

POLITICA ECONOMICA - 7:

I monetaristi ed il dibattito sulle politiche di stabilizzazione

LIBRO DI RIFERIMENTO:

ENRICO MARELLI E MARCELLO SIGNORELLI (2015), «POLITICA ECONOMICA. LE POLITICHE NEL NUOVO SCENARIO EUROPEO E GLOBALE», GIAPPICHELLI EDITORE, TORINO.

La scuola monetarista

- M. Friedman ed altri economisti americani (molti dei quali presso l'università di Chicago), portarono un assalto alla nuova ortodossia della "sintesi neoclassica".
 - recuperando gran parte della visione classica pre-keynesiana: **contro-rivoluzione monetarista**.
- All'inizio, negli anni '50, il dibattito tra keynesiani e monetaristi verteava soprattutto sull'**efficacia relativa della politica monetaria e della politica fiscale**.
- In seguito, forte attacco di Friedman (1968) alla teoria della curva di Phillips: non c'è *trade-off* nel lungo periodo.
 - La distinzione tra **equilibri temporanei di breve periodo** (in cui prevalgono risultati di tipo keynesiano) ed **equilibri di lungo periodo** (di tipo classico) viene portata alle estreme conseguenze.
- Dagli anni '70, la contrapposizione riguardava la **necessità, opportunità ed efficacia delle politiche di stabilizzazione nel loro complesso**.
 - Risposta agli shock d'offerta degli anni '70, la crescente inflazione, ecc.
- Inoltre, rispetto alle politiche discrezionali dei keynesiani, i monetaristi preferivano le "**regole**" di **politica economica**.

I casi estremi keynesiani

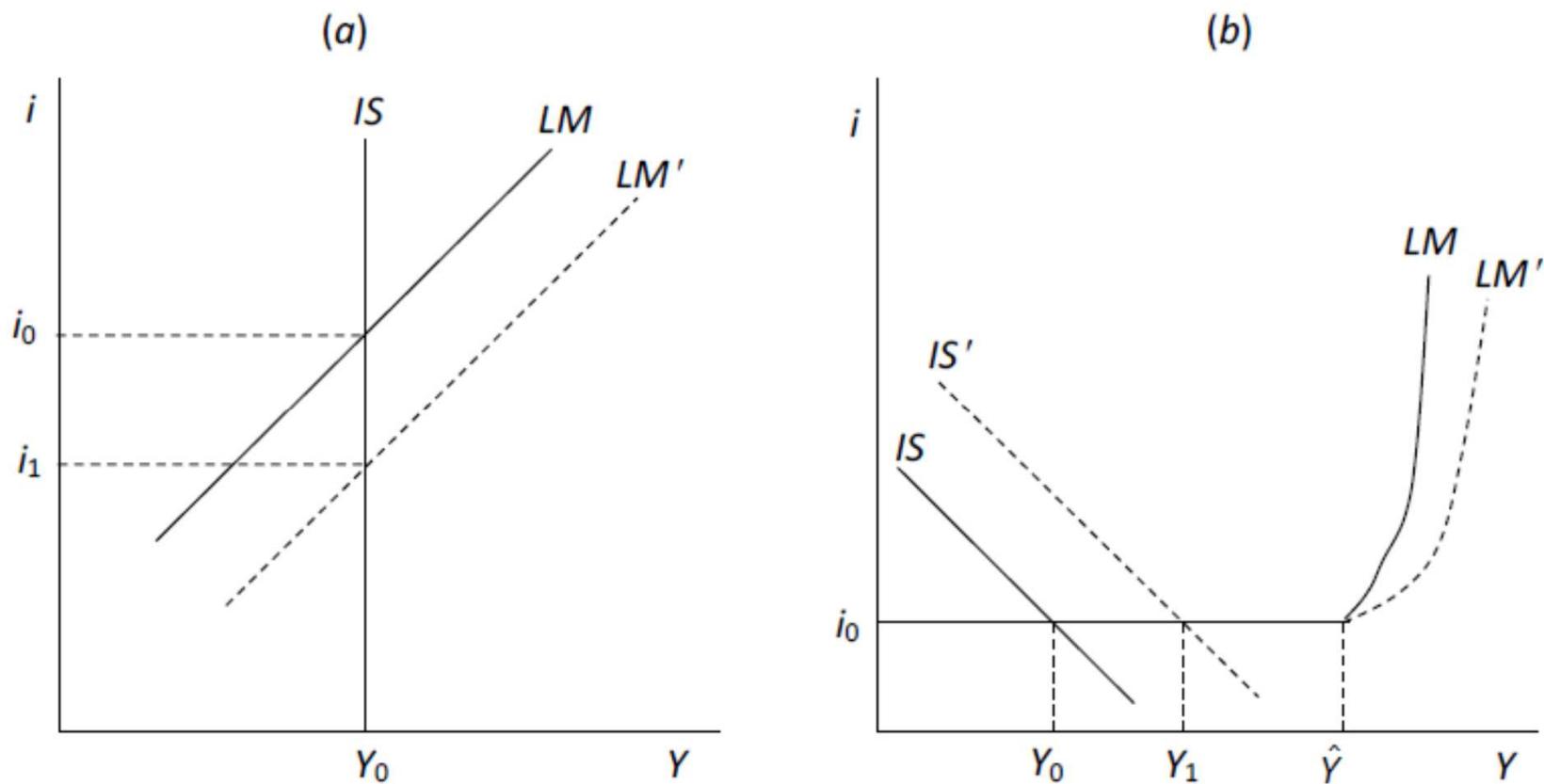
- In un modello keynesiano di sintesi neoclassica (tipo IS-LM) agisce il **meccanismo di trasmissione keynesiano**:

