

Nel capitolo 15 abbiamo analizzato le modalità attraverso cui le aspettative influenzano il prezzo di azioni e obbligazioni. Nel capitolo 16, invece, abbiamo esaminato in che modo le aspettative incidono sulle decisioni di consumo ed investimento. In questo capitolo consideriamo congiuntamente i due aspetti e analizziamo di nuovo l'impatto delle azioni di politica monetaria e fiscale.

■ Il paragrafo 1 illustra le principali conseguenze di quanto abbiamo appreso, ossia del fatto che le aspettative circa il livello di produzione e i tassi di interesse attesi futuri influenzano sul livello di spesa e quindi di produzione corrente.

■ Il paragrafo 2 analizza le azioni di politica monetaria, in particolare il modo in cui i loro effetti dipendono in modo cruciale dalla maniera in cui le aspettative reagiscono a tali misure: la politica monetaria influenza in modo diretto soltanto il tasso di interesse di breve periodo. Che cosa succede al livello di spesa e produzione che a loro volta rispondono al modo in cui le variazioni del tasso di interesse inducono gli individui a rivedere le proprie aspettative sui tassi di interesse e sul reddito futuro e, di conseguenza, li spingono a cambiare le proprie decisioni?

■ Il paragrafo 3 considera infine le azioni di politica fiscale analizzando, in particolare, come, in netto contrasto con quanto osservato nel modello di base introdotto nei fondamenti, una contrazione fiscale può condurre, in alcuni casi, ad un aumento del livello di produzione anche nel breve periodo. Di nuovo, ci si concentra sulle modalità attraverso cui le aspettative rispondono alle azioni di politica economica.

1. Aspettative e decisioni: un riepilogo

In questo paragrafo riassumiamo quanto appreso finora ed illustriamo in che modo modificare la definizione dei mercati dei beni e finanziari – il modello *IS-LM* – sviluppato nei fondamenti.

1.1. Aspettative e decisioni di consumo e investimento

Nel capitolo 16 si è discusso di come le decisioni di consumo e investimento dipendono in modo significativo dalle aspettative circa il livello di produzione e dei tassi di interesse futuri. I canali attraverso cui le aspettative esercitano tale effetto sono sintetizzati nella figura 17.1. Molti sono i canali attraverso cui le variabili fu-

tute attese incidono sulle decisioni correnti sia direttamente sia attraverso il prezzo delle attività:

- un aumento del reddito da lavoro reale al netto delle imposte correnti e futuro atteso e/o una riduzione dei tassi di interesse correnti e futuri attesi produce un aumento della ricchezza umana (il valore attuale scontato del reddito reale da lavoro al netto delle imposte) che a sua volta conduce ad un aumento del livello di consumo;
- un aumento dei dividendi reali correnti e attesi futuri e/o una riduzione nel livello corrente e futuro atteso dei tassi di interesse reale produce un aumento del prezzo delle azioni, che conduce ad un aumento della ricchezza non umana e, a sua volta, ad un aumento del consumo;
- una riduzione dei tassi di interesse nominali correnti e attesi futuri conduce ad un aumento del prezzo delle obbligazioni che produce un aumento della ricchezza non umana e, a sua volta, ad un aumento del livello di consumo;
- un aumento nel livello corrente e futuro atteso dei profitti reali al netto delle imposte e/o una riduzione dei tassi di interesse reali correnti e futuri attesi fa aumentare il valore atteso dei profitti reali al netto delle imposte che, a sua volta, produce un aumento dell'investimento.

Si noti che nel caso delle obbligazioni, sono i tassi di interesse nominali piuttosto che quelli reali ad essere rilevanti dal momento che le obbligazioni rappresentano il diritto di ottenere denaro anziché beni in futuro.

1.2. Aspettative e curva IS

Un modello che fornisce una descrizione dettagliata del consumo e investimento che segua la traccia suggerita nella figura 17.1 sarebbe molto complesso. È ovviamente possibile costruirlo – ed è il caso di gran parte dei modelli economici elaborati dai macroeconomisti per comprendere l'economia ed analizzare la politi-

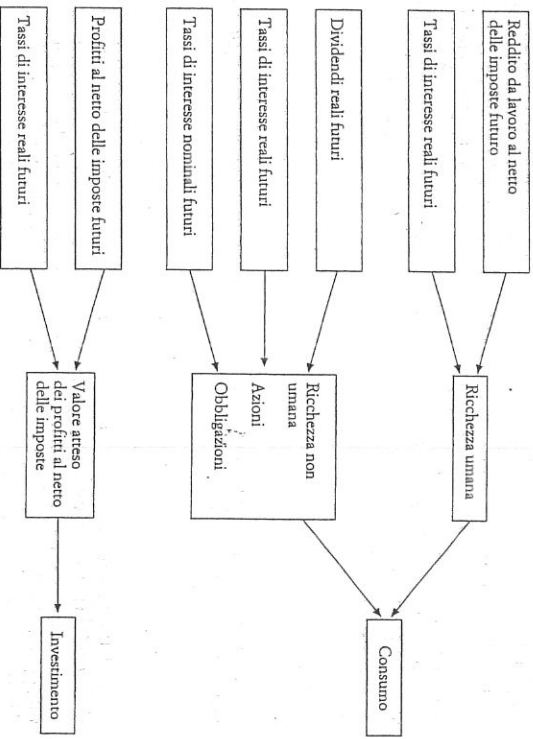


Fig. 17.1. Aspettative e spesa: i canali. Le aspettative che influenzano le decisioni di consumo ed investimento, sia direttamente sia attraverso il prezzo delle attività.

