

## “Le stelle ruotano ed il tempo corre”

Sulla copertina di *“Between debt and the devil”*, saggio scritto da Adair Turner e recentemente pubblicato, appare l'illustrazione di una scena del “Faust” di Goethe, quella in cui Mefistofele visita il protagonista nel suo studio. Nell'opera il protagonista evoca il diavolo perché lo aiuti a svelare i segreti della natura. I due stringono un patto che vede Mefistofele diventare servitore di Faust durante la vita terrena in cambio della sua anima nell'aldilà. L'uomo trascorre una vita di piaceri e desideri che vede appagati grazie al contratto stretto con il diavolo, ma che gli fanno perdere la dimensione umana dell'esistenza che rimpiangerà in punto di morte.

Ma perché c'è un'immagine del “Faust” sulla copertina di *“Between debt and the devil”*, di Adair Turner?

“Sono due anni oramai che le previsioni dei mercati finanziari circa un rialzo «entro breve» dei tassi di interesse statunitensi vengono regolarmente smentite dai fatti. Questo errore seriale non è il risultato di eventi imprevedibili

quanto piuttosto dell'incapacità dei mercati di comprendere la forza e la natura globale delle forze deflative che stanno influenzando sull'economia” (da *Project Syndicate*, 6 ottobre 2015, Adair Turner).

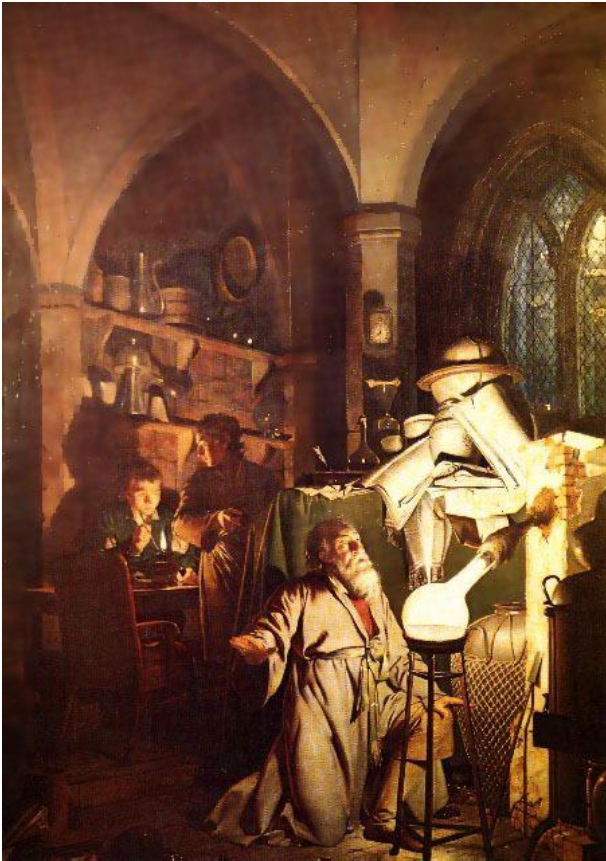
La tesi sostenuta dall'autore è che l'eccesso di debito privato ha condotto alla disastrosa crisi scoppiata nel 2008. Per il futuro, la politica pubblica dovrà imporre dei limiti e influenzare l'allocazione del credito; non basterà più stampare denaro. Nel libro si contesta l'idea che la crescita del credito sia necessaria per carburare quella economica e che l'aumento del debito non sia un problema, se avviene in un contesto di bassa inflazione. Secondo Turner, infatti, la maggior parte del credito non è necessaria per la crescita economica bensì serve a generare cicli di forte espansione e poi contrazione nel mercato immobiliare, che portano a crisi finanziarie ed alla depressione.

Adair Turner è l'ex-presidente della “Autorità per i servizi finanziari” (FSA) del Regno Unito, membro della Commissione delle politiche finanziarie e della Camera dei Lord. Turner fa parte dell'establishment politico-finanziario britannico, ha ricoperto ruoli di prestigio in istituzioni finanziarie private e pubbliche, uomo di affari ed accademico, e ha assunto la guida della FSA il giorno successivo il fallimento della Lehman Brothers, rimanendo al timone sino al 2013.

In *“Between debt and the devil”* Turner analizza quali siano state le cause della crisi finanziaria del 2008 e come mai, dopo ben sette anni dal suo scoppio, il mondo stia ancora lottando con una ripresa lenta e una crescita economica contenuta. Egli sostiene che, nonostante il lavoro fatto dalle istituzioni all'indomani della crisi per rendere l'intero sistema finanziario più sicuro, le cause profonde dell'instabilità dell'economia globale non siano state ancora rimosse.