$$M^s \Rightarrow i \Rightarrow I \Rightarrow Y$$

- I primi keynesiani enfatizzavano però due casi importanti nei quali esso può **incepparsi**:

- a) quando non agisce $i \Rightarrow I$, perché gli **investimenti sono insensibili al tasso d'interesse** e quindi la **curva IS** diviene **verticale** (caso $d=0$ della funzione lineare degli investimenti), ad es. perché lo stato depresso dell'economia e le aspettative pessimistiche rendono il tasso d'interesse ininfluente
 - le **altre determinanti degli investimenti** (livello dei profitti, domanda attesa, grado di utilizzo degli impianti, ecc.) e gli ***animal spirits*** possono essere più importanti che non il tasso d'interesse.
- b) quando non agisce $M^s \Rightarrow i$, perché siamo in presenza della **trappola della liquidità** che genera una **curva LM orizzontale**
 - il tasso d'interesse nominale è così basso che non può scendere ulteriormente, qualunque cosa accada all'offerta di moneta; infatti le generalizzate **aspettative di un rialzo del tasso d'interesse** fanno sì che le scorte di moneta rimangano inattive, nessuno investe in titoli, il cui prezzo non sale e quindi il tasso d'interesse non scende.

I casi estremi keynesiani



L'inefficacia della politica monetaria

- Situazioni di trapola della liquidità possono verificarsi in presenza di **tassi d'interesse nominali molto bassi** (per cui l'aspettativa media è che salgano)
 - La comparsa di **deflazione** fa sì che i tassi d'interesse reali (r) possano essere positivi ed anche elevati, nonostante tassi d'interesse nominali vicini allo zero (vale la relazione: $r=i-\pi^e$), per cui non fungono da stimolo alla ripresa, essendo: $I=I(r,Y)$, ossia gli investimenti e la spesa aggregata dipendono soprattutto dai tassi reali.
- Ciò è probabile nei periodi di **depressione**, ossia di profonda e lunga recessione.
 - Esempi: (i) la Grande Depressione che ha colpito l'economia mondiale nel 1929-33; (ii) la stagnazione giapponese degli anni '90; (iii) recentemente nell'Eurozona, ove i tassi d'interesse hanno raggiunto praticamente lo zero e la Bce ha dovuto adottare misure "non convenzionali".
- Conclusione: in entrambi questi casi estremi (IS verticale e LM orizzontale) la **politica monetaria** diviene **completamente inefficace**.

Fallimento del riequilibrio di mercato

- Secondo i keynesiani, in trappola della liquidità, se Y_0 è inferiore al reddito di piena occupazione (\hat{Y}), **non funziona** nemmeno il **mecanismo riequilibratore di mercato**, che agisce attraverso la **deflazione**:
$$\downarrow P \Rightarrow \uparrow(M/P) \Rightarrow \downarrow i \Rightarrow \uparrow Y$$
 (questo è il noto effetto Keynes).
- I monetaristi hanno allora enfatizzato un riequilibrio automatico di altro tipo (anche in assenza di variazioni dei tassi d'interesse), ad es., attraverso il cd. **effetto Pigou** o effetto dei **saldi liquidi reali** (*real balance effect*), che agisce sui consumi e quindi sulla curva IS (invece che sulla LM):
$$\downarrow P \Rightarrow \uparrow(M/P) \Rightarrow \uparrow\Omega \Rightarrow \uparrow C \Rightarrow \uparrow Y.$$
- I keynesiani hanno quindi ribattuto che l'effetto Pigou può essere controbilanciato da effetti di segno opposto (per i quali $\downarrow P \Rightarrow \downarrow C$):
 - l'effetto **redistributivo**: la deflazione favorisce i creditori e quindi deprime la spesa dei consumatori (che più spesso hanno dei debiti);
 - l'effetto **aspettative**: la deflazione incentiva il rinvio degli acquisti.
- In conclusione, per i keynesiani l'unica soluzione al verificarsi dei casi estremi è una **politica fiscale espansiva** ($\uparrow G$), che faccia direttamente spostare la curva IS verso l'esterno (massima efficacia).

