



JANUS CAPITAL®  
Group

# Investment Outlook

di Bill Gross

Luglio 2016



## Solo un gioco

Se solo i presidenti e i governatori della Fed se ne intendessero un po' di più di Monopoly e un po' meno di modelli storici datati come la regola di Taylor e la curva di Phillips, la nostra economia e le sue prospettive future potrebbero beneficiare di un lieve miglioramento. Ciò non vuol dire che il Monopoly possa far luce su tutti i problemi della nostra attuale stagnazione economica. La Brexit ed un crescente movimento populista, indicano chiaramente che la possibilità di una de-globalizzazione ha un certo peso (minori scambi commerciali, flussi migratori e crescita). Un contributo significativo è ascrivibile anche a una serie di elementi strutturali che ho individuato tempo fa nella mia tesi della Nuova Normalità, proposta nel 2009: l'invecchiamento demografico, l'eccesso di debito e il progresso tecnologico, con la minaccia all'occupazione derivante dalla robotizzazione, sono senz'altro responsabili del picco del 2% raggiunto dalla crescita del PIL reale statunitense, a fronte del 4-5% registrato appena un decennio fa. Ma tutti questi elementi altro non sono che caratteristiche di un panorama economico più ampio, egregiamente esemplificato dal Monopoly. In questo gioco i capitalisti si muovono lungo il tabellone, acquistando proprietà, pagando pigioni e, soprattutto, passando per il "Via" e ritirando ogni volta 200 dollari. E sono proprio i 200 dollari in contanti (che nel quadro economico generale rappresentano nuovo "credito") i responsabili del continuo stato di salute della nostra economia basata sulla finanza. Senza nuovo credito, la crescita economica arretra e il "fallimento" dei singoli giocatori diventa più probabile.

Ma cominciamo dall'inizio, quando la banca distribuisce il denaro e ogni giocatore comincia a lanciare i dadi. La banca – che, si badi bene, non è l'istituto centrale ma il sistema bancario privato – assegna 1.500 dollari a ogni giocatore. L'obiettivo del gioco è acquistare terreni e altre proprietà a un prezzo conveniente e valorizzarli con la costruzione di case e alberghi. Ogni giocatore deve avere una riserva di denaro nel caso finisca sulle proprietà di altri giocatori e debba pagare una pigione. A un certo punto il processo di sviluppo economico, rappresentato dall'attività edilizia, rallenta. Non si può continuare a comprare immobili se si prevede di dover pagare una pigione ad altri giocatori. Serve denaro contante e "credito", dato che i 1500 dollari iniziali sono stati spesi per la maggior parte per l'acquisto di terreni.

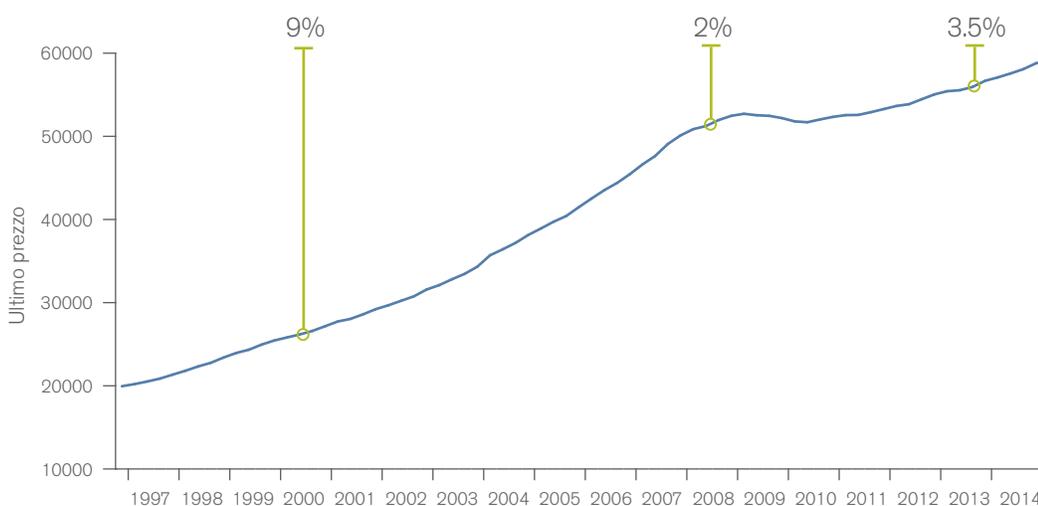
Il sistema continua a generare 200 dollari a giocatore ad ogni giro di tabellone, ma ciò non è sufficiente a sostenere un ritmo costante di crescita del PIL.