ca economica – ma non è questa la sede per introdurre tale complicazione. Il nostro obiettivo è considerare l'idea di base di quanto appreso finora, ossia che il consumo e l'investimento dipendono dalle aspettative circa il futuro – senza perdersi in dettagli.

Per far questo, introduciamo una importante semplificazione. Riduciamo il presente ed il futuro a due soli periodi: 1) il periodo *corrente*, che può intendersi come l'anno in corso e 2) il periodo *futuro*, che può comprendere gli anni futuri nel loro complesso. In questo modo, non occorre tener conto delle aspettative elaborate per ciascun anno futuro.

Con questa ipotesi, la domanda diventa: in che modo definire la curva IS per il periodo corrente? In precedenza, abbiamo definito tale curva come:

$$Y = C(Y - T) + I(Y, r) + G$$

In tal caso, assumevamo che il consumo dipendesse soltanto dal reddito corrente e l'investimento solo dal livello di produzione e dal tasso di interesse reale corrente. Intendiamo ora modificare questa equazione per tenere conto del modo in cui le aspettative incidono sia sul consumo che sull'investimento. Procediamo in due fasi.

In primo luogo, riscriviamo semplicemente l'equazione in forma più compatta, senza tuttavia modificarne il contenuto. A tal fine, definiamo la spesa privata aggregata come la somma della spesa in consumo e investimento:

$$A(Y, T, r) = C(Y - T) + I(Y, r)$$

Dove A indica la **spesa privata aggregata** o, semplicemente, **spesa privata**. Utilizzando tale notazione, possiamo riscrivere la curva IS come:

$$[17.1] \quad Y = A(Y, T, r) + G$$

Le proprietà della spesa aggregata privata, A , derivano da quelle relative a consumo e investimento che abbiamo ricavato nei capitoli precedenti:

- la spesa privata aggregata è una funzione crescente del reddito, Y : un maggior reddito (o, equivalentemente, una maggiore produzione) fa aumentare il consumo e l'investimento;
 - la spesa privata aggregata è una funzione decrescente delle imposte, T : un maggior livello di imposte implica un minor consumo;
 - la spesa privata aggregata è una funzione decrescente del tasso di interesse reale, r : un maggior tasso di interesse reale riduce l'investimento.
- Il primo passaggio ha il solo obiettivo di semplificare la notazione. La seconda fase consiste invece nell'estendere l'equazione [17.1] per tener conto del ruolo delle aspettative. L'estensione naturale consiste nel fare in modo che la spesa dipenda non solo dal valore corrente delle variabili ma anche dal loro valore atteso per il periodo futuro:

$$[17.2] \quad Y = A(Y^e, T^e, Y^e, Y^e, r^e, r^e) + G$$

L'apice e indica i valori futuri mentre r si riferisce alle aspettative, per cui Y^e , T^e e r^e indicano il livello futuro atteso, rispettivamente, di reddito, imposte e

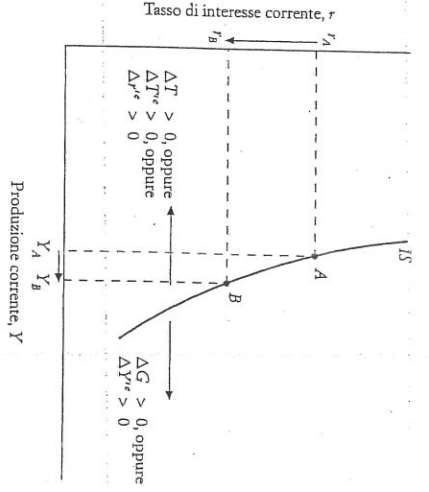
Questo modo di distinguere l'orizzonte temporale tra periodo *corrente* e *futuro* riflette la modalità attraverso cui gran parte di noi organizza la propria vita: considerare la distinzione tra «cose da fare oggi» e «cose che si possono rimandare».

Considerare l'equazione relativa alla curva IS nel capitolo 6, che è a sua volta un'estensione dell'equazione [5.2] nel capitolo 5 per tener conto della distinzione tra tassi di interesse nominali e reali.

Precediamo in questo modo per raggruppare le due componenti della domanda, C e I entrambe funzioni delle aspettative. Contribuendo a considerare G , la spesa pubblica, come esogena – ossia non definita nel modello.

