



© ISTOCK - GORANI

L'America, il dollaro e noi

L'impatto dell'elezione di Donald Trump sulla stabilità monetaria o finanziaria dipenderà molto dalla sua capacità di essere Presidente più che Candidato

di Donato Masciandaro

Quali saranno gli effetti nell'area monetaria e finanziaria – tassi di interesse e cambi valutari – dell'elezione di Donald Trump quale quarantacinquesimo Presidente degli Stati Uniti d'America? Tutto dipenderà da quali abiti il neo eletto presidente deciderà di vestirsi. Due gli interrogativi: farà il Presidente o continuerà a fare il Candidato? E inoltre: farà il Repubblicano o il Populista? A seconda dell'incrocio tra le risposte a tali domande avremo un diverso rapporto tra l'esecutivo americano e la sua banca centrale

(Fed), che si rifletterà sulla dinamica dei tassi di interesse e del dollaro, e di conseguenza anche sulle scelte monetarie dell'Unione Europea.

L'elezione del nuovo Presidente degli Stati Uniti ha iniziato a influenzare le dinamiche monetarie e finanziarie già nelle settimane che hanno preceduto l'evento elettorale. Emblematico quello che è accaduto una settimana prima del 9 novembre. I mercati finanziari hanno fatto continue piroette che seguivano l'alternarsi delle ultime notizie: prima una buona novella economica, con i dati positivi relativi alla crescita economica americana; poi

una novità politica, con le possibili rivelazioni di email del candidato democratico alla presidenza – Hillary Clinton – che in quei giorni hanno aumentato l'incertezza sull'esito finale della corsa alla Casa Bianca, fino a quel momento data come probabile residenza della candidata democratica. L'ottovolante dei mercati rispecchiava una peculiare situazione congiunturale che non poteva che preoccupare chi deve indicare la rotta della politica monetaria che ancora domina le dinamiche dei tassi di interesse e di cambio di tutto il mondo, cioè la presidente della Fed Janet Yellen.

© Egea SpA - TUTTI I DIRITTI SONO RISERVATI

Fed, politica e burocrazia

In generale la Yellen non ha un compito semplice; non è facile essere presidente di una banca centrale che ha un mandato debole. Infatti lo statuto della Fed indica che la banca centrale deve orientare la sua strategia guardando sia all'andamento delle variabili reali sia di quelle nominali. Taluni ritengono che avere un tale mandato duale sia una fortuna; è però una visione sbagliata in quanto parziale, dal momento che sottovaluta la rilevanza dei politici e delle burocrazie nel condizionare negativamente le scelte che influenzano le dinamiche di tassi, moneta e credito.

Se non ci fossero i politici – e quali politici, guardando soprattutto all'esito delle elezioni americane, e non solo – e se le burocrazie fossero guidate da angeli – ma i burocrati tutto sono, tranne che angeli, e i banchieri centrali non fanno eccezione –, si potrebbe pensare che doversi preoccupare sia di crescita economica sia di inflazione sia la cosa migliore per una banca centrale. Ma i politici, se perseguono il consenso elettorale, tendono a essere miopi; e anche i banchieri centrali, se hanno in mente solo la loro carriera, possono essere miopi. Per cui il mandato duale è quello che esalta i peggiori rischi nella gestione della politica monetaria, vale a dire di essere catturata dagli interessi di breve periodo della politica, ovvero dall'autoreferenzialità dei banchieri centrali.

La storia della Fed è ricca di episodi di cattura della politica monetaria a causa del convergente interesse di breve periodo tra politici e burocrati. Il caso più famoso rimane quello degli anni Settanta, portato alla luce dalle registrazioni del cosiddetto scandalo Watergate, che vide la politica monetaria ancilla

degli interessi elettorali di Richard Nixon a causa della subalternità dell'allora presidente della Fed Arthur Burns. La politica monetaria creò le condizioni per un'artificiosa e temporanea crescita economica, pagata più tardi a caro prezzo con una dolorosa e persistente fiammata inflazionistica, poi accompagnata da una pesante recessione.

I costi per la Fed e per l'economia americana furono talmente evidenti che la banca centrale americana cambiò il suo *modus operandi*, e i politici dovettero accettarlo. Dagli

tamento autoreferenziale della Fed, indebolendola ulteriormente.

