

# Analisi Settimanale

19.12.2015

# LE PAROLE CHE SEGNERANNO IL FUTURO

Questa settimana ha parlato il governatore della banca centrale più potente del mondo, la Fed, ovvero la Yellen. Credo sia importante leggere almeno una volta e forse più volte (chi lo volesse fare in lingua originale può farlo con il link che ho messo in fondo al documento) cosa ha detto, perché quello che dice è fondamentale per analizzare la politica della Fed, i prossimi FOMC e cercare di fare proiezioni su dove si muoverà il mercato.

MoneyRiskAnalysis l'ha tradotto per voi in italiano direttamente dal documento ufficiale presente sul sito [www.federalreserve.com](http://www.federalreserve.com). Sotto trovate il discorso integrale.

## Yellen

Buon pomeriggio.

**Oggi il FOMC ha deciso di alzare i tassi di interesse di 0.25 punti fino a 0.50.** Questa azione mette fine a un periodo straordinario di sette anni durante i quali la Fed ha tenuto i tassi vicino allo zero per supportare il recupero dell'economia dalla peggiore crisi finanziaria e recessione fin dai tempi della Grande Depressione.

La Fed ha considerato l'ottimo progresso raggiunto nella creazione di posti di lavoro, nella crescita dei salari e il miglioramento delle condizioni economiche per milioni di americani. E la decisione riflette la fiducia dei membri del FOMC nel fatto che l'economia continuerà a rafforzarsi.



Il recupero economico ha richiesto un lungo percorso, e non è ancora completato. Spazio per ulteriori miglioramenti nel mondo del lavoro rimangono, e l'inflazione continua a muoversi sotto gli obiettivi di lungo periodo. Ma con l'economia che performa in maniera positiva e l'aspettativa che questa crescita prosegua, il Comitato ha deciso che un modesto aumento dei tassi di interesse è appropriato, pur riconoscendo che l'aumento dei tassi non cambia la politica monetaria che in generale rimane accomodante.

*Come spiegato, il processo di normalizzazione dei tassi di interesse procederà gradualmente, e le future ulteriori mosse di politica monetaria dipenderanno ovviamente da come l'economia evolverà reattivamente agli obiettivi di massima occupazione e inflazione al 2%.*

Da Marzo, il Comitato ha detto che voleva alzare i tassi di interesse qualora avesse visto miglioramenti nel mondo del lavoro e fosse stato ragionevolmente fiducioso che l'inflazione sarebbe andata al 2% nel medio periodo. Secondo il nostro giudizio, questi due criteri oggi sono stati soddisfatti.

Il mondo del lavoro ha mostrato ulteriori significativi miglioramenti rispetto agli obiettivi di massima occupazione che ci eravamo prefissati. Quest'anno, 2.3 milioni di posti di lavoro sono stati aggiunti all'economia, e negli ultimi 3 mesi, i posti di lavoro aggiunti sono stati una media di 218.000 per mese, stando nella media calcolata dall'inizio dell'anno. Il tasso di disoccupazione, al 5% a Novembre, si è abbassato del 60% rispetto alla fine del 2014 ed è vicino alle media stimata per il lungo periodo come normale dai membri del FOMC.

Una più larga misura della disoccupazione, che include anche gli individui che vogliono lavorare e sono abili al lavoro ma che non lo hanno cercato attivamente recentemente e che racchiude anche le persone che lavorano part time ma vorrebbero lavorare full time, ha mostrato solidi miglioramenti.

Detto questo, alcune debolezze cicliche rimangono. La partecipazione della forza lavoro rimane sotto le stime rispetto al trend demografico, i part-time forzati rimangono in numero ancora alto, e la crescita dei salari è lontana da mostrare una sostenuta crescita.



I miglioramenti nelle condizioni di occupazione questo anno hanno permesso di continuare anche l'espansione economica. Il GDP è salito di 2.25% nei primi tre trimestri dell'anno. L'export netto si è ridotto causa rallentamento della crescita estera e l'apprezzamento del dollaro, ma queste debolezze sono state compensate da una solida crescita della domanda interna. Il recupero di posti di lavoro e la crescita del netto disponibile nelle famiglie, hanno aumentato la spesa delle stesse, e hanno dato vigore a un motore di crescita interna piuttosto forte.