Fig. 17.2. La nuova curva IS

Dare le aspettative, una riduzione nel tasso di interesse reale produce un piccolo incremento nel livello di produzione. La curva IS è inclinata negativamente e piuttosto ripida. Aumenti della spesa pubblica o del livello di produzione futuro atteso spostano la curva verso destra. Aumenti nelle imposte correnti, future attese o nel tasso di interesse futuro atteso spostano la curva verso sinistra.



tassi di interesse reali. Tale notazione è piuttosto pesante ma descrittiva in modo immediato le relazioni sottostanti:

$$\begin{aligned} Se \ Y_0 \nearrow \uparrow \rightarrow A \uparrow \\ Se \ T_0 \uparrow \uparrow \rightarrow A \uparrow \\ Se \ r_0 \nearrow \uparrow \rightarrow A \uparrow \end{aligned}$$

- aumenti nel valore corrente o atteso futuro del reddito generano un incremento della spesa privata;
- aumenti nel valore corrente o atteso futuro delle imposte generano una riduzione della spesa privata;
- aumenti nel valore corrente o atteso futuro del tasso di interesse reale generano un decremento della spesa privata.

Utilizzando la condizione di equilibrio nel mercato dei beni data dall'equazione [17.2], la figura 17.2 mostra la nuova curva IS per il periodo corrente. Come sempre, per rappresentare tale curva, consideriamo tutte le variabili diverse dalla produzione corrente, Y , e dal tasso di interesse reale corrente, r , come date. Pertanto, la curva IS è rappresentata per dati valori di imposte attese correnti e future, T e T^e , di produzione futura attesa Y^e e di tasso di interesse reale atteso futuro, r^e . La nuova curva IS, descritta dall'equazione [17.2] è ancora inclinata negativamente per la stessa ragione illustrata nel capitolo 5: una riduzione nel tasso di interesse reale corrente conduce ad un aumento nel livello di produzione. Possiamo, tuttavia, dire di più: la nuova curva IS è molto più inclinata di quella rappresentata nei capitoli precedenti. In altre parole, a parità di condizioni, un maggior decremento nel livello dei tassi di interesse correnti genera probabilmente un piccolo effetto sulla produzione di equilibrio.

Per capire perché l'effetto è ridotto, consideriamo il punto A sulla curva IS nella figura 17.2 e consideriamo gli effetti di una riduzione nel tasso di interesse reale da r_A a r_B . L'effetto di tale variazione sul livello di produzione dipende, a sua volta, dall'ampiezza di due effetti: l'incidenza del tasso di interesse reale sulla spesa dato il reddito e la dimensione del moltiplicatore. Esaminiamoli in dettaglio.

- Una riduzione nel tasso di interesse reale corrente, a parità di aspettative circa il suo livello futuro atteso, non produrrà un effetto rilevante sulla spesa. Ne abbiamo illustrato la ragione nei precedenti capitoli: una variazione del solo valore corrente del tasso di interesse reale non genera un'ampia variazione nei valori attuali e, quindi, non produce un effetto rilevante sul livello di spesa. Per esempio, è probabile che le imprese non cambieranno in modo consistente i propri piani di investimento in seguito ad

Supponiamo di aver ottenuto un prestito della durata di 30 anni e che il tasso di interesse annuale scenda dal 5% al 2%. Tutti i tassi di interesse annuali rimarranno costanti. Di quanto si ridurrà il tasso di interesse reale? (Risposta: da 5% a 4,9%. Se avete sbagliato, rispondete, tornate alla discussione circa la relazione tra tassi di interesse di breve e di lungo periodo del cap. 15)

una riduzione del tasso di interesse reale corrente se non si aspettano che anche i tassi di interesse reali futuri rimarranno più bassi.

- Il moltiplicatore è probabilmente contenuto. Si ricordi che la dimensione del moltiplicatore dipende dall'ampiezza dell'effetto che una variazione nel reddito (produzione) corrente esercita sul livello di spesa. Tuttavia, è improbabile che un cambiamento nel reddito corrente, a parità di aspettative circa il reddito futuro, produca un effetto consistente sul livello di spesa. La ragione è che quando non ci si aspetta che variazioni del reddito possano perdurare l'effetto sia sul consumo che sull'investimento è limitato. I consumatori che si aspettano di avere un reddito più alto soltanto per un anno aumenteranno i propri consumi — ma in misura più contenuta rispetto all'aumento del reddito. Le imprese che prevedono un aumento delle vendite nel corso di un solo anno modificheranno in modo contenuto, o affatto, i propri piani di investimento.

Supponiamo che un'impresa decida di attribuire a tutti i propri dipendenti un bonus speciale di 10.000 euro. I dipendenti non si aspettano che ciò possa verificarsi di nuovo. Di quanto aumenteranno il proprio consumo quest'anno? (Se ne avete bisogno, rivedete la discussione sul comportamento dei consumatori nel cap. 16)

Unendo i due aspetti, una consistente riduzione nel tasso di interesse reale corrente — da r_A a r_B nella figura 17.2 — conduce ad un ridotto incremento del livello di produzione — da Y_A a Y_B . In altre parole, la curva IS, che passa per i punti A e B è inclinata negativamente e molto ripida.

- Una variazione nel livello di qualunque altra variabile contenuta nell'equazione [17.2] diversa da Y ed r sposta la curva IS.
- Variazioni nel livello delle imposte, T , o della spesa pubblica, G , spostano la curva IS.