L'obiezione principale è che la visione ortodossa, prima della crisi, che vedeva nella bassa e stabile inflazione l'obiettivo primario di una banca centrale (in alcuni casi includendo anche il tasso di occupazione) ed i tassi di interesse come strumento di politica monetaria, era fondamentalemente sbagliata. Il 2008 ha insegnato che la crescita del credito e la leva finanziaria sono aspetti di primaria importanza. Ci sono periodi in cui quest'ultima può aumentare





*The Alchemist Discovering Phosphorus, Joseph Wright of Derby, 1771*

considerevolmente senza riflettersi in un surriscaldamento dell'inflazione e quindi avere l'inflazione come obiettivo non aiuta ad adottare le politiche monetarie appropriate. L'aumento della leva finanziaria, inoltre, non può essere controllato solo dai tassi di interesse.

Per cinquanta anni la leva è aumentata nel settore privati e il credito è cresciuto più velocemente del PIL nominale. Nel 1950 il debito privato sul PIL era il 50%, nel 2007 la percentuale era salita al 170%. La forte espansione del credito sembrava necessaria per mantenere un determinato tasso di attività economica, ma la leva era del 10-15% e la crescita nominale, nella maggior parte delle economie avanzate, del 5%. Il rovescio della medaglia di queste politiche è stata la crisi finanziaria globale, cui ha fatto seguito l'austerità, vista come indispensabile, della finanza pubblica ma che ha inasprito l'impatto deflazionistico in un generale contesto di riduzione della leva finanziaria nel settore privato. Questo processo ha avuto degli effetti importanti. In Eurozona il rapporto PIL/capita non è ancora ritornato ai

livelli del 2007 ed in Gran Bretagna è sopra solo dell'1%, mentre negli Stati Uniti è circa 10-15% sotto il trend di crescita pre-crisi.

In modo provocatorio Turner rileva come i tassi siano ormai a zero o vicini allo zero dal 2009, ma le politiche ultra espansive non sembravano aver funzionato e, di fatto, si continua a discutere su come stimolare l'economia.

La preoccupazione di Turner è che, in un periodo di bassi tassi di interesse, in alcuni casi negativi, maggiori sono gli incentivi per operazioni di speculazioni finanziarie che il regolatore non sempre riesce ad identificare e normare. Il risultato finale è che in questo contesto la leva finanziaria rischia di aumentare in alcuni ambiti economici.

Turner argomenta come sia possibile lo sviluppo di un modello di crescita meno sensibile al credito che sappia affrontare aspetti quali l'aumento dell'importanza del mercato immobiliare nelle economie moderne, la maggior diseguaglianza e gli squilibri globali delle partite correnti. Non significa crescere senza debito, bensì utilizzarlo per creare investimenti che a loro volta guidano la crescita di un Paese. Le politiche pubbliche devono gestire la crescita e l'allocazione del credito ed il debito deve essere tassato come forma di inquinamento economico. Le banche necessitano di maggior capitale mentre l'attività nel settore immobiliare deve essere controllata.

L'autore si spinge poi oltre, nelle sue argomentazioni, sostenendo che, sette anni dopo il 2008, con la leva finanziaria in salita ed una domanda aggregata insufficiente a guidare la crescita, saranno necessarie politiche più radicali quali la cancellazione del debito o il finanziamento di più ampi disavanzi fiscali attraverso una permanente monetizzazione.

“Per due anni i mercati finanziari hanno ripetuto lo stesso errore, prevedendo che i tassi di interesse negli Stati Uniti sarebbero saliti entro circa sei mesi, per poi constatare che quell'orizzonte si allontanava. Questo ripetuto errore non è conseguenza di eventi imprevedibili, ma della incapacità di afferrare la forza e la natura globale delle forze deflazionistiche che stanno oggi determinando l'economia. Siamo catturati in una trappola nella quale l'onere del debito non scende, ma semplicemente si sposta tra i settori ed i paesi, e nel quale le politiche monetarie da sole sono inadeguate a stimolare la domanda globale; in sostanza si limitano a redistribuirla (da *Project Syndicate*, 6 ottobre 2015, Adair Turner).

Per quanto le argomentazioni di A. Turner possano essere controverse e non necessariamente condivisibili, assumono ancora maggior peso in questa fase finale dell'anno durante la quale i mercati, ancora una volta, sono in attesa delle decisioni che saranno prese dalle Banche Centrali.

