



Corso di laurea in Scienze Politiche

Cattedra di Macroeconomia

*Il dual mandate* della Federal Reserve:  
le implicazioni per il mercato del lavoro  
e le sfide recenti della politica monetaria  
statunitense

Prof. Alberto Petrucci

---

RELATORE

Margherita D'Andrea – Matr. 100242

---

CANDIDATO

Anno Accademico 2023/2024

## Indice

Introduzione.....	3
Capitolo primo - Una definizione del <i>dual mandate</i> della Federal Reserve.....	5
1.1. Struttura e obiettivi del Federal Reserve System .....	5
1.2. Il mandato della stabilità dei prezzi.....	9
1.1.1. Un confronto tra gli indicatori macroeconomici per l'inflazione .....	10
1.1.2. Il controllo dell'inflazione .....	11
1.2.3. Il ruolo delle aspettative .....	18
1.2.4. I costi sociali dell'inflazione .....	20
1.3. Il mandato dell'occupazione .....	22
1.3.1. L'evoluzione storica del concetto di <i>maximum employment</i> .....	22
1.3.3. Una definizione di <i>maximum employment</i> .....	26
Capitolo secondo - La realizzazione del <i>dual mandate</i> .....	30
2.1. Dal <i>money targeting</i> all' <i>inflation targeting</i> .....	30
2.1.1. Le premesse all'esperimento monetarista della Federal Reserve .....	30
2.1.2. Gli anni del <i>money targeting</i> (1979-1982) .....	33
2.1.3. Il regime di <i>inflation targeting</i> .....	42
2.2. La regola di Taylor .....	43
2.2.2. I limiti della regola di Taylor e il problema delle aspettative.....	46
2.3. <i>Money targeting</i> e <i>inflation targeting</i> : il ruolo dello <i>stock market</i> .....	49
Capitolo terzo - Le sfide recenti della politica monetaria negli Stati Uniti .....	53
3.1. La Grande Recessione: dal paradigma della crisi alle prospettive di ripresa per il mercato del lavoro e il sistema finanziario .....	53
3.1.1. La risposta della Federal Reserve: politica monetaria non convenzionale .....	57
3.1.2. L'impatto della recessione sul mercato del lavoro.....	62
3.1.3. Le responsabilità della Federal Reserve per la stabilità finanziaria .....	66
3.2. L'interpretazione attuale del <i>dual mandate</i> e il ruolo della politica monetaria nel contesto recente .....	69

3.2.1. Analisi sulla validità attuale della Curva di Phillips per gli Stati Uniti.....	69
3.2.2. Analisi sulle ipotesi del tasso naturale di disoccupazione .....	71
Conclusioni.....	84
Bibliografia.....	88

## Introduzione

Il mandato di politica monetaria che il Congresso degli Stati Uniti d'America ha affidato al Federal Reserve System nel 1913 si compone di una molteplicità di responsabilità per la banca centrale, che riguardano il controllo di variabili macroeconomiche distintive di un'economia avanzata come quella statunitense, la stabilità dei prezzi, l'elevata occupazione, un tasso di crescita sostenuto dell'attività economica, la stabilità del sistema finanziario, la riduzione della volatilità dei tassi di interesse a lungo termine e la stabilità del mercato valutario. Pur avendo una natura variegata, la prassi della Federal Reserve si è da sempre orientata in maniera peculiare su due dei sei obiettivi finali di politica monetaria dichiarati all'interno dello Statuto, la stabilità dei prezzi e il *maximum employment*. Questa particolare enfasi trova conferma anche nella modifica normativa del Federal Reserve Act (1977) e nella promulgazione del Full Employment and Balanced Growth Act (1978), circostanze che hanno segnato la comparsa dell'espressione *dual mandate*, utilizzata per puntualizzare la centralità degli obiettivi di inflazione e di massima occupazione nell'operato della Federal Reserve. Se, da una parte, non si riscontrano ostacoli significativi nell'interpretazione del mandato della stabilità dei prezzi, d'altro canto comprendere l'intenzione del Congresso e della Federal Reserve riguardo al *maximum employment* pone alcune sfide ulteriori, per via della difficoltà nel racchiudere un concetto particolarmente ampio in una definizione specifica. Pertanto, volendo approfondire le modalità in cui i due obiettivi fondanti del *dual mandate* vengono coniugati nelle decisioni di politica monetaria, risulta essenziale superare questa indeterminatezza formale nella definizione ed esplorare come la Federal Reserve dà concreta interpretazione al mandato occupazionale.

Il fine primario di questa ricerca si rinviene nel tentativo di indagare l'intensità del ruolo della politica monetaria fondata sul *dual mandate* nell'influenzare l'andamento dinamico dell'economia statunitense, anche in circostanze di crisi, nel rispetto dei limiti di competenza formalizzati dal Federal Reserve Act. La trattazione prende avvio con una panoramica introduttiva sul Federal Reserve System, in cui si illustrano l'organizzazione, le funzioni e il riparto delle competenze tra le componenti principali che collaborano in sinergia all'interno di tale organismo complesso, il Board of Governors, le dodici Federal Reserve Banks locali e la Federal Open Market Committee (FOMC). Questo inquadramento di

carattere teorico-istituzionale è necessario per avanzare con l'approfondimento sui due pilastri del *dual mandate*, procedendo a spiegare innanzitutto le modalità con cui le banche centrali possono esercitare un controllo sul tasso di inflazione, misura privilegiata per la valutazione dell'obiettivo della stabilità dei prezzi. Per quanto concerne il mandato occupazionale, invece, si ritiene che la comprensione delle sue peculiarità debba derivare da un'osservazione della sua evoluzione nel corso dell'attività della Federal Reserve lungo gli anni. Le premesse poste in questa prima parte della ricerca forniscono il fondamento per un'analisi più mirata sull'effettiva implementazione degli obiettivi di politica monetaria nel contesto statunitense. Dunque, nell'ambito del capitolo secondo si discuterà dei differenti regimi di politica monetaria di cui la Federal Reserve ha avuto esperienza in passato e che continua a seguire attualmente. Su un versante si analizzerà il *money targeting*, che assume come base una regola di politica monetaria incentrata sul controllo del tasso di crescita dell'offerta di moneta della banca centrale; dall'altro lato si evidenzierà come tale approccio, attivo negli Stati Uniti tra il 1979 e il 1982, ha mostrato chiare criticità in merito al complesso di obiettivi finali in capo alla Federal Reserve, favorendo a partire dalla seconda metà degli anni Ottanta un regime di politica monetaria conosciuto come *inflation targeting*, il quale prevede che l'autorità monetaria ponga un controllo diretto sul tasso di interesse nominale di breve periodo. In questo contesto saranno discussi gli elementi favorevoli e i limiti di una regola sul tasso di interesse elaborata da John Taylor, che le banche centrali tipicamente tengono presente nella definizione della propria policy. Da ultimo, si sceglie di dedicare il capitolo terzo allo scenario in cui si è inserita l'azione della Federal Reserve nei tempi più recenti, con uno sguardo particolare al contesto critico della Grande Recessione, iniziata nel 2007, e alle prospettive di rinnovamento ne sono derivate sia per gli strumenti della politica monetaria sia per il mercato del lavoro e quello finanziario. In modo particolare, verrà messo in evidenza che al centro del dibattito accademico degli ultimi anni si pone un'importante questione circa le capacità della politica monetaria di apportare effetti non solo temporanei, ma anche di lungo periodo, tanto sulle variabili economiche nominali quanto su quelle reali. Il quadro risultante consentirà di ipotizzare conclusioni stimolanti in merito al notevole grado di potenzialità delle azioni della Federal Reserve in un contesto di *inflation targeting* come quello attualmente praticato negli Stati Uniti.

## Capitolo primo

### Una definizione del *dual mandate* della Federal Reserve

#### 1.1. Struttura e obiettivi del Federal Reserve System

Il Federal Reserve System è la banca centrale degli Stati Uniti d'America. Il fondamento giuridico della sua azione si rinviene nel Federal Reserve Act, Statuto redatto dal Congresso e firmato dal Presidente Thomas Woodrow Wilson nel 1913, e in successivi documenti e atti legislativi che hanno rimodulato il suo mandato istituzionale alla luce delle esigenze intertemporali dello scenario economico statunitense.

Il Congresso, nel momento dell'istituzione della Fed, rigettò la concezione di un'unica banca centrale per gli Stati Uniti, prediligendo piuttosto l'idea di un sistema federale che rispecchiasse l'articolazione costituzionale del Paese<sup>1</sup>. Per questa ragione, lo Statuto predispone per la Fed una configurazione istituzionale che fa perno su tre differenti entità<sup>2</sup>: il Federal Reserve Board of Governors, le dodici Federal Reserve Banks e la Federal Open Market Committee (da qui in poi, FOMC). Il Federal Reserve Board of Governors è l'organo apicale del sistema, un'agenzia indipendente del governo federale, legata al Congresso da un rapporto di diretta responsabilità. Tale connotazione si evince anche dalla procedura di designazione dei suoi sette membri, nominati dal Presidente degli Stati Uniti e confermati dal Senato secondo una ciclicità regolare che coincide con un mandato, non rinnovabile, della durata di quattordici anni<sup>3</sup>. Il Board of Governors è incaricato di fornire orientamento generale alle operazioni condotte dalle Reserve Banks, con cui condivide anche la responsabilità di supervisione di talune istituzioni finanziarie<sup>4</sup>. È tenuto inoltre a garantire che le istanze dei consumatori siano ascoltate presso la banca centrale, in un'ottica di protezione di questi e di sviluppo della comunità<sup>5</sup>.

---

<sup>1</sup> Si veda: Santomero (2002), pag. 1

<sup>2</sup> Si veda: Board of Governors (2021), pag. 2

<sup>3</sup> *Ivi*, pag. 8

<sup>4</sup> Si veda: Federal Reserve Act (1913), sezione 6

<sup>5</sup> *Ivi*, sezione 7

Le unità operative del sistema Fed sono rappresentate dalle dodici Reserve Banks locali, dislocate sul territorio statunitense (Boston, New York, Philadelphia, Cleveland, Richmond, Atlanta, Chicago, St. Louis, Minneapolis, Kansas City, Dallas, San Francisco). Le Fed locali contribuiscono alla realizzazione delle funzioni del sistema supervisionando le banche di ciascuno stato membro, prestando liquidità agli istituti di deposito, fornendo servizi legati al sistema dei pagamenti del paese e sorvegliando talune istituzioni finanziarie. Ciascuna delle Reserve Banks locali è soggetta alla supervisione di un consiglio di amministrazione (Board of Directors), i cui membri sono designati in parte dal Board of Governors (tre Directors classe C) e in parte dai membri delle Federal Banks (Directors classe A e Directors classe B). La guida del Board of Directors è affidata ad un presidente e un vicepresidente nominati a cadenza annuale dal Board of Governors del Federal Reserve System<sup>6</sup>.

Il Federal Reserve Act designa la Federal Open Market Committee (FOMC) come organo esecutivo impegnato a formulare la politica monetaria nazionale, favorendo le condizioni per un avvicinamento dell'economia statunitense ai mandati delineati dal Congresso. I suoi dodici membri (i sette membri del Board of Governors; il Presidente della Federal Reserve Bank di New York; quattro dei restanti Presidenti delle Reserve Banks locali, incaricati per un mandato annuale secondo un sistema di turnazione), sotto la guida del proprio presidente, eletto tra i membri, e del Presidente della Fed di New York come vice, dispongono di svariati strumenti di attuazione della politica monetaria<sup>7</sup>.

Le fonti normative che definiscono la natura del sistema Fed stabiliscono anche una serie di mansioni generali e obiettivi che la banca centrale ha l'obbligo perseguire. Per quanto concerne le prime, la Fed, al fine di promuovere un efficace funzionamento dell'economia americana e l'interesse pubblico, adempie a cinque funzioni generali<sup>8</sup>:

- a) conduce la politica monetaria della nazione
- b) promuove la stabilità del sistema finanziario

---

<sup>6</sup> Si veda: Board of Governors (2021)

<sup>7</sup> *Ivi*, pag. 12

<sup>8</sup> Si veda: Di Giorgio (2020), pag. 98

- c) promuove la sicurezza e la solidità delle singole istituzioni finanziarie
- d) agevola la sicurezza e l'efficienza del sistema di pagamento e regolamento
- e) promuove la protezione dei consumatori e lo sviluppo comunitario

Per trattare, invece, gli obiettivi del Federal Reserve System occorre apportare qualche precisazione. Tradizionalmente, infatti, si effettua una differenziazione tra obiettivi finali della politica monetaria, obiettivi intermedi e obiettivi operativi<sup>9</sup>. I primi si riferiscono all'andamento di talune variabili macroeconomiche cruciali per la determinazione del grado di benessere di una società. Nel caso degli Stati Uniti, ad indicare i sei differenti obiettivi finali di politica monetaria sono lo Statuto (nel Federal Reserve Act sono menzionati solo tre obiettivi: a); b); e)) e il Full Employment and Balanced Growth Act del 1978 (anche conosciuto come Humphrey-Hawkins Act). Questi attualmente sono:

- a) La stabilità dei prezzi
- b) Un'elevata occupazione
- c) Un tasso di crescita sostenuto dell'attività economica
- d) La stabilità del sistema finanziario
- e) La riduzione della volatilità dei tassi di interesse a lungo termine
- f) La stabilità del mercato valutario

In riferimento a tali obiettivi, due sono le considerazioni che offrono una prospettiva più accurata. In primo luogo, è interessante notare che negli atti normativi che definiscono il sistema Fed non viene fatto alcun riferimento esplicito ad un qualche tipo di ordinamento gerarchico su base valoriale tra i sei obiettivi. Da ciò è possibile dedurre che la banca centrale degli Stati Uniti possedesse una spiccata autonomia nella scelta delle strategie di politica monetaria e una versatilità tale da poter proiettare la propria azione verso taluni obiettivi piuttosto che altri<sup>10</sup>. Tuttavia, gli emendamenti allo Statuto della Fed e la promulgazione di altre fonti normative, come il Full Employment and Balanced Growth Act di cui si parlerà

---

<sup>9</sup> *Ivi*, pag. 95

<sup>10</sup> *Ivi*, pag. 99

più approfonditamente in seguito, hanno nel tempo disegnato ciò che comunemente è conosciuto come *dual mandate*. Con questa espressione si indica la focalizzazione dell'azione di politica monetaria della Federal Reserve in particolare su due dei sei obiettivi finali: la stabilità dei prezzi e la massima occupazione. A partire dal 1978, dunque, si osserva una chiara prevalenza dei due mandati, che verranno descritti separatamente nei paragrafi successivi<sup>11</sup>.

La seconda osservazione in merito ai sei obiettivi finali riguarda, invece, il tradizionale atteggiamento di rinuncia della Fed nel definire un target numerico che esplicitasse le finalità della politica monetaria americana. L'assetto originario, grazie al quale la Fed poteva orientare la propria azione senza vincoli numerici ufficiali, è stato modificato il 24 gennaio 2012 con la stesura da parte della FOMC dello Statement on Longer-Run Goals and Monetary Policy Strategy. Nel documento viene chiarito ancora una volta che il mandato assegnato alla Fed dal Congresso è quello di promuovere la massima occupazione, la stabilità dei prezzi e i tassi di interesse di lungo termine ad un livello moderato. La novità più evidente riguarda il fatto che la FOMC, nel medesimo documento, introduce per l'obiettivo dell'inflazione un target più puntuale, espresso in termini numerici. Si afferma infatti che un'inflazione al tasso del 2%, misurata con la variazione annuale dell'indice dei prezzi al consumo, risulta essere nel lungo periodo la più coerente con il mandato statutario della Fed.

Conclusa una panoramica sugli obiettivi finali della politica monetaria della Fed, consideriamo brevemente i target intermedi. Con questa espressione si fa riferimento a variabili rilevabili facilmente dalle autorità, strettamente controllabili attraverso gli strumenti a disposizione della banca centrale e caratterizzate da una relazione stabile con un obiettivo finale di politica monetaria<sup>12</sup>. Per concludere, accenniamo agli obiettivi operativi che la banca centrale è solita adottare per il controllo degli interventi sulla liquidità nel breve periodo. Questi target coincidono con variabili che la Fed riesce a controllare immediatamente e possono essere formulati in termini di tasso di interesse oppure di aggregato quantitativo.

Dopo aver esaminato la rassegna introduttiva sull'organizzazione e gli obiettivi del Federal Reserve System, è ora possibile analizzare il concetto di *dual mandate*. L'idea di un

---

<sup>11</sup> Si veda: Thornton (2012), pag. 118

<sup>12</sup> Si veda: Di Giorgio (2020), pag. 111

duplice mandato per la Federal Reserve si rinviene nel Federal Reserve Reform Act (1977), in cui viene specificato che il Board of Governors e la FOMC dovrebbero “*promote effectively the goals of maximum employment, stable prices, and moderate long-term interest rates*”<sup>13</sup>. Questa formulazione fa riferimento all’espressione utilizzata in una risoluzione congiunta del Congresso votata nel 1975, nella quale la banca centrale statunitense viene raccomandata di “*maintaining long run growth of the monetary and credit aggregates commensurate with the economy’s long run potential to increase production, so as to promote effectively the goals of maximum employment, stable prices, and moderate long-term interest rates*”<sup>14</sup>.

Il fatto che nel contesto statunitense l’autorità monetaria venga incaricata tramite legge di un doppio mandato è da considerarsi una rarità<sup>15</sup>. Infatti, nonostante le banche centrali di altre economie avanzate non possiedano un doppio mandato, diverse considerano, in maniera più o meno esplicita, anche la dinamica della disoccupazione nella definizione della politica monetaria, oltre a quella della stabilità dei prezzi. Tuttavia, negli Stati Uniti si assiste ad uno scenario singolare, per cui il Congresso ha reso il mandato dell’occupazione più esplicito. Lo si può evincere dalla sua inclusione, a partire dal 1977 nella principale legge statunitense in materia di politica monetaria, il Federal Reserve Reform Act<sup>16</sup>.

Nei paragrafi che seguono verrà preso in esame singolarmente ciascuno dei due mandati congressuali del Federal Reserve System.

## **1.2. Il mandato della stabilità dei prezzi**

La stabilità dei prezzi viene considerata una preconditione per la massima crescita economica sostenibile nel lungo periodo, per l’occupazione e per la moderazione dei tassi di interesse di lungo periodo<sup>17</sup>. Per procedere con la trattazione è opportuno chiarire innanzitutto che cosa si intende per stabilità dei prezzi. Questa si può identificare anche come stabilità nel

---

<sup>13</sup> Si veda: Steelman (2011), pag. 2

<sup>14</sup> *Ibidem*

<sup>15</sup> Si veda: Cook (2024), pag. 6

<sup>16</sup> *Ivi*, pag. 7

<sup>17</sup> Si veda: Board of Governors (2005), pag. 16

potere di acquisto di una valuta, in questo caso il dollaro. Secondo una definizione data nel 1996 dal presidente della Fed Alan Greenspan (1987-2006), la stabilità dei prezzi “è quello stato in cui le variazioni attese del livello generale dei prezzi non alterano efficacemente le decisioni delle imprese e delle famiglie”. In altre parole, quando l’inflazione è sufficientemente bassa, stabile e prevedibile al punto che non influisce in modo significativo sulle decisioni economiche quotidiane, allora si può parlare di stabilità dei prezzi<sup>18</sup>.

### **1.2.1. Un confronto tra gli indicatori macroeconomici per l’inflazione**

L’inflazione, dunque, occupa una posizione centrale nella presente discussione ed è interessante capire come agisce la banca centrale statunitense per operare un controllo su di essa. In ambito macroeconomico si fa riferimento all’inflazione per indicare la velocità con cui i prezzi aumentano nel tempo<sup>19</sup>. Per poter ricavare una misura precisa di questo fenomeno ci si serve per lo più di due indicatori, detti indicatori del livello dei prezzi o indici dei prezzi: il deflatore del PIL e l’indice dei prezzi al consumo (CPI).

Considerando come ovvie le definizioni di tali indicatori e la formula aritmetica che determina il deflatore del PIL, ci si sofferma piuttosto sulla loro diversa natura. In primo luogo, i due indici si differenziano per la frequenza con cui i dati vengono pubblicati. Infatti, la pubblicazione del CPI, a cura del Bureau of Labor Statistics, avviene con cadenza mensile, mentre i dati relativi al deflatore del PIL sono calcolati su base trimestrale dal Bureau of Economic Analysis. Da ciò si può pensare che l’indice dei prezzi al consumo possa essere una misura utile per monitorare le tendenze dell’inflazione con una prospettiva a distanza molto ravvicinata e per la conduzione della politica monetaria, mentre il deflatore del PIL risulta più adeguato a un’analisi più ampia della crescita economica di un paese. A queste osservazioni si aggiunge il fatto che, se il CPI fornisce informazioni sul prezzo medio dei beni *consumati* dagli individui all’interno di un’economia, il deflatore del PIL si concentra sul livello medio dei prezzi dei beni e servizi *prodotti* all’interno del sistema economico di riferimento. Non va sottovalutata, dunque, la distanza tra una prospettiva legata al consumo dei beni ed una afferente alla loro produzione. Un’ultima considerazione intende far emergere

---

<sup>18</sup> Si veda: Kahn (1994), pag. 5

<sup>19</sup> Si veda: Blanchard et al. (2020), pag. 62

che da una parte il deflatore del PIL include nel suo computo beni e servizi prodotti all'interno del paese di riferimento, tralasciando le importazioni, l'indice dei prezzi al consumo può annoverare anche beni prodotti al di fuori dei confini nazionali. Questo è importante se si pensa che la variazione di talune variabili può impattare uno degli indici dei prezzi ma non l'altro. Un esempio evidente di tale dinamica è il caso di una variazione del tasso di cambio, cui risulterebbe sensibile l'indice dei prezzi al consumo, in quanto si è detto considerare anche beni importati, ma che non influenzerebbe il deflatore del PIL, che guarda esclusivamente alle condizioni economiche interne.

Per concludere la discussione sugli indicatori macroeconomici utili per il controllo dell'inflazione, va tenuto presente che la scelta dell'indice da utilizzare è direttamente vincolata con gli obiettivi specifici che i policymaker intendono porsi, potendo spaziare da dinamiche di breve periodo a situazioni di più ampio respiro relative alla crescita economica.

### **1.2.2. Il controllo dell'inflazione**

Dal paragrafo precedente si è rilevato chiaramente che per garantire la stabilità dei prezzi all'interno di un sistema economico va posto un controllo sull'inflazione. Come si è visto, sin dalla sua fondazione la Fed ha sempre considerato l'importanza dell'obiettivo della stabilità dei prezzi. Tuttavia, solo in tempi relativamente recenti la Federal Open Market Committee ha operato uno sfondamento decisivo sul tema dell'obiettivo di inflazione. Si intende far riferimento alla pubblicazione dello Statement on Longer-Run Goals and Monetary Policy Strategy nel gennaio 2012, già citata in precedenza. Si vuole ribadire che il portato innovativo di questa dichiarazione risiede nell'introduzione di uno specifico obiettivo numerico per l'inflazione di lungo periodo, corrispondente ad un tasso del 2%. La FOMC, infatti, ritiene che tale livello di inflazione, misurato attraverso la variazione annua del PCE (indice dei prezzi per le spese per consumi personali), sia il più coerente con il mandato di massima occupazione e stabilità dei prezzi. Nel 2020, sotto la presidenza di Jerome Powell, la situazione si è evoluta mutata ulteriormente, con un annuncio da parte della FOMC riguardo una nuova strategia per il piano di azione della politica monetaria. Si parla infatti di un obiettivo per l'inflazione che si avvicina mediamente al 2% (*"the Committee seeks to achieve inflation that averages 2 percent over time"*). Non si fa più riferimento ad un obiettivo

di inflazione corrispondente al 2%, ma tendente mediamente a quel livello, in modo da consentire la possibilità di un temporaneo superamento della cifra obiettivo per compensare periodi prolungati di inflazione sotto il target<sup>20</sup>.

Dal momento che la Federal Reserve pone come obiettivo centrale un certo tasso di inflazione, il suo schema di condotta attuale è riconducibile al regime di politica monetaria definito come *inflation targeting*. Questo affonda la sua esistenza sulle seguenti considerazioni: dal momento che la banca centrale si propone di conseguire un'inflazione bassa e stabile, è efficace focalizzarsi direttamente su questa variabile, attraverso il controllo del tasso di interesse di breve periodo<sup>21</sup>. Va considerato, però, che in passato la Fed ha sperimentato, seppur per un periodo di tempo discretamente circoscritto riconducibile agli anni 1979 – 1982 sotto la presidenza di Paul Volcker, uno schema di condotta differente, cui tipicamente si fa riferimento con l'espressione *money targeting* o *monetary targeting*<sup>22</sup>. Il regime di politica monetaria in questione si focalizza, anziché direttamente sul tasso di inflazione, sul tasso di crescita della moneta. La logica sottostante, infatti, mira al monitoraggio dell'inflazione attraverso il controllo dell'aggregato monetario. Infatti, secondo tale visione si ritiene che ad un basso tasso di crescita obiettivo della moneta corrisponda un basso tasso medio di inflazione<sup>23</sup>.