Un aumento della spesa pubblica produce un incremento della spesa a parità di tasso di interesse, spostando la curva IS verso destra; un aumento delle imposte sposta la curva IS verso sinistra. Gli spostamenti sono rappresentati nella figura 17.2.

● Variazioni nel livello futuro atteso della produzione, Y^e , sposta la curva IS verso destra: un reddito futuro atteso più alto induce i consumatori a ripetersi più ricchi e a spendere di più; un livello di produzione futuro atteso maggiore implica più alti profitti attesi, spingendo le imprese ad investire di più. Una maggiore spesa da parte dei consumatori e delle imprese conduce, attraverso l'effetto del moltiplicatore, ad un più alto livello di produzione. Analogamente, un aumento delle imposte future attese spinge i consumatori a ridurre la propria spesa corrente e sposta la curva IS verso sinistra. Infine, un incremento nel tasso di interesse reale futuro atteso riduce la spesa corrente, portando inoltre ad una riduzione del livello di produzione e spostando verso sinistra la curva IS. Tali spostamenti sono rappresentati nella figura 17.2.

1.3. La curva LM rivista

La curva LM che abbiamo derivata nel capitolo 4 ed utilizzato fino a questo momento era definita come:

$$[17.3] \quad \frac{M}{P} = YL(i)$$

dove M/P rappresenta l'offerta di moneta e $YL(i)$ la domanda di moneta. Perché ci sia equilibrio nei mercati finanziari era necessario che l'offerta fosse uguale alla domanda di moneta. Quest'ultima dipendeva dal reddito reale e dal tasso di interesse nominale di breve periodo — ossia, il costo-opportunità di detenere moneta. Abbiamo derivato tale domanda prima di introdurre le aspettative. Ora, dobbiamo

chiederci se sia necessario modificare l'equazione [17.3]. La risposta, e si tratta senz'altro di una buona notizia, è no.

Pensate alla vostra domanda di moneta. La quantità di denaro che volete tenere oggi dipende dal livello *corrente* di transazioni e non dal livello che vi aspettate per il prossimo anno o per quello successivo: ci sarà tempo per aggiustare tale quantità in base al vostro livello di transazioni se e quando questo variasse in futuro. Ed il costo-opportunità di detenere moneta oggi dipende dal tasso di interesse nominale *corrente* e non da quello atteso per l'anno prossimo o per quello successivo. Se i tassi di interesse reali di breve periodo dovessero aumentare in futuro, facendo quindi aumentare il costo-opportunità, potrete in quel momento, non subito, aggiustare la quantità di denaro da detenere.

Pertanto, in contrasto con la decisione di consumo, la scelta relativa a quanta moneta detenere è piuttosto miope, e dipende essenzialmente dal reddito e dal tasso di interesse nominale corrente. Possiamo quindi continuare ad utilizzare l'equazione [17.3] per descrivere la determinazione del tasso di interesse nominale nel periodo corrente.

In sintesi: abbiamo visto come le aspettative circa il futuro svolgano un ruolo essenziale nelle decisioni di spesa. Ciò implica che le aspettative entrino nella relazione *IS*: la spesa privata dipende non solo dal livello di produzione e dal tasso di interesse reale corrente ma anche da quello futuro atteso. Al contrario, la decisione relativa alla quantità di moneta da tenere è piuttosto miope: le due variabili che entrano nella curva *LM* rimangono il reddito e il tasso di interesse nominale corrente.

2. Politica monetaria, aspettative e produzione

Nel modello *IS-LM* di base sviluppato nel capitolo 5, esisteva un unico tasso di interesse, i , che entrava sia nell'equazione *IS* che in quella *LM*. Quando la banca centrale aumentava l'offerta di moneta, «il» tasso di interesse si riduceva mentre la spesa aumentava. Dai tre capitoli precedenti avete appreso che esistono in realtà più tassi di interesse e che è necessario tener conto di due distinzioni:

1. La distinzione tra il tasso di interesse nominale e reale;
 2. La distinzione tra tasso di interesse corrente e atteso futuro.
- Il tasso di interesse che entra nella relazione *LM*, il tasso di interesse che la banca centrale influenza direttamente, è il *tasso di interesse nominale corrente*. Al contrario, la spesa nell'equazione *IS* dipende sia dai *tassi di interesse reali correnti* sia da quelli *futuri attesi*. Gli economisti hanno in alcuni casi definito tale distinzione in modo anche più rigido sostenendo che, mentre la banca centrale controlla il *tasso di interesse nominale di breve periodo*, ciò che conta nel definire la spesa e la produzione è il *tasso di interesse reale di lungo periodo*. Analizziamo più da vicino questa distinzione.