I monetaristi: la teoria quantitativa della moneta

- La vecchia **teoria quantitativa della moneta** (riscoperta da Friedman) postulava una relazione diretta tra stock di moneta e valore nominale delle transazioni ($P \cdot Y$), come rappresentato dalla "equazione degli scambi" (I. Fisher, 1911):

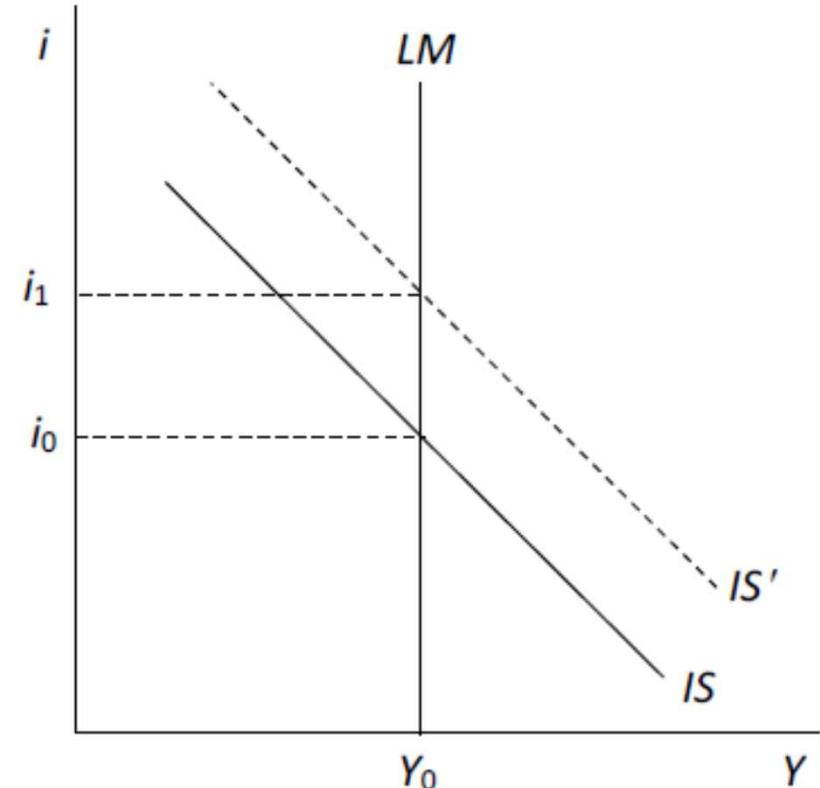
$$M \cdot V = P \cdot Y$$

dove M è lo stock di moneta, V la sua velocità di circolazione, P il livello generale dei prezzi e Y il reddito reale.

- Se $\uparrow M$ certamente aumenta il reddito nominale $\uparrow(PY)$, dato che V è supposta costante; ma Friedman aggiunge che solo per un breve periodo potrebbe $\uparrow Y$ mentre nel lungo anche Y è costante (al livello Y_n) e quindi $\uparrow M \Rightarrow \uparrow P$.
- Comunque **la domanda di moneta dei monetaristi non dipende dal tasso d'interesse**, diversamente dalla teoria della "preferenza per la liquidità" di Keynes.
 - Tasso d'interesse fenomeno **reale** per i classici ($I=S$), **monetario** per Keynes ($M^d=M^s$), congiunto nella sintesi neoclassica (IS-LM).

L'inefficacia della politica fiscale

- Se la domanda di moneta non dipende dal tasso d'interesse, la curva **LM diviene verticale** (nella versione lineare della domanda di moneta $f=0$) e **la politica fiscale** (spostamenti della curva IS) diviene **completamente inefficace**.
- E' infatti questo il **caso monetarista estremo**.
- Comporta lo **spiazzamento completo** degli investimenti:
 $\uparrow G \Rightarrow \uparrow i \Rightarrow \downarrow I$ e $\Delta I = -\Delta G \Rightarrow \Delta Y = 0$.
 - Uno spiazzamento **parziale** si verifica quando le curve IS e LM hanno la solita inclinazione;
 - Un altro caso di spiazzamento **completo** si verifica invece quando vi sono vincoli dal lato dell'offerta ($Y=Y_r$), ma in tal caso nessuna politica di stabilizzazione può risultare efficace.
- Secondo i monetaristi, pertanto, l'unica politica efficace è una **politica monetaria espansiva** ($\uparrow M^s$), che sposti la curva LM verso l'esterno.