In una certa misura, la crescita per tutti i giocatori in generale prosegue, ma a un ritmo più blando: l'economia rallenta a causa della posizione indebitata di ogni giocatore, ciò nonostante continua ad espandersi grazie ai 200 dollari che ognuno riceve passando dal "Via". Ma qui sta l'inghippo. Nel Monopoly la creazione di credito non cambia mai, è sempre pari a 200 dollari. Se le regole del gioco consentissero di incrementare questa somma a 400 o persino 1.000 dollari, i giocatori continuerebbero a costruire e l'economia continuerebbe a crescere senza il rischio di una stretta monetaria o creditizia. Ma così non è. Le regole che fissano a 200 dollari la somma ottenuta passando dal "Via" assicurano a un certo punto il dissesto del giocatore che non ha fatto gli acquisti "giusti" o messo da parte sufficiente denaro. Ecco che cominciano i fallimenti. Il gioco del Monopoly, che al principio era divertente perché i 1.500 dollari iniziali e i 200 dollari a ogni giro consentivano l'accumulazione di proprietà e la crescita economica, diventa improvvisamente astioso e competitivo: una gara senza esclusione di colpi nella quale la sopravvivenza di molti giocatori è a rischio.

Bene. Che attinenza ha tutto questo con l'odierna economia basata sulla finanza? La Fed non ha forse stampato 4 trilioni di dollari di nuova moneta, al pari della BOJ e della BCE? Le banche centrali non hanno di fatto incrementato i 200 dollari ottenuti "passando dal Via" in misura più che sufficiente a consentire la prosecuzione del gioco? Non proprio. Nell'economia moderna le banche centrali sono la "cassa comune", più che il sistema bancario. Hanno a disposizione un'enorme mole di denaro, ma solo se il sistema privato – le banche vere e proprie – decide di impiegarlo per erogare "credito". Se le banche non concedono prestiti, perché lo considerano rischioso o perché individui e imprese non sono disposti a indebitarsi, la crescita del credito non accelera. Il sistema continua a generare 200 dollari a giocatore per ogni giro di tabellone, ma ciò non è sufficiente a sostenere un ritmo costante di crescita del PIL e ad impedire che alcune famiglie/imprese vadano in fallimento.

Questo è ciò che accade oggi e che continua ad accadere da alcuni anni. Come mostra il Grafico I, la crescita del credito, che dall'inizio di questo secolo si attesta in media al 9% all'anno, nella maggior parte degli ultimi trimestri ha raggiunto a malapena il 4% su base annua. Ma perché questo non basta? Lo dimostrano i fatti, ovvero i dati sulla crescita annualizzata del PIL sia qui che in altri paesi. La stabilità e la longevità di un sistema economico altamente indebitato dipendono dalla creazione di credito, e oggi si registra una crescita subottimale. Certo, parte della spiegazione va ricercata negli elementi strutturali menzionati in precedenza. Ma il credito è l'olio che lubrifica gli ingranaggi, il mestolo che rigira la minestra, e se il sistema privato (non la banca centrale) non riesce a generare un'espansione sufficiente del credito, la crescita reale ristagna e finisce persino per arretrare.\*

Grafico I: Crescita annualizzata del credito USA



Fonte: Federal Reserve, Bloomberg

\*Il credito totale considera, a differenza delle definizioni standard di "offerta di moneta", tutto il credito o debito derivante dalle famiglie, dalle imprese, dal Governo e dal sistema finanziario. Oggi ammonta a circa \$ 62 trilioni rispetto agli aggregati monetari M1/M2 che raggiungono al massimo \$ 13 trilioni.