Questa puntualizzazione introduttiva al mandato della stabilità dei prezzi è essenziale per comprendere la cornice entro cui la banca centrale degli Stati Uniti può operare in riferimento all'obiettivo finale della stabilità dei prezzi. La banca centrale può agire secondo due modalità distinte, ponendo sotto il proprio controllo diretto due differenti variabili target intermedie influenzabili nel breve periodo: i tassi ufficiali di interesse e gli aggregati monetari.

Nel contesto statunitense, i tassi di interesse che vanno considerati e che sono posti sotto il controllo dalla Fed sono tre: il tasso di sconto (*discount rate*), il tasso sui depositi

---

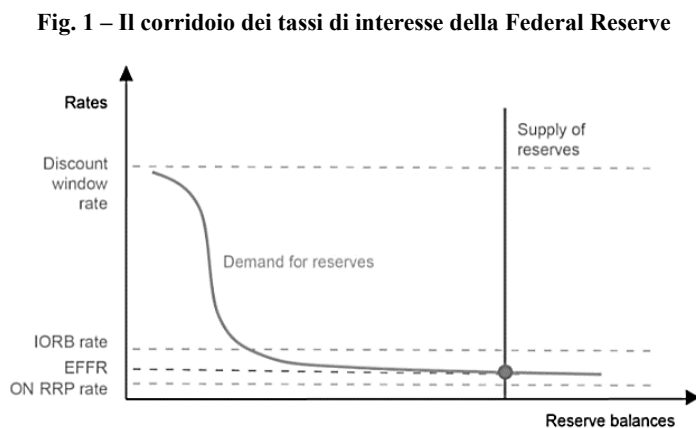
<sup>20</sup> Si veda: Board of Governors (2020)

<sup>21</sup> Si veda: Blanchard et. al. (2020), pag. 622

<sup>22</sup> Si veda: Di Giorgio (2020), pag. 117

<sup>23</sup> Si veda: Blanchard et. al. (2020), pag. 620

presso la banca centrale (IORB) e il tasso *overnight reserve repurchase agreement* (ON RRP)<sup>24</sup>.



Fonte: FRED – Federal Reserve Economic Data (2024)

- a) Il tasso di sconto (*discount rate*) è il tasso al quale gli istituti di credito ed altre istituzioni depositarie possono prendere a prestito liquidità dalla Federal Reserve o, meglio, dalle Reserve Banks locali. In particolare, le banche accedono a questa finestra di sconto in situazioni di difficoltà cronica, qualora la quota di riserve obbligatorie scenda sotto i parametri determinati dalla Fed e non si riesca a reperire la liquidità necessaria rivolgendosi al mercato interbancario.
- b) Il tasso sui depositi presso la Fed (IORB) è il tasso che gli istituti di credito ottengono dalla Federal Reserve sulle riserve che depositano presso la banca centrale.
- c) Il tasso *overnight reserve repurchase agreement* (ON RRP) che gli istituti di credito possono ottenere sui propri depositi presso la Fed. Il tasso ON RRP differisce dal tasso sui depositi per un elemento: alle banche che depositano liquidità presso la Fed, quest'ultima cede a garanzia dalla sua remunerazione futura dei titoli.

---

<sup>24</sup> Si veda: Di Giorgio (2020)

Dal controllo del tasso IORB e del tasso ON RRP, la Fed ottiene il livello del cosiddetto *federal funds rate* (FFR). Questo corrisponde a ciò che comunemente viene definito come tasso di interesse interbancario, ossia il tasso a cui gli istituti di credito si prestano reciprocamente denaro. La Fed non determina in maniera diretta il livello del tasso sui *federal funds*. Infatti, esso può assumere un livello determinato all'interno del corridoio esistente tra i tassi IORB e ON RRP. Per influenzare il *federal funds rate* l'autorità monetaria deve, pertanto, determinare uno spostamento degli altri due tassi, che avviene tipicamente attraverso operazioni di mercato aperto<sup>25</sup>.

Per quanto riguarda invece gli aggregati monetari, questi risultano fondamentali perché rilevano la quantità di moneta presente in un sistema economico in un certo momento. Le banche centrali tipicamente controllano diverse tipologie di aggregati monetari, che differiscono tra loro per il grado di liquidità che possiedono, ovvero la facilità con cui possono essere convertiti in moneta e la certezza del loro prezzo futuro. La Fed pubblica dati riguardanti i seguenti aggregati monetari<sup>26</sup>:

- a) M1: comprende le banconote e le monete in circolazione, che insieme formano il circolante, e i depositi in conto corrente, ossia attività finanziarie che possono essere usate come mezzo di pagamento
- b) M2: include M1 e ulteriori attività caratterizzate da un alto grado di liquidità e valore accertato nel futuro ma la cui conversione in M1 può presentare qualche forma di restrizione

La Federal Reserve fino al 2006 considerava anche un terzo tipo di aggregato, detto M3, il quale includeva, oltre che M1 e M2, strumenti prodotti da istituzioni finanziarie monetarie con alto grado di liquidità e di certezza di prezzo futuro. La banca centrale americana ha smesso di pubblicare dati relativi a questo aggregato convinta del fatto che non fosse più informativo di M2.

---

<sup>25</sup> *Ibidem*

<sup>26</sup> Si veda: Di Giorgio (2020)

Ai fini della spiegazione delle due configurazioni di politica monetaria che le banche centrali possono assumere per la realizzazione del mandato della stabilità dei prezzi, è opportuno osservare il funzionamento del mercato monetario, in cui un ruolo attivo è assegnato proprio all'autorità monetaria. A determinare il funzionamento di tale mercato sono i comportamenti di tre differenti entità, che interagiscono reciprocamente: il pubblico, (insieme degli agenti privati) gli istituti di credito e la banca centrale. Assumendo che sul mercato monetario l'equilibrio si realizzi all'incrocio tra domanda di moneta e offerta di moneta, consideriamo separatamente questi due elementi. Per quanto riguarda la componente della domanda di moneta è interessante osservare che il condizionamento del pubblico e delle banche commerciali viene espresso attraverso due parametri comportamentali. Da una parte le scelte degli agenti privati rispetto alla detenzione di circolante vengono sintetizzate dal seguente rapporto:

$$cu = \frac{CU}{D},$$

dove  $CU$  rappresenta la moneta circolante e  $D$  la componente relativa ai depositi bancari. Oltre a ciò, va considerato che le banche commerciali contribuiscono alla determinazione della domanda di moneta con la richiesta di riserve. Queste sono costituite da una quota dei depositi posseduti dagli istituti di credito, in parte obbligatoriamente in parte in via prudenziale per ovviare a richieste di restituzioni dei depositi privati e ai vincoli sulle riserve obbligatorie e per la compensazione dei pagamenti interbancari effettuati tramite assegni. Specificando che l'ammontare di riserve detenute dalle aziende di credito presso la banca centrale dipende dalle quote di depositi detenuti, è importante considerare il coefficiente di riserva ( $\theta$ ), che misura l'ammontare di riserve totali che le banche mantengono presso la banca centrale ( $RE$ ) per ogni euro di depositi in conto corrente:

$$\theta = \frac{RE}{D}.$$

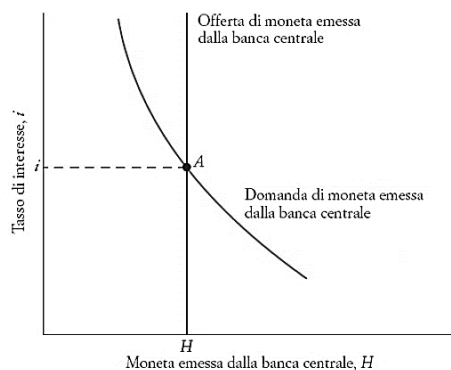
Una volta esposta la composizione della domanda di moneta, si passa a considerare il lato dell'offerta, su cui ha un controllo la terza entità attiva sul mercato monetario, ossia la

banca centrale. Questa, nel determinare lo stock di moneta da offrire sul mercato, considera i parametri comportamentali afferenti alle scelte del pubblico e degli istituti di credito e l'offerta di moneta che ne deriva viene espressa con la seguente equazione:

$$M^s = \left( \frac{1 + cu}{cu + \theta} \right) H,$$

dove si fa riferimento ad  $H$  in termini di base monetaria, composta dalla somma del circolante e dei depositi, ossia le passività di bilancio della banca centrale, e il rapporto  $\left( \frac{1 + cu}{cu + \theta} \right)$  prende il nome di moltiplicatore monetario ( $mm$ ).

**Fig. 2 – equilibrio del mercato monetario (controllo dell'offerta di moneta)**



Fonte: Blanchard et al. (2020)

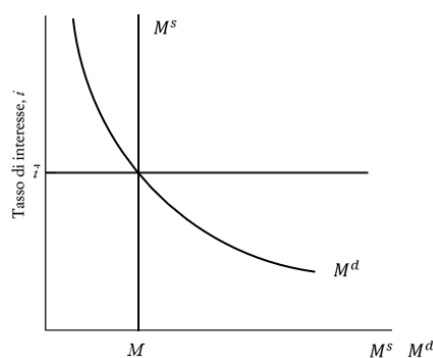
Dopo aver descritto i tassi di interesse controllati dalla Federal Reserve e il funzionamento del mercato monetario, è possibile approfondire le dinamiche relative al controllo dell'offerta di moneta e al controllo del tasso di interesse nominale di breve periodo da parte della banca centrale. Si vuole iniziare con il caso in cui la banca centrale monitora l'obiettivo di inflazione attraverso il controllo del tasso di crescita della moneta. In questo contesto, viene stabilita l'offerta di moneta, mentre il tasso di interesse nominale di breve periodo risulta una variabile endogena determinata sulla base di un incremento o di una

diminuzione della prima<sup>27</sup>. Se ad esempio la banca centrale interviene con una politica monetaria espansiva volta a stimolare la crescita economica attraverso l'aumento dell'offerta, essa effettua operazioni di mercato aperto, ossia acquisisce attività finanziarie, pagandole, e immette dunque nuova liquidità nel sistema, facendo sì che il tasso di interesse nominale si riduca.

Contrariamente al caso appena descritto, l'autorità monetaria può intervenire anche a fronte di un aumento del livello generale dei prezzi tale da richiedere un "raffreddamento" dell'economia<sup>28</sup>. In questo caso la politica monetaria da seguire è di tipo restrittivo e viene condotta riducendo la base monetaria, sempre attraverso operazioni di mercato aperto (in questo caso vendita di titoli da parte della banca centrale sul mercato secondario). La conseguenza per il tasso di interesse nominale sarà un aumento del suo livello.

Viceversa, nei casi in cui la banca centrale adotta un regime di condotta che utilizza il target del tasso di interesse nominale di breve periodo, questo viene fissato ad un livello che sia compatibile con la domanda di moneta, come descritta sopra, lasciando che ai fini del raggiungimento di una condizione di equilibrio l'offerta venga determinata dal mercato.

**Fig. 3 – equilibrio del mercato monetario (controllo del tasso di interesse)**



Fonte: Blanchard et al. (2020)

<sup>27</sup> Si veda: Blanchard et. al. (2020), pag. 113

<sup>28</sup> *Ibidem*

In questo contesto, se la banca centrale ha l'obiettivo di risollevare l'economia stimolando gli investimenti di consumatori e imprese, procederà con una variazione del tasso di interesse nominale, riducendolo. Sul mercato monetario, tale abbassamento fa sì che l'offerta si muova, aumentando. All'opposto, una politica monetaria restrittiva avviene attraverso l'innalzamento del tasso di interesse e alla conseguente riduzione dell'offerta di moneta.

Sia la regola sul controllo dell'offerta di moneta che quella legata al target del tasso di interesse nominale di breve periodo possono essere utilizzate dalla banca centrale per il controllo dell'inflazione. Nel capitolo secondo, verrà fornita una contestualizzazione più puntuale dell'esperienza statunitense con i due differenti regimi di politica monetaria e si fornirà una valutazione sull'efficacia che viene loro associata in termini di contrasto all'inflazione.

### **1.2.3. Il ruolo delle aspettative**

Si vuole riprendere la definizione di stabilità dei prezzi suggerita da Alan Greenspan per considerare il ruolo delle aspettative nel contesto del primo mandato della Federal Reserve:

*“[la stabilità dei prezzi] è quello stato in cui le variazioni attese del livello generale dei prezzi non alterano efficacemente le decisioni delle imprese e delle famiglie”<sup>29</sup>.*

La citazione ci suggerisce che all'interno di un contesto economico, famiglie e imprese orientano le proprie scelte economiche non esclusivamente sulla base dell'inflazione corrente, ma considerando anche le previsioni circa come il livello generale dei prezzi si muoverà. In riferimento alla teoria delle aspettative, sono state offerte diverse prospettive. Un primo contributo riguarda la teoria delle aspettative razionali, secondo la quale gli agenti economici si comportano in maniera razionale, sfruttando per la formulazione delle aspettative sull'inflazione tutte le informazioni che hanno a disposizione in maniera pienamente efficiente, senza cadere in errori sistematici<sup>30</sup>. Sostenitori di questo approccio

---

<sup>29</sup> Si veda: Kahn (1994), pag. 5

<sup>30</sup> Si veda: Sargent (2008), pag. 1

sono stati Robert Lucas e Thomas Sargent, la cui idea si può riassumere con la seguente formula:

$$\pi_t^e = \pi_t + \eta_t.$$

Per la formulazione delle aspettative di inflazione viene considerato il tasso di inflazione effettivo  $\pi_t$ , con l'aggiunta dell'errore di previsione aleatorio  $\eta_t$ , il cui valore medio risulta essere 0 in una prospettiva di aspettative razionali come quella considerata.

In contrasto alla formulazione razionale delle aspettative sono state addotte diverse affermazioni. Tra le tante, emergono due argomentazioni principali: in primo luogo, è stato notato che gli agenti di frequente non possiedono o non considerano tutte le informazioni necessarie per la determinazione di aspettative su base pienamente razionale. Pertanto, errori di valutazione e carenze di conoscenze del funzionamento del sistema economico porterebbero ad escludere un utilizzo razionale delle aspettative. In aggiunta, va evidenziato che gli agenti tendono a introdurre leggi di tipo inerziale per cui il passato ha un riverbero notevole sulle decisioni presenti. Su queste basi, è stata formulata una prospettiva di aspettative adattive, ossia basate sull'esperienza passata<sup>31</sup>. Queste possono essere descritte come:

$$\pi_t^e = \pi_{t-1}.$$

Supponendo come valido questo secondo metodo di formulazione delle aspettative, si può comprendere la rilevanza del ruolo di controllo dell'inflazione assegnato alla banca centrale. Un punto fondamentale riguarda l'ancoraggio delle aspettative, per cui gli agenti economici si aspettano un'inflazione corrispondente e allineata con l'obiettivo della banca centrale. Il rischio di aspettative non ancorate è insito nel fatto che, a fronte di aumenti (o flessioni) dell'inflazione, gli agenti iniziano ad aspettarsi che l'inflazione aumenterà (o diminuirà) ulteriormente, sganciando ulteriormente le aspettative future su cui si basano le scelte economiche.

---

<sup>31</sup> Si veda: Parkin (2008), pag. 1

#### **1.2.4. I costi sociali dell'inflazione**

Trattando dell'obiettivo della stabilità dei prezzi e del contenimento del fenomeno dell'inflazione, è pertinente espandere il raggio di analisi anche al di fuori delle dinamiche che riguardano strettamente la politica monetaria, per considerare anche alcuni aspetti afferenti a problematiche di tipo sociale<sup>32</sup>. In particolare, è stato notato che sulla tematica dell'inflazione la percezione degli individui è distorta dalla credenza che, a fronte di un aumento dei salari reali, la presenza di inflazione renda più limitato il potere d'acquisto dei lavoratori. Questa fallacia è stata corretta dalla teoria classica della moneta, la quale suggerisce che il benessere economico individuale non viene determinato dal livello generale dei prezzi, bensì dai prezzi relativi, ossia dal potere di acquisto di un bene rispetto ad un altro<sup>33</sup>. Tuttavia, è interessante approfondire le ragioni per cui si considera, anche tra gli economisti, che l'inflazione implichi dei costi sociali per gli agenti di un sistema economico. Innanzitutto, si nota che tali costi sono causati sia dall'inflazione attesa che da dinamiche inflative non attese<sup>34</sup>. In una situazione in cui gli agenti si aspettano un dato livello di inflazione, questa ha effetti meno dannosi rispetto al secondo caso. Tali effetti possono riferirsi, ad esempio, a talune caratteristiche del sistema fiscale adottato all'interno di un sistema economico, che potrebbe non tenere conto del fatto che l'inflazione genera un aumento dei redditi e dunque anche della base imponibile per la tassazione, pur lasciando invariato il potere d'acquisto reale degli individui. Oltre a ciò, un ambiente inflazionistico può costringere le aziende a modificare frequentemente i prezzi, procurando costi aggiuntivi, ad esempio, per l'adattamento di listini o cataloghi di prodotti (tipicamente questo fenomeno prende il nome di costi del menu). Proseguendo, va menzionato che una costante inflazione erode la capacità di una valuta di ricoprire un ruolo di misura stabile di valore, accentuando i cambiamenti del valore di tale divisa e rendendo la pianificazione dei risparmi e dei consumi più complessa e incerta. Per quanto concerne, invece, i fenomeni inflativi non attesi, è evidente che i costi sociali si concretizzano quando le aspettative di inflazione sono differenti dal suo livello effettivo, provocando, di conseguenza, una redistribuzione arbitraria della

---

<sup>32</sup> Si veda: Mankiw (2022), pag. 100

<sup>33</sup> *Ibidem*

<sup>34</sup> *Ivi*, pag. 102

ricchezza, specie nei rapporti debito-credito, a seconda che il tasso di inflazione sia superiore o inferiore a quanto previsto dagli agenti economici.

Tutte queste considerazioni mettono in mostra come l'inflazione, specie se inattesa, ha un ruolo primario nell'erosione del risparmio e nell'alterazione del valore reale di investimenti e di debiti, generando uno scenario di incertezza. Nonostante siano riconosciute e praticate procedure di indicizzazione, anche nella sottoscrizione di contratti, che prevedono un adeguamento al livello reale dei prezzi, le banche centrali sono tenute, sulla base e nel rispetto degli obblighi definiti dai propri mandati, ad implementare strategie e strumenti affinché il problema dell'inflazione raggiunga livelli favorevoli per l'economia di riferimento. Quest'ultima affermazione intende chiarire che, pur tenendo presenti i costi sopra menzionati, l'inflazione, se mantenuta ad un livello moderato e stabile, può essere un elemento favorevole per i sistemi economici e nello specifico per il mercato del lavoro. Difatti, assumendo che le aziende ricorrono raramente a tagli dei salari nominali, si può notare che un'inflazione moderata può essere d'aiuto nella regolazione dei salari reali alle condizioni economiche contingenti, senza ricorrere a misure considerate impopolari, come le riduzioni nominali.

Dopo l'esposizione dei costi sociali riconducibili all'inflazione, si vuole proporre qualche considerazione conclusiva, riprendendo la supposizione iniziale per cui l'inflazione riduce il potere d'acquisto individuale derivante da un aumento del salario reale, considerata impropria. Sulla base dei contributi della teoria economica classica, che propone la cosiddetta "dicotomia classica" separando gli effetti delle variabili reali e quelli delle variabili nominali, si può concludere che un cambiamento di ultime, tipicamente espresse in termini di denaro, non provoca influenze sulle variabili reali, espresse in termini di quantità fisiche, bensì esclusivamente sul livello generale dei prezzi<sup>35</sup>. Nella fase conclusiva dell'elaborato, sulla base delle analisi che verranno proposte nei capitoli successivi, si riporteranno delle revisioni all'approccio della neutralità della moneta, apportando alcuni contributi che dimostrano che la politica monetaria, in presenza di situazioni di shock e crisi, è capace di influenzare l'economia reale, soprattutto in un contesto di breve periodo.

---

<sup>35</sup> *Ivi*, pag. 112

### 1.3. Il mandato dell'occupazione

La seconda componente del *dual mandate* del Federal Reserve System, come riportato nella dichiarazione della FOMC del 2012, riguarda la massima occupazione, cui si fa riferimento con l'espressione *maximum employment*. Assumendo che tale concetto si riferisca al più alto livello di occupazione che un'economia può reggere senza che si generino spinte inflazionistiche non desiderate, ci si focalizza, in un primo momento, sulla dinamica storica del mandato occupazionale della Fed e, successivamente, si offrirà una riflessione in merito ai termini in cui si può esprimere esplicitamente il concetto di *maximum employment*.

#### 1.3.1. L'evoluzione storica del concetto di *maximum employment*

Nel contesto statunitense l'attenzione per il mercato del lavoro da parte del Congresso e della banca centrale si rinviene già nel secondo dopoguerra, quando per una porzione consistente delle forze di lavoro si pose il problema di ricercare un'occupazione all'interno di un'economia che si stava distanziando dalla produzione di beni bellici e che era colpita dalla crisi della Grande Depressione (dal 1929)<sup>36</sup>. Nel 1946 il Congresso elaborò una dichiarazione di policy attraverso l'approvazione dell'Employment Act. All'interno dell'atto si trova scritto:

*“The Congress hereby declares that it is the continuing policy and responsibility of the federal government to use all practicable means [...] to coordinate and utilize all its plans, functions, and resources for the purpose of creating and maintaining [...] conditions under which there will be afforded useful employment, for those able, willing, and seeking work, and to promote **maximum employment**, production, and purchasing power”<sup>37</sup>.*

L'Employment Act è stato elaborato a partire da numerose revisioni ad un disegno di legge dell'anno precedente, il Full Employment Bill (1945). Alcuni evidenziano che l'Employment Act era stato ideato in origine per affrontare il problema di ridurre al minimo il fenomeno della disoccupazione, ma nel tempo ha assunto la funzione di una sorta di

---

<sup>36</sup> Si veda: Steelman (2011), pag. 1

<sup>37</sup> Si veda: US Congress (1946)

costituzione economica<sup>38</sup>. Basandosi anche su tale documento per l'orientamento delle politiche economiche del paese, l'economia statunitense tenne un andamento generalmente positivo fino all'inizio degli anni '70, quando si riscontrò un incremento dei tassi di inflazione annuali e un innalzamento del tasso di disoccupazione<sup>39</sup>. Per descrivere il periodo in questione, infatti, si utilizza il termine stagflazione, una situazione di elevata inflazione e stagnazione economica, ossia riduzione del PIL<sup>40</sup>. In questo contesto, il Congresso americano intervenne, in un primo momento con la risoluzione 133 del 1975, già menzionata in precedenza, e in una fase successiva con la sua incorporazione nello Statuto della Federal Reserve, il cui emendamento risale al 1977. La risoluzione del 1975 prescriveva alla banca centrale statunitense:

*“[to] maintain long run growth of the monetary and credit aggregates commensurate with the economy's long run potential to increase production, so as to promote effectively the goals of **maximum employment**, stable prices, and moderate long term interest rates”.*

Nel 1976 in seno al Congresso emersero le idee del senatore Hubert Humphrey, il quale sosteneva che l'Employment Act del '46 fosse stato talvolta ignorato e, pertanto, proponeva una lettura più rigida del *dual mandate* della Federal Reserve. Questa avrebbe previsto una legislazione che esplicitava dei target occupazionali in termini numerici e sanciva un ruolo più forte del potere esecutivo nella gestione della politica monetaria; in base a questo, il presidente degli Stati Uniti avrebbe presentato periodicamente delle raccomandazioni di politica monetaria al Board of Governors della Fed, che era tenuto a rispondere entro quindici giorni<sup>41</sup>. Tali proposte non si concretizzarono, ma, insieme al collega Augustus Hawkins, Humphrey continuò a promuovere una legislazione analoga. Nel 1978 il Presidente degli Stati Uniti Jimmy Carter firmò un nuovo atto, il Full Employment and Balanced Growth Act, meglio conosciuto come Humphrey-Hawkins Act, dai cognomi dei due senatori che lo hanno architettato. La legge includeva obiettivi di vario genere e non

---

<sup>38</sup> Si veda: Burns (1962), pag. 10

<sup>39</sup> *Ibidem*

<sup>40</sup> Si veda: Blanchard et. al. (2020), pag. 258

<sup>41</sup> Si veda: Steelman (2011), pag. 2

sempre puntuali, ma sui mandati dell'occupazione e della stabilità dei prezzi non lasciava dubbi: si stabiliva che entro cinque anni la disoccupazione non avrebbe dovuto eccedere il tasso del 4% (per individui dai 16 anni in su), e il tasso di inflazione avrebbe dovuto essere ridotto al 3% o meno, a condizione che il suo taglio non inficiasse l'obiettivo dell'occupazione<sup>42</sup>. Va esplicitato chiaramente che l'Humphrey-Hawkins Act non era in alcun modo vincolante per la Federal Reserve, in quanto istituzione indipendente, e i target definiti dall'atto non potevano essere imposti dal Congresso, bensì esclusivamente nominati come obiettivi. Si può dire, pertanto, che con questa norma di legge, il Congresso ha reso in maniera più evidente l'idea che la banca centrale dovesse adoperarsi per raggiungere gli obiettivi definiti dal *dual mandate*<sup>43</sup>. A tal proposito, è stimolante fare un accenno al fatto che la Federal Reserve è stata, nella sua storia, messa sotto osservazione per aver tralasciato il mandato dell'occupazione in favore di una focalizzazione maggiore sull'obiettivo della stabilità dei prezzi. Questo sarebbe avvenuto tra la fine degli anni '70 e l'inizio degli anni '80, quando la Fed era guidata dal presidente Paul Volcker. In questo frangente la FOMC reagì all'inasprimento dell'inflazione, che si era protratto per gran parte del decennio degli anni '70, con una linea di politica monetaria aggressiva, proprio per ripristinare una condizione di stabilità dei prezzi<sup>44</sup>. Nell'ottobre 1979 ci fu un brusco innalzamento dei tassi di interesse, che lentamente fece rientrare le spinte inflazionistiche, passando da un tasso che superava il 13% nel 1980 a circa il 3% nel 1983<sup>45</sup>. Il tasso di disoccupazione ne risentì negativamente, passando durante il periodo dal 7% ad oltre il 10%. Davanti alla Commissione del Senato per le banche, nel 1981, Volcker difese l'azione della Fed con queste parole:

*"I bring in price stability because we will not be successful, in my opinion, in pursuing a full employment policy unless we take care of the inflation side of the equation while we are doing it. I think that philosophy is actually embodied in the Humphrey-Hawkins Act itself. [...] we*

---

<sup>42</sup> *Ibidem*

<sup>43</sup> *Ibidem*

<sup>44</sup> *Ivi*, pag. 3

<sup>45</sup> *Ibidem*

*are in an economic situation in which we can't achieve either of those objectives immediately. We have to work toward both of them; we have to deal with inflation.*"<sup>46</sup>.