Il dibattito successivo: la politica monetaria secondo i keynesiani

- Venendo ora ad una sintesi del giudizio sulla politica monetaria secondo le due scuole, i **keynesiani**, pur rigettando l'ipotesi di neutralità della moneta, si mostravano ancora scettici circa la sua piena efficacia:
 - per i lunghi **ritardi** connessi al meccanismo di **trasmissione monetaria**:
 $M^s \rightarrow i_b \rightarrow r_b \rightarrow r_I \rightarrow I \rightarrow Y$;
 - per l'eventualità di **inceppamenti** dello stesso meccanismo;
 - per il manifestarsi di probabili **asimmetrie** di effetti, a seconda di:
 - (i) **fase ciclica** (per stabilizzare Y può essere più efficace una stretta monetaria che una politica monetaria espansiva); (ii) del **settore** (le costruzioni sono più sensibili al tasso d'interesse); (iii) delle **dimensioni** d'impresa (le piccole imprese sono più sensibili al credito bancario: conta anche il grado di inter-mediazione bancaria e l'autofinanziamento);
 - per la più o meno elevata capacità dell'autorità monetaria di controllare effettivamente l'**offerta** di moneta, considerata (ad es. dai post-keynesiani) **endogena**;
 - per l'elevata **instabilità della domanda di moneta**.
- Politica monetaria considerata quindi **ausiliaria della politica fiscale**: occorre **stabilizzare i tassi d'interesse** (per evitare lo spiazzamento degli investimenti).

La politica monetaria secondo i monetaristi

- L'ipotesi di **neutralità della moneta** regge solo **nel lungo periodo**. Nel **breve periodo** **money matters**, con effetti reali anche prolungati nel tempo e tuttavia con ritardi variabili.
- Privilegiati **obiettivi intermedi di quantità** (come la quantità di moneta) piuttosto che di prezzo (tassi d'interesse).
- Una politica monetaria **espansiva**:
 - i. **nel breve** periodo **fa scendere i tassi d'interesse nominali** (la curva LM si sposta all'esterno);
 - ii. **nel medio** periodo, a causa della maggiore inflazione (anche attesa), **li fa salire**
 - Nella relazione di Fisher ($i = r_n + \pi^e$) il tasso d'interesse reale di medio/lungo periodo (determinato dalle forze reali della propensione al risparmio e della produttività del capitale) è invariante rispetto a variazioni del tasso d'inflazione atteso.
- Sono comunque **l'erraticità della politica monetaria** ed il suo utilizzo (ritenuto improprio) ai fini della stabilizzazione del reddito, che causano le fluttuazioni cicliche e tassi d'inflazione indesiderati: da qui, meglio il ricorso a "**regole fisse**" per la crescita degli aggregati monetari.
 - Problemi: (i) quale aggregato monetario usare?; (ii) è davvero significativo il legame tra crescita monetaria ed inflazione?; (iii) la velocità di circolazione della moneta è divenuta più instabile a partire dagli anni '80 (*cfr. cap. 10*).

La politica fiscale secondo i keynesiani

- In certe situazioni è l'unica **efficace**, ad es. in profonde depressioni.
- Il **moltiplicatore fiscale** è quello keynesiano "pieno" in assenza di effetti spiazzamento o di effetti ricchezza
 - **diretto** nel caso di variazioni della spesa pubblica, **indiretto** nel caso di imposte o dei trasferimenti.
- E' importante un'analisi **disaggregata** degli effetti sul reddito della spesa pubblica (G), come pure delle imposte (T)
 - moltiplicatori delle singole voci delle uscite correnti (consumi pubblici, stipendi, pensioni, altri trasferimenti), degli investimenti pubblici, ecc.
- Diversamente dalla politica monetaria, può essere manovrata in **modo selettivo**
 - tenuto conto delle strozzature produttive, delle capacità inutilizzate, degli specifici squilibri in singoli mercati (a livello settoriale, territoriale, ecc.), nonché dei suoi effetti diretti ed indiretti.
- Riconosciuta talvolta la **scarsa flessibilità** della spesa pubblica (G), specialmente verso il basso
 - G aumenta, sia per esplicite decisioni di spesa, sia a causa di meccanismi inerziali (ad es. derivanti da programmi pluriennali di spesa). Scarsa controllabilità nel caso dei trasferimenti agli enti decentrati.

