



© STOCK - TRAVELETTI 16

Yellen, Trump e la strategia (perdente) del sughero

Le politiche della presidente della Fed si sono caratterizzate per l'assenza di una regola monetaria, ruotando invece attorno all'obiettivo di «galleggiare»

di Donato Masciandaro

«**R**imarrò fino alla fine del mio mandato a febbraio [...] e non ho nulla da aggiungere sul mio futuro». Lo scorso giugno la presidente della banca centrale americana (Fed) Janet Yellen aveva utilizzato queste parole per mandare un messaggio all'attuale inquilino della Casa Bianca Donald Trump: nei prossimi mesi non pensare di poter

condizionare la politica monetaria senza dover cercare accordi, oppure trovare scontri, con me. L'accordo alla fine non è stato trovato, ma il messaggio rimane.

La dinamica dei rapporti tra il presidente della Fed e quello degli Stati Uniti è da sempre un'efficace cartina al tornasole per comprendere i rapporti tra la banca centrale, il potere esecutivo e quello legislativo, cioè il Congresso. La personalizzazione della politica del-

la Fed è da un lato effetto del disegno delle regole che caratterizza da sempre gli Stati Uniti, e dall'altro può spiegarne strategia e tattica, compresa la «finta normalizzazione» della politica monetaria che a partire sempre da giugno ha monopolizzato l'attenzione di media e mercati. La finta normalizzazione si capisce solo se si comprende che è stata una mossa nella più complessa scacchiera del gioco dei rapporti tra Ms. Yellen e Mr. Trump,

© Egge SpA - TUTTI I DIRITTI SONO RISERVATI

con il Congresso a fare da convitato di pietra.

Le regole della Fed

L'origine di tutto è nel disegno delle regole: la Fed nasce come un'istituzione relativamente debole, rispetto al governo e al Congresso. Le ragioni sono soprattutto e almeno due. La prima debolezza è che il ruolo e le responsabilità della banca centrale sono definite dal suo statuto, che è una semplice legge dello Stato, quindi modificabile in qualunque momento da un qualunque Congresso; niente a che vedere – giusto per fare un esempio a noi vicino – alla forza della Banca Centrale Europea (BCE), i cui pilastri sono fondati in un Trattato che coinvolge una pluralità di istituzioni politiche, nazionali e sovranazionali, e quindi – almeno sulla carta – più difficile da scardinare o minacciare.

La seconda debolezza è che l'obiettivo della Fed è gracile per definizione, in quanto indefinito: nel-

lo statuto originale del 1913 la missione della Fed è quello di garantire genericamente «l'elasticità» dell'offerta di moneta, senza individuare uno specifico obiettivo macroeconomico. Anche qui balza agli occhi la differenza con la BCE, che ha un mandato prioritario, ancorché non esclusivo: la stabilità monetaria.

Le due debolezze istituzionali aiutano così a raccontare la storia della Fed come quella di una banca centrale in cui la personalizzazione della politica monetaria è divenuta una chiave importante per comprendere i rapporti tra l'autorità monetaria e i suoi interlocutori politici, soprattutto se insediati alla Casa Bianca. Per cui l'evoluzione della Fed – dopo il periodo iniziale in cui l'obiettivo primario era nei fatti tutelare la stabilità banca-

ria – diviene fino agli anni Settanta un racconto delle relazioni tra il Presidente degli Stati Uniti e il presidente della Fed, in cui spesso il primo ha la necessità di piegare l'obiettivo della stabilità monetaria alle esigenze di bilancio della sua amministrazione, per ragioni ideologiche e/o elettorali, e il secondo può resistere o abbozzare, a seconda del carattere e/o delle convenienze. È quindi un racconto interessante, visto che l'attuale inquilino della Casa Bianca ha annunciato una politica fiscale che – in quanto evidentemente prociclica – ha tutte le caratteristiche per andare in conflitto con una politica monetaria della Fed che dovrebbe – alla luce di quello che finora sappiamo della di-

per evitare i rischi bolle – inflazionistiche e/o finanziarie – che tale accondiscendenza potrebbe provocare. Il conflitto personale tra Johnson e Martin ci fu, ma la debolezza istituzionale della Fed non consentì a Martin una resistenza – se non episodica – alla monetizzazione di deficit e debito, con relativa inflazione. Per cui Martin si guadagnò la riconferma, proprio grazie a Johnson.