Nonostante le rimostranze mosse alla Federal Reserve sotto la presidenza Volcker, le politiche della FOMC degli anni '80, focalizzate sul costante perseguimento della stabilità dei prezzi, hanno ristabilito un contesto macroeconomico favorevole, con la ripresa della crescita economica e il calo del tasso di disoccupazione. Pertanto, il dibattito pubblico relativo alle responsabilità della banca centrale per la realizzazione del *dual mandate* è stato progressivamente abbandonato<sup>47</sup>. Negli anni '90, tuttavia, si riaccese un dialogo sull'interpretazione del *dual mandate*, con la richiesta da parte di alcuni membri della FOMC di adottare un target esplicito per l'obiettivo di inflazione. Tale proposta era circondata, all'interno della FOMC, da ampio scetticismo, che riguardava la credenza per cui un obiettivo troppo specifico per il mandato della stabilità dei prezzi avrebbe ridotto eccessivamente il grado di discrezionalità in capo alla Fed per il perseguimento del mandato, incluso quello della massima occupazione. A ciò va aggiunta un'ulteriore osservazione, che riguarda il fatto che, nonostante il riferimento al *dual mandate* fosse ormai ampiamente diffuso e utilizzato all'interno del contesto politico e giornalistico, la FOMC si è dimostrata a lungo cauta nel fare accenno al mandato dell'occupazione nelle dichiarazioni di policy, preferendo invece il riferimento ad una "*sustainable economic growth*". Solo nel 2010 si rinviene un esplicito utilizzo dell'espressione *maximum employment* nelle sue dichiarazioni di politica monetaria<sup>48</sup>. Arrivando alla situazione attuale, in questo momento il mandato dell'occupazione della Fed risulta definito dallo Statement on Longer-Run Goals and Monetary Policy Strategy. È degno di nota il passaggio che si riferisce precisamente al mandato in questione:

*"The maximum level of employment is a **broadbased and inclusive goal** that is not directly measurable and changes over time owing largely to nonmonetary factors that affect the*

---

<sup>46</sup> *Ibidem*

<sup>47</sup> *Ivi*, pag. 4

<sup>48</sup> Si veda: Thornton (2012), pag. 130

*structure and dynamics of the labor market. Consequently, it would not be appropriate to specify a fixed goal for employment; rather, the Committee's policy decisions must be informed by assessments of the shortfalls of employment from its maximum level, recognizing that such assessments are necessarily uncertain and subject to revision. The Committee considers a wide range of indicators in making these assessments*”<sup>49</sup>.

Questa versione della dichiarazione include le modifiche, sottili ma significative, che sono state apportate alla dichiarazione nel 2020. L'attuale presidente della Fed, Jerome Powell, ha infatti chiarito che la scelta di definire il mandato occupazionale come un obiettivo ampio ed inclusivo “*reflects our appreciation for the benefits of a strong job market, particularly for many in low- and moderate-income communities*”<sup>50</sup>. Risulta evidente, dunque, il proposito della Fed di favorire l'occupazione anche nelle comunità, moderando i tassi di interesse. Inoltre, viene rimarcato il fatto che la posizione del mercato del lavoro rispetto al raggiungimento dell'obiettivo occupazionale deve essere valutata attraverso diversi indicatori. In conclusione, si vuole menzionare il fatto che nel gennaio 2022 il presidente Powell ha affermato, durante una conferenza stampa:

*“most FOMC participants agree that labor market conditions are consistent with maximum employment,”*. Tale dichiarazione conferma il pieno impegno della Fed nella conduzione del suo doppio mandato congressuale. Tuttavia, è stato sottolineato anche il fatto che la problematica relativa allo scenario del futuro prossimo riguarderà “*whether we can raise [interest] rates and move to a less accommodative [monetary policy] without hurting the labor market.*”<sup>51</sup>.

### **1.3.2. Una definizione di *maximum employment***

La panoramica storica offerta nel paragrafo precedente aiuta a comprendere come la Federal Reserve ha sviluppato il mandato occupazionale, quali caratteristiche lo contraddistinguono

---

<sup>49</sup> Si veda: FOMC (2012)

<sup>50</sup> Si veda: Hernandez Barcena e Wessel (2022), pag. 3

<sup>51</sup> *Ibidem*

e che interpretazioni sono state date a tale obiettivo durante le diverse fasi del ciclo economico. Come si è osservato, la banca centrale statunitense non fornisce una definizione esplicita del mandato sull'occupazione, affermando che la sua realizzazione non è direttamente misurabile e ha a che fare con una molteplicità di aspetti quantificati con altrettanti indicatori. Oltre agli elementi presenti nella dichiarazione sugli obiettivi di lungo periodo e sulla strategia di politica monetaria della FOMC, va evidenziato che la l'assenza di una formulazione definita per la seconda sezione del *dual mandate* della Fed potrebbe essere attribuita, in aggiunta, all'intento di preservare un certo grado di discrezionalità relativamente allo stato di avanzamento dell'obiettivo di massima occupazione, considerata la sua natura estesa.

È opportuno sottolineare anche che, in seguito all'emendamento del Federal Reserve Act (1977), tra i presidenti che si alternarono alla guida della Federal Reserve, era opinione comune che il mandato occupazione costituisse un obiettivo che per natura richiedeva una precondizione per la sua realizzazione, ossia il mantenimento della stabilità dei prezzi, data da un tasso di inflazione basso e stabile nel tempo. Anche in questi termini, pertanto, si può valutare la scelta della FOMC di non adottare un obiettivo così esplicito per la massima occupazione negli Stati Uniti.

Nonostante la genericità nella formulazione del mandato, è interessante capire in che termini può essere inteso il concetto di *maximum employment*. Se si ammette che questo indichi il livello di occupazione più alto che si può reggere senza che provocare pressioni inflative indesiderate e se si assumono come validi gli assunti della Curva di Phillips, che mettono in luce una relazione negativa tra inflazione e disoccupazione, allora è comprensibile che una situazione in cui la disoccupazione è nulla non è compatibile con una condizione di inflazione bassa e stabile. Pertanto, data la condizione target per un avvicinamento del tasso di inflazione ad un livello medio del 2%, si può dedurre che il concetto di *maximum employment* non può essere inteso come assenza di disoccupazione o pieno impiego delle forze di lavoro.

Alcuni sostengono che l'obiettivo di policy per il raggiungimento del livello di *maximum employment* riguardi l'eliminazione di quella frazione di disoccupazione dovuta

alla carenza di domanda di lavoro<sup>52</sup>. Ci sono stati diversi tentativi di superare questo punto e uno di questi è stato dato da William Beveridge (1944), il quale ha supposto che il numero di individui disoccupati ( $U$ ) dovrebbe essere pari al numero di posti vacanti non coperti ( $V$ )<sup>53</sup>. L'autore afferma che si possa parlare di pieno impiego se la relazione inversa tra le due variabili si stabilizza e si raggiunge un livello per cui  $U = V$ . Un contributo all'interpretazione del mandato occupazionale è stato dato anche da Alban William Phillips (1958), che osservò nel contesto anglosassone una buona relazione, di tipo inverso, tra il livello di occupazione e il tasso di variazione dei salari monetari. Pertanto, se si scegliesse un livello di disoccupazione tale da non determinare una inflazione salariale, ovvero una situazione in cui la crescita dei salari è sostenuta e contribuisce all'inflazione, o ci fosse un incremento della produttività del lavoro tale da supportare aumenti salariali senza alimentare inflazione, allora si potrebbe raggiungere una condizione di piena occupazione.

Milton Friedman e Edmund Phelps hanno osservato le criticità della relazione tra inflazione e disoccupazione riassunta nella Curva di Phillips e hanno suggerito l'esistenza di un tasso naturale di disoccupazione, ossia un livello di disoccupazione che tiene conto della struttura dinamica di un sistema economico e di quella del mercato del lavoro, quando si trova in equilibrio<sup>54</sup>. Phelps si riferisce a questo concetto anche come tasso strutturale di disoccupazione, sottolineando quindi la rilevanza della struttura dell'economia nella determinazione del livello di disoccupazione. In particolare, considerando il mercato del lavoro e le variabili che ne determinano l'equilibrio, le quali si riferiscono alla determinazione dei prezzi e a quella dei salari monetari, Blanchard osserva che il tasso naturale di disoccupazione può essere inteso come tasso di disoccupazione di equilibrio del mercato del lavoro. Tale condizione di equilibrio si raggiunge quando il livello dei salari reali determinati dalla contrattazione salariale corrisponde a quello derivante dalla fissazione dei prezzi. Blanchard si sofferma sul fatto che, nonostante si accosti al concetto di tasso di disoccupazione di equilibrio l'aggettivo "naturale", la sua determinazione, che dipende dalla posizione delle curve dei prezzi e dei salari nel mercato del lavoro, risulta di fatto influenzata

---

<sup>52</sup> Si veda: Worswick (2016), pag. 2

<sup>53</sup> *Ibidem*

<sup>54</sup> *Ivi*, pag. 3

da svariate decisioni di politica economica. Alcuni esempi forniti dall'autore riguardano la possibilità di aumentare l'ammontare dei sussidi di disoccupazione o la tendenza di avere una legislazione antitrust meno restrittiva per le imprese, che fa aumentare il markup applicato sui prodotti<sup>55</sup>.

Andando oltre, è interessante menzionare una misura correlata alle riflessioni di Friedman e Phelps sul tasso naturale (o strutturale) di disoccupazione. Si fa riferimento al NAIRU, *non-accelerating inflation rate of unemployment*, che riflette un'osservazione sottile circa gli effetti della disoccupazione sull'equilibrio dell'economia. Questa variabile identifica una situazione in cui, per ipotesi, la disoccupazione scende sotto al livello naturale supposto. A questo movimento della disoccupazione corrisponde non solo inflazione, ma un'accelerazione dell'inflazione. Il NAIRU, pertanto, misura il tasso di disoccupazione in corrispondenza del quale l'inflazione accelera, aumentando velocemente.

Per concludere, va considerato che la Fed tiene conto nelle sue valutazioni di politica monetaria di queste e altre evidenze specifiche. Tuttavia, si può ammettere che ciò cui fa riferimento con *maximum employment* rimane un principio guida ampio per la sua policy, attento allo stato di benessere del mercato del lavoro statunitense, affermando che un obiettivo centrale della banca centrale è quello di garantire un livello di disoccupazione tale da non peggiorare le condizioni dell'inflazione e di conseguenza la stabilità economica, in armonia con l'altra componente del mandato statutario.

---

<sup>55</sup> Si veda: Blanchard et. al. (2020), pag. 223

## Capitolo secondo

### La realizzazione del *dual mandate*

#### 2.1. Dal *money targeting* all'*inflation targeting*

Riprendendo la trattazione sui differenti regimi di politica monetaria che le banche centrali possono assumere per l'attuazione dei propri obiettivi statutari, si intende affrontare l'esperienza statunitense in riferimento alla realizzazione del *dual mandate* della Federal Reserve. Si vuole offrire una panoramica iniziale sull'esperimento con il *money targeting*, evidenziandone le caratteristiche e i punti di debolezza che hanno portato al suo abbandono e al corrispondente avvicinamento ad una prospettiva focalizzata direttamente sul monitoraggio dell'inflazione, conosciuta come *inflation targeting*. Nel quadro di questo secondo regime, si analizzerà il funzionamento della regola di Taylor e le implicazioni che ha per la policy della Fed e per le condizioni del mercato del lavoro statunitense.

##### 2.1.1. Le premesse all'esperimento monetarista della Federal Reserve

Durante il secondo dopoguerra la Fed si trovava ad agire di fronte ad una situazione di crescita dell'economia e, pertanto, il suo presidente William McChesney Martin (1951-1970) pose come interesse prioritario quello di preservare tale stabilità macroeconomica, che si fa corrispondere ad una combinazione di inflazione e crescita stabili, del tutto congruenti con un quadro di prosperità macroeconomica<sup>56</sup>. La policy che la banca centrale statunitense cercò di seguire in questa fase prese il nome di "*lean against the wind*" e prevedeva una politica monetaria restrittiva quando l'economia viveva periodi di crescita, al fine di preservarla da un eccessivo surriscaldamento nel livello generale dei prezzi<sup>57</sup>. Il fatto che la Fed non abbia modificato la propria politica per un periodo di tempo discretamente ampio, unito ad altre ragioni che verranno trattate più avanti, portò, a partire dalla metà degli anni '60, ad un

---

<sup>56</sup> Si veda: Bernanke (2013), pag. 31

<sup>57</sup> *Ibidem*

incremento dell'inflazione e delle aspettative sull'inflazione. Le ragioni dell'insorgenza dell'inflazione, che il presidente McChesney Martin definì “*a thief in the night*”, si rinvennero in primo luogo in considerazioni di carattere tecnico, come il fatto che la banca centrale aveva mantenuto in questo frangente temporale un atteggiamento decisamente ottimistico riguardo al ritmo con cui l'economia avrebbe potuto espandersi senza creare spinte inflazionistiche<sup>58</sup>. La logica di tale comportamento trova fondamento nel tentativo di conciliare i due obiettivi primari del *dual mandate* della Fed basandosi sugli assunti della Curva di Phillips<sup>59</sup>. Questa evidenza che tra inflazione e disoccupazione intercorre una relazione negativa e, pertanto, quando la disoccupazione risulta elevata, l'inflazione è bassa, se non addirittura negativa. Viceversa, quando la disoccupazione mantiene livelli bassi, l'inflazione è positiva<sup>60</sup>. Nel periodo in questione la Fed, convinta di un *trade-off* costante tra l'obiettivo di inflazione e quello occupazionale, e preoccupandosi anche di quest'ultimo, iniziò a seguire l'idea che mantenendo l'inflazione un po' al di sopra della norma si sarebbe potuto ottenere un aumento permanente dell'occupazione<sup>61</sup>.

Le intuizioni di Phillips circa il compromesso tra inflazione e disoccupazione sono state riadattate per la situazione statunitense da Milton Friedman e Edmund Phelps, già alla fine degli anni '60. Le intuizioni rinvenute dai due economisti si incentravano sull'osservazione che i salari e i prezzi subivano modificazioni da parte dei price-maker anche sulla base di aspettative sulle prospettive di crescita della produttività o dell'inflazione, suggerendo un aumento atteso del livello dei salari. Un tale aumento nel tasso previsto di inflazione salariale provoca uno spostamento verso l'alto della Curva di Phillips. Da tali evidenze, Friedman e Phelps hanno potuto concludere che una delle Curve di Phillips è quella che evidenzia la correlazione tra il tasso di disoccupazione e la variazione del tasso di inflazione, espressa come differenza tra i livelli effettivi e attesi. In questa configurazione diventa cruciale, pertanto, includere anche le aspettative di inflazione, aggiungendo alla

---

<sup>58</sup> *Ivi*, pag. 32

<sup>59</sup> Si veda: Blanchard et al. (2020), pag. 218

<sup>60</sup> *Ibidem*

<sup>61</sup> Si veda: Bernanke (2013), pag. 32

formula tradizionale anche l'inflazione attesa  $\pi^e$ <sup>62</sup>. Si ottiene pertanto la seguente uguaglianza:

$$\pi_t = \pi_t^e - \beta(u_t - u_n),$$

in cui si esprime che l'inflazione effettiva nel periodo di riferimento  $t$  dipende positivamente dall'inflazione attesa, mentre ha una tendenza opposta al divario tra la disoccupazione effettiva e il tasso naturale di disoccupazione.  $\beta$  è un coefficiente che misura la sensibilità dell'inflazione al gap di disoccupazione.

Da questo inquadramento teorico si possono compiere alcune deduzioni per il contesto degli Stati Uniti. In particolare, se si ammette che in presenza di aspettative di inflazione ben ancorate il tasso di disoccupazione effettivo corrisponde al suo livello naturale, allora se l'inflazione attesa è stabile si ha una relazione univoca per il tasso di inflazione e il tasso di disoccupazione, tra le quali si percepisce un chiaro *trade-off*. Questo caso è appropriato per descrivere il contesto statunitense della prima metà degli anni '60, in cui si registrava una sostenuta crescita economica compatibile con un'inflazione bassa e aspettative ben ancorate. Al contrario, durante il decennio seguente, come si è già visto, l'inflazione ha iniziato a crescere, alimentata anche da aspettative non più ancorate. In questo contesto, la costruzione della Curva di Phillips è più complessa e deve tenere conto della modifica delle aspettative sull'inflazione, che vengono calcolate con la seguente formula, sviluppata da Philip Cagan e successivamente utilizzata da Friedman e Phelps:

$$\pi_t^e = (1 - \theta)\bar{\pi} + \theta\pi_{t-1},$$

dove  $\theta$  (con  $0 < \theta < 1$ ) è un coefficiente parametrico che misura la velocità con cui gli agenti economici adattano le proprie aspettative sull'inflazione. L'equazione riflette che le aspettative vengono aggiornate sulla base sia dell'inflazione passata sia di una media a lungo

---

<sup>62</sup> Si veda: Phelps (2008), pag. 5

termine (o del target di inflazione comunicato dalla banca centrale). Di conseguenza, la Curva di Phillips finisce per essere rappresentata dalla seguente uguaglianza:

$$\pi_t = (1 - \theta)\bar{\pi} + \theta\pi_{t-1} - \beta(u_t - u_n).$$

La Curva di Phillips aumentata per le aspettative di Friedman e Phelps sembra dunque descrivere meglio un contesto statunitense in cui stava emergendo una crescente inflazione, con una perdita di ancoraggio delle aspettative. In presenza di aspettative ben ancorate non si presentano sorprese inflazionistiche e la disoccupazione effettiva tende a gravitare attorno al suo livello naturale, perciò è chiaro che, se si perde l'ancoraggio, l'inflazione aumenterà anche considerando lo scostamento tra il tasso di disoccupazione effettivo e quello naturale.

Con la cornice teorica fin qui presentata può come prendere perché il livello generale dei prezzi è diventato, durante il decennio degli anni '70, un problema che non poteva più essere ignorato dalla Federal Reserve. A tali ragioni attinenti all'ambito della politica monetaria vanno inoltre aggiunti altri elementi che contribuirono alla creazione di spinte inflazionistiche, già a partire dalla seconda metà degli anni '60. Si assistette, infatti, in quel periodo ad un aumento sostenuto della spesa pubblica, finalizzato in maniera specifica al finanziamento della guerra del Vietnam (1955-1975) e delle politiche della Great Society volute dall'amministrazione Johnson. Queste ultime consistevano in una serie di programmi nazionali volti all'eliminazione della povertà e dell'ingiustizia razziale ed erano state implementate inizialmente con l'emissione di dollari, e solo nel 1968 con l'introduzione di un'imposta sul reddito<sup>63</sup>.

### **2.1.2. Gli anni del *money targeting* (1979-1982)**

Una reazione manifesta all'aumento sostenuto del livello generale dei prezzi arrivò nell'ottobre 1979, anno in cui Paul Volcker assunse la guida del Federal Reserve System. Egli, in seno al Board of Governors e alla FOMC, intraprese un deciso cambio di direzione nella conduzione della politica monetaria e in particolare nella gestione dell'obiettivo di

---

<sup>63</sup> Si veda: Di Gaspare (2012), pag. 5

inflazione. In occasione di una conferenza stampa tenutasi il 6 ottobre 1979 venne annunciato che la banca centrale si sarebbe occupata del controllo esclusivo dell'offerta di moneta (variabile esogena), tralasciando i tassi di interesse, che sarebbero dunque stati lasciati liberi di trovare il proprio livello sul mercato (variabile endogena)<sup>64</sup>. È bene riportare, tuttavia, che già nei primi anni '70 la Fed monitorava il tasso di crescita degli aggregati monetari e che con l'emendamento del Federal Reserve Act (1977) e la promulgazione dell'Humphrey-Hawkins Act (1978) arrivò anche una richiesta formale da parte del Congresso relativa all'annuncio, con cadenza annuale, dei target per la crescita della moneta<sup>65</sup>.

Dalla discussione della FOMC durante la riunione del 6 ottobre 1979 è possibile estrapolare le seguenti indicazioni di politica monetaria: la Fed riconosceva la necessità di mettere in atto ulteriori misure per frenare la crescita degli aggregati monetari nell'arco dei mesi seguenti e pertanto intendeva procedere ponendo maggiore enfasi sulle operazioni giornaliere relative all'offerta di riserve bancarie e una minore attenzione al contenimento delle fluttuazioni di breve periodo del *federal funds rate*. In particolare, intendeva finalizzare le operazioni di mercato aperto alla fornitura di riserve bancarie che fossero coerenti con i target monetari fissati per M1 e M2, ammettendo oscillazioni di breve periodo del tasso di interesse, che doveva tuttavia rientrare in intervalli stabiliti dalla FOMC (la media settimanale doveva essere inclusa tra l'11,5% e il 15,5%)<sup>66</sup>.

È stato riscontrato che l'approccio adottato della Fed durante i primi anni '80 sembra accettare talune idee della teoria economica monetarista di Milton Friedman. Difatti, nonostante quest'ultimo abbia dichiarato che l'atteggiamento della Fed nascondesse dietro ad una retorica monetarista un effettivo indirizzo anti-monetarista, la congruenza della policy condotta da Volcker rispetto ai principi di Milton è riscontrata ampiamente in due punti<sup>67</sup>:

- a) l'inflazione è un fenomeno monetario, posto sotto la sfera di responsabilità della banca centrale

---

<sup>64</sup> Si veda: Sudhir (1987), pag. 1799

<sup>65</sup> Si veda: Kliesen e Wheelock (2020), pag. 6

<sup>66</sup> *Ivi*, pag. 7

<sup>67</sup> *Ibidem*

- b) per ridurre l'inflazione è richiesto un rallentamento della crescita della massa monetaria

A partire dal 1979, pertanto, la Federal Reserve iniziò a reagire attivamente al problema dell'elevata inflazione, focalizzandosi sul raggiungimento di obiettivi per il tasso di crescita della moneta e del credito. Per comprendere la prassi della Fed si riprende il concetto di moltiplicatore monetario  $mm = \left( \frac{1 + cu}{cu + \theta} \right)$  che esprime la quantità di moneta che la banca centrale può creare per ogni unità di riserva detenuta, tenendo conto anche del comportamento del pubblico dei depositanti e delle banche commerciali. Si procede ora ad analizzare la conduzione del money targeting considerando il ruolo dei parametri  $cu$  e  $\theta$ , che si riferiscono ai depositi del pubblico e alle riserve possedute dagli istituti di credito. Focalizzandoci innanzitutto su queste ultime, si citano le nuove procedure operative tracciate dalla Federal Reserve, che si articolavano in tre fasi<sup>68</sup>:

- a) La FOMC stabiliva un obiettivo per il tasso di crescita dell'offerta di moneta, comunicando degli intervalli per i tassi di crescita annuali, in modo tale che lo stock di moneta crescesse a tassi compresi in tali intervalli stabiliti. Oltre a ciò, venivano anche determinati dalla FOMC dei sentieri di crescita per l'offerta di moneta relativi a periodi più brevi rispetto al riferimento annuale (ad esempio i trimestri).
- b) Il secondo passaggio seguito dalla FOMC nella conduzione della politica monetaria durante l'"esperimento monetarista" consisteva nello stimare dei sentieri di crescita per due tipologie di riserve bancarie, i quali dovevano risultare compatibili con i tassi di crescita di breve termine determinati per gli aggregati monetari. Queste due categorie sono le riserve totali e le riserve non prese a prestito (*non-borrowed reserves*). Le prime rappresentano l'ammontare totale di riserve disponibili possedute da ciascun istituto di credito, mentre le riserve *non-borrowed* consistono nella quota di riserve liquide proprie di una banca, dunque non ottenute accedendo alla finestra

---

<sup>68</sup> Si veda: Cacy (1980), pag. 18

di sconto della Federal Reserve. Il computo di queste ultime veniva effettuato dalla FOMC sottraendo alle riserve totali l'ammontare di riserve prese a prestito dalle banche presso la banca centrale, attraverso la finestra di sconto.