La politica fiscale secondo i monetaristi

- La politica fiscale **non** esercita, nel lungo andare, alcun **effetto "aggregato dal lato della domanda"**
 - **Effetti disaggregati** riguardano la ricomposizione della spesa: se $\Delta G > 0$ e $\Delta Y_n = \Delta C + \Delta I + \Delta G = 0$ si determina una compensazione tra aumento della spesa pubblica e diminuzione degli investimenti: **effetto spiazzamento, fisico** (o da offerta), diverso da quello finanziario.
 - Effetti negativi **dal lato dell'offerta** per cui $\Delta Y_n < 0$ quando $\Delta G > 0$, soprattutto per gli effetti disincentivanti di un'elevata tassazione sul settore privato (cfr. *supply-side economics*).
- Nel **breve** periodo l'efficacia dipende dalla rilevanza degli effetti **spiazzamento** ed effetti **ricchezza** (vedi oltre).
- La politica di bilancio può causare **inflazione** attraverso gli effetti dal lato dell'offerta (inefficienze, ecc.), della domanda (a seguito di variazioni della spesa pubblica) e dei costi (in occasione di aumenti d'imposte).
 - Soprattutto le imposte indirette (come l'IVA) ed i contributi sociali hanno un impatto diretto sui prezzi di vendita e sui costi di produzione.

Composizione della politica di bilancio

-
- L'efficacia della politica fiscale dipende non solo dal **livello**, più o meno elevato della spesa pubblica, ma anche dalla sua **composizione**.
 - Azioni di **riqualificazione della spesa pubblica** sono spesso auspicate, per accrescere la "qualità" ed eliminare inefficienze e sprechi.
 - Infatti la spesa pubblica può esercitare **effetti positivi** sull'offerta aggregata, se è rivolta a fini produttivi, all'innalzamento dell'efficienza dei mercati, ecc. In particolare, gli **investimenti pubblici**, se volti all'accumulazione di capitale infrastrutturale, sociale, umano od anche direttamente produttivo, accrescono le potenzialità di offerta del sistema.
 - L'**evidenza empirica** mostra però alcune **asimmetrie** che possono verificarsi nella politica di bilancio, ad es.:
 - l'aumento della **spesa pubblica** (specie quella di trasferimento) è lo strumento più spesso impiegato nel caso delle politiche fiscali **espansive**;
 - l'incremento delle **imposte** (invece che la riduzione della spesa) è invece di solito l'intervento preferito in occasione di politiche fiscali **restrittive**;
 - nel caso degli **aggiustamenti di bilancio**, si interviene in genere tagliando gli **investimenti pubblici**.

Modalità di finanziamento e bilancio in pareggio

- Dato il **vincolo di bilancio** dell'operatore pubblico: $D = G - T = \Delta M + \Delta B$ una data spesa pubblica può essere finanziata secondo le seguenti modalità alternative:
 1. mediante i proventi della **tassazione**: in questo caso non si forma nemmeno il disavanzo, il bilancio è in pareggio ($G=T$, $\Delta G=\Delta T$ e $D=0$);
 2. con **moneta** (ΔM), se si forma un disavanzo ($D>0$, perché $G>T$, $\Delta M=D$);
 3. con **titoli**, sempre in caso di disavanzo ($\Delta B=D$).
 - Rriguardo al primo punto, il **moltiplicatore del bilancio in pareggio** (Haavelmo) assicura che una variazione di spesa pubblica ed imposte a somma fissa di pari ammontare ($\Delta G=\Delta T$) induce una variazione del reddito della stessa entità ($\Delta Y=\Delta G$).
- I keynesiani considerano il **deficit spending** ($G>T$, per cui: $D>0$) accettabile, per fini anticiclici, **nel breve periodo** (*cfr. cap. 4 e cap. 11*).
- Secondo i monetaristi, il **bilancio pubblico** dovrebbe essere tendenzialmente **in pareggio** anche nel breve periodo (per cui $\Delta G=\Delta T$).
- Tuttavia per altri monetaristi, il problema maggiore non riguarda i **saldi** (ossia il pareggio del bilancio), ma il **livello**, ossia il **peso del settore pubblico** nell'economia (G/Y o T/Y), peso da mantenere entro limiti il più possibile contenuti.
 - Anzi, **limitati disavanzi sono accettabili**, se essi derivano da una **riduzione delle imposte**, in quanto generano un maggior volume di risparmio privato.
 - Le **riduzioni della spesa pubblica** possono stimolare gli investimenti privati (*crowding-in*) e la contrazione **delle imposte** (effettiva o prevista) può incentivare i consumi.