La BCE, durante l'ultima riunione, ha praticamente preannunciato che sta studiando ulteriori misure per dicembre. La Banca Centrale cinese lo scorso 23 ottobre ha tagliato i tassi di interesse ed il coefficiente di riserva delle banche. Anche la Banca d'Inghilterra, che ha lasciato i tassi invariati in occasione dell'ultimo incontro, ha mostrato toni accomodanti. La Fed, nella riunione del 27-28 ottobre, è rimasta ferma ma ha mantenuto aperta l'opzione di dicembre, non menzionando più i rischi al ribasso legati al contesto globale e sottolineando come un eventuale aumento dei tassi sia contingente ad un miglioramento del mercato del lavoro e ad una ragionevole fiducia che l'inflazione riprenda. La BoJ, nella riunione del 30 ottobre ha lasciato tutto invariato, rivedendo però al ribasso le stime d'inflazione e prolungando, per la seconda volta, il raggiungimento del target del 2%.

"Se l'inflazione non risale, nonostante gli sforzi delle banche centrali, non significa che la politica monetaria stia diventando inefficace. Il problema è che altri soggetti, cioè Governi e parti sociali, devono fare di più per elevare il potenziale di crescita" ha dichiarato Jean-Claude Trichet in una recente intervista. (rif. "Sole24ore", 24 ottobre 2015). Le Banche Centrali quindi "comprano" tempo, in modo da preparare un terreno più fertile per politiche di stimolo e di riforma da parte dei singoli Governi ed istituzioni. Rimane però l'incognita di quantificare l'efficacia delle misure sino ad ora adottate per la realizzazione di un percorso di crescita stabile e sostenibile.

Gli Stati Uniti, insieme alla Gran Bretagna, sono i Paesi dove il processo di *deleveraging* è avvenuto e dove i segnali di ripresa economica sono stati più evidenti.

Ma la fine di un periodo di politiche monetarie straordinarie sembra essere continuamente posticipato e l'incertezza di fondo nel linguaggio dei banchieri centrali rimane.

I mercati sono probabilmente pronti ad un aumento dei tassi da parte della Fed, consapevoli che non ci sarà un'accelerazione al rialzo e nel mentre, la concentrazione è sugli utili aziendali.

Le imprese americane (il riferimento è al 60% dei titoli che compongono l'indice S&P aggiornato al 29 ottobre) per il terzo trimestre riportano una contrazione del 1% degli utili per azione che, al netto della componente energetica, diventa una crescita del 6%. Le attese per il 2015 vedono l'EPS invariato e per il 2016 in crescita del 6% circa, nonostante le continue revisioni al ribasso. Nello specifico pesa in negativo, per il momento, il settore di beni di prima necessità, mentre il contributo più forte viene dai consumi discrezionali. C'è chi inizia a temere una decelerazione più consistente per il prossimo anno, tanto da far segnare una contrazione all'andamento degli utili, ma è forse prematuro vista l'incertezza di alcune variabili che potrebbero giocare un ruolo importante: tassi, cambio e andamento del prezzo del petrolio. È comunque importante ricordare che se dovesse esserci una "recessione" degli utili, non



Faust und Mephisto, Anton Kaulbach

necessariamente questa sarebbe il riflesso di una recessione economica: non c'è specularità tra componenti del PIL americano e utili dell'indice S&P, che per il 68% derivano dal settore manifatturiero mentre solo il 32% da quello dei servizi.

Anche in Giappone si è nel pieno della stagione degli utili aziendali. Per il momento ha annunciato solo il 20% delle aziende (il riferimento è alle aziende quotate sul Tokyo Stock Exchange 1° Sezione, aggiornato al 29 ottobre) ed i risultati non sembrano discostarsi dalle previsioni. Le attese di crescita dei profitti lordi è dell'11,6% per il corrente anno fiscale (marzo 2016) e del 7% per il successivo. I dati macro però hanno recentemente deluso: il PIL si è contratto nel secondo trimestre, ma la crescita nominale rimane positiva. C'è probabilmente bisogno di ulteriore stimolo per l'economia, non certo aiutata dal rallentamento cinese, che potrebbe avvenire nel breve, attraverso l'approvazione di un budget supplementare, mentre dovrebbe essere sostenuta dai piani di riforma del Governo in un periodo più lungo. Il primo ministro Abe, forse perché consapevole della delicatezza della situazione, ha deciso di lanciare il suo nuovo programma; l'«Abenomics 2.0». Il piano prevede un PIL a 600 trilioni di yen entro il 2020, un piano ambizioso di cui però non sono ancora noti i dettagli e la tempistica per il suo conseguimento. C'è poi uno sforzo non trascurabile, da parte dell'esecutivo, per affrontare concretamente i problemi strutturali della società giapponese (i.e.: il basso tasso di natalità, l'invecchiamento della popolazione, la necessità di maggiore flessibilità in ambito lavorativo) e di investire