Una volta stimate le riserve totali e le riserve *non-borrowed* e determinato il sentiero di crescita per l'offerta di moneta (si veda punto precedente), va considerato che la determinazione del sentiero per le riserve totali è influenzata dalla relazione che intercorre tra queste ultime e l'offerta di moneta<sup>69</sup>. Tale rapporto si può esprimere nei seguenti termini:

$$M = Rmm,$$

$$gM = gR + gmm.$$

Considerando la prima equazione,  $M$  simboleggia lo stock di moneta,  $R$  si riferisce alle riserve bancarie totali, mentre  $mm$  coincide con il moltiplicatore monetario. Quest'ultimo è dato dal rapporto tra la moneta e la base monetaria, la quale include le voci che compongono le passività della banca centrale, ovvero le riserve bancarie e il circolante. L'equazione sottostante mostra la medesima relazione espressa in termini di tassi di crescita percentuali ( $g$ ). È possibile a questo punto derivare il sentiero di crescita per le riserve totali ( $R^*$ ), espresso come differenza tra il sentiero relativo all'offerta di moneta e il livello atteso del moltiplicatore monetario:

$$R^* = \frac{M^*}{mm^e},$$

$$gR^* = gM^* - gm^e.$$

Il sentiero di crescita per le riserve *non-borrowed* ( $NBR^*$ ), risulterà pertanto espresso attraverso la differenza tra il sentiero delle risorse totali e l'ipotesi di prestito iniziale ( $BR^*$ ):

---

<sup>69</sup> *Ivi*, pag. 18

$$NBR^* = \frac{R^*}{BR^*},$$

$$gNBR^* = gR^* - gBR^*.$$

- c) La fase conclusiva della nuova procedura seguita dalla FOMC consiste nell'utilizzare i sentieri determinati nei passaggi precedenti per la definizione della politica monetaria. Nel concreto, venivano effettuate operazioni di mercato aperto con il fine di arrivare al sentiero di crescita delle riserve *non-borrowed*. Il motivo per cui nel breve periodo la FOMC controlla le *non-borrowed* anziché le riserve totali è insita nel fatto che queste ultime spesso sono soggette a un ritardo nella loro contabilizzazione.

È opportuno interpretare ulteriormente la procedura appena descritta, al fine di comprendere come la FOMC poteva influenzare i tassi di interesse di breve periodo. L'architettura della procedura delle riserve serviva proprio a questo e funzionava nel seguente modo. Determinato il sentiero di crescita per le riserve totali, il fatto di assumere un livello relativamente alto per il prestito iniziale ( $BR^*$ ) e di conseguenza un sentiero relativamente basso per le riserve *non-borrowed* ( $NBR^*$ ) conduceva ad associare tassi di interesse di breve periodo relativamente elevati, a causa della competizione per ottenere un'offerta limitata di riserve della banca centrale. In maniera corrispondente, un sentiero di prestito relativamente contenuto e uno più alto per le riserve *non-borrowed* facevano sì che i tassi di interesse tendessero a restare ad un livello basso.

Si passa ora ad osservare i risultati della politica monetaria statunitense, prendendo in considerazione per l'anno 1980 sia gli obiettivi annuali sia quelli di brevissimo periodo (all'interno dell'anno stesso). Per fare ciò, ci si serve dei dati riportati da J.A. Cacy e sintetizzati nella tabella sottostante.

**Fig. 4 – Tassi di crescita dell’offerta di moneta (USA, 1980)**

	<u>M1-A</u>	<u>M1-B</u>	<u>M2</u>	<u>M3</u>
1979:IV	4.2	4.4	6.0	6.9
1980:I	3.7	5.0	7.2	8.0
II	- 1.9	- 0.3	8.4	7.4
III	13.3	16.4	13.9	12.2
1980:First 11 Months*	5.7	7.7	10.1	10.2
1980:Growth Rate Range	3-1/2 to 6	4 to 6-1/2	6 to 9	6-1/2 to 9-1/2
September	12.6	15.8	8.6	9.2
October	9.4	11.2	9.3	10.9
November	6.8	9.6	12.2	17.1

\*From fourth quarter of 1979 through November 1980.

Fonte: Cacy (1980)

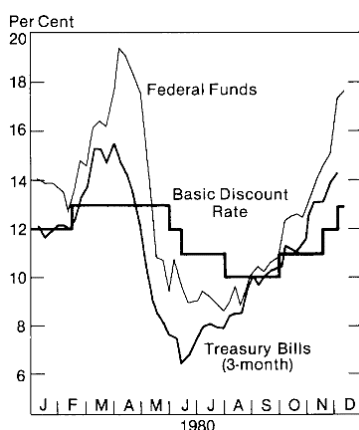
Nella tabella riportata l’aggregato monetario M1 si compone di M1-A, che include il circolante e i depositi detenuti dai risparmiatori presso le banche commerciali, e M1-B, che in aggiunta considera anche depositi a vista (conti correnti di tipo ATS e NOW).

In corrispondenza della riga denominata “1980: Growth Rate Range” è possibile rinvenire gli intervalli stabiliti dalla FOMC per il tasso di crescita della moneta per ciascuna tipologia di aggregato. Ad esempio, per M1-A e M1-B erano previsti sentieri di crescita che prevedevano dei range compresi rispettivamente tra 3.5 e 6 e tra 4 e 6.5. La Fed si auspicava che la crescita dell’offerta di moneta seguisse questi intervalli.

Analizzando l’andamento della crescita dell’offerta di moneta un trimestre alla volta, si osserva che, sebbene in Q1 la crescita dello stock monetario non abbia deviato dai sentieri prestabiliti, in Q2 e ancora di più in Q3 si assiste ad una situazione di volatilità del tasso di crescita della moneta. Nello specifico, in Q2 si nota un calo brusco di M1-A, che scende dell’1.9% e anche di M1-B, il cui tasso cala dello 0.3%. Nel terzo trimestre dell’anno viene riscontrato uno scostamento notevolmente più ampio, con un’impennata sia di M1-A, che cresce ad un tasso del 13.4%, che di M1-B, che si muove verso l’alto ad un tasso del 16.4%.

La situazione appena descritta porta a pensare, dunque, che gli intenti della FOMC per il brevissimo periodo non sono stati seguiti in maniera soddisfacente<sup>70</sup>. Considerando invece il tasso di crescita annuale dell'offerta di moneta, o più puntualmente dei primi undici mesi del 1980, si può notare che i suoi valori si aggirano attorno al 5.7% per M1-A e al 7.7% per M1-B. Cacy conclude su questo punto che l'azione della Fed ha ottenuto solo parzialmente buoni risultati per gli obiettivi di crescita della moneta nell'arco annuale.

**Fig. 5 – Tassi del mercato monetario (USA, 1980)**



Fonte: Cacy (1980)

**Fig. 6 – Tassi di crescita percentuali delle riserve (USA, 1980)**

	Non-borrowed Reserves*	Total Reserves
1979:IV	12.4	13.4
1980:I	-14.2	- 0.3
II	30.3	- 0.2
III	1.5	13.7
June-November	3.9	16.6

È doveroso aggiungere, inoltre, che alla volatilità riscontrata nelle tendenze di crescita della moneta si accompagna un'ampia volatilità nei tassi di interesse, come si può notare dal grafico (fig.5). In particolare, viene riportato che l'aumento del *federal funds rate* nel periodo giugno-novembre è dovuto anche all'impegno della FOMC nel cercare di mantenere i tassi di crescita della moneta entro gli intervalli dei sentieri stabiliti<sup>71</sup>. Questo era possibile monitorando e tenendo il più possibile in basso la crescita delle riserve *non-borrowed*, il cui tasso di crescita per il periodo in questione è del 3.9%, ammettendo dunque livelli di tassi di interesse relativamente più alti, definiti dal mercato. Contenere la crescita delle riserve *non-borrowed* comportava però una conseguenza inevitabile: l'aumento delle

<sup>70</sup> *Ibidem*

<sup>71</sup> *Ivi*, pag. 21

riserve prese a prestito dalle banche attraverso la finestra di sconto della Fed. Ciò che risulta dalla situazione appena descritta è uno scostamento delle riserve totali dall'obiettivo che la FOMC aveva fissato per limitare la crescita eccessiva della moneta. Pertanto, ciò che risulta dall'analisi di questi dati, è una generale difficoltà della Fed nel controllare i tassi di crescita delle riserve e, di conseguenza, i tassi di crescita degli aggregati monetari.

Si passa ora a considerare brevemente l'altro aspetto incluso nella definizione del moltiplicatore monetario, ovvero il comportamento degli agenti economici privati, famiglie e imprese. Prendendo come base, ancora una volta, la formula del moltiplicatore monetario  $mm = \left(\frac{1 + cu}{cu + \theta}\right)$ , si può capire che un aumento del parametro  $cu$ , con cui si esprime il rapporto tra il contante detenuto dal pubblico e i depositi bancari, provoca una riduzione del moltiplicatore monetario; ciò implica che ogni unità di riserva riesce a generare una quantità inferiore di moneta nel sistema economico. In generale, con un moltiplicatore monetario più basso, le capacità dell'autorità monetaria di influenzare l'offerta di moneta si riducono. Viceversa, una diminuzione del parametro  $cu$  consentirebbe un controllo maggiore della banca centrale sull'offerta di moneta.

Dopo aver considerato gli scenari legati alle possibili condotte del pubblico (parametro  $cu$ ) e delle aziende di credito (parametro  $\theta$ ), è possibile trarre delle conclusioni circa le possibilità di controllo della Federal Reserve sulla massa monetaria. Il nucleo concettuale del money targeting riguarda il fatto che, se il moltiplicatore monetario è stabile, la banca centrale riesce ad operare un controllo effettivo sulla quantità di moneta disponibile nel sistema economico. Nel caso opposto, in cui il moltiplicatore non si mantiene fisso, allora l'autorità monetaria non riesce a controllare in modo efficace l'offerta di moneta. Pertanto, la stabilità dei due parametri comportamentali descritti in riferimento agli attori economici risulta l'elemento determinante per una realizzazione positiva del *money targeting*.

Se fino a questo punto sono stati affrontati gli aspetti riguardanti l'equilibrio sul mercato monetario in un contesto di *money targeting*, è interessante ora ampliare la prospettiva alle implicazioni macroeconomiche per l'equilibrio generale. In particolare, in un regime di politica monetaria basato sul controllo dell'offerta di moneta, se la banca centrale aumenta quest'ultima, si verifica una discesa del tasso di interesse nominale di breve periodo,

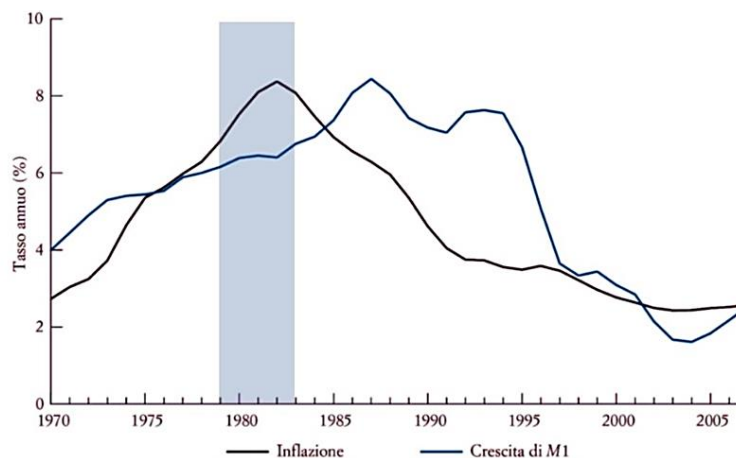
cui consegue uno stimolo agli investimenti e alla spesa e un aumento dell'output nel breve termine. Tuttavia, si ricorda che gli Stati Uniti hanno adottato il *money targeting* in risposta ad un'elevata inflazione riscontrata durante gli anni '70, per cui si credeva che la banca centrale dovesse fissare tassi di crescita per la moneta particolarmente contenuti. Ciò poteva portare ad una riduzione dell'inflazione e contribuire alla stabilizzazione delle aspettative, ma sul lato della produzione potevano sorgere rischi per una crescita insufficiente. Infatti, se l'offerta di moneta cresce troppo lentamente per sostenere la domanda aggregata di beni e servizi, il sistema economico potrebbe incorrere in dinamiche di stagnazione, in cui la produzione scende sotto il livello potenziale, causando elevata occupazione. Se si ammettono tali implicazioni macroeconomiche, si può pensare che durante la fase del *money targeting* sul piano teorico la Federal Reserve accettasse di marginalizzare l'obiettivo di *maximum employment* in favore di un'urgente ristabilizzazione dei prezzi. Nonostante queste siano i risvolti formali sull'equilibrio economico generale in un ambiente di *money targeting*, è già stato evidenziato che la Federal Reserve, in termini pratici, non sia riuscita a mantenere un controllo saldo sull'offerta di moneta.

Volendo motivare l'allontanamento della banca centrale degli Stati Uniti, già nel 1982, dalla prospettiva del *money targeting*, una delle motivazioni addotte da Olivier Blanchard et al. (2020) risiede nell'osservare che la relazione tra il tasso di crescita della moneta e il tasso di inflazione non si è rivelata sufficientemente forte nel lungo termine. Blanchard adotta una prospettiva di medio periodo ed esamina le medie decennali delle due variabili menzionate, utilizzando i dati dell'indice dei prezzi al consumo per il tasso di inflazione e quelli relativi all'aggregato monetario M1 per il tasso di crescita della moneta. Dal grafico sottostante (si veda fig. 7) si può notare che nel periodo compreso tra gli anni 1979 e 1982 in cui la Fed focalizzò la propria azione sul controllo degli aggregati monetari, le due variabili osservate assumono comportamenti differenti. Se a partire dal 1979 l'inflazione scese, la crescita di *M1* rimase sostenuta per tutto il decennio e diminuì solamente negli anni '90<sup>72</sup>.

---

<sup>72</sup> Si veda: Blanchard et al. (2020), pag. 620

Fig. 7 – Crescita della moneta nominale e inflazione (medie decennali USA, 1970-2008)



Fonte: Blanchard et al. (2020)

Il grafico sembra dunque dimostrare le criticità degli assunti condivisi dalla Fed durante l'esperimento del *money targeting*, il cui epilogo iniziò nel 1982, quando fu abbandonato il tentativo di perseguire obiettivi in termini di riserve, proseguì nel 1986, anno in cui la Fed rinunciò ad un target diretto per il tasso di crescita di M1, e si concluse formalmente nel 1993.

### 2.1.3. Il regime di *inflation targeting*

Negli anni '90, sotto la presidenza di Alan Greenspan, la Federal Reserve ha attuato un cambiamento del paradigma per la politica monetaria maturato durante il decennio precedente. Il rinnovato regime di politica monetaria seguito dalla Federal Reserve prende il nome di *inflation targeting*. Come è stato brevemente introdotto nel capitolo primo, tale strategia di politica monetaria si caratterizza tipicamente per un obiettivo di inflazione annunciato ufficialmente in termini numerici e pone requisiti relativi di trasparenza e credibilità relativa all'osservanza degli obiettivi annunciati<sup>73</sup>.

L'esperienza statunitense con l'*inflation targeting* è particolare. Se si ammette che per affrontare il mandato occupazionale è auspicabile creare in primo luogo un clima di stabilità economica, allora è comprensibile che lo sguardo prioritario ed iniziale della banca centrale

<sup>73</sup> Si veda: Svensson (2016), pag. 1

vada proprio sull'obiettivo di mantenere i prezzi stabili nel tempo. Se Volcker aveva supposto di poter raggiungere tale proposito concentrandosi su obiettivi per la crescita degli aggregati monetari, tra gli anni '80 e gli anni '90 la Fed, forte dell'esperienza maturata, valuta che il miglior sentiero per arrivare ad una situazione di stabilità dell'economia statunitense sia proprio annunciare un obiettivo per l'inflazione. A questo fine, la Fed predilige il controllo dei tassi ufficiali di interesse di breve termine, lasciando che l'offerta di moneta si determini sul mercato in base alle condizioni economiche correnti. La FOMC determina un livello obiettivo per il *federal funds rate* e, di conseguenza, aggiusta l'offerta di moneta, attraverso la manipolazione delle riserve bancarie, per far sì che il tasso di interesse si muova in direzione della meta stabilita.

In un contesto di *inflation targeting* per cui la banca centrale sceglie come strumento prioritario per la propria azione il tasso di interesse nominale di breve periodo, diviene cruciale comprendere come scegliere tale misura. In relazione a tale sfida sono state elaborate teorie e regole. Tra queste, la regola elaborata da John Taylor ha assunto una rilevanza particolare.

## 2.2. La regola di Taylor

La formulazione originaria della regola di Taylor (1993) consiste in una funzione di reazione che prevede di regolare il tasso di interesse nominale di breve periodo, strumento di politica monetaria privilegiato nel regime di *inflation targeting*, in risposta all'andamento di due variabili, inflazione e attività economica<sup>74</sup>. In altre parole, evidenzia come il target del *federal funds rate* viene aggiustato in risposta alle fluttuazioni del tasso di inflazione e dell'output. L'equazione originaria che suggerisce quale dovrebbe essere il tasso di interesse nominale da fissare risulta essere:

$$i_t = \pi_t + r^* + a(\pi_t - \pi^*) + b(y_t - y^*).$$

---

<sup>74</sup> Si veda: Orphanides (2008), pag. 1

$i_t$  rappresenta il tasso di interesse nominale che la banca centrale dovrebbe fissare;  $\pi_t$  fa riferimento al tasso di inflazione nell'anno di riferimento, mentre  $r^*$  è il tasso di interesse naturale compatibile con prezzi stabili e piena occupazione nel medio termine. Taylor suppone che questo corrisponda ad un livello del 2%. Nell'equazione,  $\pi_t - \pi^*$  rappresenta il divario tra l'inflazione attuale e il tasso obiettivo proposto dalla banca centrale, mentre  $y_t - y^*$  misura lo scostamento della produzione dal suo livello naturale a prezzi stabili. Infine,  $a$  e  $b$  sono coefficienti scelti dalla banca centrale per esprimere il peso attribuito alla stabilizzazione del gap dell'inflazione piuttosto che di quello relativo alla disoccupazione. Si assume che entrambi i coefficienti corrisponda ad un valore di  $\frac{1}{2}$ . Supponendo un obiettivo di inflazione del 2%, come definito dalla FOMC a partire dal 2012, e un tasso di interesse naturale pari al medesimo livello, la regola può essere espressa più chiaramente come:

$$i_t = \pi_t + 2 + \frac{1}{2} (\pi_t - 2) + \frac{1}{2} (y_t - y^*).$$

Seguendo la regola, la banca centrale muove il livello *del federal funds rate* in risposta a scostamenti dell'inflazione e della produzione dal loro livello obiettivo (o naturale). Un innalzamento del tasso di interesse risponderebbe ad una situazione in cui l'inflazione ha superato il suo livello obiettivo o la produzione si trova oltre il livello che corrisponde alla massima occupazione, e viceversa.

Dunque, per riassumere, Taylor riscontra che il tasso di interesse nominale di breve periodo dipende dalle seguenti tre componenti di input: il gap dell'inflazione; l'output gap; il tasso di interesse nominale obiettivo, ossia il tasso di interesse naturale associato al tasso di interesse naturale e al tasso di inflazione obiettivo ( $i^* = r^* + \pi_t$ ).

In maniera alternativa, la regola può essere espressa sostituendo l'output gap con misure che fanno riferimento alla disoccupazione. In questi termini, l'equazione risulta:

$$i_t = \pi_t + r^* + a (\pi_t - \pi^*) - b (u_t - u_n),$$

dove  $u_t - u_n$  misura lo scostamento tra il tasso di disoccupazione nel periodo di riferimento e il tasso di disoccupazione naturale coerente ad una situazione economica di stabilità dei prezzi<sup>75</sup>.

Ai fini dell'analisi del *dual mandate* della Fed, si considererà questa formulazione in termini di inflazione e disoccupazione, elementi strettamente centrali per i suoi obiettivi primari. Tale regola costituisce infatti una risorsa significativa per comprendere la policy della Federal Reserve. Infatti, sebbene non ci sia un esplicito annuncio sull'aderenza alla regola di Taylor o ad altre formule nella fase di decisione della politica monetaria, l'equazione sopra riportata sembra essere uno schema di comportamento ragionevole rispetto a come il *federal funds rate* viene regolato sulla base degli sviluppi dell'economia<sup>76</sup>. Inoltre, permetterebbe di regolare lo strumento principale di politica monetaria considerando insieme, simultaneamente, sia la situazione relativa all'inflazione (mandato della stabilità dei prezzi) sia quella afferente alla disoccupazione (mandato di *maximum employment*).

È interessante notare che, per quanto concerne l'obiettivo della stabilità dei prezzi, dalla regola è stato estrapolato il cosiddetto "principio di Taylor", secondo cui la banca centrale, in presenza di inflazione, può stabilizzare l'economia aumentando il tasso di interesse in maniera più che proporzionale all'aumento dell'inflazione<sup>77</sup>.

### **2.2.1. Le implicazioni a livello macroeconomico**

La regola di Taylor ha rappresentato, sin dalla sua formulazione originaria nei primi anni '90, un supporto rilevante per la banca centrale, che anche grazie ad essa può orientare le proprie decisioni di politica monetaria in direzione del *dual mandate* congressuale. Infatti, la formula sviluppata da Taylor consente di aggiustare le due variabili macroeconomiche privilegiate, tasso di inflazione e tasso di disoccupazione, in risposta a deviazioni di queste dall'obiettivo target e dal livello naturale. Tali adeguamenti vengono condotti attraverso la determinazione del tasso di interesse nominale di breve periodo. Questo permette all'autorità monetaria di controllare l'equilibrio e sul mercato dei beni e sul mercato monetario. Per quanto riguarda

---

<sup>75</sup> Si veda: Blanchard et al. (2020), pag. 623

<sup>76</sup> Si veda: Orphanides (2008), pag. 4

<sup>77</sup> Si veda: Judd e Rudebusch (1998), pag. 6

il primo, la fissazione di un certo tasso di interesse di breve periodo influenza le decisioni di spesa degli agenti economici privati, portando ad incrementi o riduzioni della domanda aggregata di beni e servizi a seconda delle circostanze richieste dal sistema economico. Nel mercato monetario, il tasso di interesse viene utilizzato per far sì che le curve della domanda e dell'offerta di moneta, in caso di instabilità, si possano spostare per ripristinare una condizione di equilibrio. In questo contesto il tasso di interesse condiziona sia la domanda di liquidità da parte del pubblico, sia l'offerta di moneta che viene concessa agli agenti per consumi e investimenti.

Taylor, nello studio che introduce la presentazione della regola di politica monetaria, propone alcune osservazioni ulteriori che è opportuno menzionare alla luce del ruolo di rilievo che viene conferito alle banche centrali per la stabilità e le possibilità di crescita di un'economia. Ciò che Taylor sostiene è che l'adozione della sua regola all'interno del bagaglio di strumenti che l'autorità monetaria considera per le proprie decisioni potrebbe avere diversi vantaggi in termini di credibilità per la banca centrale stessa e per le proprie azioni. Infatti, il pregio della regola di Taylor è proprio quello di garantire un grado considerevole di trasparenza e prevedibilità, riducendo l'incertezza del pubblico che potrebbe intraprendere le proprie scelte economiche in una situazione di stabilità, riponendo fiducia nella banca centrale e rafforzando l'ancoraggio delle aspettative<sup>78</sup>.

### **2.2.2. I limiti della regola di Taylor e il problema delle aspettative**

Una regola sul tasso di interesse come quella formulata da Taylor si orienta su variabili osservate, ossia utilizza dati relativi all'inflazione e alla disoccupazione (o output) realizzate in un periodo di riferimento. In termini più chiari, il tasso di interesse nominale fissato dalla banca centrale risponde a cambiamenti realizzati, nel livello dei prezzi e della produzione. Sulla base di questi dati, Taylor propone una previsione di quale dovrebbe essere il livello ottimale per il tasso di interesse nominale, assegnando alla sua regola un ruolo di

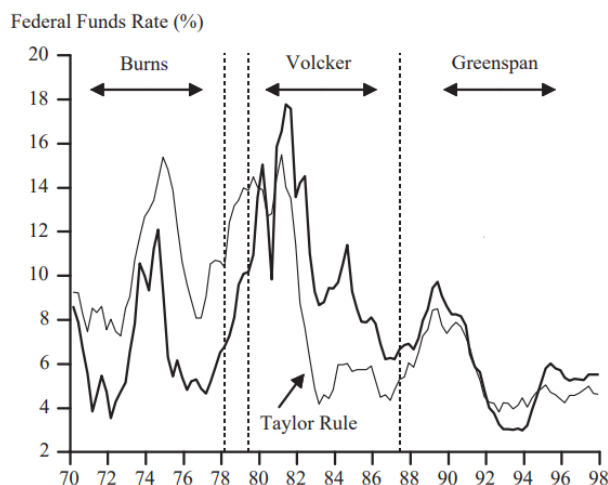
---

<sup>78</sup> Si veda: Taylor (1993), pag. 196

benchmark per la policy delle banche centrali. La prospettiva della formulazione originaria della regola è stata definita da alcuni come *backward-looking* o, da altri, *current-looking*<sup>79</sup>.