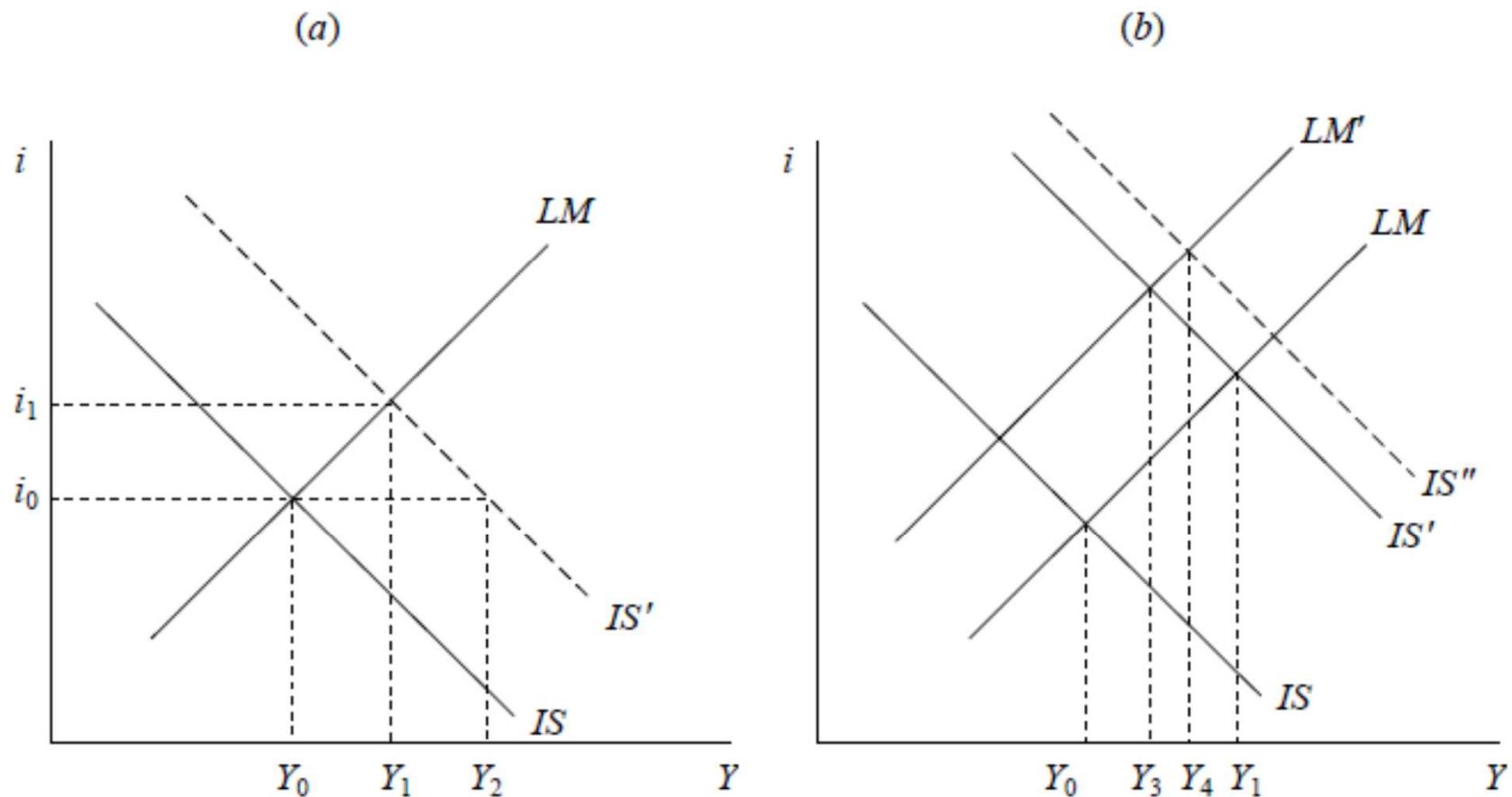
Disavanzi finanziati con moneta e con titoli

- Se si crea un disavanzo, per il **breve** periodo keynesiani e monetaristi concordano che un **finanziamento con moneta è più espansivo** rispetto ad un alternativo finanziamento con titoli.
 - Si tratta infatti di una politica fiscale e monetaria **congiunta** (nel modello IS-LM si spostano verso destra entrambe le curve IS e LM).
 - Nel **lungo** periodo sono però maggiori i rischi d'**inflazione**. Il signoraggio è rappresentato dalle entrate pubbliche derivanti dalla creazione di moneta (*cfr. cap. 10*).
- Nell'analisi del **finanziamento con titoli** è opportuno distinguere gli **equilibri** di:
 - **breve** periodo: quando l'analisi si limita alla considerazione dei flussi ed agli equilibri di mercato per dati stock;
 - **medio** periodo: quando si considerano le variazioni degli stock, in particolare di attività finanziarie, ed i conseguenti effetti ricchezza;
 - **lungo** periodo: quando s'impone il rispetto del vincolo di bilancio del settore pubblico.