E torna anche alla mente il non conflitto che invece non contrappose nel 1972 il Presidente Richard Nixon al banchiere centrale Arthur Burns: il primo aveva bisogno di una politica monetaria espansiva, per tener bassi i tassi, far sorridere allo stesso tempo imprenditori e consumatori indebitati, e quindi

provare a rivincere le elezioni; il secondo fece quello che il primo gli chiedeva, come testimoniano le relative intercettazioni emerse a seguito del famoso scandalo Watergate, con tanto di incriminazione dell'allora Presidente. Da quelle intercet-



tazioni emerge un Burns molto attento a seguire i desideri di Nixon riguardo la condotta della politica monetaria. Nixon era preoccupato per l'esito delle primarie del febbraio 1972, e chiedeva a Burns una politica monetaria ultrasensitiva nei mesi precedenti l'elezione, aggiungendo poi che da aprile avrebbe potuto fare tutto quello che voleva. Il Presidente voleva da Burns un atteggiamento più cooperativo di quello che aveva caratterizzato il suo predecessore, guarda caso il sopra citato Martin. Nelle conversazioni tra il Presidente e il banchiere centrale emerge anche la necessità di salvare la forma dei loro rapporti, in nome di quello che Nixon chiama «il mito dell'indipendenza della Fed», caro soprattutto – ma non solo – ai membri del Congresso.

namica del ciclo economico – evitare di esserlo.

Per cui torna alla mente il conflitto che contrappose nel 1965 il Presidente Lyndon B. Johnson al banchiere centrale William Martin: il primo aveva bisogno di una politica monetaria accomodante per finanziare una politica fiscale espansiva – che includeva anche i costi della guerra del Vietnam – il secondo ne temeva gli effetti destabilizzanti. A Martin è attribuita la frase – famosa tra chi studia la politica monetaria – che definisce il compito non facile del banchiere centrale: portare via le bevande quando le feste entrano nel vivo, per evitare gli eccessi dell'alcol. Traduzione: la banca centrale deve evitare di assecondare il desiderio di politici e mercati di avere sempre e comunque liquidità in abbondanza,

per evitare i rischi bolle – inflazionistiche e/o finanziarie – che tale accondiscendenza potrebbe provocare. Il conflitto personale tra Johnson e Martin ci fu, ma la debolezza istituzionale della Fed non consentì a Martin una resistenza – se non episodica – alla monetizzazione di deficit e debito, con relativa inflazione. Per cui Martin si guadagnò la riconferma, proprio grazie a Johnson.



Fino a novembre Trump si è comportato nei confronti della Fed nel solco dei binari tracciati da ultimo da Barack Obama

Per chi ha memoria, anche intercettazioni e ipotesi di incriminazione non sono dunque una novità. Come non fu una novità che il banchiere centrale Burns, che aveva fatto quello che la politica gli aveva chiesto, rimase presidente della Fed fino al 1978.

Trump e la Fed

Oggi dunque alcune similitudini si sono riproposte. Innanzitutto, abbiamo nuovamente avuto di fronte un banchiere centrale istituzionalmente debole – la Yellen – e il Presidente Trump, con l'unico possibile argine alla discrezionalità del Presidente rappresentato dal Congresso; in secondo luogo, potremmo avere una politica fiscale pro-

ciclica che può entrare in conflitto con il dovere della politica monetaria di non essere destabilizzante.