La formula di Taylor è stata utilizzata ampiamente per valutare la conduzione della politica monetaria del passato, evidenziando periodi in cui l'andamento del *federal funds rate* ha seguito in maniera più stretta il tasso di interesse stimato dalla regola di Taylor e fasi in cui ci sono stati scostamenti notevoli.

**Fig. 8 – Federal funds rate (%) e tasso di interesse stimato dalla regola di Taylor (USA, 1970-199)**



Fonte: Judd e Rudebusch (1998)

Il grafico posto sopra offre un confronto tra l'andamento del *federal funds rate* e il tasso raccomandato dalla regola di Taylor, rispettivamente durante le presidenze Fed di Arthur Burns (1970-1978), Paul Volcker (1979-1987) e Alan Greenspan (1987-2006). Durante la guida di quest'ultimo si riscontra la fase di maggiore corrispondenza tra il tasso di interesse nominale effettivo e quello stimato, con un indice di bontà di adattamento  $R^2$  di 0.87. Questo dato può essere motivato sia dall'assunzione, a partire da quegli anni, di una

<sup>79</sup> Si veda: Calstrom e Fuerst (2000), pag. 2

regola di *inflation targeting* con il controllo diretto del *federal funds rate*, sia dalla forte attenzione di Greenspan e della Fed tutta al mandato occupazionale. D'altro canto, durante il periodo in cui la politica monetaria statunitense è stata guidata da Volcker attraverso il *money targeting* è comprensibile trovare uno scostamento più pronunciato del tasso di interesse nominale rispetto alle previsioni della regola di Taylor. Infatti, come si è visto, in quella fase la Fed consente fluttuazioni del *federal funds rate* perché concentrata sul controllo diretto degli aggregati monetari.

Nonostante la regola sia utile ai fini di un'analisi ex-post della politica monetaria, negli ultimi trent'anni si è aperto un dibattito circa i limiti dell'orientamento della formulazione originaria di Taylor. Alcuni, infatti, si sono interrogati sul fatto che la banca centrale dovrebbe forse rispondere in maniera proattiva ai movimenti dell'inflazione. Un'osservazione di Alan Greenspan introduce un tema rilevante che si vuole sollevare di seguito: “*Implicit in any monetary policy action or inaction is an expectation of how the future will unfold, that is, a forecast*”<sup>80</sup>. La citazione accenna all'importanza di considerare aspettative, che ora si intende approfondire.

Diversi autori hanno suggerito che la banca centrale dovrebbe decidere il tasso di interesse nominale non sulla base di valori osservati ma sulla base di aspettative sull'inflazione e sull'output gap<sup>81</sup>. L'inclusione delle aspettative nella regola di politica monetaria presa in considerazione dalla banca centrale, insieme ad altri diversi fattori, consentirebbe un rafforzamento della credibilità della banca centrale agli occhi del mercato nell'impegno a mantenere il livello di inflazione vicina al suo obiettivo fissato. Va evidenziato che il fatto di considerare l'inflazione attesa all'interno della formula di Taylor potrebbe rendere le azioni della banca centrale più prevedibili e trasparenti, favorendo similmente una stabilizzazione e un maggiore ancoraggio delle aspettative.

---

<sup>80</sup> Si veda: Calstrom e Fuerst (2000), pag. 2

<sup>81</sup> Si veda: De Grauwe e Ji (2020), pag. 2

### **2.3. Money targeting e inflation targeting: il ruolo dello stock market**

Dopo aver trattato delle peculiarità dei regimi di politica monetaria di *money targeting* e *inflation targeting* e delle implicazioni che questi hanno sulle variabili nominali e reali dell'economia, è opportuno considerare anche le implicazioni per i mercati finanziari. Infatti, gli effetti immediati di un'azione di politica monetaria, come ad esempio una variazione del tasso di interesse di breve periodo, riguarda in primo luogo il settore dell'attività finanziaria. Tra i vari mercati che compongono tale settore, si sceglie di affrontare l'impatto della politica monetaria sullo stock market, ossia il mercato azionario. Consideriamo il comportamento del prezzo delle azioni in entrambi i regimi di politica monetaria descritti in precedenza, il *money targeting* e l'*inflation targeting*.

In un contesto di *money targeting*, in cui la banca centrale determina target per la crescita dell'offerta di moneta piuttosto che il tasso di interesse, quest'ultimo viene lasciato in buona misura libero di fluttuare. Per comprendere le implicazioni per lo stock market va chiarito su quali basi vengono determinati i prezzi delle azioni ( $Q$ ). In particolare, questi sono legati positivamente ai dividendi ( $D$ ), che sono una funzione positiva del reddito ( $y$ ), e negativamente al tasso di interesse reale ( $r$ ). Ai fini di rendere più chiaro il concetto, ci si serve di una semplice formula<sup>82</sup>:

$$Q = \frac{D(y^+)}{r}.$$

Se si assume come valida questa costruzione dei prezzi all'interno dello *stock market*, è evidente che variazioni del tasso di interesse nominale della banca centrale impattano notevolmente il mercato azionario. In particolare, ci sono effetti diretti sul prezzo delle azioni, che, se il tasso di interesse nominale aumenta, anche per  $r$  si riscontra un incremento, per cui si riduce il valore presente dei futuri dividendi, abbassando i prezzi delle azioni. Durante il periodo dell'esperimento monetarista negli Stati Uniti, il *federal funds rate*, lasciato fluttuare dalla banca centrale, ha raggiunto livelli notevolmente elevati, provocando pressioni a ribasso sul mercato azionario. Infatti, un clima di alti tassi di interesse aumenta i costi di

---

<sup>82</sup> Si veda: Blanchard et al. (2020), pag. 391

finanziamento per le aziende, riducendo i profitti e rendendo pertanto meno attraenti gli investimenti in azioni. In generale, va considerato che un'elevata volatilità nei tassi di interesse, come è stato per gli Stati Uniti tra il 1979 e il 1982, porta ad una maggiore incertezza nello *stock market*, che si può tradurre in premi per il rischio più elevati e dunque prezzi delle azioni più bassi.

Considerando il regime di *inflation targeting*, in cui la banca centrale controlla i tassi di interesse per mantenere l'inflazione ad un livello determinato come obiettivo, il tasso di interesse nominale viene modificato se il tasso di inflazione si trova decisamente sopra al livello target o ben al di sotto del medesimo livello. Indagando gli effetti sullo *stock market*, sulla base della formula per il calcolo del prezzo delle azioni sopra riportata si può osservare che aumenti del tasso di interesse nominale di breve periodo portano ad un ridimensionamento del mercato azionario (si riduce anche il tasso di interesse reale). Al contrario, riduzioni del tasso di interesse nominale e, dunque, anche del tasso di interesse reale provocano un aumento del prezzo delle azioni. Va considerato che in un regime di *inflation targeting* in cui la banca centrale riesce a mantenere l'inflazione stabile e prevedibile si può riscontrare una maggiore fiducia degli investitori poiché non si rinvergono margini considerevoli di incertezza riguardo all'andamento dei tassi di interesse.

Dall'approfondimento sul comportamento del mercato azionario nei due differenti regimi di politica monetaria, si possono fare alcune valutazioni circa il contesto degli Stati Uniti. Dato è stato dimostrato in precedenza che la Federal Reserve non è riuscita a contenere adeguatamente l'espansione dell'offerta di moneta, lasciando che il *federal funds rate* raggiungesse livelli molto alti, con una volatilità pronunciata, si può pensare che un ambiente di *money targeting* non sia particolarmente favorevole per la prosperità del mercato azionario. Un clima di *inflation targeting*, in cui la Federal Reserve conduce una politica monetaria più trasparente in termini di tassi di interesse potrebbe mitigare, in condizioni di stabilità, l'incertezza all'interno dello *stock market*, pur tenendo presente che si registrano in ogni caso variazioni del tasso di interesse nominale, con una conseguente reazione del mercato azionario. Infatti, oltre a tali osservazioni, va considerato che anche in un contesto di *inflation targeting* le variazioni del tasso di interesse nominale di breve possono talvolta apparire agli occhi degli investitori come inaspettate. Ben Bernanke e Kenneth Kuttner

(2015) hanno sviluppato una serie di riflessioni sugli effetti di tali azioni inaspettate di politica monetaria, in modo tale da evidenziare in maniera evidente la relazione tra queste e il mercato azionario. Ciò che interessa ai due autori è valutare la reazione del mercato a variazioni del *federal funds rate* da parte della Federal Reserve nel giorno stesso del cambiamento. Per fare ciò viene individuato un campione di 131 eventi che rappresenta l'insieme di tutti i giorni in cui il *federal funds rate* è stato modificato con i giorni corrispondenti alle riunioni della FOMC. Gli eventi alle estremità del periodo considerato riguardano da una parte la riduzione del tasso di interesse di 25 punti base nel giugno 1989, dall'altra la riunione della FOMC nel dicembre 2002.

**Fig. 9 – Statistiche descrittive per il *federal funds rate* e il rendimento azionario ponderato per l'indice CRSP (USA, 1989-2002)**

	May 1989–January 1994	February 1994–December 2002
Number of events: rate changes and FOMC meetings	55	76
Standard deviation of Federal funds surprise, basis points	10.4	9.5
Standard deviation of equity return on event days, %	0.80	1.26
Standard deviation of equity return on nonevent days, %	0.71	1.11
Proportion of rate changes taking place at FOMC meetings	0.67	0.95

Fonte: Bernanke, Kuttner (2005)

Dalla tabella sopra riportata (si veda fig. 9) si può comprendere che l'effetto di sorpresa sul mercato azionario di variazioni del *federal funds rate* si aggira attorno a 10 punti base. Tuttavia, possiamo notare delle differenze per quanto riguarda la volatilità dei prezzi delle azioni nei due periodi considerati. Il primo dei due, che descrive la situazione pre-1994, riguarda una fase in cui i cambiamenti del tasso di interesse nominale di breve termine erano generalmente non annunciati e non corrispondenti agli incontri della FOMC; nel periodo post-1994, al contrario, tutti i cambiamenti del *federal funds rate* venivano comunicati al pubblico e avvenivano, per la maggior parte, in concomitanza con le riunioni della FOMC. Dai risultati riportati si può notare che nel secondo periodo di campionamento (post-1994) i

rendimenti azionari risultano più volatili rispetto alla fase precedente, passando da una deviazione standard di 0,20 a 1,26, considerando i giorni in cui sono avvenuti i cambiamenti del tasso di interesse. Questo fattore, unito al fatto che i prezzi delle azioni risultano maggiormente volatili nei giorni dei cambiamenti rispetto a quelli di non-cambiamento del *federal funds rate*, può portare ad osservare che, con l'intensificazione delle comunicazioni di politica monetaria da parte della FOMC nel periodo post-1994 si sono riscontrate risposte dello *stock market* più marcate<sup>83</sup>.

---

<sup>83</sup> Si veda: Bernanke, Kuttner (2005), pag. 1225

## Capitolo terzo

### Le sfide recenti della politica monetaria negli Stati Uniti

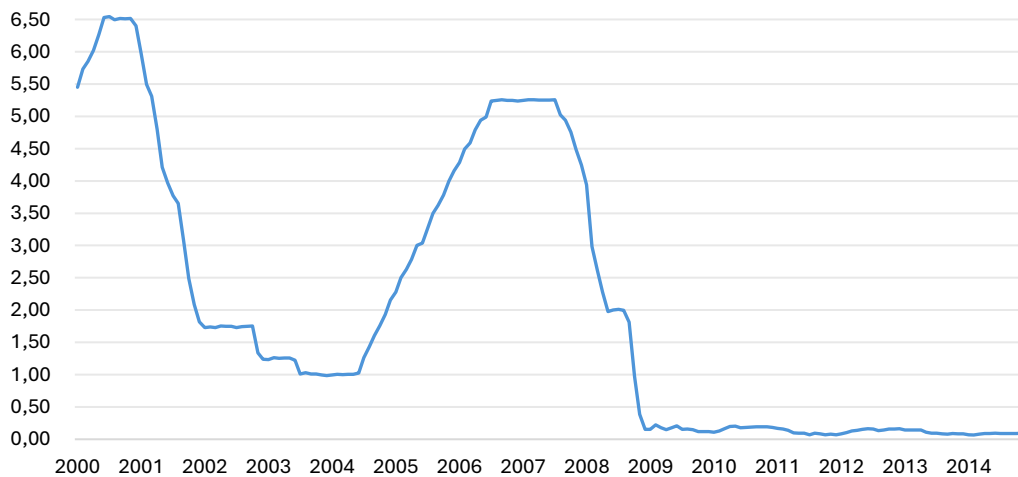
#### 3.1. La Grande Recessione: dal paradigma della crisi alle prospettive di ripresa per il mercato del lavoro e il sistema finanziario

Se all'inizio del nuovo millennio gli Stati Uniti si sono ritrovati in una situazione caratterizzata da un'inflazione contenuta che garantiva il raggiungimento della stabilità dei prezzi, ciò lo si deve in larga misura al successo delle politiche monetarie attuate durante gli anni '80 e '90 dai presidenti della Federal Reserve Paul Volcker e Alan Greenspan, il cui obiettivo si può riassumere nel binomio bassa inflazione e aspettative ben ancorate. Tuttavia, alcuni si trovano a notare che una tendenza particolarmente contenuta del livello generale dei prezzi non rappresenta un vantaggio assoluto, dal momento che il contesto statunitense dei primi anni Duemila presentava una combinazione di inflazione bassa, sia attesa che effettiva, e di tassi di interesse persistentemente bassi<sup>84</sup>. Questo quadro poneva in capo alla Fed alcune difficoltà nella conduzione tradizionale della politica monetaria, dal momento che, se si tiene presente l'esistenza di un limite inferiore effettivo per i tassi di interesse nominali, la gestione di valori molto bassi per gli stessi implicava uno spazio d'azione più limitato per la banca centrale. Con l'insorgere della crisi finanziaria nel 2007 e la recessione che ne è conseguita, la Federal Reserve si è trovata ad abbassare notevolmente il *federal funds rate*, con l'intento di stimolare l'attività economica incoraggiando nuovamente gli investimenti. Come si può notare dal grafico seguente (si veda fig. 10), elaborato a partire dai dati sul *federal funds effective rate* presenti nella banca dati Federal Reserve Economic Data (FRED), tra la fine del 2008 e l'inizio del 2009 il tasso di interesse nominale di breve periodo ha iniziato ad essere persistentemente mantenuto dalla FOMC attorno a valori prossimi allo zero.

---

<sup>84</sup> Si veda: Bernanke (2020), pag. 944

**Fig. 10 – Andamento del *federal funds effective rate* (USA, 2000-2014)**



Fonte: FRED - Federal Reserve Economic Data (2024)

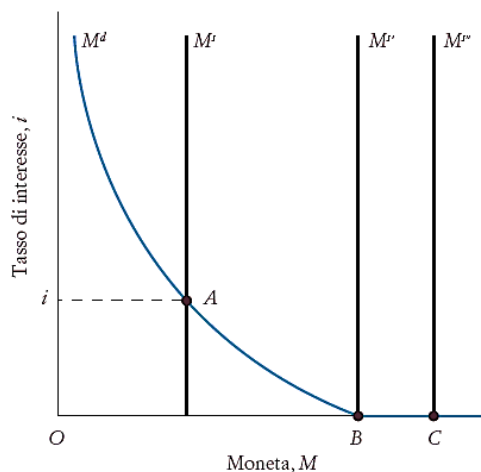
Un taglio così significativo del *federal funds rate* era giustificato in una situazione di profonda recessione come quella che l'economia statunitense stava vivendo dopo lo scoppio della bolla immobiliare e della crisi finanziaria conseguente, provocate dal crollo improvviso del valore dei mutui *subprime* che erano stati cartolarizzati e resi scambiabili sul mercato finanziario. Ciononostante, è opportuno porre in evidenza che, con il *federal funds rate* molto vicino allo zero, la Federal Reserve si trovava in una posizione in cui la tradizionale politica monetaria espansiva basata sulla riduzione del tasso di interesse non poteva più fornire stimoli aggiuntivi al sistema economico. Un quadro di questo tipo si avvicinava ad una situazione conosciuta in teoria macroeconomica come *zero lower-bound*. Con tale concetto elaborato dalla teoria keynesiana si è soliti far riferimento ad una condizione in cui il livello del tasso di interesse nominale di breve periodo equivale a zero e dunque aumenti dell'offerta di moneta da parte della banca centrale non hanno la capacità di influenzare l'andamento del tasso di interesse nominale, già corrispondente al limite inferiore, escludendo effetti conseguenti sui prezzi e sull'output<sup>85</sup>. In questa particolare circostanza la politica monetaria risulta priva di efficacia, tanto che è diffusa l'espressione “trappola della liquidità”, una

---

<sup>85</sup> Si veda: Eggertsson (2008), pag. 1

denominazione che ben esprime l'incapacità degli strumenti di politica monetaria espansiva di influenzare il tasso di interesse nominale quando questo scende a zero<sup>86</sup>.

**Fig. 11 – Equilibrio sul mercato monetario nella trappola della liquidità**



Fonte: Blanchard et. al. (2020)

La figura qui rappresentata (si veda fig. 11) permette di cogliere il comportamento del mercato monetario in un quadro di “trappola della liquidità”. Se in un primo momento l'equilibrio si realizza nel punto *A*, all'incrocio tra la curva di domanda di moneta proveniente dal pubblico e dagli istituti di credito ( $M^d$ ), l'offerta di moneta della banca centrale ( $M^s$ ) e il tasso di interesse nominale ( $i$ ). A fronte di un primo aumento dell'offerta di moneta ( $M^{s'}$ ), il tasso di interesse viene ridotto a zero e l'equilibrio del mercato monetario corrisponde al punto *B*; se la banca centrale prosegue nell'offrire agli agenti economici ulteriore liquidità ( $M^{s''}$ ), l'equilibrio si realizza nel punto *C* ma non mostra variazioni del tasso di interesse, che non può scendere ulteriormente sotto allo zero. Volendo considerare il comportamento della domanda di moneta della banca centrale quando il tasso di interesse raggiunge valore nullo, va notato che, se  $i = 0$  e se gli individui possiedono una quantità di moneta sufficiente per effettuare transazioni (pari alla distanza *OB*, si veda fig. 11), allora la restante quota di ricchezza del pubblico può essere detenuta indifferentemente sotto forma di moneta piuttosto

<sup>86</sup> Si veda: Blanchard et. al. (2020), pag. 125

che di titoli. Dunque, gli individui risultano disposti a tenere anche una maggiore quantità di moneta quando i titoli pagano un interesse nullo<sup>87</sup>. In particolare, in una situazione di “trappola della liquidità” si ha che la totalità della ricchezza viene posseduta sottoforma di moneta liquida.

In un contesto analogo a quello appena descritto, nell’ambito del quale le strategie di convenzionali di politica monetaria risultano inefficaci, la Federal Reserve ha cercato di ovviare allo scenario problematico dello *zero lower-bound* ricorrendo, di concerto con altre banche centrali, a strumenti di politica monetaria non convenzionali. Ma prima di approfondire le modalità attraverso cui la Federal Reserve ha risposto alla Grande Recessione, è importante considerare che le azioni di politica monetaria volte al risollevarlo dell’economia statunitense sono state necessariamente accompagnate da interventi di politica fiscale implementati dal governo statunitense. Più precisamente, si riconduce all’amministrazione Obama, che si trovò a operare dal 2009, l’introduzione di uno specifico programma di *fiscal stimulus*, l’American Recovery and Reinvestment Act, con l’obiettivo di rivitalizzare la domanda aggregata, stimolando la spesa pubblica e privata per riportare la curva che descrive l’equilibrio sul mercato dei beni e servizi verso la direzione pre-recessione (ossia verso destra se si considera il modello IS-LM), e di far riprendere la produzione, cercando parallelamente di riassorbire l’elevata disoccupazione che la crisi aveva generato. Queste misure di stimolo fiscale all’economia risultavano fondamentali nell’ottica di un contesto di recessione come quello di cui hanno avuto esperienza gli Stati Uniti a partire dal 2007, soprattutto considerando le limitate capacità della politica monetaria convenzionale in un punto di *zero lower-bound*. Malgrado ciò, il dibattito accademico ha sollevato una questione rilevante riguardo al massiccio uso di interventi di allentamento fiscale, ossia il peggioramento del disavanzo di bilancio e l’aumento del debito pubblico. Tuttavia, quando nel 2011 sono comparsi segnali di riduzione del disavanzo, le preoccupazioni di taluni economisti in merito ai saldi di finanza pubblica statunitensi sono state parzialmente ridimensionate.

---

<sup>87</sup> *Ivi*, pag. 126

### 3.1.1. La risposta della Federal Reserve: politica monetaria non convenzionale

Quando la Federal Reserve mise in atto un abbassamento del *federal funds rate* al punto che questo corrispondeva con il limite inferiore per i tassi nominali di breve termine, nessun'altra forma di impulso poteva essere lanciata attraverso gli strumenti convenzionali in capo all'autorità monetaria statunitense. Era tutto sommato possibile, però, intervenire sui tassi di interesse a lungo termine e su prezzi e rendimenti di altri asset finanziari, implementando due strumenti specifici: il *quantitative easing* (QE) e il cosiddetto *forward guidance*<sup>88</sup>.

Trattando del *quantitative easing*, è opportuno fornire innanzitutto una definizione di tale strumento. Il QE consiste nell'acquisto da parte della banca centrale di attività finanziarie sul mercato, al fine di immettere liquidità nel sistema economico e di far abbassare i tassi di interesse. Prima dell'esperienza della Fed con tale strumento, la Bank of Japan nel 2001 aveva già adottato piani di acquisto di asset finanziari, con l'intento di un allargamento della base monetaria. Nel caso statunitense, invece, la questione cruciale riguardava l'abbassamento dei tassi di interesse, per favorire la ripresa dalla recessione. Il primo annuncio di un programma di *large-scale asset purchases* per gli Stati Uniti risale al novembre 2008, quando la FOMC ha pubblicamente dichiarato il piano di acquisizioni per 100 miliardi di dollari di debito emesso dalle GSE (*Government-Sponsored Enterprises*) Fannie Mae e Freddie Mac e 500 miliardi di dollari di titoli cartolarizzati garantiti da ipoteca, MBS (*Mortgage-Backed Securities*) garantiti dalle stesse GSE, per i quali il budget di spesa è stato aumentato a marzo 2009. Nella medesima occasione, per la prima volta sono stati autorizzati dalla FOMC acquisti su larga scala anche per titoli del Tesoro statunitense<sup>89</sup>. I programmi di QE attivati e implementati dalla Fed per risanare l'economia statunitense durante la fase della Grande Recessione sono stati tre, l'ultimo dei quali si è concluso a ottobre 2014. Per fornire un riferimento palpabile circa il valore degli asset assunti dalla Federal Reserve durante il periodo preso in considerazione, i dati riportano che gli acquisti netti totali erano pari a circa 3,8 trilioni di dollari. La maggior parte di tali acquisti, inoltre,

---

<sup>88</sup> Si veda: Bernanke (2020), pag. 945

<sup>89</sup> Si veda: Ashworth (2013), pag. 4

riguardava titoli a lungo termine, che la banca centrale deteneva sul proprio portafoglio per una media di 6,9 anni nel 2014, a fronte di una media di 1,9 anni nel 2007<sup>90</sup>.

Nel tentativo di valutare le caratteristiche di pregio del *quantitative easing*, alcuni intravedono degli aspetti su cui merita soffermarsi. Infatti, è stato riconosciuto che l'acquisto di titoli del Tesoro e MBS garantiti dalle GSE da parte della banca centrale in qualche modo ha contribuito a rendere progressivamente di nuovo appetibili agli investitori tali asset finanziari. Infatti, secondo tale logica, se la Fed avesse fornito informazioni sulla durata prevista per il programma di acquisti, allora avrebbe potuto facilitare lo spostamento delle aspettative degli investitori per i tassi di interesse di lungo termine, e se gli investitori avessero creduto che i tassi di interesse a breve termine sarebbero rimasti bassi a lungo, ciò avrebbe potuto avere un impatto positivo sulla riduzione dei tassi a lungo termine. Dunque, se il *quantitative easing* riesce effettivamente a ridurre i tassi di interesse di lungo periodo, si prevede che l'economia reagisca allo stesso modo di una politica monetaria espansiva tradizionale, per cui fattori come il costo inferiore del denaro e una maggiore ricchezza contribuiscono a riprendere la spesa in beni e servizi<sup>91</sup>.

Il secondo strumento di politica monetaria adoperato dalla Federal Reserve durante la Grande Recessione, e ad oggi utilizzato in maniera significativa da diverse banche centrali, è il *forward guidance*. Anche noto come *open mouth operations*, questo consiste nella comunicazione da parte dell'autorità monetaria circa le prospettive di evoluzione dell'economia e della policy monetaria nel paese di riferimento. Per quanto riguarda la prassi della Fed, esempi concreti dell'utilizzo del *forward guidance* possono essere l'avvio di una serie di conferenze stampa tenute periodicamente dal Presidente, o, in maniera ancora più impattante, l'introduzione nel 2012 di un target esplicito per l'obiettivo di inflazione (2%)<sup>92</sup>.