Gli investimenti residenziali sono aumentati ad un tasso molto migliore dell'anno precedente, sebbene il numero di case nuove costruite rimanga basso. *E fuori dai settori del petrolio (drilling) e del mining (minerario), dove gli investimenti si sono ridotti, gli investimenti delle aziende hanno mostrato solida crescita.*

Il Comitato si aspetta che, con gradualità aggiustamenti della politica monetaria, l'economia continuerà a crescere in modo moderato e gli indicatori del mercato del lavoro continueranno a prendere forza. Sebbene ci siano alcuni sviluppi che possono porre dei rischi per gli U.S., questi rischi appaiono essere diminuiti dall'estate scorsa. **Quindi, il Comitato vede i rischi sia per l'outlook economico che per il mercato del lavoro come bilanciati.**

*La crescita economica progressiva e il continuo miglioramento delle condizioni di mercato del lavoro, sono due aspetti importanti che portano il Comitato a ritenere che si tornerà ad un'inflazione del 2% nel medio termine.*

*La CPI (consumer price inflation) è stata solo del 0.25% nei 12 mesi finiti con Ottobre. Tuttavia, questa discesa rispetto al 2% riflette il calo dei prezzi energetici a partire dalla metà del 2014 e gli effetti di questo declino si dissiperanno nel tempo.*

*L'apprezzamento del dollaro ha inoltre pesato sull'inflazione tenendo bassi i prezzi di importazione.*

Quando questi due aspetti transitori si dissiperanno, e il mercato del lavoro diventerà sempre più solido, il comitato si aspetta una crescita dell'inflazione attorno al 2% nel medio termine.

Il comitato è molto fiducioso nel proprio outlook sull'inflazione. Sebbene alcune misurazioni relative all'inflazione siano scese, sono rimaste ragionevolmente stabili mediamente. Nel considerare le future

decisioni sulla politica monetaria, la fed monitorerà con estrema attenzione i suoi obiettivi in merito all'inflazione.

Il nostro documento sottolinea che, nel considerare che future decisioni prendere, staremo molto attenti all'attuale e futuro progresso dell'inflazione verso l'obiettivo che ci siamo posti (2% inflazione).

L'outlook generale che vi sto presentando riflettere l'outlook e le proiezioni dei singoli membri del FOMC. Come di consueto, le proiezioni di ogni partecipante sono condizionate dalla sua visione delle situazioni globali e quindi portano ad una visione della politica monetaria corrispondente.

Le proiezioni dei partecipanti al FOMC relativi al GDP sono leggermente cambiate rispetto al meeting di Settembre. La media di tali proiezioni è 2.1 % per il 2015 e 2.4% per il 2016, poco sopra la media della crescita considerata normale nel medio termine.

La proiezione media della disoccupazione nell'ultimo quarto di questo anno si attesta al 5%, molto vicino alla media stimata nel lungo periodo come normale. *I partecipanti vedono la possibilità che la disoccupazione possa scendere ancora leggermente nel prossimo anno e quindi stabilizzarsi.*

Il percorso della media della disoccupazione è leggermente minore che in Settembre, e mentre la proiezione sul lungo periodo non è cambiata, alcuni membri hanno abbassato le stime nel medio periodo.



Infine, il FOMC prevede un'inflazione molto bassa per quest'anno causa prezzi scesi fortemente dell'energia e degli import non energetici dovuti al forte dollaro. Appena questi aspetti transitori passeranno, mediante la salita dei prezzi del petrolio e il rafforzamento delle condizioni del mercato del lavoro, la media delle proiezioni relative all'inflazione passa da 0.4% a 1.6% nel 2016 e raggiunge 1.9% nel 2017 e 2% nel 2018. Il percorso della media dell'inflazione è cambiato leggermente da Settembre.

### **Con l'inflazione bassa, perché il comitato sta alzando i tassi?**

Come ho appena sottolineato, buona parte della bassa inflazione è dovuta a fattori transitori che ci aspettiamo vengano a ridursi nel tempo, come del resto il miglioramento del mondo del lavoro dovrebbe dare una spinta verso l'alto all'inflazione.

*In aggiunta, abbiamo verificato che ci vuole tempo prima che le politiche monetarie abbiano degli effetti reali sull'output dell'economia reale.*

Se il FOMC aspettasse ulteriore tempo ad alzare i tassi, il rischio sarebbe quello di dover ridurre la politica monetaria espansiva troppo velocemente o in maniera brutale ad un certo punto onde evitare all'economia di surriscaldarsi e all'inflazione si superare eccessivamente i target che ci siamo prefissati. Una così brutale riduzione della politica monetaria accomodante rischierebbe di portare l'economia in recessione.

