



JANUS CAPITAL®
Group

Investment Outlook

di Bill Gross

Agosto 2016



Masters e Johnson: Domande e risposte

Sesso è una parola di cinque lettere che, sino ad ora, è apparsa raramente in un Investment Outlook. Posso essere audace e addentrarmi nel territorio proibito della politica e della religione, ma in quello del “SESSO”? Mai. E allora facciamolo! A dire il vero, la storia della mia personale educazione sessuale somiglia probabilmente a quella di molti di voi. Quando avevo 14 anni mia madre mi chiese se sapevo da dove venissero i gattini e quando risposi “dal negozio di animali” non ricevetti più nessuna domanda o informazione al riguardo. Sospetto mi ritenesse senza speranza già molto tempo prima.

Quando diventai padre, mi ripromisi di non ripetere ai miei figli quella stupida domanda sui gatti e finii per non affrontare per nulla l'argomento “sesso” con i due più grandi, Jeff e Jennifer, che ora hanno più di quarant'anni e sono ormai al riparo dalle mie manie genitoriali. Gli anni '90, tuttavia, hanno inaugurato una nuova sensibilità e l'esigenza di essere trasparenti con i figli sin dalla più tenera età. Così, quando Nick è nato, nel 1988, io e Sue sapevamo che a un certo punto avremmo dovuto dare delle spiegazioni sul suo “concepimento”, prima di consegnare le chiavi della macchina e compilare assegni a quattro cifre per l'assicurazione. Nick non era stato adottato, nulla del genere, bensì uno dei primi “bimbi concepiti in provetta” della California, cosa che lo rendeva unico e speciale – almeno ai nostri occhi – e sentivamo che sarebbe stato giusto metterlo al corrente. In fin dei conti, sono provvidenziali le nuove frontiere dell'educazione sessuale. All'età di 8 o 9 anni, quando ci chiese qualcosa sui “bambini”, ci sedemmo entrambi e gli dicemmo com'era stato concepito: un dottore aveva prelevato un po' di sperma del papà e alcuni ovuli della mamma, li aveva uniti in provetta, e voilà, ecco un bambino. Sembrava aver compreso bene l'intera storia e potemmo sorvolare sulla sostanza di quelle smancerie tra uomo e donna.

Se mantenuto
troppo a lungo,
l'economia reale
stessa viene
contagiata, poiché
i redditi attesi non
si materializzano
e le spese per
gli investimenti
stagnano.

La sfida più grande arrivò anni dopo, quando Nick trovò uno di quei volgari depliant pubblicitari di Victoria's Secret. Per farmi un piacere, Sue fa sempre del suo meglio per buttarli nella spazzatura il prima possibile, ma quella volta Nick se ne trovò uno fra le mani e fu intrigato non solo dalle immagini di quelle modelle piatte e poco attraenti, ma dal nome in sé. "Papà – mi chiese – Cos'è Victoria's Secret?" E adesso – pensai rapidamente – intende cos'è "Victoria's Secret" o cosa si intende con "il Segreto di Vittoria"? Nel primo caso, poteva essere una domanda innocente sul mittente stesso. Nel secondo, beh, era un sentiero in cui non volevo addentrarmi. "Non credo di saperlo", replicai, prendendogli il depliant dalle mani e mettendolo nella spazzatura, come fa sempre Sue. Per cambiare argomento, risposi alla sua domanda con un'altra. "Sai da dove vengono i gattini?" chiesi. "Dal negozio di animali" disse, e con ciò potei tirare un sospiro di sollievo, confortato della sua normalità e appagato dall'aver adempiuto al mio ruolo genitoriale nei sensibili anni Novanta.

Nella moderna economia e sui mercati finanziari si pongono oggi domande altrettanto importanti, così ho pensato di condensarne alcune nella speranza di spiegare l'attuale situazione, forse un po' più onestamente rispetto al mio stratagemma sui "gattini del negozio" o su cosa fosse realmente il "Victoria's Secret". Eccone alcune:

1) Quando vacilla/crolla un sistema finanziario come il nostro, basato sul credito?