2.1. Dal tasso nominale di breve periodo ai tassi reali correnti e attesi

Nel capitolo 6 abbiamo visto che il tasso di interesse reale è all'incirca pari al tasso di interesse nominale meno il livello di inflazione atteso corrente, ossia:

$$r = i - \pi^e$$

Inflazione attesa corrente; inflazione attesa, attualmente, per il periodo corrente (tasso corrente)

Analogamente, il tasso di interesse reale atteso futuro è all'incirca pari al tasso di interesse nominale atteso futuro meno l'inflazione attesa futura, ossia:

$$r^e = i^e - \pi^e$$

Quando la banca centrale procede ad un aumento dell'offerta di moneta – riducendo il tasso di interesse nominale corrente, i – gli effetti sul tasso di interesse reale corrente e atteso futuro dipendono da due fattori:

- dall'eventualità che l'aumento dell'offerta di moneta induca i mercati finanziari a rivedere le proprie aspettative circa il tasso di interesse nominale futuro, i^e ;
- dall'eventualità che l'incremento dell'offerta di moneta induca i mercati finanziari a rivedere le aspettative circa sia l'inflazione corrente che quella futura, π^e e π^e . Se, per esempio, la variazione nell'offerta di moneta spinge i mercati finanziari ad attendersi un maggior livello di inflazione per il futuro – per cui π^e aumenta – il tasso di interesse reale futuro atteso r^e si ridurrà in misura maggiore rispetto al tasso di interesse nominale futuro atteso i^e .

Per semplicità, ignoreremo questo secondo fattore – il ruolo svolto da un cambiamento nelle aspettative relative all'inflazione – e ci focalizzeremo sul primo – il ruolo svolto da una variazione delle aspettative relative al tasso di interesse nominale futuro. In particolare, assumeremo che l'inflazione corrente attesa e futura sono entrambe pari a zero. In tal caso, non abbiamo bisogno di distinguere tra tasso di interesse nominale e reale dal momento che essi coincidono e possiamo usare lo stesso simbolo per indicare entrambi. Sia r il tasso di interesse reale (e nominale) corrente, e sia r^e il tasso di interesse reale (e nominale) atteso futuro. Ricorrendo a tale semplificazione, possiamo scrivere le equazioni *IS* e *LM* delle equazioni [17.2] e [17.3] come:

$$[17.4] \quad Y = A(Y, T, r, Y^e, T^e, r^e) + G$$

$$[17.5] \quad \frac{M}{P} = YL(i)$$

Le curve *IS* e *LM* corrispondenti sono disegnate nella figura 17.3 in cui l'asse verticale misura il tasso di interesse corrente, r mentre quello orizzontale il livello di produzione corrente, Y . La curva *IS* è inclinata negativamente e ripida. Ne abbiamo illustrato la ragione in precedenza: in corrispondenza di date aspettative, un cambiamento nel tasso di interesse corrente genera un effetto contenuto sulla spesa, ed il moltiplicatore è ridotto. La curva *LM* è inclinata positivamente: un aumento del reddito produce un incremento nella domanda di moneta; data l'offerta di moneta, il risultato è un aumento del tasso di interesse. L'equilibrio nel mercato dei beni e finanziario implica che l'economia si trovi nel punto A , in corrispondenza dell'intersezione tra la curva *IS* e quella *LM*.

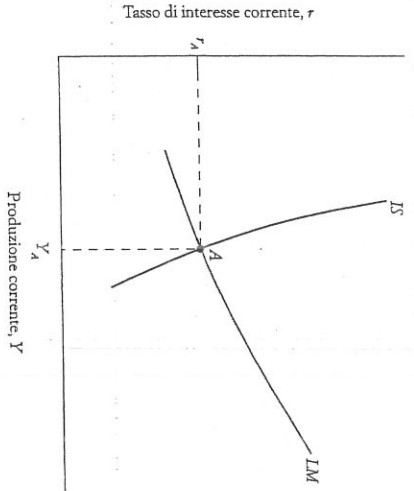
Inflazione attesa futura; inflazione attesa attualmente, per il periodo futuro (gli anni futuri)

Nel capitolo 6 abbiamo analizzato il ruolo di una variazione nelle aspettative circa l'inflazione sulla relazione tra tasso di interesse nominale e reale. Trascurare le variazioni nel livello di inflazione attesa consentiva di semplificare l'analisi. Disporre, in ogni caso, di tutti gli strumenti necessari per valutare che cosa succederebbe se prevedessimo la possibilità che le aspettative circa l'inflazione corrente o futura si possano aggiustare. Come si agguisteranno tali aspettative? Ne deriverebbe un effetto maggiore o minore sul livello di produzione per il periodo corrente?

La curva *IS* è la stessa descritta nell'equazione [17.2]. La curva *LM* ora è definita in termini di tasso di interesse reale che, in questo caso, è pari a quello nominale

Non è necessario distinguere in questo contesto tra tasso di interesse reale e nominale data un'inflazione attesa pari a 0 in due tassi coincidente

Fig. 17.3. Le nuove curve $IS-LM$.
La curva IS è inclinata negativamente e particolarmente ripida. A parità di altre condizioni, una variazione nel livello corrente del tasso di interesse, ha un effetto ridotto sulla produzione. La curva LM è inclinata positivamente. L'equilibrio corrisponde al punto di intersezione delle curve IS e LM .



