

### 2.3. La trappola della liquidità

Nel paragrafo precedente abbiamo assunto che la banca centrale potesse sempre influenzare i tassi di interesse facendo variare l'offerta di moneta. Tuttavia, c'è un limite a quanto la banca centrale può fare: non può ridurre il tasso di interesse nominale al di sotto dello zero.

Torniamo innanzitutto alla nostra descrizione della domanda e dell'offerta di moneta nel paragrafo 1. In quel caso, abbiamo disegnato la domanda di moneta, per un dato livello di reddito, come una funzione decrescente del tasso di interesse. Quanto minore è il tasso di interesse, tanto maggiore è la domanda di moneta – o equivalentemente, tanto minore è la domanda di titoli. Non ci siamo chiesti cosa succede quando il tasso di interesse scende fino a zero. La risposta è che, quando le persone hanno abbastanza contante per effettuare le transazioni, sono indifferenti tra tenere il resto della loro ricchezza finanziaria in titoli o in contanti. La ragione della loro indifferenza è che sia i titoli che la moneta pagano lo stesso tasso di interesse, pari a zero. Di conseguenza, la domanda di moneta è come quella rappresentata nella figura 4.6:

Riprendete la figura 4.1: per evitare questo problema, non abbiamo disegnato la domanda di moneta per tassi di interesse vicini allo zero

- Al diminuire del tasso di interesse, gli individui vogliono tenere più moneta (e meno titoli): la domanda di moneta aumenta.

- Quando il tasso di interesse diventa uguale a zero, le persone vogliono detenere una quantità di moneta almeno pari alla distanza  $OB$ : questo è quello che serve loro per scopi transattivi. Ma sono disposti a tenere una quantità anche maggiore di moneta (e quindi una quantità inferiore di titoli), poiché sono indifferenti tra titoli e moneta. Quindi, oltre il punto  $B$ , la domanda di moneta diventa orizzontale.

Consideriamo ora gli effetti di un aumento dell'offerta di moneta.

- Analizziamo il caso in cui l'offerta di moneta sia  $M^s$  e il tasso di interesse compatibile con l'equilibrio dei mercati finanziari sia positivo e uguale a  $i$  (è questo il caso considerato nel par. 1). Partendo dall'equilibrio nella figura 4.6, un aumento dell'offerta di moneta – uno spostamento della linea  $M^s$  verso destra – porta ad una riduzione del tasso di interesse

- Consideriamo ora il caso in cui l'offerta di moneta sia invece  $M^s$  e il tasso di interesse di equilibrio sia nel punto  $B$ ; oppure consideriamo un'offerta di moneta come  $M^s$  e un tasso di interesse di equilibrio pari al punto  $C$ . In entrambi i casi,

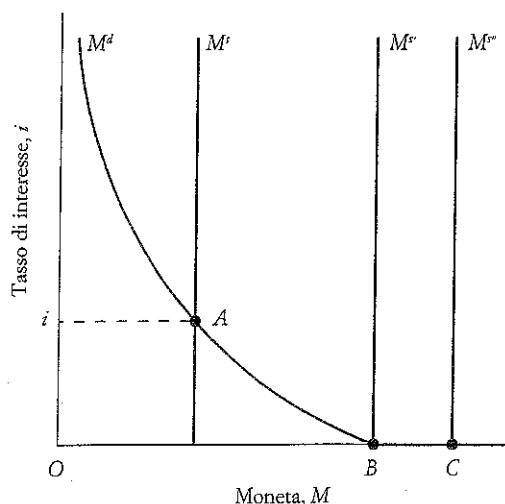


FIG. 4.6. Domanda di moneta, offerta di moneta e trappola della liquidità.