Quando gli attivi investiti generano un rischio troppo elevato a fronte di un rendimento troppo basso. Non immediatamente, ma alla lunga, tassi di credito troppo bassi o addirittura negativi vengono rimpiazzati da – in modo figurato ma a volte anche letterale – oro o i classici soldi sotto il materasso. Quando questo si verifica, il sistema opta in larga misura per la liquidità, o per beni reali come l'oro, che diventano le attività più richieste. Le Banche Centrali possono creare delle riserve, ma le banche non sono necessariamente obbligate a fare credito se il rischio è troppo elevato a fronte di un rendimento troppo basso. La secolare fertilizzazione della creazione del credito potrebbe smettere di fare miracoli una volta che i tassi raggiungono lo zero, se tale condizione persiste.

2) Il capitalismo può funzionare in modo efficace con i tassi a zero?

No. I tassi di interesse bassi possono far innalzare i prezzi di altre classi di attivi, ma distruggono contemporaneamente i risparmi e i modelli aziendali fondati sulle passività. Le banche, le compagnie assicurative, i fondi pensione e le piccole imprese a conduzione familiare vengono spogliate della loro capacità di pagare i futuri debiti e i trattamenti pensionistici. Le Banche Centrali sembrano ignorare questo lato oscuro dei bassi tassi d'interesse. Se mantenuto troppo a lungo, l'economia reale stessa viene contagiata, poiché i redditi attesi non si materializzano e le spese per gli investimenti stagnano.

3) Si può continuare con 180 miliardi di dollari al mese di agevolazione monetaria da parte di BCE, Bank of Japan e Bank of England? Come andrà a finire?

Sì, si può, anche se la fornitura di attivi di elevata qualità potrebbe restringersi e causare problemi tecnici rilevanti sui contratti a termine e, naturalmente, tassi d'interesse negativi. Sorprendentemente, le Banche Centrali riducono il pagamento degli interessi alle loro rispettive casse, creando una situazione di denaro a costo zero – ed emettendo debito gratuitamente. Le "promesse" delle Banche Centrali di un'eventuale ricollocamento del debito sul mercato privato sono – appunto – solo promesse, che non possono essere mantenute. Il fine del Quantitative Easing è solo un prolungamento delle scadenze o una perenne riemissione di debito. La FED lo sta facendo solo ora, ma la BOJ sarà l'esempio che gli altri seguiranno, quando e se estenderanno le scadenze, forse sino a 50 anni.

4) Quando sapranno, gli investitori, se le attuali politiche monetarie mondiali avranno successo?

Quasi tutti gli attivi sono una scommessa su crescita e inflazione, auspicabilmente una crescita reale, ma in mancanza anche una crescita nominale con un minimo di inflazione. Il motivo per cui la crescita nominale è critica è che consente a un paese, a un'azienda o a un individuo, di ripagare i debiti con entrate crescenti, allocando una porzione al pagamento degli interessi e un'altra al pagamento teorico o concreto del capitale, attraverso un fondo di ammortamento. Senza quest'ultimo, un'economia basata sul credito alla fine si tramuta in uno schema di Ponzi che, a un certo punto, implode. Guardiamo la crescita nominale del PIL. Negli USA è necessario un 4-5%, nell'Eurozona un 3-4% e in Giappone un 2-3%.

5) Cosa dovrebbe fare un investitore?

In questo mondo di rischi elevati e rendimenti bassi, la risposta più ovvia è quella di ridurre il rischio e accettare rendimenti inferiori a quelli storici. Ma non dovrete comunque mettere il vostro denaro da qualche parte? Sì, certamente, è solo che i mercati offrono ben poco in termini di rendimenti a due cifre. Risultati negativi e perdite di capitale in molte classi di attivi stanno aumentando, forse sino a che i tassi nominali di crescita non raggiungeranno livelli accettabili. Non mi piacciono le obbligazioni, non mi piacciono la maggior parte delle azioni, non mi piace il private equity. Beni reali come i terreni, oro, impianti e macchinari tangibili a prezzi ridotti sono le categorie di asset che preferisco. Ma è difficile per un individuo riuscire a comprarli perché la ricchezza è stata "finanziarizzata". Cosa dire delle strategie Janus Global Unconstrained? La maggior parte del mio denaro è investito lì.