Come ho qualche volta fatto notare, l'importanza data all'iniziale momento di rialzo dei tassi non deve essere sovrastimata. Sebbene oggi sia effettuato un rialzo, la politica monetaria rimane accomodante, allo scopo di supportare ulteriori miglioramenti nel mercato del lavoro e raggiungere il 2% di inflazione. Come indicato nel nostro documento, il comitato si aspetta che la situazione evolva in modo da effettuare un

rialzo graduale dei tassi. I tassi quindi rimarranno ancora per un po' di tempo sotto i livelli che consideriamo normali nel lungo periodo.

Questa anche perché *“i tassi “neutrali”, ovvero il livello di tassi considerati non espansionistici né di contrazione, a cui noi puntiamo, sono inusualmente bassi attualmente e anche loro cresceranno lentamente.* Un indicatore che mostra come i tassi neutrali siano anch'essi molto bassi, è il fatto che la crescita economica USA è stata moderata negli ultimi anni nonostante i bassi tassi di interessi e la grande quantità di securities di lungo periodo in possesso della Fed. Mano a mano che il “tasso neutrale” salirà, le politiche monetarie in corso aiuteranno sempre più velocemente lo sviluppo economico.

Il declino dei tassi neutrali può essere imputato a una serie di venti economici contrari e persistenti che hanno pesato sulla domanda aggregata. Dopo la crisi finanziaria, questi venti contrari hanno incluso: limiti di sottoscrizione di prestiti più restrittivi e accesso limitato al credito di chi ne necessitava, riduzione della leva tra i possessori di case per ridurre il rischio debito, politiche fiscali restrittive, debole crescita globale con significativa crescita del dollaro, bassa produttività e crescita del mercato del lavoro e elevata incertezza rimasta relativa alla crescita economica.

Sebbene alcuni di questi venti si siano ridotti di molto negli ultimi anni, alcuni dei loro effetti sono rimasti presenti in maniera significativa. Mano a mano che i loro effetti si ridurranno, i tassi di interessi neutrali saliranno gradualmente.

La visione dei membri del FOMC per i tassi neutrali è la seguente. La media delle proiezioni per la fine del 2016 è di 1-1/2 percento, e di 2-1/2 nel 2017. Se i fattori che bloccano la crescita economica continueranno a ridursi, la media sale a 3-1/4 alla fine del 2018, vicino alla media di lungo periodo.

Comparato con quanto detto in Settembre, alcuni partecipanti hanno ridotto il percorso da loro visto per i tassi, sebbene i cambiamenti della media siano molto contenuti.

Voglio nuovamente sottolineare che le previsioni del percorso appropriato per i tassi di interesse futuri per ogni membro del fomc, sono condizionati dalla sua visione dell'economia, della crescita, dell'inflazione e dell'occupazione e da altri fattori. Tuttavia, Il percorso attuale dei tassi dipende dall'outlook economico che conosciamo attraverso i dati che ci vengono forniti e che elaboriamo. Una crescita più forte o un aumento dell'inflazione più veloce suggeriranno che i tassi neutri stanno salendo più velocemente, spingendoci ad alzare i tassi di interesse alla stessa velocità; d'altra parte se la crescita sarà più debole o l'inflazione sarà più lenta nel salire, i tassi saliranno molto lentamente.

Il comitato continuerà la sua politica di reinvestire i proventi provenienti dai Treasury Securities in suo possesso e dagli strumenti a cedola (agency debt e mbs).

Come evidenziato nel nostro documento, continueremo questa politica fino a che non vedremo che i tassi sono su un percorso di normalizzazione stabile. Mantenere un possesso piuttosto grande di securities di lungo periodo, aiuta a mantenere condizioni finanziarie accomodanti e riduce il rischio che i tassi possano ritornare bassi in caso di shock inaspettati.

Infine, sempre rimanendo collegati al nostro documento, abbiamo anche presentato l'implementazione degli strumenti che utilizziamo per decidere il percorso di normalizzazione e il range entro il quale si muoveranno i tassi. Specificatamente, il Board of Governors, ha deciso di alzare i tassi a ½ punto, e il FOMC ha autorizzato il reverse repurchase a ¼ %. Entrambe queste modifiche avranno effetto domani.