Quando il tasso di interesse diminuisce fino a zero, gli individui, dopo aver soddisfatto la domanda di moneta per scopi transattivi, sono indifferenti tra moneta e titoli. La domanda di moneta diventa orizzontale. Questo implica che, a un tasso di interesse uguale a zero, ulteriori aumenti dell'offerta di moneta non hanno alcun effetto sul tasso di interesse.

il tasso di interesse è inizialmente uguale a zero e, in entrambi i casi, un aumento dell'offerta di moneta non ha alcun effetto sul tasso di interesse. Supponiamo che la banca centrale aumenti l'offerta di moneta, attraverso un'operazione di mercato aperto con la quale compra titoli pagandoli con nuova moneta. Poiché il tasso di interesse è zero, le persone sono indifferenti riguardo la quantità di titoli e moneta che vogliono tenere, cosicché sono disposte a tenere meno titoli e più moneta allo stesso tasso di interesse, cioè zero. L'offerta di moneta aumenta, ma senza effetti sul tasso di interesse nominale – che rimane pari a zero.

In sintesi, una volta che il tasso di interesse è sceso a zero, un'espansione monetaria diventa inefficace. Per usare le parole di Keynes, che fu il primo a individuare questo problema, l'aumento della moneta fa cadere l'economia in una **trappola della liquidità**. Le persone sono disposte a tenere più moneta (*più liquidità*) allo stesso tasso di interesse.

Che cosa può fare una banca centrale per espandere l'offerta di moneta, se l'economia è bloccata in una trappola della liquidità? Come può la banca centrale immettere una maggiore quantità di moneta per stimolare la spesa e far crescere la produzione? E, ancora più importante, ha senso aumentare l'offerta di moneta, se un tale incremento non ha effetti sul tasso di interesse che rimane fermo a zero? Queste domande sono diventate centrali per le autorità di politica monetaria durante la crisi del 2007-2010, quando il tasso di interesse è effettivamente sceso a zero. Nel capitolo 20 affronteremo questo argomento. Per il momento, è sufficiente che ricordiate cosa succede quando il tasso di interesse è pari a zero.

## 2.4. Scegliere la quantità di moneta o il tasso di interesse?

Finora abbiamo immaginato che la banca centrale scelga l'offerta di moneta e lasci che il tasso di interesse sia determinato dall'uguaglianza tra offerta e domanda. Al contrario, avremmo potuto immaginare che la banca centrale scegliesse il tasso di interesse e aggiustasse l'offerta di moneta in modo tale da raggiungere quel tasso. Per vederlo, torniamo alla figura 4.4. Essa mostrava gli effetti della decisione della banca centrale di aumentare l'offerta di moneta da  $M^1$  a  $M^2$ , provocando una riduzione del tasso di interesse da  $i$  a  $i'$ . Tuttavia, avremmo potuto descrivere la figura in termini della decisione della banca centrale di ridurre il tasso di interesse da  $i$  a  $i'$ , aumentando l'offerta di moneta da  $M^1$  a  $M^2$ .

Perché è utile considerare la scelta del tasso di interesse? Perché è proprio questo il modo in cui tipicamente operano le banche centrali ai nostri giorni, inclusa la Banca Centrale Europea, la Banca di Inghilterra e la Fed. Esse di solito stabiliscono il tasso di interesse obiettivo e muovono l'offerta di moneta in modo tale da raggiungerlo. Perciò, quando ascoltate i notiziari, non sentirete: «Oggi la banca centrale ha deciso di aumentare l'offerta di moneta», ma «Oggi la banca centrale ha deciso di tagliare i tassi di interesse». Per raggiungere tale obiettivo, la banca centrale deve aumentare in modo adeguato l'offerta di moneta.

Supponete che il reddito nominale aumenti, come nella figura 4.3, e che la banca centrale voglia mantenere il tasso di interesse invariato. Come deve aggiustare l'offerta di moneta?

## 2.5. Moneta, titoli e altre attività finanziarie

Finora abbiamo considerato un'economia con due sole attività finanziarie – moneta e titoli. Si tratta di una rappresentazione molto semplificata dell'economia reale in cui coesistono innumerevoli attività finanziarie con i loro rispettivi mercati. Tuttavia, come avremo modo di vedere in seguito, la lezione che abbiamo imparato