All'inizio di quest'anno, su queste pagine, avevamo provato a immaginare quali avrebbero potuto essere gli scenari dei rapporti tra la Yellen e il neo eletto Presidente Trump (1). Ne avevamo individuati quattro, che ricordiamo. I quattro scenari nascevano da due bivi, tra loro intrecciati.

Da un primo punto di vista, Donald Trump avrebbe dovuto decidere se continuare a fare il Candidato, ovvero agire come Presidente. Continuare con atteggiamenti da Candidato avrebbe voluto 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 – sia debole. Con un Trump in postura da Candidato, ci saremmo potuti aspettare una sistematica pressione sul governo della politica monetaria, esercitata con dichiarazioni, ma anche con atti concreti, come per esempio l'elezione – che deve ancora avvenire – di quattro membri del consiglio della Fed sensibili agli obiettivi della politica presidenziale. Va ricordato che il Trump Candidato del 2016 aveva affermato che non avrebbe rinnovato il mandato alla Yellen – come poi alla fine ha fatto.

Questo atteggiamento da Candidato non si è manifestato, almeno fino a novembre. Fino ad allora Trump si è comportato nei confronti della Fed e del suo presidente nel solco dei binari tracciati da ultimo da Barack Obama nei suoi otto anni di mandato, cioè rispettare il perimetro di autonomia della banca centrale.

Da un secondo punto di vista, Donald Trump doveva 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'atteggiamento Populista è antagonista rispetto alla posizione conservatrice, o se si vuole dei poteri costituiti. Quindi il Populista – più o meno consapevolmente – tende a preferire le politiche monetarie discrezionali ed espansive. Su questo secondo aspetto il Presiden-

(1) D. Masciandaro, «L'America, il dollaro e noi», *Economia & Management*, n. 1, 2017, pp. 48-51.

te Trump ha continuato a mantenere un atteggiamento agnostico, non assumendo esplicite posizioni sulla condotta della politica monetaria. Per cui l'ipotesi di una possibile rielezione della Yellen è rimasta in piedi fino alla fine di ottobre. In giugno, per esempio, un sondaggio di Bloomberg tra i cosiddetti Fed Watcher assegnava una probabilità del 30 per cento alla Yellen di essere rieletta nel 2018. A luglio Trump ha compiuto un atto coerente con un approccio Repubblicano, nominando un «falco» – Randal Quarles, così definito per alcune pubbliche dichiarazioni a favore di una minore discrezionalità della Fed – come vice presidente della banca centrale; la scelta non è sembrata però all'epoca decisiva per definire l'atteggiamento dell'ondivago Presidente.

Sempre a partire da giugno, inoltre, è emerso un elemento di differenza nella posizione complessiva del Presidente: Johnson e Nixon, al momento della «dialettica» con la Fed, non erano certo nel frangente di relativa debolezza che ha caratterizzato il Presidente Trump a causa della vicenda Russiagate.

La condotta della Yellen

Rimane da definire la condotta dell'odierno banchiere centrale: quale è stato l'atteggiamento della Yellen – schiena dritta alla Martin, o scelte accomodanti alla Burns? Fino alla fine la politica della Yellen è stata quella del sughero: galleggiare. La politica del sughero può essere spiegata guardando alla strategia e alla tattica della politica monetaria.

Partendo dalla strategia, il comportamento di un banchiere centrale rispetto alla congiuntura può essere classificato guardando al dilemma tra regole e discrezionalità. Il principio di base è che la condotta del banchiere centrale fa da bussola per i mercati; per cui l'esistenza di una regola di condotta stabi-

lizza le aspettative, quindi l'economia nel suo contempo. Allo stesso tempo, però, la congiuntura economica è caratterizzata da shock imprevedibili, per cui anche una certa flessibilità di comportamento del banchiere centrale può essere auspicabile. Il punto di equilibrio che ciascun banchiere sceglierà dipende allora dall'esistenza o meno di una regola monetaria, e da quanto flessibile essa sia.

