

## Tassi Usa

## Perché Janet Yellen è finita nell'angolo

DI MARCELLO MINENNA

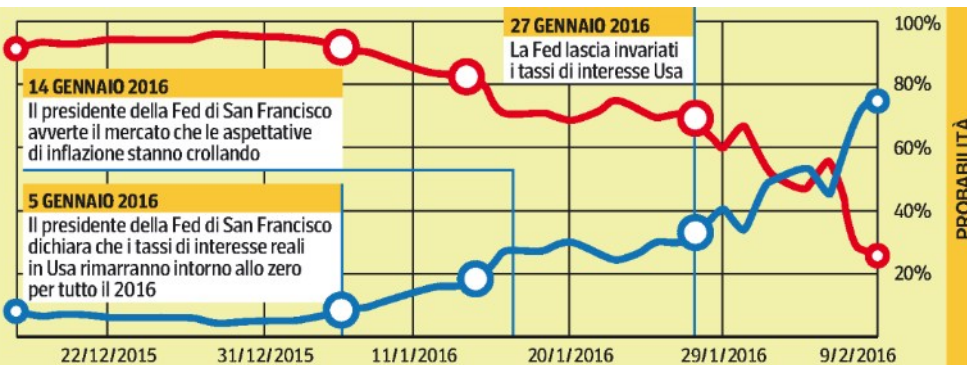
Ormai quasi nessuno crede al rialzo dei tassi Usa, che solo fino a un mese fa sembrava inevitabile. Crisi bancaria e mercati nervosi hanno azzerato i margini di manovra della Fed. Che ora deve reinventarsi una strategia.

A PAGINA 3

## Le previsioni

Probabilità di rialzo dei tassi (almeno una volta) da parte della Fed entro il gennaio 2017

**I tassi restano fermi**  
**I tassi salgono**



Fonte: Calcoli basati su dati Fed

DATA DI STIMA

L'analisi I mercati, la Cina debole: al rialzo dei tassi non ci crede più nessuno

# Usa E nell'anno elettorale la Fed è a corto di munizioni



Idee Marcello Minenna: nessuno immaginava un ribaltone delle aspettative

Yellen è finita nell'angolo: i margini di manovra sono ridottissimi  
Non decolla la politica di guardare ai dati. Serve una nuova strategia

DI MARCELLO MINENNA

**Z**ero per cento. Questa è la probabilità che i mercati mondiali assegnano ad un rialzo dei tassi di interesse da parte della Fed il mese prossimo. Tutti gli operatori finanziari sono praticamente certi che Janet Yellen passerà la mano.

Ma non solo temporaneamente, come è accaduto a settembre 2015 per via della crisi valutaria cinese. Stavolta le aspettative sono a terra anche sul lungo termine: si stima solo il 25% di probabilità di avere almeno uno striminzito aumento di 25 punti base (0,25%) entro il gennaio 2017.

Un dato che cozza con il programma ufficiale di aumentare i tassi almeno 3 volte nel corso del 2016.

Tutto sembra più inverosimile se si considera che ad inizio anno, il mercato quotava al 50% la probabilità di vedere i tassi all'insù entro marzo; addirittura al 95% entro il 2016. In altri termini, poco più di mese fa il mercato era praticamente certo del rialzo. Ora è dell'opinione opposta, nonostante la posizione ufficiale della Fed non sia cambiata.

## Preoccupazioni

Certo, la situazione globale desta preoccupazioni: la crisi bancaria europea si sta innestando in un quadro in peggioramento, caratterizzato dall'economia cinese che continua a franare e dal dilagare della deflazione a dispetto delle politiche di contrasto delle grandi banche centrali. I mercati mondiali hanno perso in media il 20% da inizio anno e anche l'economia Usa sta mostrando chiari segnali di rallentamento.

Tutto questo però non basta a giustificare completamente il clamoroso ribaltone delle aspettative. A ben vedere infatti gli attuali elementi di preoccupazione erano già presenti lo scorso autunno, ma non hanno scalfito minima-

mente la convinzione degli operatori sul cambio di politica monetaria. Ciò che contava era la posizione ufficiale della Fed. Perché ora i mercati la ignorano? Cerchiamo di capire meglio.

Nel 2009, all'apice della crisi finanziaria, l'ex Presidente della Fed Ben Bernanke varava la cosiddetta «forward guidance», una procedura con la quale la banca centrale si impegnava a fornire puntuali informazioni sulle future mosse di politica monetaria, pilotando così i mercati nella «direzione indicata».

In parole semplici, la Fed orientava le aspettative, in maniera tale che la decisione fosse largamente annunciata e non prendesse in contropiede il mercato. Il meccanismo ha funzionato bene per oltre 6 anni, garantendo stabilità e favorendo la ripresa economica. Dal dicembre 2015 però la Fed ha cambiato marcia: la Yellen ha dichiarato che le decisioni saranno prese in base ai dati sullo stato di salute dell'economia (in gergo la Federal Reserve è ora «data dependent»). Come conseguenza, i proclama ufficiali della banca centrale contano molto meno.

Il cambio di politica rischia di essere un grattacapo non da poco per la Yellen. Da un lato, abbandonare il cambio di rotta sui tassi di interesse (definito addirittura «storico»), è un brutto colpo per la credibilità della banca centrale Usa. E in economia, si sa, la reputazione è tutto. Dall'altro, i dati economici parlano chiaro: con una possibile recessione in arrivo e il sistema finanziario mondiale in difficoltà, la Fed dovrebbe rinunciare all'aumento dei tassi di interesse.

## Il peso delle parole

La banca centrale Usa si è messa dunque da sola con le spalle al muro: se decidesse di tirare dritto e di «forzare la mano» al mercato con un rialzo dei tas-

si impreveduto, potrebbe essere anche peggio in termini di perdita di credibilità. Infatti la Fed romperebbe il patto implicito stretto con il mercato durante la crisi (cioè: zero sorprese) che tanto ha prodotto in termini di ripresa economica. Senza considerare che, ignorando la realtà dei dati, verrebbe anche meno all'impegno preso a dicembre. Sarebbe una *débâcle* totale. Insomma è uno scacco matto, ed il mercato ne è consapevole: altrimenti la probabilità di rialzo dei tassi non sarebbe certo pari a zero.

Per decenni la politica di comunicazione delle banche centrali ha sempre oscillato tra silenzi prolungati e dichiarazioni sibilline. Il principio ispiratore era «meno si sa, meglio è». La «forward guidance» di Bernanke è stata un'innovazione radicale, che si è dimostrata efficace nel riportare la fiducia sui mercati mondiali dopo lo shock provocato dal fallimento di Lehman Brothers. Poco dopo anche la Bce e la Bank of Japan hanno seguito la Federal Reserve su questo percorso di radicale trasparenza.

Ora però sono diventati evidenti anche i forti rischi di questa strategia. Forse aveva ragione il buon Alan Greenspan (presidente Fed per 20 anni) quando diceva: «se vi sono sembrato chiaro, dovete avermi frainteso».