Riguardo allo strumento di politica monetaria in questione, Ben Bernanke offre un approfondimento sulla *guidance* portata avanti dalla FOMC relativamente ai sentieri post-crisi per i tassi di interesse e i programmi di *asset purchases*. Basandosi su ricerche precedenti, l'autore riporta che gli annunci di politica monetaria sui prezzi degli asset

---

<sup>90</sup> Si veda: Bernanke (2020), pag. 946

<sup>91</sup> *Ivi*, pag. 948

<sup>92</sup> Si veda: FOMC (2012), pag.1

finanziari producono diversi effetti. Da una parte, una ripercussione è associata a impreviste variazioni nell'assetto del *federal funds rate*, dall'altro lato, invece, ad impattare sono le notizie riguardo il futuro sentiero previsto per lo stesso tasso di interesse nominale di breve termine; tali comunicazioni sono tipicamente inserite nelle dichiarazioni di politica monetaria elaborate dalla FOMC.

Un approfondimento stimolante ai fini dell'inquadramento delle *open mouth operations* è offerto da John Campbell, che ha proposto una distinzione funzionale tra diversi sistemi di comunicazione delle banche centrali. Su un fronte viene descritto il “*forward guidance* Delfico”, il cui intento è unicamente legato all’offerta di un supporto informativo per il pubblico di consumatori e imprese e per quanti prendono parte alle dinamiche del mercato finanziario, fornendo le prospettive per l’andamento futuro dell’economia e delle scelte di policy della banca centrale. In alternativa a ciò, Campbell mostra il “*forward guidance* Odisseo”, una strategia comunicativa dell’autorità monetaria che si spinge fino alla formulazione di promesse o impegni relativi a specifiche modalità di conduzione della policy monetaria nel futuro<sup>93</sup>. In un contesto, come quello della Grande Recessione, in cui l’intento della Federal Reserve era l’abbassamento dei tassi di interesse ma si trovava vincolata dal limite inferiore del corridoio dei tassi, entrambe le tipologie di *forward guidance* si prospettavano utili. Quello “Delfico” poteva venire in aiuto del pubblico nella comprensione della funzione di reazione della Fed, che in un momento di tassi di interesse in prossimità del limite inferiore poteva risultare particolarmente divergente in confronto con la configurazione consueta e ordinaria. In aggiunta, il valore del “*forward guidance* Odisseo” risiede nella possibilità di chiarire ai più eventuali possibili incoerenze della politica monetaria dei bassi tassi di interesse con altri target di politica monetaria nel lungo periodo. In termini più chiari, se si ammette che una politica di tassi bassi per un periodo prolungato (finalizzati allo stimolo dell’attività economica) può risultare incoerente con altri obiettivi della banca centrale, come quello di inflazione, che verrebbe superato, allora la promessa da parte della Fed di compensare in futuro tali prolungati mancati raggiungimenti del target di inflazione potrebbe chiarire gli intenti di lungo periodo della banca centrale e stabilire un

---

<sup>93</sup> Si veda: Bernanke (2020), pag. 954

incentivo reputazionale per quest'ultima nel monitoraggio della situazione economico-finanziaria<sup>94</sup>.

In riferimento al caso degli Stati Uniti, subito dopo l'insacco della crisi finanziaria le comunicazioni di *forward guidance* effettuate dalla Fed sono state classificate come qualitative, in quanto tralasciavano specifiche allusioni ai sentieri futuri del *federal funds rate*. Per questo motivo alcuni hanno riscontrato talune criticità, legate al fatto che dai comunicati di policy della FOMC non era percepibile un impegno tale da garantire l'efficacia concreta della strategia comunicativa. Tra il 2009 e il 2010, infatti, è stato individuato che alcuni *private forecasters* credevano in maniera persistente e convinta che la banca centrale avrebbe operato un aumento dei tassi dopo breve, nonostante le comunicazioni dessero indicazioni opposte. Con buona probabilità, ciò era dovuto da una parte all'incomprensione della funzione di reazione della Fed da parte dei *private forecasters*, e dall'altra ad un eccessivo slancio ottimista riguardo i tempi di ripresa dalla crisi. Avanzando negli anni, Campbell afferma che il *forward guidance* della Fed ha assunto le peculiarità di una comunicazione di tipo "Odisseo", con promesse sulla policy futura, solamente nel 2011, in corrispondenza di un quadro macroeconomico lievemente migliore. Nell'agosto dello stesso anno, infatti, è stata esplicitata una prima dichiarazione solenne circa il sentiero dei tassi di interesse nel futuro, con l'indicazione che la FOMC avrebbe mantenuto il *federal funds rate* a livelli prossimi allo zero almeno fino alla metà del 2013, aggiornando successivamente tale termine temporale alla metà del 2015; nonostante ciò, la Fed ha chiarito che, nel quadro di un conseguente eventuale innalzamento dei tassi di interesse, a prevalere non era tanto una scadenza temporale, bensì specifiche condizioni economiche e finanziarie che sarebbero dovute essere soddisfatte e raggiunte. Nello specifico, anche alla luce dell'obiettivo occupazionale del *dual mandate*, la Fed aveva posto come condizione discriminante per considerare un eventuale rialzo dei tassi l'abbassamento del tasso di disoccupazione fino al 6,5%, mantenendo comunque moderate l'inflazione e le aspettative di inflazione.

---

<sup>94</sup> *Ivi*, pag. 955

**Fig. 12 – Risposte dei prezzi degli asset e dei rendimenti agli annunci di QE1**

2-year Treasuries	-10
10-year Treasuries	-27
30-year Treasuries	-14
Mortgage-backed securities	-17
AAA corporate bonds	-17
SP500 index	5.61

Fonte: Bernanke (2020)

Per dare dimostrazione concreta degli effetti del *forward guidance* durante la crisi finanziaria, si può far riferimento alla tabella riportata sopra, (si veda fig. 12), che mostra la somma delle risposte giornaliere di vari prezzi di asset finanziari ai primi due annunci della Fed circa l'orientamento temporale della politica monetaria, risalenti ad agosto 2011 e a gennaio 2012. Le variazioni dei rendimenti sono misurate in punti base, mentre i cambiamenti dei prezzi delle azioni sono espresse con una percentuale. Dai dati osservati è possibile concludere che gli annunci circa l'orientamento futuro della policy della Fed hanno influenzato il mercato con degli spostamenti verso il basso dei tassi di interesse (di riflesso, l'indice azionario Standard & Poor's 500, relativo all'andamento delle 500 aziende statunitensi a maggiore capitalizzazione, è aumentato, descrivendo un aumento dei prezzi delle azioni)<sup>95</sup>.

Per concludere sui due strumenti di politica monetaria non convenzionale di cui si è servita la Federal Reserve per far fronte al quadro critico della Grande Recessione, è interessante commentare che, sebbene *quantitative easing* e *forward guidance* siano interconnessi, dal momento che il QE funziona riferendo implicitamente un probabile sentiero per i tassi di interesse, sono stati effettuati dei tentativi di scomposizione degli effetti introdotti dai due strumenti. Uno di questi, elaborato da Swanson nel 2017, prende in considerazione le variazioni nei rendimenti e nei prezzi degli asset durante finestre temporali di trenta minuti in prossimità degli annunci della FOMC negli anni dal 2009 al 2015. Tali variazioni si ascrivono a due fattori specifici: da un lato, si verificavano cambiamenti nel sentiero futuro atteso del *federal funds rate* e ciò viene indicato come effetto del *forward*

---

<sup>95</sup> *Ivi*, pag. 956

*guidance*. Dall'altra angolazione, come si è visto, si riscontravano variazioni nel livello dei tassi di interesse di lungo periodo, identificati come conseguenza del *quantitative easing*. Da tali evidenze, quindi, si può affermare che entrambi gli strumenti non convenzionali hanno ricoperto un ruolo effettivo e persistente sui rendimenti e i prezzi degli asset durante il periodo della crisi finanziaria.

### **3.1.2. L'impatto della recessione sul mercato del lavoro**

Tenendo sempre a mente la doppia natura del mandato congressuale della Federal Reserve, non si può omettere un approfondimento sulle condizioni del mercato del lavoro statunitense durante e all'indomani della Grande Recessione, che è responsabile di una prolungata flessione dell'occupazione, protrattasi anche dopo il termine formale della crisi.

Ben Bernanke, che ricopriva la carica di Presidente della Federal Reserve all'epoca della Grande recessione, nel 2012 fa esplicito riferimento ad una "stagnazione del mercato del lavoro", indicando una situazione di sensibile debolezza che si è protratta nel lungo periodo senza migliorare nell'arco di diversi anni<sup>96</sup>.

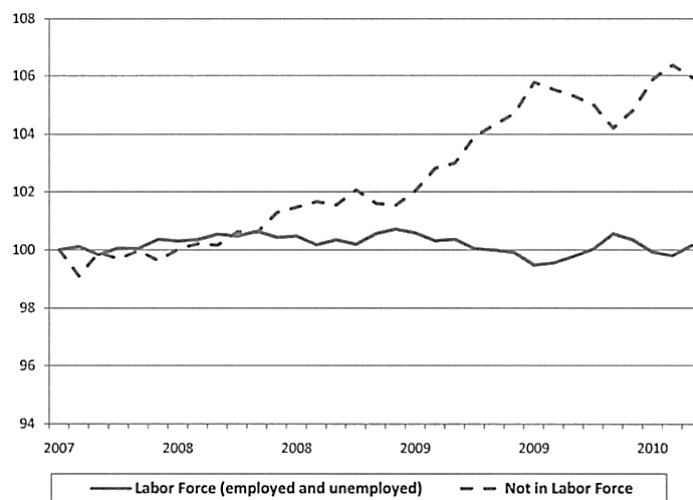
Volendo porre l'attenzione sulle prestazioni del mercato del lavoro degli Stati Uniti nel contesto della crisi, una panoramica circa gli spostamenti della popolazione statunitense tra le diverse categorie della forza lavoro, occupati e disoccupati, è fornita da Jayadev e Konczal sulla base dei dati del Current Population Survey per gli anni da dicembre 2007 ad agosto 2010. Le elaborazioni mostrano chiaramente l'impatto della recessione sul mercato del lavoro degli Stati Uniti: a tre anni dall'inizio della crisi le persone classificate come occupate sono scese di ben 6,9 milioni, passando da 146,2 milioni nel dicembre 2007 a 139,3 milioni ad agosto 2010, e si è aggravato anche il dato dei disoccupati, che sono aumentati di 7,2 milioni. Oltre a ciò, il risultato più preoccupante riguarda l'uscita dalle forze di lavoro di ben 4,7 cittadini statunitensi, che sembravano rinunciare in partenza alla ricerca di una nuova occupazione. L'incremento evidente degli individui non parte della forza lavoro è chiaramente rappresentato dal grafico seguente (si veda fig.13) che offre un confronto tra i

---

<sup>96</sup> Si veda: Fawley e Neely (2013), pag. 75

tassi di crescita delle forze di lavoro e della popolazione che non ne fa parte, partendo da una data di inizio comune nel 2007<sup>97</sup>.

**Fig. 13 – Crescita dei settori della forza lavoro (normalizzata a dicembre 2007)**



Fonte: Jayadev e Konczal (2011)

Su questo tema, è interessante riportare che una peculiarità del mercato del lavoro statunitense risulta essere, tipicamente, l'elevata probabilità per i lavoratori disoccupati di trovare un'occupazione alternativa in tempi relativamente rapidi, in confronto alla popolazione di altri paesi OCSE<sup>98</sup>. Jayadev e Konczal rinvencono una spiegazione per questo nelle limitate capacità dei programmi di sicurezza social per i lavoratori disoccupati all'interno del contesto degli Stati Uniti. Malgrado ciò, in corrispondenza della Grande Recessione, il flusso di lavoratori dal gruppo dei disoccupati a quello degli occupati sembra essersi fermato. E, inoltre, durante la crisi sono state rilevate persistenti difficoltà di ingresso nelle forze di lavoro da parte di quote sempre maggiori di individui che non ne facevano parte. Dunque, riassumendo, il fenomeno cui la società statunitense stava assistendo era una chiara incapacità dell'economia di assorbire quote di individui che entravano nella categoria della popolazione attiva, facendoli dirottare verso la disoccupazione.

<sup>97</sup> Si veda: Jayadev e Konczal (2011), pag. 439

<sup>98</sup> *Ibidem*

Dopo aver delineato il quadro critico della Grande Recessione, è naturale interrogarsi sulle ragioni per cui il mercato del lavoro e la disoccupazione hanno risentito così sensibilmente di questa crisi. Per comprendere questo punto, un approccio valido risulta la narrazione keynesiana sul fatto che gli Stati Uniti si trovavano, all'epoca, in una situazione di “*balance sheet recession*”: a fronte di un crollo della spesa privata delle famiglie, preoccupate di dover ridurre i debiti contratti con la crisi immobiliare, e delle imprese, che riducono gli investimenti conseguentemente al calo dei consumi, il settore pubblico assume un ruolo cruciale nella gestione della crisi. In particolare, se il governo non fornisce stimoli sul lato della domanda attraverso un aumento della spesa pubblica, il rischio concreto è che la domanda aggregata possa subire un'ulteriore flessione, impedendo alle imprese di incrementare le opportunità lavorative a sufficienza per assorbire i nuovi ingressi nelle forze di lavoro, amplificando così la disoccupazione e gli effetti della recessione<sup>99</sup>. Una lettura alternativa, proposta da Kocherlakota, suggerisce, al contrario, che un aumento della domanda aggregata non gioverebbe alla ripresa dell'attività economica e al risanamento del mercato del lavoro, bensì si era verificata nel mercato del lavoro statunitense una divergenza nelle competenze possedute dai lavoratori e quelle richieste sul lato della domanda. Secondo tale teoria, si ricercavano competenze in nuovi settori in espansione, ponendo in secondo piano quelle legate alla filiera dell'edilizia e di quella della finanza; nuove competenze il cui processo di acquisizione necessita di tempo. Pertanto, finché tale progresso nelle competenze lavorative non maturava, le probabilità per i disoccupati di trovare occupazione presso i settori aperti alle assunzioni restavano particolarmente limitate. Entrambe le ipotesi qui presentate, egualmente rilevanti in termini teorici, sono state testate da Jayadev e Konczal attraverso i dati raccolti dal Bureau of Labor Statistics per i primi anni della Grande Recessione. I risultati cui sono giunti i due autori riguardano una spiccata debolezza del mercato del lavoro statunitense a livello generalizzato in ciascun settore, suggerendo prove convincenti del declino della domanda aggregata in tutta l'economia.

La Federal Reserve non ha mancato di considerare lo scenario di crisi appena descritto, e nell'implementazione della policy per la gestione della Grande Recessione ha

---

<sup>99</sup> *Ivi*, pag. 443

dimostrato nel concreto un'attenzione particolare alla ripresa del mercato del lavoro. In particolare, in corrispondenza dell'annuncio di ulteriori misure di *quantitative easing* nel 2012 (QE3), il Presidente Bernanke ha annunciato pubblicamente che tale programma sarebbe proseguito, ed eventualmente ampliato se necessario, fintantoché le condizioni del mercato del lavoro non avessero dato chiari segni di miglioramento, nel quadro di stabilità dell'inflazione<sup>100</sup>. Dunque, si può rilevare visibilmente l'impegno profuso dalla banca centrale degli Stati Uniti nel tentativo di bilanciare i due obiettivi primari del *dual mandate*, consapevole della centralità di un quadro occupazionale stabile nel contesto di un rilancio dell'economia nazionale.

Per il mercato del lavoro, invece, le sfide per la ripresa sono state gravose. Innanzitutto, il contenimento della disoccupazione fino ai livelli pre-crisi ha richiesto quasi dieci anni, provocando complicazioni non indifferenti per le famiglie e le imprese statunitensi. Solo tra il 2015 e il 2016, infatti, i valori della disoccupazione sono stati ripristinati e mantenuti stabili, tra il 4% e il 5%.

Tuttavia, una ricerca dell'*Institute for research on labor and employment*, risalente al 2017, ha messo in luce che, seppur ci sia stata una lenta riduzione del tasso di disoccupazione, dopo diversi anni dall'insorgere della crisi altri indicatori importanti per il mercato del lavoro continuavano ad avere tendenze poco soddisfacenti. Tra questi, va menzionato un fenomeno di stagnazione salariale particolarmente esteso nel tempo, con segni di miglioramento solamente tra il 2015 e il 2016, in corrispondenza con la costante discesa del tasso di disoccupazione. Si fa riferimento ad una stagnazione dei salari reali in un contesto in cui questi restano costanti nel tempo o crescono molto ad un ritmo particolarmente rallentato<sup>101</sup>. A primo impatto, si potrebbe ritenere che, se i datori di lavoro faticano ad occupare posizioni di lavoro, a ciò dovrebbe corrispondere un rialzo dei salari finalizzato all'attrazione dei lavoratori di cui hanno bisogno le imprese. Tuttavia, in un contesto di recessione, durante il quale le imprese si trovavano a dover ridurre la domanda di lavoro a causa di un calo nella domanda aggregata di beni e servizi e, più in generale, in ragione di una fase di incertezza economica, si può comprendere il tentativo delle imprese di rimanere a galla riducendo i

---

<sup>100</sup> Si veda: Fawley e Neely (2013), pag. 75

<sup>101</sup> Si veda: McCorkell, Hinkley e Rothstein (2019), pag. 3

propri costi e, pertanto, congelando i salari dei lavoratori occupati statunitensi. Bernanke ha osservato che il miglioramento delle condizioni del mercato del lavoro statunitense sarebbe stato alquanto sostenuto quando si sarebbero concretizzati segni di ripresa nella domanda aggregata e nella crescita economica nel complesso, e quando la stabilità dei prezzi sarebbe stata mantenuta nel tempo. Per questo, durante l'epoca problematica della Grande Recessione, è stato fondamentale per la ripresa economica degli Stati Uniti un approccio da parte della Federal Reserve che enfatizzasse in maniera ancora più sentita l'unione tra i due obiettivi del *dual mandate*, mirando sia al ripristino di un ambiente con inflazione stabile e moderata sia al risanamento del mercato del lavoro.

### **3.1.3. Le responsabilità della Federal Reserve per la stabilità finanziaria**

Tra gli obiettivi finali del Federal Reserve System è inclusa anche la stabilità finanziaria. In quest'ambito di azione, la banca centrale statunitense assume un ruolo di prestatore di ultima istanza, avendo la facoltà di concedere alle istituzioni finanziarie liquidità a breve termine. Al momento dello scoppio della crisi, che in un primo momento era strettamente legata al settore immobiliare ma che si è riversata in breve tempo all'ambito finanziario, diverse erano le criticità legate a quest'ultimo settore dell'economia statunitense.

Alcuni spunti di approfondimento per comprendere quali siano le ragioni di tale tendenza sono stati individuati da Ben Bernanke. Un elemento di rilievo in merito alla disattenzione rispetto al controllo del sistema finanziario viene rinvenuto nel fatto che, a partire dalla metà degli anni '80, una situazione di stabilità economica, conosciuta ai più come Grande Moderazione, ha portato il pubblico a credere che anche il sistema finanziario fosse perennemente stabile, diffondendo un clima di marcato ottimismo. Tuttavia, analizzando gli avvenimenti a posteriori, ciò ha contribuito a marcare le vulnerabilità del settore privato statunitense. Tra queste, Bernanke menziona l'eccessivo ricorso al debito per intraprendere attività finanziarie, piuttosto che l'incapacità degli istituti di credito di monitorare i propri rischi, o, ancora, l'eccessiva dipendenza dal finanziamento a breve termine e l'uso sempre più pervasivo di strumenti finanziari che concentravano il rischio in

particolari società o mercati<sup>102</sup>. Nel periodo precedente alla crisi, anche il settore pubblico presentava alcune fragilità che non venivano adeguatamente considerate. Queste riguardavano principalmente lacune nella normazione e nel monitoraggio dei mercati regolamentati.

Bernanke offre una lettura della crisi finanziaria basandosi sugli insegnamenti che la Federal Reserve ha potuto apprendere dalla crisi del 1929 e dalla cosiddetta Grande Depressione che ne è conseguita. L'ex presidente della Fed ammette che il panico finanziario causato dalla crisi dei subprime poteva presentare le peculiarità tipiche di una crisi bancaria tradizionale, come lo era stato, ad esempio, il crollo di Wall Street nel '29. Malgrado ciò, una significativa distinzione contraddistingue questi due scenari: la crisi finanziaria del 2007 aveva avuto un bacino di impatto più vasto, intendendo che il contesto istituzionale in cui si è verificata era più ampio del tradizionale ambiente bancario e aveva condotto al collasso altre tipologie istituzioni finanziarie (ad esempio, compagnie assicurative, fondi di investimento, hedge funds, società di brokeraggio, government-sponsored enterprises, ecc.). Da tali evidenze si può dedurre che la risposta della Federal Reserve necessitava di una vigorosità particolare. Secondo la visione di Bernanke, dall'esperienza della Grande Recessione la banca centrale ha potuto beneficiare di preziosi orientamenti per la guida dell'azione di politica monetaria. Il primo di questi riguarda il fatto che, in una situazione di panico finanziario, la banca centrale dovrebbe seguire il cosiddetto principio di Bagehot, garantendo la disponibilità di liquidità per gli istituti di credito solventi, i quali potrebbero accedervi liberamente, a fronte di buone garanzie e ad un tasso di interesse importante. In questo modo si potrebbe stabilizzare il sistema finanziario e la fiducia dei depositanti, evitando le corse agli sportelli. Oltre a ciò, Bernanke ha notato che durante la Grande Depressione non era stato fronteggiato con misure adeguate il *credit crunch*, ossia la contrazione del credito che seguì al crollo del mercato azionario, e le tendenze deflazionistiche. Pertanto, durante la Grande Recessione la Federal Reserve era maggiormente consapevole della necessità di una politica monetaria accomodante per aiutare l'economia. Dal momento che, come si è visto, la crisi finanziaria ha coinvolto non solo le

---

<sup>102</sup> Ivi, pag. 65

banche commerciali bensì una serie di istituzioni finanziarie, la banca centrale ha richiesto di invocare la clausola 13(3) del Federal Reserve Act, grazie alla quale sono stati autorizzati dal Board of Governors prestiti di emergenza, attraverso la finestra di sconto, anche ad istituzioni finanziarie diverse dalle banche commerciali, che possono accedervi solo attraverso tale concessione nel caso di circostanza insolite e urgenti.

È ampiamente diffusa la credenza per cui un'azione così vigorosa da parte della banca centrale sia stato imprescindibile per via di un'ulteriore questione problematica riguardante il settore finanziario: in prossimità dell'innescò della crisi si riscontrava a livello generale una carenza di attenzione alla stabilità del sistema finanziario nel suo complesso<sup>103</sup>. Bernanke motiva tale mancanza spiegando che, all'epoca, vi erano singole agenzie che si concentravano sulla regolazione di settori specifici dell'ambito finanziario, perdendo una visione di insieme più generale<sup>104</sup>. Di fronte a tali carenze di controllo sul settore finanziario, oltre all'intervento della Federal Reserve, sono arrivate risposte e reazioni anche a livello congressuale. Un programma di riforme circa la regolazione finanziaria è stato implementato dal Congresso degli Stati Uniti d'America, che già nel 2010 ha approvato il Dodd-Frank Act. È opportuno menzionare tale atto legislativo per il suo contributo nella riduzione dei rischi sistemici legati all'attività finanziaria, in un'ottica di protezione e trasparenza per i consumatori, che avevano risentito in primo luogo del collasso dei mercati verificatosi circa tre anni prima della promulgazione del Dodd-Frank Act. Oltre a tale provvedimento, va comunque considerata la messa in atto, negli anni, di un complesso sistema di interventi che ha reso possibile la progressiva stabilizzazione del sistema finanziario statunitense, e che ha focalizzato l'attenzione su un ulteriore fattore, di ancora maggiore rilievo: un meccanismo di prevenzione per evitare l'insorgenza di ulteriori turbolenze finanziarie, le cui conseguenze, come si è visto per la Grande Recessione, risultano disastrose per il sistema economico e per la società degli Stati Uniti.