2.2. Politica monetaria rivisita

Supponiamo ora che l'economia si trovi in uno stato di recessione e che la banca centrale decida di aumentare l'offerta di moneta. Assumiamo, dapprima, che questa politica di espansione monetaria non generi alcuna variazione sulle aspettative né circa il tasso di interesse né circa il livello di produzione futuro. Nella figura 17.4, la curva LM si sposta verso il basso, da LM a LM'' . (Dal momento che abbiamo già usato l'apice ' per indicare i valori futuri delle variabili, utilizziamo ora il doppio apice '' come in LM'' per indicare gli spostamenti delle curve in questo capitolo. L'equilibrio si sposta dal punto A al punto B, in corrispondenza del quale si registra un più alto livello di produzione ed un minore tasso di interesse. La curva IS particolarmente ripida implica tuttavia che l'aumento dell'offerta di moneta produce soltanto un effetto ridotto sulla produzione: la variazione nel tasso di interesse corrente, accompagnata da cambiamenti nelle aspettative, generano effetti limitati sulla spesa e, quindi, sul livello di produzione.

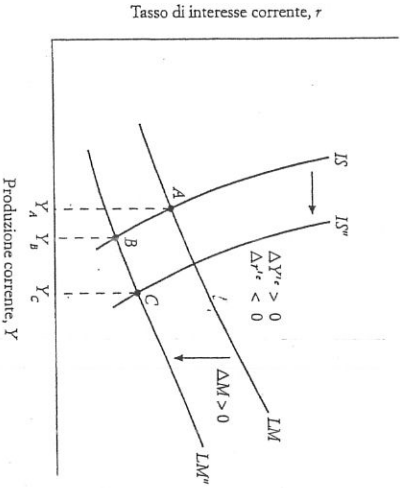


Fig. 17.4. Gli effetti di una politica di espansione monetaria.
Gli effetti di una politica monetaria sul livello di produzione dipendono in modo consistente dall'eventualità e dalla misura in cui tale politica monetaria influenzi le aspettative.

È, in ogni caso, ragionevole assumere che le aspettative non siano affatto influenzate da una politica monetaria espansiva? Non è invece probabile che, quando la banca centrale riduce il tasso di interesse corrente, i mercati finanziari prevedano minori tassi di interesse anche per il futuro, insieme con un conseguente maggior livello di produzione futuro? In tal caso che cosa succederebbe? In corrispondenza di un dato tasso di interesse corrente, le prospettive di un più basso tasso di interesse e di un più alto livello di produzione futuro generano entrambi un incremento della spesa e della produzione; generano lo spostamento della curva IS verso destra, da IS a IS'' . Il nuovo equilibrio è nel punto C. Pertanto, mentre l'effetto diretto di una espansione monetaria sul livello di produzione è contenuto, l'effetto totale, tenuto conto delle variazioni nelle aspettative, è molto più consistente.

Abbiamo appreso una lezione importante: gli effetti di una politica monetaria — di una qualunque politica macroeconomica, per la verità — dipende in modo cruciale dal suo effetto sulle aspettative.

● Se una espansione monetaria spinge gli investitori finanziari, le imprese ed i consumatori a rivedere le proprie aspettative circa i tassi di interesse e la produzione futura, allora gli effetti di tale politica sulla produzione sono piuttosto consistenti.

● Se le aspettative rimangono invariate, gli effetti sulla espansione monetaria sulla produzione sarà ridotto.

Possiamo ricollegare tale discussione a quella contenuta nel capitolo 15 circa gli effetti di una variazione nella politica monetaria nel mercato azionario. Molti aspetti analizzati in quel caso sono presenti anche qui. Se, una variazione della politica monetaria non coglie di sorpresa gli investitori, le imprese e i consumatori, le aspettative non variano. Il mercato azionario reagirà in misura limitata, se non affatto. Di conseguenza, anche la domanda e la produzione registrano una variazione piuttosto contenuta, se non nulla. Tuttavia, se il cambiamento della politica fosse inaspettato e ci si aspettasse che duri nel tempo, aumenterà il livello atteso di produzione futura, si ridurrà il livello atteso dei tassi di interesse, il mercato azionario registrerà un'espansione e la produzione aumenterà.

In questa fase, potreste essere piuttosto scettici circa le possibilità di cui dispongono gli economisti per prevedere gli effetti di un'azione di politica economica o di altri shock: se tali effetti dipendono così tanto dalle variazioni nelle aspettative, i macroeconomisti hanno qualche speranza di prevedere che cosa accadrà? La risposta è sì.