Per essere concreti, e assumendo che lo strumento della politica monetaria sia il tasso di interesse, a un estremo abbiamo la completa discrezionalità: il tasso di interesse viene definito di volta in volta, senza alcun riferimento a una regola *ex ante*. All'altro estremo teorico ab-

biamo la regola fissa: il tasso di interesse è fissato una volta per tutte, e si lascia al mercato la definizione dell'andamento delle grandezze monetarie e creditizie; si pensi a un piccolo Paese che agganci il proprio tasso di cambio in modo automatico e irreversibile al tasso di cambio di un grande Paese. Tra i due estremi vi sono due situazioni intermedie: il banchiere centrale adotta una regola monetaria flessibile, per cui il tasso di interesse è correlato allo scostamento delle variabili macroeconomiche principali rispetto ai target del Paese in esame. Oppure il banchiere centrale adotta una «flessibilità della regola flessibile»; la dinamica del tasso di interesse può essere sì associata a una regola,

La Fed della Yellen è stata caratterizzata dalla massima discrezionalità



che però può cambiare. La Fed della Yellen è stata caratterizzata dalla massima discrezionalità; questo ha consentito alla Yellen di poter giustificare *ex post* qualunque condotta, e anche di poterla cambiare in qualunque momento. Il che significa che con il Presidente Trump si poteva andare allo scontro, ma anche provare a trovare un accordo.

La Fed e la regola monetaria

La completa assenza di regole nella definizione della strategia della Yellen ha trovato conferma nel fatto che la Fed è ancora oggi una banca centrale «orba», in termini di obiettivi. Infatti il mandato duale implicherebbe la definizione di target sia per l'inflazione sia per l'occupazione; il primo esiste – dal gennaio 2012 corrisponde al due per cento –, ma il secondo no, adducendo come ragione – debole – che è difficile trovare un target adeguato. Aggiungiamo anche che,

per confondere ulteriormente le acque, in giugno la stessa Yellen ha aperto il dibattito sull'opportunità di modificare il target inflazionistico, aumentandolo al quattro per cento. Un'apertura assolutamente inopportuna, almeno da due punti di vista. Da un punto di vista istituzionale, una banca centrale con un consiglio in parte da rinnovare e un presidente in scadenza non apre un dibattito sulla strategia di medio-lungo periodo. Dal punto di vista tecnico, solleva più di una perplessità il fatto che una banca centrale incapace negli ultimi anni di raggiungere il target del due per cento possa divenire più credibile attraverso l'annuncio che il target viene innalzato. Va sottolineato che poi in luglio la politica del sughero della Yellen è stata confermata dal fatto che – di fronte al Congresso – la presidente ha escluso che la Fed stia considerando un cambio del target inflazionistico.

Lo scorso luglio la Fed, nel suo rapporto semestrale sulla politica monetaria, ha ribadito la sua ostilità alle regole monetarie. Nel documento da un lato si riconosce che le regole monetarie aumentano la prevedibilità dell'azione della banca centrale, contribuendo positivamente alla stabilità macroeconomica. Dall'altro lato se ne elencano i difetti, sottolineando che la regola monetaria:

- a. non può cogliere la complessità dell'economia statunitense;
- b. non considera target macro diversi da quelli dell'inflazione e della crescita economica, come la stabilità finanziaria;
- c. i target macro sono di difficile misurabilità;
- d. la sua definizione non è univoca, in quanto la letteratura ne ha proposte almeno cinque;
- e. non prende in considerazione la percezione del rischio che è correlato a ciascuna scelta monetaria.

La Fed ha tenuto in considerazione l'esistenza delle regole monetarie, ma non le ha ritenute vincolanti



© ISTOCK - FRANCOIS PONTIER

© Egea SpA - TUTTI I DIRITTI SONO RISERVATI

Per cui la Fed della Yellen ha tenuto in considerazione l'esistenza delle regole monetarie, ma non le ha ritenute vincolanti per le sue scelte.