Infatti nei mesi che hanno preceduto l'elezione di Donald Trump la Fed è stata sistematicamente attaccata dai Repubblicani – e nei giorni precedenti l'elezione dallo stesso futuro Presidente – con accuse di politicizzazione della politica dei tassi di interesse. Ma tali accuse non potrebbero esistere per definizione, se la Fed non avesse un mandato duale, ovvero avesse una politica coerente con una regola monetaria.



L'autoreferenzialità crea dunque debolezza nei confronti della politica, ma anche rispetto ai mercati. Il mandato della Yellen è ormai caratterizzato da una dipendenza dagli umori dei mercati finanziari che mostra come nei fatti la Fed

anni Ottanta in avanti i presidenti della Fed, per ovviare al problema del mandato debole, si sono legati le mani con regole monetarie: prima la regola esplicita sulla priorità della tutela dell'inflazione, successivamente la regola sulla reattività dei tassi di interesse alle perturbazioni provenienti dalla domanda aggregata. La condotta di politica monetaria della Fed – almeno fino alla vigilia della Grande Crisi del 2008 – è divenuta più stabile, con effetti positivi a raggiera su crescita e inflazione. In altri termini, per avere effetti duali – sia su crescita sia su inflazione – è meglio non avere una banca centrale che abbia un mandato duale.

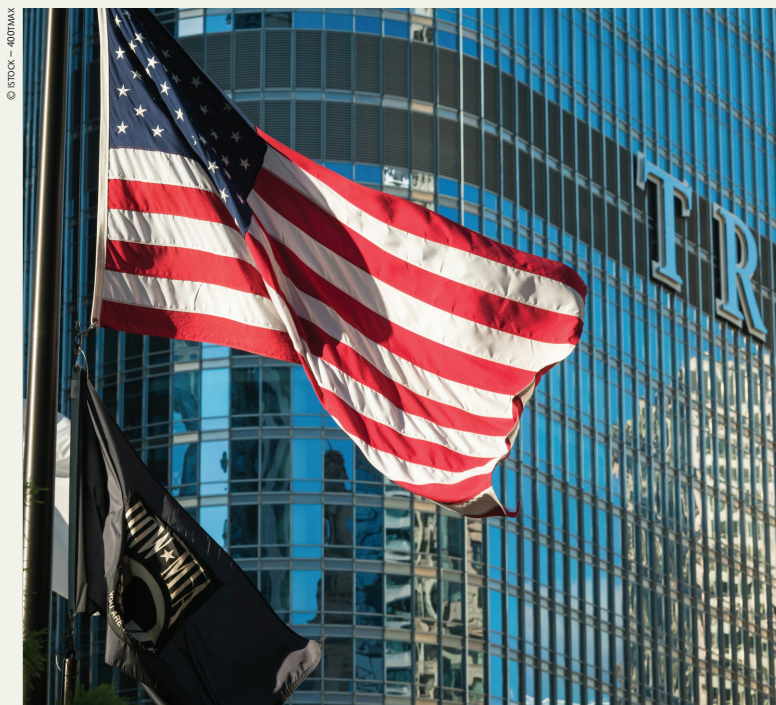
La prassi di seguire una regola monetaria è stata definitivamente accantonata dal presidente Ben Bernanke dopo la Grande Crisi, per affrontare un'emergenza che proprio l'abbandono della regola monetaria ha contribuito a creare. La presidente Janet Yellen ha poi purtroppo reso sistematico il compor-

sia sempre meno guida e sempre più passeggera rispetto a tali umori.

E purtroppo l'autoreferenzialità crea danni all'economia, non solo americana. L'autoreferenzialità della politica monetaria è una forma di incertezza della politica economica, che è ormai diventata una tossina per la crescita. Un indice dell'incertezza da politica economica nei paesi avanzati mostra che tale tossina, nel periodo 2011-16, è cresciuta del 60 per cento rispetto ai precedenti quindici anni e perfino del 22 per cento rispetto al 2008-2009. Di certo la politica monetaria della Fed, almeno fino al novembre 2016, ha dato un contributo all'incertezza.

Trump: Candidato o Presidente, Repubblicano o Populista?

Eletto il nuovo Presidente, quali sono i possibili scenari, soprattutto in termini di maggiore o minore (in)certezza, e quindi di (de-) crescente stabilità macroeconomica? Fondamentale sarà capire quale sarà l'atteggiamento che Donald



Il conservatorismo monetario più moderato tende a coincidere con la richiesta di un ritorno a un profilo normale dei tassi di interesse

Trump deciderà di tenere, almeno nei primi cento giorni del suo mandato. I bivi sono due, tra loro intrecciati.