Sostenere che l'effetto di una particolare politica economica dipenda dai suoi effetti sulle aspettative non significa affermare che tutto può succedere. Le aspettative non sono arbitrarie. Chi gestisce un fondo comune e deve decidere se investire in azioni o obbligazioni, l'impresa che sta valutando la possibilità di costruire un nuovo impianto, il consumatore che deve stabilire quanto risparmiare per la propria pensione, tutti riflettono a lungo su ciò che può succedere in futuro. Possiamo ritenere che ognuno di essi formula aspettative circa il futuro valutando la probabile linea che la politica economica seguirà in futuro e definendo le successive implicazioni sull'attività futura. Se non procedessero in questo modo da soli (e sicuramente molti di noi non trascorrono il proprio tempo cercando di risolvere modelli macroeconomici prima di assumere una decisione) lo farebbero seguendo i notiziari e leggendo giornali e cronache che, a loro volta, si basano sulle previsioni elaborate da analisi pubblici e privati. Gli economisti definiscono queste

Date le aspettative, un aumento dell'offerta di moneta provoca uno spostamento della curva LM ed un movimento lungo la curva IS ripida. Il risultato è un consistente decremento del tasso r ed un ridotto aumento di Y .

Se l'aumento dell'offerta di moneta conduce ad un incremento di r e una riduzione di Y , la curva IS si sposta verso destra, provocando un aumento maggiore di Y .

Questa è la ragione per cui i macroeconomisti che si occupano di politica monetaria spesso sostengono che compito di una banca centrale non sia solo quello di agjustare il tasso di interesse nominale di breve periodo ma anche di «gestire le aspettative» in modo tale da generare effetti prevedibili sull'economia di una variazione del tasso di interesse. Si tornerà sull'argomento nel capitolo 24.

Le aspettative razionali

Gran parte dei macroeconomisti oggi risolvono generalmente i propri modelli ricorrendo all'ipotesi di aspettative razionali. Non è sempre stato così. Gli ultimi 35 anni di ricerca macroeconomica sono spesso definiti come la «rivoluzione delle aspettative razionali».

L'importanza delle aspettative non è un tema nuovo in macroeconomia. Ma fino ai primi anni Settanta, i macroeconomisti interpretavano le aspettative in uno dei due modi seguenti:

- Il primo corrispondeva alla teoria degli *animal spirits* (da un'espressione introdotta da Keynes nella *Teoria generale* per indicare variazioni nel livello di investimento che non potevano ricondursi a variazioni nelle variabili correnti). In altre parole, cambiamenti nelle aspettative erano considerati rilevanti ma non venivano spiegati;
- Il secondo era il risultato di semplici regole di analisi consumativa. Per esempio, si ipotizzava spesso che gli individui formulassero aspettative statiche – ossia, si attendessero che il futuro fosse uguale al presente (abbiamo fatto ricorso a tale ipotesi nell'analizzare la curva di Phillips nel cap. 9 e le decisioni di investimento nel cap. 16). In alternativa, si assumeva che gli individui elaborassero *aspettative adattive*: se, per esempio, la loro previsione circa una certa variabile in un dato periodo di tempo si fosse rivelata troppo bassa, si ipotizzava che essi «adattassero» le proprie aspettative prevedendo un maggior valore della variabile per il periodo successivo. Per esempio, riscontrando un tasso di inflazione maggiore di quello previsto, gli individui avrebbero rivisto verso l'alto le proprie aspettative di inflazione per il futuro.

All'inizio degli anni Settanta, un gruppo di macroeconomisti guidati da Robert Lucas (dell'Università di Chicago) e da Thomas Sargent (allora dell'Università di Chicago e attualmente della New York University) sostennero che queste ipotesi non riflettevano in realtà il modo in cui gli individui formulavano le proprie aspettative. (Robert Lucas ha ricevuto il premio Nobel nel 1995 per la sua attività di ricerca in tema di aspettative.) Secondo loro, nel valutare gli effetti di politiche economiche alternative, gli economisti dovrebbero ipotizzare che gli individui elaborino aspettative razionali, osservando il futuro e tralasciando le conclusioni più corrette. Ciò non equivale ad assumere che gli individui conoscano il futuro, ma piuttosto che essi utilizzino le informazioni a loro disposizione nel miglior modo possibile.

Utilizzando i modelli macroeconomici più popolari all'epoca, Lucas e Sargent dimostrarono in che modo sostituire le ipotesi tradizionali circa la formulazione

delle aspettative con quella relativa alle aspettative razionali potesse modificare i risultati. Si è visto, per esempio, nel capitolo 10 in che modo Lucas abbia messo in discussione la convinzione secondo cui la disinflazione implicasse necessariamente un aumento della disoccupazione per un certo periodo di tempo. Egli sostiene che, ricorrendo all'ipotesi di aspettative razionali, una politica di disinflazione credibile potrebbe essere in grado di ridurre l'inflazione senza che ciò comporti un aumento della disoccupazione. Più in generale, l'analisi compiuta da Lucas e Sargent ha messo in evidenza la necessità di rivedere completamente i modelli macroeconomici introducendo l'ipotesi di aspettative razionali ed è proprio ciò che è accaduto nei due decenni successivi.

Gran parte dei macroeconomisti oggi utilizza l'ipotesi di aspettative razionali nella costruzione di modelli e nell'analisi delle misure di politica economica. Ciò non significa ritenere che gli individui siano sempre razionali. Ci saranno sicuramente casi in cui le persone, le imprese o i partecipanti al mercato finanziario perdono di vista la realtà e si rivelano troppo ottimisti o troppo pessimisti. Tuttavia, questi casi rappresentano più l'eccezione che la regola e non è detto, comunque, che gli economisti siano in grado di dire qualcosa in queste circostanze. Nel prevedere gli effetti probabili di una particolare politica economica, la migliore ipotesi da utilizzare è ritenere che gli operatori del mercato finanziario, gli individui e le imprese faranno del proprio meglio per delineare le reali implicazioni. Non è saggio definire un'azione di politica economica presupponendo che gli individui compiano degli errori sistematici.