[...alcune righe di aspetti tecnici...]

Basandosi sull'estensivo utilizzo e test degli strumenti di politica monetaria fatto negli ultimi anni, il comitato è fiducioso che il processo di normalizzazione proseguirà in maniera morbida. Tuttavia, come parte della prudenza messa in atto, terremo sotto controllo gli sviluppi sui mercati finanziari con attenzione nei giorni futuri, e saremo pronti a fare aggiustamenti ai nostri strumenti se sarà necessario per mantenere il controllo sui tassi del mercato.

2016 FOMC Meetings	
January	26-27
March	15-16*
April	26-27
June	14-15*
July	26-27
September	20-21*
November	1-2
December	13-14*

\* Meeting associated with a Summary of Economic Projections and a press conference by the Chair.

## FINE

Per chi volesse leggere le domande in inglese, oltre al testo originale, trovate il tutto qui:

<http://www.federalreserve.gov/mediacenter/files/fomcpresconf20151216.pdf>

Nelle domande fatte, secondo me piuttosto interessanti e ficcanti, una cosa in particolare mi ha colpito. Alla domanda: "non ha paura che il rialzo dei tassi possa colpire in maniera eccessiva i mercati emergenti" fatta da Jeremy Tordjman di Agece France Presse, la Yellen tra le altre cose ha risposto:

"We've made a commitment to emerging market policymakers that we would do our best to communicate as clearly as we could about our policy intentions to avoid spillovers that might result from abrupt or unanticipated policy moves. I think this move has been expected and well-communicated."

"Abbiamo preso un impegno con i responsabili politici dei mercati emergenti per fare del nostro meglio per comunicare nel modo più chiaro che possiamo le nostre intenzioni di politica monetaria al fine di evitare ricadute causate da mosse improvvise o impreviste. Io penso che questa mossa sia stata aspettata e ben comunicata."

**Quindi particolarissima attenzione andrà posta a quello che dirà la Yellen in futuro perché l'obiettivo è di fare quello che ha detto ai mercati in modo chiaro e in modo da non creare effetti sorpresa e quindi reazione inconsulte.**

# Glossario

---

<http://www.moneyriskanalysis.com/it/glossario.php>

## General Disclaimer

---

*Le informazioni contenute nel presente sito internet sono frutto di una accurata selezione di fonti da noi considerate attendibili. Non se ne garantisce l'accuratezza o la completezza e nulla, in questo sito, e' stato realizzato per fornire questa garanzia.*

*MoneyRiskAnalysis non si assume alcuna responsabilita' per i danni derivanti dall'uso d'informazioni contenute in questo sito.*

*Ne' questo sito, ne' il suo contenuto, ne' una sua copia possono essere modificati in qualsiasi modo, trasmessi o distribuiti senza citare la fonte ovvero MoneyRiskAnalysis.*

*I componenti del team di MoneyRiskAnalysis possono avere in corso acquisti, vendite o possono detenere posizioni di lungo o breve periodo sul mercato e/o avere interessi collegati ai valori mobiliari menzionati. Quanto espresso circa tali valori mobiliari riveste esclusivamente carattere informativo e non ha carattere di offerta, invito ad offrire o di messaggio promozionale finalizzato all'acquisto, alla vendita o alla sottoscrizione dei predetti valori mobiliari.*

*MoneyRiskAnalysis non si assume alcun tipo di responsabilita' in relazione alle informazioni fornite da altri siti ai quali ci si possa collegare attraverso il presente sito. Qualsiasi raccomandazione o opinione espressa su tali altri siti sono di esclusiva responsabilita' dei titolari di tali siti e non costituiscono nella maniera piu' assoluta raccomandazioni o opinioni di MoneyRiskAnalysis. L'eventuale possibilita' di collegarsi ad altri siti non rappresenta pertanto una raccomandazione o un'approvazione da parte di MoneyRiskAnalysis a quanto contenuto in tali siti.*

*L'analisi dei dati e le informazioni contenute in questo website sono preparate a solo scopo informativo, e non rappresentano un'offerta o sollecitazione di un'offerta a comprare o vendere quote di Fondi di Investimento o di qualsiasi altro strumento finanziario, o a sottoscrivere Contratti di Gestione di qualunque societa'. Questo website non fornisce nessuna indicazione, consulenza o informazione necessaria a prendere alcuna decisione di investimento. La performance del passato non e' indicativa di uguali rendimenti nel futuro.*