sull'innovazione, lo sviluppo e l'utilizzo delle nuove tecnologie, aumentando il tasso di produttività. Ad oggi, uno dei cambiamenti più significativi avvenuti in Giappone, è la riforma della «corporate governance» i cui risultati però saranno visibili solo nel tempo e solo se il Governo, che l'ha promossa, continuerà a premere perché diventi parte di un processo di crescita tra aziende e azionisti

È possibile che la Bank of Japan, in un prossimo futuro, possa decidere per adottare ulteriori misure straordinarie ma, per ritornare alle considerazioni di Adair Turner, il «QE» non può stimolare abbastanza domanda, in un mondo nel quale altre importanti economie sono dinanzi alle stesse sfide.

Uscire dal QE non sarà facile e richiederà ancora del tempo, con dei rischi di insuccesso che non possono essere ignorati così come il problema del debito. Adair Turner parla di avviare esplicitamente e temporaneamente forme monetarie di finanziamento dei bilanci pubblici, ovvero la cosiddetta politica dell'«helicopter money». Altrimenti il rischio è quello di continuare a «flirtare» con Mefisto, che prima o poi verrà a pretendere la nostra anima.

Aletti Gestielle SGR

Milano, 2 novembre 2015

**Disclaimer**

La presente pubblicazione è distribuita da Aletti Gestielle SGR. Pur ponendo la massima cura nella predisposizione della presente pubblicazione e considerando affidabili i suoi contenuti, Aletti Gestielle SGR non si assume tuttavia alcuna responsabilità in merito all'esattezza, completezza e attualità dei dati e delle informazioni nella stessa contenuti ovvero presenti sulle pubblicazioni utilizzate ai fini della sua predisposizione. Di conseguenza Aletti Gestielle SGR declina ogni responsabilità per errori od omissioni.

La presente pubblicazione viene a Voi fornita per meri fini di informazione ed illustrazione, non costituendo in nessun caso offerta al pubblico di prodotti finanziari ovvero promozione di servizi e/o attività di investimento né nei confronti di persone residenti in Italia né di persone residenti in altre giurisdizioni, a maggior ragione quando tale offerta e/o promozione non sia autorizzata in tali giurisdizioni e/o sia contra legem se rivolta alle suddette persone.

Né Aletti Gestielle SGR né alcuna società appartenente al Gruppo Banco Popolare potrà essere ritenuta responsabile, in tutto o in parte, per i danni (inclusi, a titolo meramente esemplificativo, il danno per perdita o mancato guadagno, interruzione dell'attività, perdita di informazioni o altre perdite economiche di qualunque natura) derivanti dall'uso, in qualsiasi forma e per qualsiasi finalità, dei dati e delle informazioni presenti nella presente pubblicazione.

La presente pubblicazione non può essere riprodotta se non previo espresso consenso scritto di Aletti Gestielle SGR, restandone in ogni caso vietato ogni utilizzo commerciale. La presente pubblicazione è destinata all'utilizzo ed alla consultazione da parte della clientela professionale e commerciale di Aletti Gestielle SGR e, in ogni caso, non si propone di sostituire il giudizio personale dei soggetti a cui si rivolge. Aletti Gestielle SGR ha la facoltà di agire in base a/ovvero di servirsi di qualsiasi elemento sopra esposto e/o di qualsiasi informazione a cui tale materiale si ispira ovvero è tratto anche prima che lo stesso venga pubblicato e messo a disposizione della sua clientela. In nessun caso e per nessuna ragione, le opinioni riportate nella presente comunicazione possono ritenersi vincolanti per Aletti Gestielle SGR nell'ambito dello svolgimento della propria attività di gestione.

I dati citati nella presente pubblicazione sono di pubblico dominio e/o reperiti su fonti accessibili (stampa, televisione, internet) o tali da non precludere la diffusione al pubblico.

Aletti Gestielle SGR SpA. - Via Tortona 35, Milano.