Da un primo punto di vista, Donald Trump può scegliere di continuare a fare il Candidato, ovvero iniziare ad agire come Presidente. Perseverare in atteggiamenti da Candidato potrebbe voler dire trasformare in fatti concreti delle dichiarazioni volte a mostrare una rottura rispetto a regole, formali e/o sostanziali, che hanno finito per caratterizzare la Presidenza degli Stati Uniti. Nel campo monetario tali regole implicano il rispetto dell'indipendenza della banca centrale, ancorché tale indipendenza – come sopra argomentato – non sia particolarmente forte. Se Trump volesse continuare a fare il Candidato, il risultato sarebbe una sistematica pressione sul governo della politica monetaria, esercitata con dichiarazioni, ma anche con atti concreti, come per esempio l'elezione nel 2017 di due membri del consiglio della Fed sensibili agli

obiettivi della politica presidenziale. L'effetto più estremo di una tale pressione potrebbe essere quello di spingere l'attuale presidente della Fed a lasciare in anticipo, in modo più o meno traumatico, il suo incarico, che scade nel 2018. Va ricordato che il Trump Candidato nei mesi scorsi ha affermato che non avrebbe rinnovato il mandato alla Yellen. Al contrario, Trump potrà decidere di comportarsi nei confronti della Fed e del suo presidente nel solco dei binari seguiti da ultimo da Barack Obama nei suoi otto anni di mandato, cioè rispettare il perimetro di autonomia della Fed.

Da un secondo punto di vista, Donald Trump deve decidere se fare il Repubblicano o il Populista. Nel perimetro della politica monetaria, essere Repubblicano significa avere una posizione chiara in termini di disegno della strategia: la Fed deve seguire delle regole di condotta, riducendo al minimo la discrezionalità. L'attenzione alle regole di politica monetaria è storicamente un atteggiamento considerato coe-

rente con posizioni da conservatori, che caratterizzano i Repubblicani. Nelle sue posizioni più estreme, la preferenza dei Repubblicani per le regole si è espressa nei termini di un desiderio per il ritorno del *Gold Standard*; lo stesso Trump ha fatto accenno a tale posizione.

In questo momento congiunturale, il conservatorismo monetario più moderato tende però a coincidere con la richiesta di un ritorno a un profilo normale dei tassi di interesse, cioè di allontanarsi dal pavimento dei tassi nulli, o addirittura negativi (come è il caso dell'Area Euro, nonché di Giappone, Svezia, Danimarca, Svizzera e Ungheria). Il ripristino di una regola monetaria si intreccia con la convinzione che la normalizzazione dei tassi di interesse sia l'unica medicina davvero efficace per far ritornare stabilmente la dinamica della crescita e dell'inflazione in territorio positivo; in altri termini, per combattere credibilmente il rischio della stagnazione occorre convincere i mercati che la situazione congiunturale sta tornando normale, cioè con tassi di interesse positivi.

L'atteggiamento Populista è antagonista rispetto alla posizione conservatrice, o se si vuole dei poteri costituiti. Nella politica monetaria, dunque, l'opposto del conservatorismo è la preferenza per politiche monetarie discrezionali e tendenzialmente attive: il rischio stagnazione si deve combattere con politiche monetarie ultraespansive. Se si pensa sia al dibattito americano sia a quello europeo, il populismo, sia esso cosiddetto «di destra» o «di sinistra», è infatti molto critico nei confronti del rigore monetario, che metterebbe in primo piano appunto gli interessi delle «classi dominanti», più abbienti e scolari, rispetto a quelli delle classi economicamente e socialmente più deboli. Non c'è traccia di populismo a favore della disciplina monetaria. Quindi il populista – più o meno

consapevolmente – tende a preferire le politiche monetarie discrezionali ed espansive. Ovviamente, questo non significa che tutti coloro favorevoli all'attivismo e all'allentamento monetario siano populistici.

Gli scenari futuri della Presidenza Trump

Se ora mettiamo insieme i due possibili atteggiamenti nei confronti della politica monetaria e della Fed, possiamo dire che fino alle elezioni Donald Trump è stato un Candidato Repubblicano: aggressioni verbali contro il presidente della Fed, accusato di politicizzazione dell'azione monetaria, cioè di essere troppo discrezionale e troppo attivista, con il risultato di avere tassi di interesse troppo bassi per troppo tempo.