Quindi, perché è stato necessario attendere fino agli anni Settanta perché l'ipotesi di aspettative razionali fosse usata come assunzione standard in macroeconomia? Per lo più per motivi tecnici. Con tale ipotesi, ciò che accadrà in futuro dipende totalmente da ciò che ci si aspetta accadrà. Ma ciò che accadrà in futuro dipende anche da ciò che accade oggi. Risolvere questi modelli è un'operazione piuttosto complessa. Il successo di Lucas e Sargent nel convincere gran parte dei macroeconomisti ad utilizzare questa assunzione è scaturito non soltanto dalla forza delle loro argomentazioni ma anche dall'aver fornito dei suggerimenti sul modo in cui procedere. Molti progressi sono stati compiuti nelle tecniche di soluzione di modelli sempre più ampi. Ad oggi, un gran numero di rilevanti modelli macroeconomici si risolvono ricorrendo all'ipotesi di aspettative razionali. (La simulazione del modello di Taylor presentato nel box di approfondimento relativo alla politica monetaria nel cap. 8 è stata ricavata utilizzando tale ipotesi. Inconcretare un ulteriore esempio nel cap. 24.)

aspettative basate su queste analisi prospettiche come **aspettative razionali**. L'introduzione dell'ipotesi di aspettative razionali rappresenta una delle più importanti evoluzioni in macroeconomia degli ultimi 35 anni. Essa ha ampiamente definito il modo in cui i macroeconomisti analizzano la politica economica. Si veda il box di approfondimento «Le aspettative razionali». A questo punto potremmo tornare indietro ed analizzare le conseguenze generate dall'ipotesi di aspettative razionali nel caso appena analizzato di una espansione monetaria. Tuttavia, potrebbe essere più interessante svolgere questa analisi considerando il caso di un cambiamento nella politica fiscale. Procederemo quindi in questo modo.

3. Riduzione del disavanzo, aspettative e produzione

Riprendiamo le conclusioni cui eravamo giunti nei fondamenti circa gli effetti di una riduzione del disavanzo di bilancio.

- Nel lungo periodo, una riduzione del disavanzo risulta probabilmente positiva per l'economia. Nel medio periodo, un più ridotto disavanzo di bilancio implica maggiore risparmio e più alti investimenti. Nel lungo periodo, maggiori investimenti si traducono in un più alto livello di capitale e quindi di produzione.
- Nel breve periodo, tuttavia, una riduzione del disavanzo, a meno che non sia compensata da un'espansione monetaria, conduce ad un più ridotto livello di spesa e ad una contrazione della produzione.

È questo effetto sfavorevole di breve periodo che – insieme con lo spraglio aumento delle imposte o la riduzione della spesa pubblica – spesso dissuade il governo dall'affrontare una riduzione del disavanzo di bilancio: perché rischiare di incorrere in una recessione oggi per avere vantaggi che si manifesteranno soltanto in futuro?

Negli ultimi anni, tuttavia, alcuni economisti hanno sostenuto che una riduzione del disavanzo potrebbe effettivamente aumentare il livello di produzione anche *nel breve periodo*. La ragione: se gli individui tengono conto degli effetti positivi di tale riduzione, le loro aspettative potrebbero migliorare abbastanza da produrre un aumento – anziché una riduzione – nel livello di spesa corrente e quindi della produzione corrente. Questo paragrafo introduce questa argomentazione in modo formale. Il box di approfondimento «La riduzione del disavanzo di bilancio può generare un'espansione della produzione? L'Irlanda degli anni Ottanta» passa in rassegna l'evidenza empirica a sostegno di tale ipotesi per l'Irlanda negli anni Ottanta.

Assumiamo che l'economia sia descritta dall'equazione [17.4] per la curva *IS* e dalla [17.5] per la curva *LM*. Supponiamo, inoltre, che il governo annunci un programma di riduzione del disavanzo, attraverso una riduzione sia del livello di spesa pubblica corrente *G* che di quella futura attesa *G^e*. Che cosa succederà *in questo periodo*?

3.1. Il ruolo delle aspettative circa il futuro

Supponiamo inizialmente che il livello di produzione futura, *Y^e*, e del tasso di interesse futuro, *r^e* non cambino. In tal caso, otteniamo il risultato tradizionale: la riduzione della spesa pubblica nel periodo corrente provoca uno spostamento della curva *IS* verso sinistra e quindi una riduzione della produzione di equilibrio.

Nel paragrafo 5 del capitolo 8 abbiamo analizzato gli effetti di breve e di medio periodo di variazioni nella politica fiscale. Nel paragrafo 2 del capitolo 12 ne abbiamo invece esaminato gli effetti di lungo periodo.