---

<sup>103</sup> *Ivi* pag. 64

<sup>104</sup> *Ibidem*

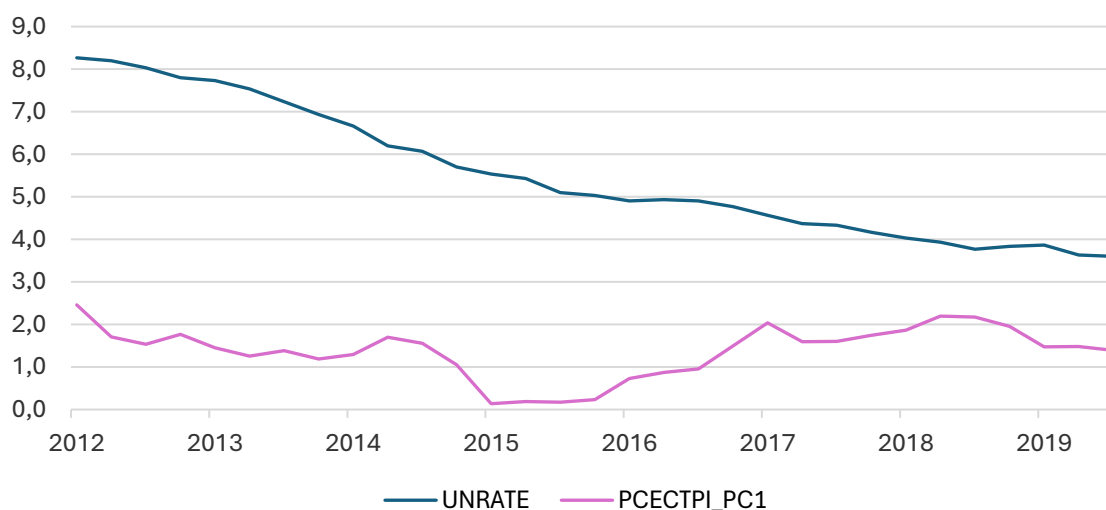
## 3.2. L'interpretazione attuale del *dual mandate* e il ruolo della politica monetaria nel contesto recente

### 3.2.1. Analisi sulla validità attuale della Curva di Phillips per gli Stati Uniti

Nei capitoli precedenti è già stata menzionata la Curva di Phillips, per delineare come l'inflazione si relaziona all'attività economica, e più precisamente alla variabile reale del tasso di disoccupazione. Si è anche visto come Milton Friedman e Edmund Phelps hanno rivisto l'originaria formulazione della Curva di Phillips, mettendo in evidenza che gli agenti economici sono mossi anche dalle aspettative sull'inflazione futura, e non solo sul tasso di inflazione effettivo. Questa lettura innovativa della relazione tra inflazione e disoccupazione, che incorpora anche le aspettative, continua ad essere tutt'ora oggetto di dibattito tra gli economisti. Nel presente paragrafo si indagano le ragioni della continua discussione su tale schema, alla luce di come le due variabili economiche oggetto del *dual mandate* della Fed si stanno comportando negli Stati Uniti al giorno d'oggi.

Per affrontare la trattazione è utile avere come punto di partenza il grafico riportato sotto (si veda fig. 14), che riporta le tendenze del tasso di disoccupazione e delle spese per consumi personali negli Stati Uniti dal 2012 al 2019.

Fig. 14 – Tasso di disoccupazione e spese per consumi personali (USA, 2012-2019)



Fonte: FRED – Federal Reserve Economic Data (2024)

Se la Curva di Phillips suggerisce che a fronte di una minore disoccupazione è associata un'inflazione più alta, e viceversa ad una maggiore disoccupazione si accompagna un'inflazione particolarmente bassa, è evidente che la situazione degli Stati Uniti negli ultimi anni differisce significativamente da tale quadro teorico. Infatti, non si rinviene più una forte relazione tra le variazioni dell'inflazione e della disoccupazione. Si potrebbe concludere, pertanto, che il compromesso tra le due variabili che ben descriveva l'andamento dell'economia statunitense fino agli anni '60, a partire dal decennio successivo ha iniziato ad indebolirsi, fino a non essere quasi più autorevole e percepibile. Alcuni hanno suggerito che la Curva di Phillips non possiede più la conformazione originale e che non mostra più una forza duratura, bensì ha assunto una forma appiattita che non testimonia più la relazione inversa tra le due variabili considerate<sup>105</sup>. Volendo rappresentare l'inflazione rispetto alla disoccupazione, il legame tra le due non sarebbe fisso nel tempo, formando una nuvola di punti diffusa piuttosto che una serie di punti che si posizionano formando una linea di tendenza discendente con pendenza negativa. Dal 2012, sebbene il tasso di disoccupazione abbia raggiunto livelli particolarmente modesti, le spese per consumi personali, che si assume siano rappresentativi dell'andamento dell'inflazione, sono rimaste contenute, con valori addirittura al di sotto del 2%, indicato dalla Fed come il livello ideale per una situazione generale di stabilità dei prezzi. È interessante riportare che alcune voci sostengono che è stata la stessa Federal Reserve a determinare l'epilogo della Curva di Phillips originaria, dal momento che si è attestata, negli ultimi vent'anni, un'attenzione particolare al target della stabilità dei prezzi, il cui raggiungimento è coerente con un livello generale dei prezzi persistentemente più basso e stabile<sup>106</sup>. Se si considera valida l'interpretazione di un appiattimento della Curva di Phillips, allora si può ammettere che la banca centrale potrebbe perseguire l'obiettivo di ridurre la disoccupazione senza dover accettare livelli problematicamente elevati per l'inflazione. Ciò che continua ad essere cruciale per la Federal Reserve è piuttosto il mantenimento di aspettative di inflazione ben ancorate e stabili. Si ritiene che valutare l'attendibilità attuale della Curva di Phillips sia importante per i policymaker e per la conduzione della politica monetaria da parte della Federal Reserve.

---

<sup>105</sup> Si veda: Ihrig, Peneva e Wolla (2021), pag. 4

<sup>106</sup> Si veda: Engemann (2020), pag. 4

Infatti, se si riconoscesse che il raggiungimento di un basso tasso di disoccupazione sia fortemente vincolato ad un'inflazione più alta, allora si potrebbero concretizzare periodi caratterizzati da un alto livello generale dei prezzi in virtù di un abbassamento della disoccupazione. Su questo punto viene in aiuto un discorso dell'attuale Presidente del Federal Reserve System Jerome Powell, il quale nel 2019 ha ammesso che la Fed ha ormai compreso che l'economia statunitense riesca a sostenere livelli di disoccupazione decisamente più modesti di quanto era stato supposto, senza raggiungere valori preoccupanti per l'inflazione<sup>107</sup>.

### **3.2.2. Analisi sulle ipotesi del tasso naturale di disoccupazione**

Nonostante il concetto di tasso naturale di disoccupazione sia già stato brevemente inserito nelle trattazioni dei capitoli precedenti, si vuole ritornare nuovamente sul punto, alla luce di alcune riflessioni che sono emerse nel dibattito teorico e che hanno sollevato una rilevanza considerevole per le sfide attuali della politica monetaria, anche nel contesto statunitense.

L'ipotesi dell'esistenza di un tasso naturale di disoccupazione, proposta in un primo momento da Milton Friedman (1968) e dal collega Edmund Phelps, consisteva nell'affermare che veniva contemplato un livello di disoccupazione determinato da una situazione di equilibrio economico generale, per cui tutti i mercati si trovano in equilibrio simultaneamente (secondo la legge di Walras), a condizione che tale condizione incorpori talune caratteristiche strutturali effettive del mercato del lavoro e del mercato dei beni. Queste, secondo Friedman, coincidono con frizioni e forme di imperfezione nel funzionamento del mercato del lavoro, piuttosto che con le fluttuazioni, talvolta imprevedibili, della domanda e dell'offerta, e ancora con i costi che gli individui e le imprese devono sostenere per ottenere informazioni circa le offerte di lavoro e la disponibilità di manodopera o, in conclusione, riguarda i costi di mobilità tra settori o aree diverse.

Nel 2018 un'interessante valutazione circa l'ipotesi del tasso naturale di disoccupazione è stata elaborata da Olivier Blanchard. I risultati dello studio rilevano che il tasso naturale di disoccupazione, misura legata alle dinamiche reali del sistema economico,

---

<sup>107</sup> *Ibidem*

può essere influenzato da strategie di politica monetaria, o per meglio dire, shock di natura monetaria. Si ritiene che tale lavoro sia meritevole di un'analisi più dettagliata, dal momento che le conclusioni rinvenute dall'autore offrono una visione particolare e innovativa circa le capacità della politica monetaria di influenzare le variabili reali di un sistema economico. Prima di avanzare in queste considerazioni, è importante premettere che le supposizioni di Blanchard mettono in qualche modo in discussione ciò cui nella cornice della teoria macroeconomica si fa riferimento con l'espressione "neutralità della moneta".

Secondo gli assunti di base teoria quantitativa della moneta, all'interno di un'economia solamente il livello dei prezzi, e non il livello delle variabili reali, viene condizionato dalla quantità di denaro che circola. Pertanto, la moneta risulta neutrale nei termini in cui non riesce a condizionare variabili espresse in termini reali, quali, ad esempio, produzione e disoccupazione. Più precisamente, le affermazioni dei teorici della quantità di moneta dimostravano tipicamente che la politica monetaria non aveva capacità di influenzare l'economia reale nel lungo periodo. Ciò è dimostrato dall'equazione elaborata da Irving Fisher, per cui il livello dei prezzi ( $P$ ) risulta proporzionale alla quantità di moneta in circolazione ( $M$ ), facendo restare costanti la velocità con cui la moneta circola nel sistema ( $V$ ) e il livello di produzione ( $Y$ ):

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

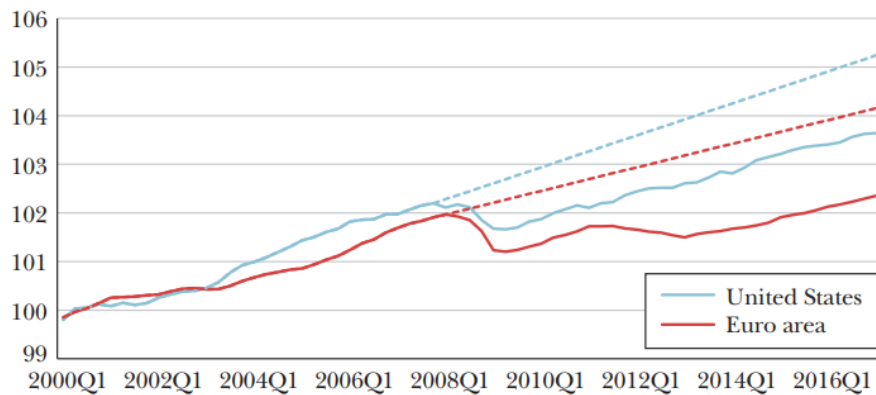
Affermando ciò si evidenziava, per opposizione, una non neutralità della moneta nel breve periodo. Infatti, nel breve periodo, una politica monetaria espansiva condotta dalla banca centrale abbassando il tasso di interesse nominale provoca un incoraggiamento degli investimenti e dunque un aumento della domanda aggregata, favorendo una riduzione del tasso di disoccupazione, dato che le imprese tendono ad assumere più lavoratori per soddisfare la crescita nella domanda di beni e servizi. Nel lungo periodo, tuttavia, la teoria monetarista sostiene che gli agenti economici adeguano le proprie aspettative all'aumento del livello dei prezzi, provocando l'annullamento degli effetti dell'azione di politica monetaria sull'economia reale.

Nello studio considerato, Blanchard riferisce che l'ipotesi sul tasso naturale di disoccupazione, elaborata da Friedman e Phelps, si articola in due supposizioni più approfondite, le quali offrono una visione di ampio raggio sulla disoccupazione naturale. La prima riguarda il fatto che esiste un tasso naturale di disoccupazione che è indipendente dalla politica monetaria. L'ipotesi successiva concerne invece la convinzione che la politica monetaria non sia capace di sostenere un livello di disoccupazione che sta al di sotto del suo livello naturale senza provocare un'inflazione sempre più alta, ossia un'accelerazione del tasso di inflazione. Da qui in avanti si farà riferimento alla prima considerazione con l'espressione "ipotesi di indipendenza", mentre l'ipotesi alternativa viene definita "accelerazionista". Questo secondo concetto è in linea con ciò che è stato precisato per la neutralità della moneta nel lungo periodo e, invece, una connotazione di non neutralità nel breve periodo, in cui la banca centrale può intervenire provocando un *trade-off* temporaneo tra inflazione e disoccupazione. Ciò che Friedman sostiene per l'ipotesi "accelerazionista" del tasso naturale di disoccupazione si collega anche al livello potenziale di produzione. In modo particolare, si constata che il livello di output potenziale è indipendente dalla politica monetaria e non si possono verificare deviazioni sostenute dell'output al di sopra del livello potenziale senza provocare un aumento dell'inflazione. Sulle basi fino ad ora descritte, pertanto, in una condizione in cui l'inflazione è stabile nel tempo, periodi in cui l'output eccede il livello potenziale dovrebbero essere bilanciati da fasi in cui la produzione scende sotto al livello potenziale, e parallelamente, intervalli in cui la disoccupazione devia al di sopra del tasso naturale di disoccupazione andrebbero compensati con periodi in cui questa si trova sotto al livello naturale. In questo contesto, l'unica prescrizione per la politica monetaria delle banche centrali risulta quella di attenuare le fluttuazioni della produzione piuttosto che della disoccupazione dai loro sentieri potenziali o naturali. I presupposti presentati fino a questo punto, che coincidono con ciò che è diventato il paradigma macroeconomico dominante, sono gli aspetti che Blanchard intende mettere in discussione, inserendosi in uno strato d'ombra del dibattito teorico, nel quale emergevano supposizioni circa le effettive capacità delle ipotesi di Friedman di descrivere pienamente le dinamiche reali. I punti su cui si interroga Blanchard coincidono con le due ipotesi, presentate sopra: l'indipendenza della disoccupazione naturale (o, allo stesso modo, della produzione

potenziale) dalla politica monetaria e l'esclusione di un *trade-off* di lungo periodo tra inflazione e disoccupazione (o produzione).

Consideriamo in primo luogo l'ipotesi di indipendenza, per la quale la ricerca di Blanchard muove dall'osservazione dei dati sulle variabili reali di produzione e disoccupazione durante fasi di recessione sia negli Stati Uniti che nell'Eurozona. Secondo la prospettiva dei cosiddetti "modelli standard" (Friedman e Phelps), per cui le strategie di politica monetaria inerenti ad uno shock temporaneo generano effetti sulla produzione potenziale e la disoccupazione naturale solamente per un certo tempo, ci si aspetterebbe che nel lungo periodo le variabili reali si sarebbero nuovamente adeguate al loro livello potenziale o naturale. Tuttavia, i risultati osservati per il periodo seguente la Grande Recessione evidenziano che il livello della produzione, ad esempio, sembra essere stato influenzato dalla crisi finanziaria e dalla conseguente recessione in maniera persistente. Un'osservazione essenziale a questo punto della trattazione riguarda la corrispondenza tra tali esiti empirici e ciò che Blanchard aveva denominato "teoria dell'isteresi". Tale costrutto si riferisce al fatto che variazioni nel livello potenziale (o naturale) della produzione (o disoccupazione) possono dipendere dal percorso conseguito nel tempo dall'economia. Nello specifico, si pensa che uno shock temporaneo possa determinare degli effetti sulle variabili reali dell'economia in maniera persistente nel tempo, anche in seguito alla scomparsa della causa originaria di tale shock. Nel caso della Grande Recessione, si può constatare dal grafico seguente (si veda fig. 15) che il percorso del Pil reale statunitense e dell'Eurozona, calcolato con logaritmo, abbia subito uno spostamento verso il basso e stia procedendo nel lungo periodo secondo una linea di tendenza inferiore rispetto a quella precedente alla crisi, sembrando avvalorare la teoria dell'isteresi.

**Fig. 15 – (log) Pil reale e tendenze estrapolate (USA e Eurozona, 2000-2016)**



Fonte: Blanchard (2018)

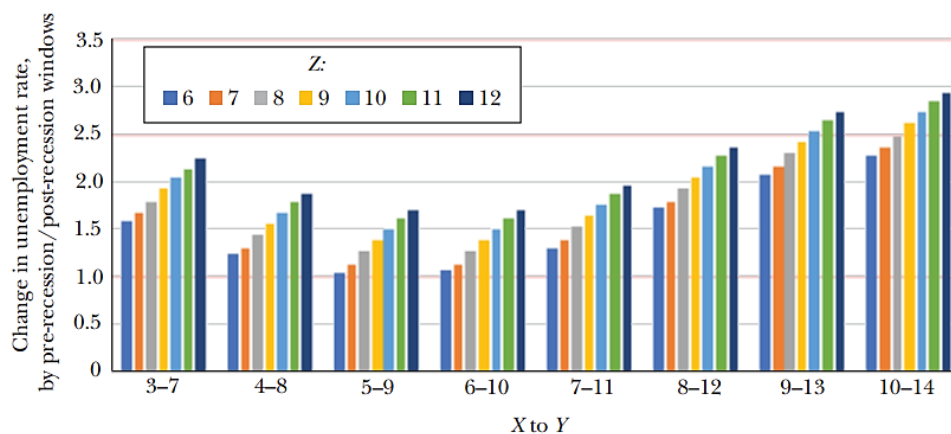
Con un atteggiamento prudente di fronte ai dati sopra esposti, Blanchard ammette chiaramente che la riduzione della produzione rispetto alla tendenza pre-crisi non può confutare da sola l'ipotesi di un tasso potenziale indipendente da shock di natura monetaria. Per spiegare tale fenomeno possono essere infatti addotte altre giustificazioni, come il fatto che l'economia statunitense poteva aver subito cambiamenti strutturali che hanno contratto le capacità di crescita della produzione al ritmo precedente alla crisi, a prescindere dagli effetti temporanei che quest'ultima ha provocato. O, ancora, viene fatto notare che la Grande Recessione potrebbe aver avuto effetti forti e duraturi sul lato dell'offerta dell'economia, avendo messo a dura prova le capacità produttive e di investimento delle imprese, indipendentemente dalle conseguenze avverse di una produzione che diminuisce e continua ad autoalimentarsi. Pur considerando tali premesse precauzionali, l'osservazione sul tasso naturale di disoccupazione e su quello potenziale dell'output evidenzia, sia in ambito sia macroeconomico che microeconomico, alcuni segnali contrari all'ipotesi di indipendenza, di cui si intende dare prova.

Ammettendo che sia i modelli standard che quelli legati al concetto di isteresi contemplano possibili conseguenze della politica monetaria sul potenziale di produzione e sul tasso naturale di disoccupazione in presenza di uno shock monetario, il dibattito a livello macroeconomico riguarda il grado di persistenza di tali effetti. Al fine di rinvenire prove a

riguardo, la metodologia seguita da Blanchard prevede di considerare ventidue economie in cui si sono verificati casi di recessioni la cui causa immediata risulta essere una disinflazione intenzionale. Queste si verificano qualora l'autorità monetaria del paese di riferimento adotti politiche volte alla riduzione dell'inflazione tramite, ad esempio, l'aumento dei tassi di interesse nominali, innescando possibili effetti recessivi sull'economia, come la contrazione della produzione e l'aumento della disoccupazione. Vengono individuate ventidue recessioni associate a disinflazione intenzionale e per ciascuna di queste si conducono operazioni per osservare le dinamiche della disoccupazione e dell'output.

Per quanto riguarda la variabile reale legata al mercato del lavoro, Blanchard procede a calcolare dei valori medi del tasso di disoccupazione basati su intervalli temporali differenti, sia precedenti sia successivi alla recessione. Una breve delucidazione fornita dall'autore riguarda il fatto che più ampio è il periodo post-recessione considerato, più diviene verosimile che la media del tasso di disoccupazione sia influenzata da ragioni svincolate all'intento di disinflazione. I risultati sono riassunti nel grafico sottostante (si veda fig. 16).

**Fig. 16 – Variazioni del tasso di disoccupazione a seguito di recessioni causate da disinflazione**



Fonte: Blanchard (2018)

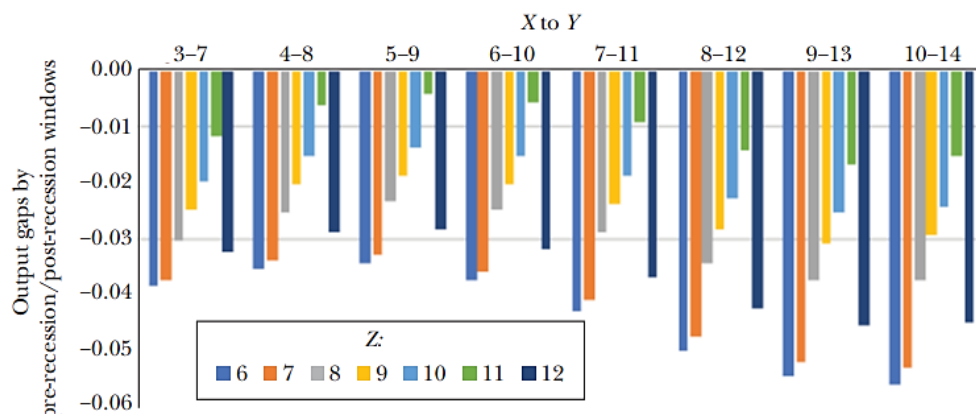
Mentre sull'asse verticale vengono indicate le variazioni del tasso di disoccupazione, attraverso la differenza tra la media del tasso di disoccupazione nel periodo post-recessione e la media della stessa variabile negli anni precedenti la crisi, l'asse delle ascisse ( $X$  to  $Y$ ) mostra diversi intervalli temporali successivi alla recessione. Con  $Z$ , invece, si fa riferimento

a svariati periodi di tempo pre-crisi presi in considerazione per il calcolo della media del tasso di disoccupazione pre-recessione. Per ragioni di chiarezza, ad esempio, il primo insieme riporta la differenza tra la media post-recessione, calcolata da 3 a 7 anni dopo la fine della crisi, e la media pre-recessione, calcolata da 2 a 6 anni prima dell'inizio del periodo di recessione. Ciò che ne risulta è una variazione del tasso di disoccupazione che va circa dall'1,5% al 2,25% tra la fase successiva e quella precedente alla crisi. Complessivamente, dal grafico elaborato da Blanchard si evince che la disoccupazione è in media aumentata in maniera persistente nelle fasi successive alle recessioni considerate, con una variazione di circa il 3% nell'intervallo temporale più esteso (10-14 anni post-recessione confrontato a 2-12 anni pre-recessione).

L'autore avverte a questo punto di alcuni elementi circa i risultati ottenuti da questa analisi sul tasso di disoccupazione. In primo luogo, va tenuto presente che il periodo circoscritto in cui si sono verificate le recessioni considerate (per la maggior parte sono avvenute negli anni '80), potrebbe influenzare la ricerca. Inoltre, il calcolo delle medie nasconde una certa eterogeneità delle cifre prese in considerazione, per cui si evidenzia che nella combinazione di intervalli temporali che mostrano l'aumento più contenuto della disoccupazione, solamente in poco più della metà dei casi di recessione c'è stato un reale incremento del tasso di disoccupazione. Va poi ricordato che ad un aumento del tasso di disoccupazione non corrisponde necessariamente e in maniera automatica un aumento del livello naturale di disoccupazione.

Attraverso una metodologia analoga a quella appena descritta, Blanchard è interessato a contemplare anche la dinamica dell'output, per valutare se questo, successivamente a recessioni associate a disinflazioni intenzionali, si muove ritornando al suo livello pre-recessione (si veda fig. 17).

**Fig. 17 – Output gaps a seguito di recessioni causate da disinflazione**



Fonte: Blanchard (2018)

Anche in questo caso, l'asse orizzontale ( $X$  to  $Y$ ) misura diversi intervalli temporali successivi alla recessione e l'asse delle ordinate si riferisce all'output gap tra un periodo di tempo dopo la recessione e una tendenza stimata in periodi precedenti alla crisi (da 2 a  $Z$  anni). Appare evidente che per le combinazioni temporali considerate gli output gap medi sono negativi, suggerendo che la produzione effettiva è rimasta sotto il livello potenziale dopo le recessioni. Malgrado ciò, rispetto alle dinamiche della disoccupazione, i risultati per la produzione risultano più sensibili agli intervalli utilizzati per stimare il gap e, anche in questo caso, i valori medi mascherano un certo grado di eterogeneità nei dati (viene riportato che un divario di produzione sempre negativo si è riscontrato solamente nel 55% delle combinazioni di intervalli temporali ed episodi di recessione presi in causa).

Dalla panoramica offerta sulle tendenze della disoccupazione e della produzione è facilmente riscontrabile un contrasto tra il comportamento delle due variabili in casi di recessione associati a una disinflazione intenzionale. Nel tentativo di conciliare tali risultati divergenti, Blanchard sceglie di decomporre l'output gap in due divari sottostanti, l'uno dovuto all'occupazione, l'altro relativo alla produttività dell'economia. Le conclusioni che si evincono da tale operazione suggeriscono che il gap dell'occupazione risulta costantemente negativo, insensibile alla scelta dell'intervallo e prossimo ai risultati per la disoccupazione riportati in precedenza (si veda fig. 15), mentre il divario della produttività

tra il pre-recessione e il post-crisi risulta spesso positivo e sensibilmente influenzato dai periodi considerati.