La posizione della Fed colpisce sotto almeno tre punti di vista. Innanzitutto ha trascurato completamente l'analisi dei costi e benefici politici nell'aver una regola monetaria, che è invece verosimilmente il suo fondamento più solido. In secondo luogo, tutti i difetti sarebbero superabili attraverso una scelta della Fed di una precisa regola monetaria, rivedibile secondo il meccanismo dell'«adeguati o spiega» (la Fed dovrebbe semplicemente spiegare *ex post* la sua aderenza o meno alla regola, secondo meccanismi di *accountability*). Infine è interessante il riferimento alla rilevanza della propensione al rischio del decisore della politica monetaria, tenendo conto che la più recente analisi sulla dinamica delle scelte dei banchieri centrali fa riferimento al ruolo dei fattori psicologici – come l'avversione alle perdite – per spiegare i loro concreti comportamenti.

La strategia del sughero

La politica del sughero trova il suo completamento nella tattica che la Fed ha seguito: si annuncia un ritorno alla normalità dei tassi di interesse e nelle caratteristiche del bilancio della banca centrale, ma i fatti hanno detto che l'azione monetaria è rimasta espansiva: basta guardare i tassi reali, effettivi

e attesi, e la crescita, effettiva e attesa, delle grandezze creditizie e finanziarie.

A luglio la strategia del sughero ha registrato una nuova mossa: la Yellen lasciava intravedere un arresto della politica di normalizzazione dei tassi di interesse, ben sapendo che i mercati finanziari avrebbero applaudito. La ricetta è stata sempre la stessa: grazie all'eccesso di discrezionalità in cui può operare, basta essere ambigui con le parole, e poi ci penserà Wall Street a trasformare l'opacità della banca centrale in oscillazioni del dollaro, dei tassi e degli scambi azionari.

L'episodio di luglio è anche un buon esempio di come l'analisi dell'interazione tra le banche centrali e i mercati finanziari debba utilizzare non solo gli strumenti tradizionali dell'analisi economica, ma anche quelli più recenti dell'economia comportamentale. L'economia comportamentale suggerisce di prestare attenzione ai fenomeni in cui gli operatori o i mercati si muovono con una logica che appare distorta rispetto a quella classica. L'esempio di luglio rientra nella cosiddetta preferenza per le conferme (*confirmation bias*): dato un insieme di informazioni, chi ascolta seleziona solo quello che conferma i suoi giudizi «a priori», siano essi desideri o aspettative. La presidente Yellen, durante un'audizione di fronte al Congresso, non disse nulla di sostanzialmente diverso da quello che la Fed aveva ufficialmente co-

municato ai mercati nelle settimane precedenti, tranne che per il fatto di piazzare qua e là qualche affermazione ambigua, tipo «che oggi la probabilità che l'economia americana vada meglio o peggio di come sta andando sono esattamente 50 e 50».

Una simile affermazione può essere una sconcertante banalità, oppure il grilletto che innesca l'incertezza rispetto alla dinamica inflazionistica, e quindi all'atteggiamento della politica monetaria. Ma se la Yellen aumenta l'incertezza, ecco che la preferenza per le conferme che i mercati hanno in favore di un proseguimento dell'eccesso di liquidità prende il sopravvento. Il galleggiamento è proseguito anche a fine agosto, quando nel tradizionale incontro di Jackson Hole la Yellen ha evitato ogni riferimento alla condotta di politica monetaria. I generici riferimenti alla necessità di non indebolire il disegno della regolamentazione finanziaria – da taluni interpretata come una critica all'approccio del Presidente Trump a favore invece della deregolamentazione – sono sembrati più di forma che di sostanza.

Alla fine il galleggiamento non è servito alla Yellen per essere riletta; ma senza dubbio è costato all'economia statunitense e mondiale in termini di maggiore incertezza macroeconomica. ■

Esplora **e&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