Effetti spiazzamento

- Se il disavanzo pubblico è finanziato con titoli ($D=\Delta B$), **nel breve periodo** il **rialzo del tasso d'interesse** determina uno **spiazzamento** o ***crowding-out*** della domanda aggregata, in particolare degli investimenti privati (*cfr. grafico a sinistra*)
 - Questo **spiazzamento finanziario**, a differenza di quello "reale" o "fisico", è soltanto **parziale**, in quanto il reddito comunque aumenta anche al netto di questo effetto spiazzamento ($Y_1 - Y_0 > 0$)
 - uno spiazzamento completo si avrebbe solo in presenza di una curva LM verticale.
 - La traslazione della curva IS a IS' (*parte a* del grafico) determina un aumento del tasso d'interesse (da i_0 a i_1); quindi l'aumento del reddito (da Y_0 a Y_1) è inferiore a quello che si avrebbe in presenza di un moltiplicatore keynesiano pieno, ovvero in costanza del tasso d'interesse ($Y_2 - Y_0 > Y_1 - Y_0$).
- Nel **medio periodo** occorre però considerare – in aggiunta agli effetti spiazzamento – anche gli **effetti ricchezza** (come suggerito dai monetaristi).

Effetti spiazzamento ed effetti ricchezza



Effetti ricchezza

- **Effetto ricchezza di medio periodo:** un incremento dei titoli nel portafoglio dei risparmiatori determina un aumento della ricchezza complessiva ed un desiderio di allocarne una quota anche alle altre attività finanziarie, inclusa la moneta. L'espansione della **domanda di moneta** causa uno spostamento verso l'alto della curva LM (*cfr. grafico a destra*) .
 - Ciò è soprattutto vero se i **titoli** sono considerati un'attività diversa rispetto alla moneta perché **meno liquidi** (come ipotizzato dai monetaristi).
- Lo spostamento della curva LM a LM' causa un incremento netto di reddito ($Y_3 - Y_0$) inferiore a ($Y_1 - Y_0$): **l'effetto ricchezza sulla domanda di moneta si aggiunge all'effetto spiazzamento** e riduce ulteriormente l'incremento di reddito.
 - Un **sovra-spiazzamento** si ha quando la curva LM si sposta così tanto verso sinistra da causare una variazione netta finale del reddito negativa ($Y_3 < Y_0$).
- Secondo alcuni keynesiani, moneta e titoli sono attività abbastanza simili, per cui non è detto che si verifichi un aumento della domanda di moneta, anzi la curva LM potrebbe spostarsi verso l'esterno.
- Inoltre vi può essere un **effetto ricchezza sui consumi**, con un nuovo spostamento della IS verso destra (sino a IS'') ed un aumento del reddito (pari a $Y_4 - Y_3$) rispetto alla situazione precedente.
- Problema di corretta **stima empirica** dei parametri.

I ritardi di politica economica e la permanenza degli effetti

- Nelle **analisi empiriche** risulta importante l'**elemento temporale**, che nel caso della politica economica riguarda:
 - i. il **ritardo** nell'azione degli strumenti,
 - ii. la **permanenza** nel tempo degli effetti.
- I ritardi di politica economica, secondo M. Friedman, sono **lunghi e variabili**, quindi scarsamente prevedibili; la conseguenza è che proprio una **politica economica** di stabilizzazione rischia paradossalmente di **destabilizzare** essa stessa il ciclo economico.
 - Sono di diverso tipo ed influenzano diversamente politica monetaria e politica fiscale.
- Riguardo agli effetti delle politiche, si distingue tra effetti **d'impatto**, che si manifestano già nel primo periodo di azione, ed effetti di **medio e lungo termine**.
 - Altre distinzioni: interventi **temporanei** (oppure una tantum) ed interventi **permanentini** (oppure ripetuti nel tempo).