Molti lettori conosceranno forse la formula assiomatica “ $MV = PT$ ”, la quale in parole povere indica che l'offerta di moneta  $M$ , moltiplicata per la velocità della moneta  $V$ , è uguale a  $PT$ , ovvero al prodotto interno lordo (mi permetto di semplificare per ragioni di brevità). Detto altrimenti, la crescita dell'offerta di moneta o del “credito” non è l'unica determinante del PIL: anche la velocità della moneta o del credito ha la sua importanza. Come in un negozio di generi alimentari la movimentazione delle scorte è essenziale per i profitti, così la movimentazione del credito è cruciale per il PIL e la crescita economica. Senza addentrarci troppo nei dettagli per amor di sintesi, la velocità del credito viene alimentata da tassi d'interesse sempre più bassi. Nei cinque-sei anni seguiti al dissesto di Lehman, a fronte della crescita inadeguata del credito generata dal settore privato, la progressiva riduzione dei tassi di interesse ha accresciuto la velocità della moneta e dunque il PIL, sia pur debolmente. Ma adesso che i rendimenti sono prossimi a zero e persino negativi su 10 trilioni di dollari di titoli di Stato globali, il contributo della velocità all'espansione del PIL sta per esaurirsi e potrebbe persino generare una crescita negativa, come sostengo da diversi anni. Il nostro sistema finanziario basato sul credito va perdendo colpi e tale realtà trova riflesso negli asset di rischio, anche se la maggior parte dei giocatori (incluse le banche centrali) non ha una chiara idea di come si svolga il gioco. Se domandassimo ad esempio a Janet Yellen da cosa è determinata la velocità del credito o persino a quanto ammonta il credito nel sistema, otterremmo una risposta esitante e probabilmente insoddisfacente. Le autorità monetarie non vedono nel Monopoly il modello di funzionamento del moderno sistema finanziario. Credono in Taylor e Phillips e si preoccupano dell'inflazione futura con l'approssimarsi dell'economia alla “piena occupazione”. Venerano falsi idoli.

In tutta onestà, bisogna ammettere che il ruolo della politica fiscale è stato finora inesistente. Non siamo tutti morti, ma Keynes sicuramente lo è. Finché le autorità di governo non ricominceranno a spendere, sostituendosi agli “spiriti animali” che latitano nel settore privato, la debole crescita del credito lungo il tabellone del Monopoly rallenterà ulteriormente, con effetti deflazionistici in futuro. Ma per gli investitori sarebbe irrealistico sperare in una spesa in disavanzo in tempi brevi. A mio avviso, ciò si traduce nel migliore dei casi in un tetto alle quotazioni degli asset rischiosi (azioni, obbligazioni high yield, private equity, investimenti immobiliari) e, nel peggiore, in performance negative a fine anno che costringeranno gli investitori ad abbandonare le speranze di rendimenti futuri paragonabili a quelli del passato. Per il momento meglio preoccuparsi della restituzione del capitale, più che del suo rendimento. La nostra economia basata sul Monopoly si regge sulla creazione di credito, e se questa rimane debole il numero dei giocatori perdenti in futuro è destinato ad aumentare.

La crescita dell'offerta di moneta o del “credito” non è l'unica determinante del PIL: anche la velocità della moneta o del credito ha la sua importanza.



Issued in: (a) Europe by Janus Capital International Limited ("JCIL"), authorised and regulated in the U.K by the Financial Conduct Authority; (b) Dubai by JCIL authorised and regulated by the Dubai Financial Services Authority as a Representative Office and; (c) Switzerland by Janus Capital (Switzerland) LLC, authorised and regulated by FINMA.

Issued in: (a) Taiwan R.O.C by Janus Capital Taiwan Limited, licensed and regulated by the Financial Supervisory Commission R.O.C, (b) Hong Kong and Australia by Janus Capital Asia Limited (ARBN 122 997 317), which is incorporated in Hong Kong, is exempt from the requirement to hold an Australian financial services licence and is licensed and regulated by the Securities and Futures Commission of Hong Kong under Hong Kong laws which differ from Australian laws, and (c) Singapore by Janus Capital Singapore Pte. Limited (Company Registration No. 200617443N), which is regulated by the Monetary Authority of Singapore.

In Australia, for wholesale client use only; In Taiwan R.O.C and the PRC, only available to select targeted institutional investors. In Singapore, only available to accredited and institutional investors as defined under section 4A of the Securities and Futures Act (Cap.289), and may not otherwise be distributed in Singapore.

Note to PRC readers: Janus is not licensed, authorised or registered with the China Securities Regulatory Commission for investment management business or otherwise approved by any PRC regulatory authorities to provide investment management services in the PRC. This document has not been reviewed by or filed with any PRC regulatory bodies and the use of this document shall be limited to the extent permitted by applicable laws, regulations and relevant requirements. Nothing in this document shall be deemed or construed as providing investment management services by Janus in the PRC, nor shall it be will viewed as investment advice in relation to PRC capital markets, securities and mutual funds, which may require Janus to obtain or be subject to any approval, licensing, filing, registration, or other qualification requirements of the relevant Chinese regulatory authorities. This document is being provided on a confidential basis solely for the information of those persons to whom it is given.

This document does not constitute investment advice or an offer to sell, buy or a recommendation for securities, other than pursuant to an agreement in compliance with applicable laws, rules and regulations. Janus Capital Group and its subsidiaries are not responsible for any unlawful distribution of this document to any third parties, in whole or in part, or for information reconstructed from this document and do not guarantee that the information supplied is accurate, complete, or timely, or make any warranties with regards to the results obtained from its use. As with all investments, there are inherent risks that each individual should address.