Blanchard intende spingersi oltre l'osservazione di shock monetari, contemplando anche recessioni non dovute a disinflazione intenzionale. Nello studio si menzionano gli effetti degli shock dovuti ad un aumento dei prezzi del petrolio e quelli associati a crisi finanziarie, al fine di valutare se tali shock di natura non monetaria possono ugualmente influenzare la disoccupazione e la produzione in maniera persistente. Prima dell'interpretazione dei dati raccolti da Blanchard, alcune considerazioni teoriche offrono una visione ipotetica su ciò che dovrebbe verificarsi in termini di disoccupazione e produzione in presenza di shock non monetari. Nello specifico, il caso di un aumento dei prezzi del petrolio pone in capo alle imprese costi per l'approvvigionamento energetico più consistenti, causando una riduzione dei salari reali dei lavoratori; tuttavia, se si assume, come in questo caso, che nel lungo periodo l'offerta di lavoro risulti inelastica, allora non dovrebbero verificarsi effetti di lungo termine sulla disoccupazione. Guardando all'output, invece, Blanchard riscontra che shock petroliferi potrebbero impattare non tanto sulla produttività, quanto sulla crescita della produttività; ciò si può spiegare con il fatto che il progresso tecnologico, alla base di un incremento della produttività, potrebbe essere temporaneamente rallentato poiché le imprese si trovano a dover considerare tecnologie conformi ai mutati prezzi relativi, implicando un livello di produttività inferiore a quello che si sarebbe verificato in assenza dello shock. Per quanto concerne shock associati a crisi finanziarie, dando sempre per scontata l'inelasticità dell'offerta di lavoro nel lungo periodo, se questi avessero effetti duraturi sull'intermediazione finanziaria, sia per cambiamenti comportamentali che di regolamentazione, potrebbero influenzare negativamente la produttività, ad esempio, inducendo gli istituti di credito a concedere prestiti con rischio inferiore e rendimenti attesi più bassi.

Attraverso le medesime procedure di calcolo delle analisi precedenti, basate sul confronto tra scenari precedenti e successivi alle crisi, Blanchard attesta che nelle trentatré recessioni associate a shock petroliferi e nelle diciannove dovute a crisi finanziarie si evidenziano incrementi persistenti del tasso di disoccupazione, sebbene ciò potrebbe essere dovuto al fatto che tali recessioni si sono verificate in corrispondenza di periodi temporali

specifici e circoscritti. In generale, per le recessioni associate a incrementi nei prezzi del petrolio si riscontrano prevalentemente divari legati alla produttività, piuttosto che all'occupazione, come era per gli shock monetari. I casi delle crisi finanziarie, invece, sembrano riportare maggiori divari in termini di tasso di disoccupazione piuttosto che di output. A questo proposito, Blanchard fa notare che il caso della Grande Recessione negli Stati Uniti rappresenta un'eccezione al comportamento appena descritto delle economie che hanno sperimentato crisi finanziarie. Difatti, come si è visto parzialmente dalla fig. 15, è l'output ad essere rimasto più basso rispetto all'andamento pre-crisi, mentre l'autore suggerisce che la disoccupazione si è ristabilizzata in corrispondenza dei livelli precedenti alla recessione.

Nella medesima ricerca Blanchard affronta anche la materia relativa alla seconda ipotesi tracciata da Milton Friedman (e Phelps), riguardante la credenza che la politica monetaria non possa sostenere una disoccupazione inferiore al suo livello naturale senza causare un'accelerazione nell'inflazione, assumendo dunque un *trade-off* solo temporaneo tra tasso di inflazione e di disoccupazione. Tale compromesso è stato rivisto quando alla fine degli anni '60 è stata formulata la priorità di considerare anche le aspettative di inflazione, modificando l'originaria Curva di Phillips con la relazione tra tasso di disoccupazione e variazioni del tasso di inflazione. In riferimento a ciò, è opportuno riferire l'andamento del coefficiente che misura la relazione tra l'inflazione in un periodo precedente e in un periodo successivo (*coefficient on lagged inflation*) dal momento che può aiutare a comprendere quanto l'inflazione passata influenza l'inflazione futura. Nel periodo di definizione della Curva di Phillips aumentata per le aspettative, il coefficiente aveva assunto valori prossimi ad 1, attestando che il tasso di inflazione risultava sensibilmente influenzato dall'inflazione passata, mentre verso i primi anni del nuovo millennio è stata attestata una discesa brusca del coefficiente, i cui valori si sono stabilizzati nuovamente vicino allo 0. Blanchard suggerisce che ciò riflette un cambiamento nella formulazione delle aspettative di inflazione, per cui coloro che fissano i prezzi (e i salari) reagiscono in maniera minore alle variazioni inflative passate. Nonostante ciò, emerge chiaramente dall'autore l'avvertenza circa il fatto che un coefficiente vicino 0 sull'inflazione passata non ha come implicazione un compromesso tra inflazione e disoccupazione; piuttosto, viene considerato opportuno un approfondimento sul

cambiamento nella formulazione delle aspettative. Tra le due ragioni proposte da Blanchard, la prima riguarda il fatto che aspettative di inflazioni più stabili possono spiegarsi con una maggiore credibilità della politica monetaria. Un elemento a favore di questa tesi è il fatto che diverse banche centrali, compresa la Fed, hanno adottato un target per l'inflazione, in certi casi anche esplicito, favorendo un contenimento della deviazione standard del tasso di inflazione. La motivazione ulteriore riguarda il fatto che il conseguimento di una situazione di stabilità dei prezzi, per cui un'inflazione bassa e stabile potrebbe portare quanti fissano i prezzi e i salari ad ignorarne le fluttuazioni. A questo punto vanno comprese le conseguenze che tali considerazioni hanno sull'ipotesi "accelerazionista" del tasso naturale di disoccupazione. Se è vero che la politica monetaria è divenuta più autorevole nel corso degli ultimi vent'anni, allora un tentativo della banca centrale di ridurre la disoccupazione portandola al di sotto del livello naturale, ammettendo un aumento dell'inflazione, farebbe venire meno la credibilità dell'autorità monetaria e si otterrebbe un aggiustamento delle aspettative verso il modello adattivo. Differentemente, nel caso di un'inflazione bassa e stabile, ignorata dai price-maker, una diminuzione della disoccupazione operata dalla banca centrale facendo fluttuare l'inflazione non dovrebbe avere effetti sulle aspettative, a condizione che il tasso di inflazione rimanga ad ogni modo basso e stabile.

**Fig. 18 – Regressioni delle aspettative di inflazione di professional forecasters e consumatori sull'inflazione di base e generale**

	1981Q3 to 1995Q4		1996Q1 to 2016Q1	
	Survey of Professional Forecasters	Michigan Surveys of Consumers	Survey of Professional Forecasters	Michigan Surveys of Consumers
Core	0.498*** [0.038]	0.375*** [0.061]	0.547*** [0.052]	-0.111 [0.125]
Headline minus core	0.125 [0.099]	0.288** [0.093]	0.077** [0.029]	0.231*** [0.060]
Constant	2.024*** [0.174]	1.873*** [0.267]	1.098** [0.103]	3.134*** [0.244]
Observations	58	58	83	83
$R^2$	0.75	0.66	0.60	0.19

Fonte: Blanchard (2018)

La tabella sopra riportata (si veda fig. 18) indica i valori ottenuti operando regressioni delle aspettative di inflazione su due misure dell'inflazione effettiva. Con "Core" si intende il tasso di variazione del CPI esclusi i prezzi dell'energia e del cibo. Invece, "Headline minus core" fa riferimento all'inflazione generale meno l'inflazione "Core". Per entrambe le voci viene calcolata la media mobile di quattro trimestri. Per i dati sulle aspettative di inflazione, Blanchard esamina sia la previsione dell'inflazione a un anno riportata dal Survey of Professional Forecasters (colonne 1 e 3) sia la previsione costruita dai Michigan Surveys of Consumers (colonne 2 e 4). Le prime due colonne esaminano il sottoperiodo dal terzo trimestre 1981 al quarto trimestre 1995, mentre le altre due considerano il periodo incluso tra il primo trimestre 1996 e il primo trimestre 2016. Dai risultati ottenuti con le regressioni, Blanchard estrapola due riflessioni. In primo luogo, viene notato che i *professional forecasters* conferiscono un peso maggiore all'inflazione "Core", la quale non tiene conto dei beni i cui prezzi sono più volatili (cibo ed energia), piuttosto che alla deviazione dell'inflazione generale dalla base, il cui rilievo è diminuito; ciò suggerisce che un maggiore affidamento su un indicatore più stabile nel lungo periodo, come l'inflazione "Core", implica effettivamente una maggiore credibilità della politica monetaria della Federal Reserve nel raggiungere il proprio target di inflazione. Un'ulteriore indicazione riguarda, invece, il comportamento dei consumatori, che sembrano dare attenzione in particolare modo all'inflazione "Headline minus core". Addirittura, nel campione più recente, sembrano non dare alcun peso all'inflazione "Core" ( $-0,111$ ) e un certo peso, sebbene inferiore al periodo precedente, alla deviazione dell'inflazione generale dalla base. Ciò indicherebbe, dunque, una riduzione del rilievo dell'inflazione tra i consumatori, a meno che non si sia in presenza di variazioni sensibili, come ad esempio cambiamenti nei prezzi del gas o del cibo.

Volendo riportare un bilancio finale sull'ampia trattazione che Blanchard articola attorno alle due ipotesi sul tasso naturale di disoccupazione, si considerano innanzitutto alcune riflessioni sull'ipotesi di indipendenza nel lungo periodo del tasso naturale di disoccupazione e del livello di output potenziale da shock di natura monetaria (e, sotto determinate condizioni, anche da shock non monetari). L'autore afferma che, anche se non si rinvenissero prove inequivocabili, diversi aspetti di carattere macroeconomico risultano evocativi della persistenza di effetti messi in atto dalla politica monetaria sui livelli potenziali

e naturali di produzione e disoccupazione. Con ciò, viene proposta un'alternativa credibile alle supposizioni dei monetaristi riguardo alla neutralità della moneta sulle variabili reali. Ai fini della piena comprensione delle dinamiche del tasso di disoccupazione naturale e della produzione potenziale, si offre un resoconto degli aspetti microeconomici che Blanchard ha constatato. Alcune ricerche cui l'autore attinge sembrano dimostrare che il fenomeno dell'isteresi è attivo. Nell'ambito della disoccupazione sembra che la durata della disoccupazione di un individuo influisca sulla probabilità dello stesso di essere rioccupato in futuro. Si evidenzia, infatti, che una prolungata disoccupazione riduce nel lungo periodo l'occupabilità di un individuo, nell'ottica che le imprese potrebbero seguire schemi di ragionamento per cui è preferibile assumere chi è disoccupato da meno tempo. Un'interessante intuizione di Blanchard afferma che, in riferimento agli Stati Uniti, il rapporto tra disoccupazione di lungo termine e disoccupazione totale negli Stati Uniti è fortemente crescente con la disoccupazione. Ciò significa che, quando si verifica un aumento generale della disoccupazione, a ciò corrisponde anche un aumento proporzionalmente maggiore di persone che rimangono disoccupate per un lungo periodo. Tale relazione implica pertanto un potenziamento dell'effetto di isteresi in periodi di elevata disoccupazione. Per quanto riguarda la sfera della produttività, invece, riduzioni del Pil sembrano essere impattate in maniera più modesta da fattori quali i tagli delle spese in ricerca e sviluppo o per l'adozione di tecnologie. Pertanto, Blanchard perviene alla conclusione che tra le dimensioni microeconomiche la più convincente sembra essere che una disoccupazione sostenuta porta taluni lavoratori ad essere meno impiegabili o a rinunciare alla ricerca di occupazione, aumentando la disoccupazione o riducendo la forza lavoro, con conseguenze persistenti sul livello potenziale di produzione. Per quanto concerne invece l'ipotesi "accelerazionista" del tasso naturale di disoccupazione, la ricerca messa in atto da Blanchard sulla relazione tra disoccupazione e inflazione negli Stati Uniti sembra essere in contrasto con tale idea, dato che le aspettative di inflazione si sono dimostrate in buona misura non reattive alle fluttuazioni effettive dell'inflazione. Per questo motivo, infatti, entro i limiti in cui le aspettative di consumatori e imprese sono decisive per la fissazione dei prezzi e dei salari, se l'inflazione rimanesse sufficientemente contenuta allora potrebbe affermarsi un *trade-off* persistente nel lungo periodo, se non addirittura permanente, tra disoccupazione e inflazione.

## Conclusioni

La presente ricerca ha affrontato un approfondimento circa il ruolo del Federal Reserve System nella conduzione della politica monetaria per il contesto degli Stati Uniti. Il filo conduttore scelto per la trattazione coincide con gli elementi fondanti del *dual mandate* che il Congresso degli Stati Uniti d'America ha affidato alla banca centrale. In particolare, le dinamiche teoriche e pratiche dell'inflazione e della disoccupazione sono state al centro della discussione, con l'intento di valutare in che misura sono considerate dalla Federal Reserve nelle decisioni di politica monetaria.

Per quanto riguarda l'obiettivo della stabilità dei prezzi, primo aspetto del *dual mandate* della Fed, sono stati descritti due regimi di politica monetaria che si propongono di porre sotto controllo l'inflazione con meccanismi differenti. Volendo spendere qualche riflessione sul confronto tra il regime di *money targeting* e un contesto di *inflation targeting*, si può pensare che un quadro in cui la strategia per il monitoraggio del livello dei prezzi è incentrata sul controllo dell'offerta di moneta faccia emergere una certa rigidità della politica monetaria di fronte alle variazioni nelle scelte degli agenti economici. In tale regime, infatti, il comportamento del pubblico e delle banche assume un ruolo centrale nella costruzione del moltiplicatore monetario e dunque nelle possibilità della banca centrale di controllare effettivamente la crescita dell'offerta di moneta, influenzando di conseguenza il monitoraggio dell'inflazione. Le preferenze del pubblico e le strategie delle banche possono infatti variare rapidamente, sia per via di fenomeni macroeconomici, come le fluttuazioni dei tassi di interesse in seguito a shock, ma anche per aspetti legati al settore finanziario, come ad esempio l'introduzione di nuovi strumenti finanziari particolarmente attrattivi. Pertanto, a fronte della possibilità di tali cambiamenti negli atteggiamenti degli attori del sistema economico, una formula di politica monetaria come quella del *money targeting* risulta particolarmente instabile e soggetta al condizionamento delle preferenze esterne del pubblico e delle banche, che orientano le proprie scelte seguendo il proprio interesse. È importante anche sottolineare come nel corso della trattazione sia emerso che il pubblico risulta particolarmente influenzato dalle aspettative, che, se non adeguatamente ancorate, possono condurre a significative modifiche nel comportamento di spesa e risparmio dei consumatori. Sulla base di questo quadro si potrebbe dunque dedurre che durante l'esperienza

monetarista (1979-1982) l'indipendenza della Federal Reserve nella costruzione della propria politica monetaria sia stata in qualche misura indebolita. Contrariamente a quanto sostenuto fino a questo punto, un ambiente economico guidato da una regola di politica monetaria basata sulla determinazione del tasso di interesse potrebbe meglio garantire una più evidente autonomia della Federal Reserve nella definizione della propria policy. Ad esempio, l'efficacia della regola di Taylor non dipende da fattori comportamentali fuori dal controllo della banca centrale, bensì riguarda la gestione del tasso di interesse attraverso variabili macroeconomiche direttamente supervisionabili. Inoltre, come è già stato osservato, tale regola consente alla Federal Reserve di raggiungere obiettivi sempre più ambiziosi in termini di trasparenza, dal momento che lo schema per l'implementazione della politica monetaria segue una logica di aggiustamento del tasso di interesse per ottenere corrispondenza tra i valori effettivi di inflazione e disoccupazione e i loro livelli target e naturali. Per tali ragioni, si può dedurre che l'adozione di un regime di *inflation targeting* abbia rafforzato il ruolo della Federal Reserve agli occhi degli agenti economici. Questo consolidamento della posizione della banca centrale degli Stati Uniti potrebbe essersi palesato in misura ancora maggiore a partire dal 2012, momento in cui è stato comunicato per la prima volta dalla FOMC il livello target del tasso di inflazione compatibile con una situazione di stabilità dei prezzi. L'aver iniziato a comunicare che il tasso di inflazione deve aggirarsi mediamente attorno al 2% (secondo l'aggiornamento del 2020) ha reso ancora più trasparente la prassi della Fed.

Le supposizioni circa il rafforzamento delle capacità potenziali della politica monetaria della Fed sono sostenute anche dalla trattazione affrontata nel capitolo terzo, in cui sono state messe in discussione la Curva di Phillips e le due ipotesi monetariste sul tasso naturale di disoccupazione. Per quanto concerne la relazione tra disoccupazione e inflazione sancita tipicamente dalla Curva di Phillips, è stato dimostrato che oggi nel contesto statunitense sia il tasso di inflazione sia il tasso di disoccupazione stanno seguendo una linea di tendenza sommariamente discendente, facendo venire meno gli assunti proposti da Phillips (e rivisitati da Friedman e Phelps). Ciò che si può derivare da tali andamenti delle variabili considerate è che la Federal Reserve ad oggi riesca a conciliare entrambi gli aspetti del *dual mandate*, sostenendo politiche che mirano a ridurre il tasso di disoccupazione senza generare

un rialzo preoccupante dell'inflazione. Da una prospettiva attenta ad indagare la realizzazione degli obiettivi della stabilità dei prezzi e di *maximum employment*, questo quadro rappresenta un segnale rilevante del rafforzamento dell'efficacia della politica monetaria attuale della Federal Reserve.

Da ultimo, le argomentazioni che Blanchard propone per mettere in discussione l'ipotesi di indipendenza del tasso naturale di disoccupazione dalla politica monetaria nel lungo periodo e l'ipotesi "accelerazionista", per cui la politica monetaria non può sostenere livelli di disoccupazione inferiori al tasso naturale senza provocare accelerazioni nell'aumento del livello generale dei prezzi, sembrano ulteriormente allinearsi con un'idea di consolidamento e di maggior efficacia della policy della Federal Reserve. Difatti, sia le prove circa la persistenza di effetti implementati dalla politica monetaria sul livello naturale della disoccupazione e quello potenziale della produzione, sia quelle riguardanti il fatto che in presenza di un'inflazione contenuta si può ammettere che ci sia un compromesso tra tasso di inflazione e tasso di disoccupazione naturale, permettono di concludere che ci sono buone ragioni per credere che la politica monetaria della Federal Reserve può essere effettiva e influenzare qualsiasi variabile macroeconomica, reale e nominale, non solo a breve termine, ma anche in una prospettiva di lungo periodo. Alla luce di tutti gli elementi proposti, si può dunque affermare che i mandati di stabilità dei prezzi e di *maximum employment* continuano tutt'oggi a tracciare il sentiero attraverso cui la Federal Reserve prosegue con passo sicuro, mostrando occasioni di realizzazione sempre più frequenti e tangibili dei propri obiettivi di politica monetaria.

Grazie alla ricerca condotta nel presente elaborato si è cercato di dipingere una narrazione che valorizza l'importanza dei contributi scientifici offerti da diverse personalità, in ambito accademico e non solo, ai soggetti della collettività che interagiscono nello spazio pubblico globale. La scelta di trattare lo scenario della Grande Recessione dedicando ampio spazio alle prospettive di ripresa dell'economia statunitense trova spiegazione nella volontà di far emergere come diverse importanti ricerche su precedenti contesti di crisi economica hanno permesso di affrontare questa pagina difficile della storia degli Stati Uniti con temperamento più sicuro e fermo, ripristinando negli anni un clima di fiducia nelle istituzioni finanziarie. Esempio vivido di costante impegno in questo ambito è, senza dubbio, l'ex

presidente del Federal Reserve System Ben Bernanke, che grazie ad una rilettura in chiave neokeynesiana della Grande Depressione (1929), ha arricchito il patrimonio di conoscenze riguardo al ruolo centrale delle istituzioni finanziarie nei sistemi economici, anche in contesti di crisi, ottenendo il prestigioso riconoscimento del Premio Nobel per l'economia nel 2022 (per la ricerca sulle banche e sulle crisi finanziarie), assieme ai professori Douglas Diamond e Philip Dybvig.

*“The famous investor Warren Buffet once said, «It’s when the tide goes out that you can see who is swimming naked.» Financial crises separate the prepared from the unprepared. Our work, and that of many other economists, is aimed at assuring both that the financial system is prepared, and that the tide doesn’t go out very often.”*

Tratto dal discorso di Ben Bernanke al ricevimento del Premio Nobel,

10 dicembre 2022

## Bibliografia

- Ashworth, J. “Quantitative Easing by the Major Western Central Banks during the Global Financial Crisis.” In *The New Palgrave Dictionary of Economics*. London: Palgrave Macmillan, 2013.
- Bernanke, Ben. *The Federal Reserve and the Financial Crisis*. Princeton: Princeton University Press, 2013.
- Bernanke, Ben. “The New Tools of Monetary Policy.” *American Economic Review* 110, no. 4 (2020).
- Blanchard Olivier, Amighini Alessia, and Giavazzi Francesco. *Macroeconomia: Una Prospettiva Europea*. Bologna: Società Editrice Il Mulino, 2020.
- Blanchard, Olivier. “Should We Reject the Natural Rate Hypothesis?” *Journal of Economic Perspectives* 32, no. 1 (2018).
- Board of Governors of the Federal Reserve. “The Federal Reserve System Purposes and Functions,” 2005.
- Board of Governors of the Federal Reserve System. “The Fed Explained: What the Central Bank Does,” 2021.
- Bureau of Labor Statistics. “Consumer Price Index – March 2024.” U.S. Department of Labor, 2024.
- Burns, Arthur F. “Some Reflections on the Employment Act.” *The American Statistician* 16, no. 5 (1962).
- Cacy, J. A. “Monetary Policy in 1980 and 1981.” *Economic Review of the Federal Reserve of Kansas City*, December 1980.
- Carlstrom, Charles T., and Timothy S. Fuerst. “Forward-Looking versus Backward-Looking Taylor Rules.” *Federal Reserve Bank of Cleveland Publications*, 2000.
- Cook, Lisa D. “The Dual Mandate and the Balance of Risks.” Presented at the Ec10b

Principles of Economics Lecture, March 25, 2024.

De Grauwe, Paul, and Yuemei Ji. "Structural Reforms, Animal Spirits, and Monetary Policies." *European Economic Review*, no. 124 (2020).

Engemann, Kristie M. "What Is the Phillips Curve (and Why Has It Flattened)?" Federal Reserve Bank of St. Louis, 2020.

Fawley, Brett W., and Christopher J. Neely. "Four Stories of Quantitative Easing." *Review of the Federal Reserve Bank of St. Louis* 95, no. 1 (2013).

Federal Open Market Committee. Statement on Longer-Run Goals and Monetary Policy Strategy (2012).

Giorgio Di Giorgio. *Economia E Politica Monetaria*. Milano: Wolters Kluwer, 2020.

Hernandez Barcena, Lorena, and David Wessel. "How Does the Fed Define 'Maximum Employment'?" *Brookings*, 2022.

Ihrig, Jane, Ekaterina Peneva, and Scott Wolla. "Inflation Expectations, the Phillips Curve, and the Fed's Dual Mandate." Federal Reserve Bank of St. Louis, 2021.

Jayadev, Arijun, and Michael Konczal. "The Stagnant Labor Market: Some Aspects of the Bleak Picture." *Journal of Post Keynesian Economics* 33, no. 3 (2011).

Judd, John P., and Glenn D. Rudebusch. "Taylor's Rule and the Fed: 1970-1997." *Economic Review of the Federal Reserve Bank of San Francisco*, no. 3 (1998).

Kahn, George A. "Achieving Price Stability: A 1993 Report Card." *Economic Review of the Federal Bank of Kansas*, 1994.

Mankiw, N. Gregory. *Macroeconomics*. 11th ed. Worth Pub, 2015.

McCorkell, Lisa, Sara Hinkley, and Jesse Rothstein. "The Post-Recession Labor Market: An Incomplete Recovery." Institute for Research on Labor and Employment, 2019.

Orphanides, A. "Taylor Rules." In *The New Palgrave Dictionary of Economics*. London: Palgrave Macmillan, 2008.

- Parkin, M. "Adaptive Expectations." In *The New Palgrave Dictionary of Economics*. London: Palgrave Macmillan, 2008.
- Phelps, E. S. "Phillips Curve." In *The New Palgrave Dictionary of Economics*. London: Palgrave Macmillan, 2008.
- Rissman, Ellen R. "What Is the Natural Rate of Unemployment?" Federal Reserve Bank of Chicago, 1986.
- Santomero, Anthony M. "The U.S. Experience with a Federal Central Bank System." Philadelphia Federal Reserve Bank, 2002.
- Sargent, Thomas J. "Rational Expectations." In *The New Palgrave Dictionary of Economics*. London: Palgrave Macmillan, 2008.
- Smale, Pauline. *Structure and Functions of the Federal Reserve System*. Congressional Research Service, 2010.
- Steelman, Aaron. "The Federal Reserve's 'Dual Mandate': The Evolution of an Idea." *Economic Brief of the Federal Reserve Bank of Richmond*, 2011.
- Svensson, L. E. O. "Inflation Targeting." In *The New Palgrave Dictionary of Economics*. London: Palgrave Macmillan, 2008.
- Taylor, John B. "Discretion versus Policy Rules in Practice." *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy* 39, no. 1 (December 1993).
- Thornton, Daniel L. "The Dual Mandate: Has the Fed Changed Its Objective?" *Review* 94, no. 2 (2012).
- U.S Congress. Federal Reserve Act (1913).
- U.S. Congress. Employment Act (1946).
- Worswick, George D. N. "Full Employment." In *The New Palgrave Dictionary of Economics*. London: Palgrave Macmillan, 2016.