Per i mesi successivi, gli scenari diventano quattro. Un Trump che continua a fare il Candidato Repubblicano implica per la politica monetaria comunque un effetto instabilità: non rispettare l'indipendenza della Fed per imporre una normalizzazione dei tassi di interesse con tempi e modi coerenti con il ciclo politico e non con quello economico sarebbe verosimilmente un catalizzatore di volatilità, dei tassi di interesse come dell'andamento del dollaro.

Allo stesso modo, però, non si può escludere che Trump si comporti da Candidato Populista, se le esigenze di politica economica – per esempio legate al finanziamento di una politica fiscale fatta di maggiori spese e di taglio alle tasse – doves-

sero suggerirgli che lo scenario monetario a lui più favorevole è quello di tassi di interesse anche molto bassi. Anche in questo caso, il non rispetto dell'indipendenza della Fed, ancorché esercitato in senso opposto rispetto alla dinamica dei tassi di interesse, può essere fattore di instabilità.

Se Trump deciderà invece di fare il Presidente, l'effetto più probabile è una maggiore stabilità. Se a un atteggiamento istituzionale si accoppiasse un profilo Repubblicano, il rispetto dell'autonomia della Fed potrebbe essere compatibile con iniziative legislative volte ad accrescere il diritto-dovere della banca centrale di seguire delle regole di condotta. Per esempio, potrebbe fare passi avanti un'iniziativa di legge repubblicana, presentata nei mesi scorsi, volta a chiedere alla Fed di dotarsi di una regola di condotta e di renderne conto di fronte alle camere legislative, lasciando alla banca centrale l'autonomia di scegliere tale regola.

Trump potrebbe infine essere un Presidente Populista, e auspicare – senza imporlo – un prolungamento dell'attivismo accondiscendente che ha contraddistinto finora la politica della Yellen; l'effetto su tassi e valore del dollaro sarebbe minori probabilità di scosse verso l'alto sia dei rendimenti sia dell'andamento del cambio, ma comunque soggetto all'autoreferenzialità della Yellen.

Tirando le somme sulla politica monetaria, e visto dall'Europa, sembrerebbe auspicabile un Donald

Trump che si comporti da Presidente, con i conseguenti vantaggi netti in termini di stabilità; vantaggi che aumenterebbero se l'atteggiamento fosse Repubblicano e non Populista.

Ma il quadro complessivo deve tenere conto di altre due incognite: la politica delle regole finanziarie e quella fiscale. Nella regolamentazione finanziaria, il Repubblicano medio amerebbe un ritorno alle regole pre-crisi del 2008, vale a dire ripudiare la legge Dodd Frank del 2010 promossa da Barack Obama; il Populista medio vorrebbe una riforma ancor più radicale su Wall Street. In termini di stabilità complessiva, essendo entrambi i percorsi – di restaurazione o di ulteriore riforma – rischiosi, forse uno status quo è la soluzione più auspicabile. Riguardo alla politica fiscale, l'atteggiamento del Candidato Trump è stato molto Populista e poco Repubblicano, annunciando un aumento della spesa pubblica accompagnato da una riduzione fiscale. Una tale politica fiscale sarebbe molto rischiosa, con effetti tutti da scoprire anche in termini di interazione con la politica monetaria.

Alla fine, l'unico auspicio possibile è che Donald Trump assuma l'orizzonte temporale di un Presidente, quindi lontano dagli eccessi del populismo e del conservatorismo radicale. Ci riuscirà? ■

Esplora **e&m**PLUS su
www.economiaemangement.it



Donato Masciandaro

è professore di Economia Politica all'Università Bocconi con cattedra di Economia della Regolamentazione Finanziaria, nonché Direttore del Dipartimento di Economia e Presidente del Centro Baffi Carefin nella stessa Università. Laureato in Discipline Economiche e Sociali presso l'Università Bocconi, è stato Visiting Student presso la London School of Economics. Ha svolto attività di ricerca per l'FMI, l'Inter-American Development Bank, l'ONU. Attualmente svolge attività di ricerca per la World Bank. È editorialista del *Sole 24 Ore*. La sua ricerca riguarda l'economia monetaria, l'economia della regolamentazione finanziaria, l'economia dei mercati finanziari illegali.

donato.masciandaro@unibocconi.it