $i_{TRGt+1} \uparrow \Rightarrow \frac{\Delta P_{TRGt+1}^a}{P_{TRGt}} < 0$

se  $i_{TRGt+1} \downarrow \Rightarrow \frac{\Delta P_{TRGt+1}^a}{P_{TRGt}} > 0$

## Domanda di titoli

Due ipotesi:

Il titolo si rivaluta, ossia si prevede che nell'intervallo considerato il tasso di interesse sui nuovi titoli si riduca. Questo è l'evento atteso di un guadagno in conto capitale. Lo speculatore acquista il titolo se  $i_{TRG_{t+1}} \uparrow \Rightarrow$

$$\frac{\Delta P_{TRG_{t+1}}^a}{P_{TRG_t}} < 0$$

Timore di una riduzione del prezzo del titolo, ossia in questo caso la perdita attesa è data dal deprezzamento atteso:  $Dep_{t+1}^a = -\frac{\Delta P_{TRG_{t+1}}^a}{P_{TRG_t}}$  se  $i_{TRG_{t+1}} \uparrow$

$$\Rightarrow \frac{\Delta P_{TRG_{t+1}}^a}{P_{TRG_t}} < 0$$

# Domanda di titoli

Si possono quindi verificare 3 casi:

- 1  $r_{TRGt}^a > 0$  è ancora conveniente acquistare TRG.
  - 2  $r_{TRGt}^a = 0$  è indifferente la scelta tra M e TRG, perché hanno lo stesso rendimento.
  - 3  $r_{TRGt}^a < 0$  è preferibile tenere moneta.
- Questo significa che il deprezzamento atteso ( $Dep_{t+1}^a$ ) rappresenta la variabile chiave per determinare se scegliere titoli o moneta.
  - Keynes chiama questo deprezzamento tasso di interesse critico,  $i_c$ .

# Domanda di titoli

Le condizioni precedenti circa la convenienza di acquistare un TRG possono quindi anche essere scritte come:

- 1  $i_{TRGt}^a > i_c$  si acquistano TRG.
- 2  $i_{TRGt}^a = i_c$  indifferenza perché M e TRG sono perfetti sostituti.
- 3  $i_{TRGt}^a < i_c$  si preferisce M.

L'ipotesi chiave del ragionamento di Keynes è quella di ritenere che ogni speculatore formuli una propria aspettativa sul prezzo futuro del titolo

$P_{TRGt+1}^a$ .

Ne discende che ogni speculatore decide se acquistare titoli o tenere moneta in base al **proprio** interesse critico  $i_c$  che rappresenta il tasso di deprezzamento atteso (**ipotesi del tuffatore**).

# Domanda di titoli

- La moneta domandata a scopo speculativo ( $M_S$ ) è quindi inversamente correlata con il livello del tasso di interesse.
- La preferenza per la liquidità keynesiana spiega che la moneta può anche svolgere il compito di riserva di valore nei mercati finanziari.
- $i_c$  può anche essere considerato un tasso di interesse di **equilibrio**: se, ad esempio  $i_{TRGt}^a > i_c$  il singolo investitore si aspetta che, **prima o poi**,  $i_{TRGt+1} \rightarrow i_c$  (e viceversa).
- C'è un altro aspetto importante: se  $M_S$  dipende da  $i_{TRGt}$ , la BC con **acquisti di mercato aperto** è in grado di variare  $i_{TRGt}$  e avere un canale (di trasmissione della politica monetaria) attraverso il quale intervenire nell'economia.
- Trappola della liquidità.

# Implicazioni di policy

- Paragrafo 3.6 del libro di testo