The distribution of this document or the information contained in it may be restricted by law and may not be used in any jurisdiction or any circumstances in which its use would be unlawful. Should the intermediary wish to pass on this document or the information contained in it to any third party, it is the responsibility of the intermediary to investigate the extent to which this is permissible under relevant law, and to comply with all such law.

This document relates to a financial product which is not subject to any form of regulation or approval by the Dubai Financial Services Authority ("DFSA").

The DFSA has no responsibility for reviewing or verifying any prospectus or other documents in connection with this financial product. Accordingly, the DFSA has not approved this document or any other associated documents nor taken any steps to verify the information set out in this document, and has no responsibility for it.

The financial product to which this document relates may be illiquid and/or subject to restrictions on its resale. Prospective purchasers should conduct their own due diligence on the financial product.

If you do not understand the contents of this document you should consult an authorised financial adviser."

This document may not be distributed in the Kingdom of Saudi Arabia except to such persons as are permitted under Article 20(4) of the Securities Business Regulations issued by the Saudi Arabian Capital Market Authority, and as such need not comply with the requirement under Article 17 of the said regulation which requires that a securities advertisement be made by, or the contents of which be approved by, a CMA Authorised Person.

This presentation does not constitute a public offer of securities in the Sultanate of Oman, as contemplated by the Commercial Companies Law of Oman (Royal Decree No. 4/74) or the Capital Market Law of Oman (Royal Decree No. 80/98), or an offer to sell or the solicitation of any offer to buy non- Omani securities in the Sultanate of Oman, as contemplated by Article 6 of the Executive Regulations to the Capital Market Law (issued by Ministerial Decision No. 4/2001). In the Sultanate of Oman this presentation is strictly private and confidential. It is being provided to a limited number of sophisticated investors solely to enable them to decide whether or not to make an offer to the Fund to enter into commitments to invest in the Partnership Interests upon the terms and subject to the restrictions set out herein and may not be reproduced or used for any other purpose or provided to any person other than the original recipient. Additionally, this presentation is not intended to lead to the making of any contract within the territory of the Sultanate of Oman.

The Capital Market Authority and the Central Bank of Oman take no responsibility for the accuracy of the statements and information contained in this presentation or for the performance of strategy nor shall they have any liability to any person for damage or loss resulting from reliance on any statement or information contained herein.

This presentation has not been approved by the Central Bank of Bahrain which takes no responsibility for its contents. No offer to the public to purchase any form of product or service will be made in the Kingdom of Bahrain and this presentation is intended to be read by the addressee only and must not be passed to, issued to, or shown to the public generally.

This document and the information contained herein, does not constitute, and is not intended to constitute, in any way, shape or form, a public or private offer of securities or financial services in the United Arab Emirates and accordingly should not be construed as such. The contents of this piece have not been approved by or licensed or registered with the UAE Central Bank, the Securities and Commodities Authority or any other relevant licensing authorities or governmental agencies in the UAE. This document is for the use of the named addressee only and should not be given or shown to any other person (other than employees, agents or consultants in connection with the addressee's consideration thereof). No transaction will be concluded in the UAE.

This document is not for general circulation to the public in Kuwait. The contents of this document have not been approved by the Kuwait Capital Markets Authority or any other relevant Kuwaiti government agency. No private or public offering of any products or services is being made in Kuwait, and no agreement relating to the sale of any products or services will be concluded in Kuwait. No marketing or solicitation or inducement activities are being used to offer or market the products or services in Kuwait.

For Institutional/ qualified distributors use, authorised persons and wholesale client Only. Not for public viewing or distribution.

Past performance is not a guarantee of future results. There is no assurance that the investment process will consistently lead to successful investing.

The opinions are those of the authors are subject to change at any time due to changes in market or economic conditions. The comments should not be construed as a recommendation of individual holdings or market sectors, but as an illustration of broader themes.

Statements in the brief that reflect projections or expectations of future financial or economic performance of a strategy, or of markets in general, and statements of any Janus strategies' plans and objectives for future operations are forward-looking statements. Actual results or events may differ materially from those projected, estimated, assumed or anticipated in any such forward-looking statement. Important factors that could result in such differences, in addition to the other factors noted with forward-looking statements, include general economic conditions such as inflation, recession and interest rates.

Janus is a registered trademark of Janus Capital International Limited. © Janus Capital International Limited. LQ-0216(4-T)0217 EAPM Inst