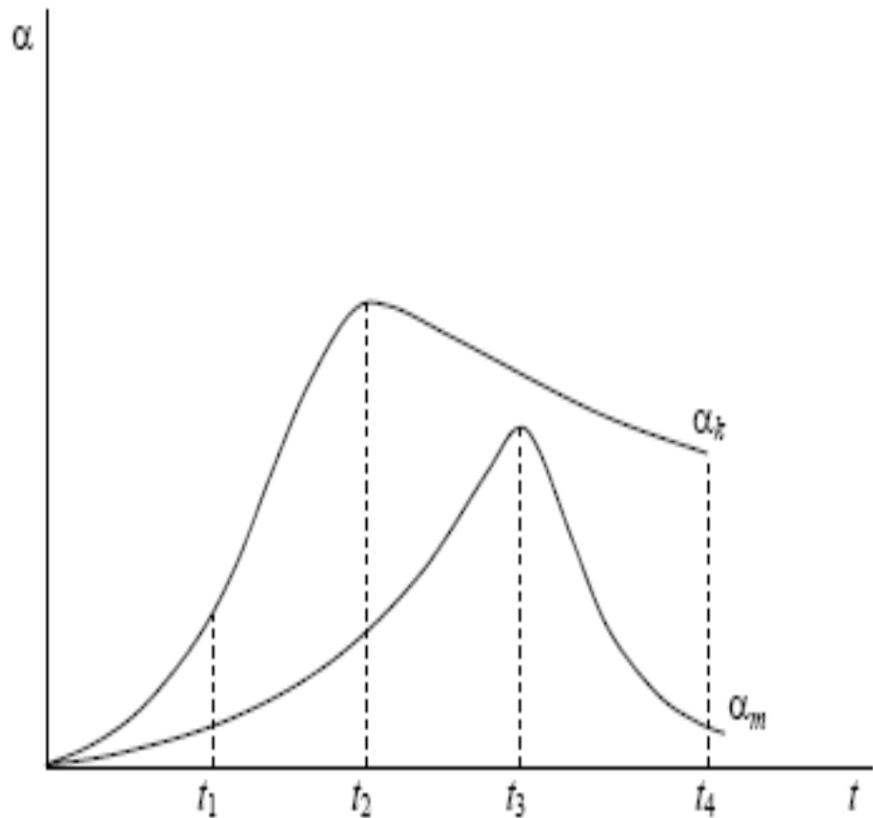
Tipologia dei ritardi

- Si consideri questa successione di eventi nei seguenti istanti temporali:
- **t₁** – vi è uno shock che colpisce il sistema (ad esempio ↓C autonomi),
 - **t₂** – vi è un primo riconoscimento dello shock da parte del policymaker,
 - **t₃** – vengono adottati i provvedimenti legislativi, governativi, amministrativi, ecc. da parte delle autorità competenti (ad esempio ↓T),
 - **t₄** – i provvedimenti cominciano a manifestare gli effetti sul sistema (ad es. ↑C, ma l'effetto massimo potrebbe essere ancor più ritardato).

	<i>Tipi</i>	<i>Fasi</i>	<i>Caratteristiche</i>
Ritardo <i>interno</i>	Ritardo <i>di percezione</i>	Da t_1 a t_2	Può essere ridotto grazie al miglioramento delle statistiche ed alle previsioni
	Ritardo <i>di decisione</i>	Da t_2 a t_3	È in genere più lungo per la politica fiscale (decisioni del Parlamento, consultazioni di parti sociali o organismi internazionali, ecc.)
Ritardo <i>esterno</i>		Da t_3 a t_4	È in genere più lungo per la politica monetaria (dipende dal meccanismo di trasmissione)

Profili temporali del moltiplicatore fiscale per keynesiani e monetaristi

- Diverse **stime empiriche** nei modelli keynesiani ed in quelli monetaristi.
- Riguardo ad es. agli **effetti reali della politica fiscale**:
 - Al tempo t_1 , il moltiplicatore keynesiano è già significativo ($\alpha_k > 0$), mentre quello monetarista è ancora trascurabile ($\alpha_m \approx 0$) a causa dei più lunghi ritardi temporali.
 - Al tempo t_2 , il moltiplicatore keynesiano raggiunge il massimo valore numerico, mentre quello monetarista è inferiore ($\alpha_m < \alpha_k$); quest'ultimo assume il massimo valore solamente in un periodo successivo, t_3 .
 - Infine, al tempo t_4 il moltiplicatore monetarista tende già ad annullarsi ($\alpha_m \approx 0$), quando quello keynesiano è ancora significativamente positivo ($\alpha_k > 0$).



Ultimi punti di controversia

-
- Rifiuto dei monetaristi delle **politiche di stabilizzazione**: sono **inutili** (c'è l'equilibrio «naturale» e l'economia di mercato è stabile), **inefficaci** (incertezza e ritardi) e **dannose** (se lo Stato non persegue il benessere sociale).
 - Sottolineata (dopo l'articolo di Friedman del 1968) l'**inesistenza di un trade-off di lungo periodo tra inflazione e disoccupazione** (*cfr. cap. 8*);
 - I ritardi, l'incertezza, le carenze informative a cui è soggetto il policymaker consigliano **limiti alle azione di politica economica**.
 - Comunque per i monetaristi le politiche economiche dovrebbero essere attuate non in modo **discrezionale**, ma secondo uno schema di **regole fisse**.
 - Vantaggi e svantaggi di un sistema di **regole**. Per i keynesiani, il sistema economico è soggetto a continui shock e perturbazioni di vario segno ed intensità: esso quindi richiede un intervento flessibile.
 - Contro-proposta keynesiana delle **regole flessibili** (o regole "attive", ovvero "con retroazione" o con *feedback*, dette anche "*contingent rules*"):
$$g_m = a + b(Y_n - Y_{t-1})$$
 invece che
$$g_m = k$$
.
 - **Diversi obiettivi finali desiderati** ($y^* = y_n$ e $\pi^* = 0$ per i monetaristi, $y^* = y_n$ e $\pi^* = 0$ per i keynesiani) e **loro pesi** ($\lambda_n > \lambda_y$ per i monetaristi e $\lambda_y > \lambda_n$ per i keynesiani).
 - Maggiore **convergenza**, invece, sull'efficacia relativa di politica monetaria e politica fiscale.