Godetevi l'estate. Andate in spiaggia. Non preoccupatevi e siate felici. Andate a fare un giro in un negozio di animali.



Note to All Readers: FOR INFORMATIONAL PURPOSES ONLY. This material does not constitute and should not be construed as investment, legal or tax advice or a recommendation, solicitation or opinion regarding the merits of any investments. Nothing in the material shall be deemed to be a direct or indirect provision of investment management services or an offer for securities by Janus Capital Group and its subsidiaries ("Janus") and is not considered specific to any client requirements. Anything non-factual in nature is an opinion of the author(s), and opinions are meant as an illustration of broader themes, are not an indication of trading intent, and are subject to change at any time due to changes in market or economic conditions. Janus is not responsible for any unlawful distribution of this material to any third parties, in whole or in part, or for information reconstructed from this material 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. It is not intended to indicate or imply that current or past results are indicative of future profitability or expectations. As with all investments, there are inherent risks that need to be addressed.

The distribution of this material 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. This presentation is being provided on a confidential basis solely for the information of those persons to whom it is given. Should the intermediary wish to pass on this material 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.

Note to Hong Kong, Taiwan and Singapore Readers: Issued in: (a) Taiwan R.O.C independently operated by Janus Capital Taiwan Limited, licensed and regulated by the Financial Supervisory Commission R.O.C, (b) Hong Kong by Janus Capital Asia Limited, licensed and regulated by the Securities and Futures Commission of Hong Kong, and (c) Singapore by Janus Capital Singapore Pte. Limited (Company Registration No. 200617443N), which is regulated by the Monetary Authority of Singapore. 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 Australia and New Zealand Readers: Issued 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. In New Zealand, this document may only be distributed to 'wholesale investors' within the meaning of the Financial Markets Conduct Act 2013. This includes (i) selected institutional clients whose primary business is the investment of money, or (ii) persons who meet the prescribed investment activity criteria or who exceed certain prescribed asset and turnover thresholds, or (iii) a person who has completed a prescribed certificate attesting as to their experience in buying or selling investment products, or (iv) investors who invest a minimum sum of NZ\$ 750,000. This is not a registered prospectus or investment statement or product disclosure statement under New Zealand law and does not constitute an offer of securities to the public for the purposes of the Securities Act 1978 or a regulated offer under the Financial Markets Conduct Act 2013. It should not be copied or distributed to any other person in New Zealand. In Australia and New Zealand, for wholesale client use only.

In Australia, Janus Capital Management LLC, Enhanced Investment Technologies and Perkins Investment Management LLC are permitted to conduct financial services pursuant to an exemption from the need to hold an Australian financial services licence under the Australian Corporations Act 2001. Janus Capital Management LLC, Enhanced Investment Technologies and Perkins Investment Management LLC are regulated by the Securities Exchange Commission of the U.S. under U.S. laws, which differ from Australian laws.

Note to China (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 material has not been reviewed by or filed with any PRC regulatory bodies and the use of this material shall be limited to the extent permitted by applicable laws, regulations and relevant requirements. Nothing in this material 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 material is being provided on a confidential basis solely for the information of those persons to whom it is given.

Note to Europe Readers: Issued in Europe by Janus Capital International Limited ("JCIL"), authorised and regulated by the U.K. Financial Conduct Authority and also issued by Janus Capital (Switzerland) LLC, authorised and regulated in Switzerland by FINMA.

Note to Middle East Readers: JCIL is regulated by the Dubai Financial Services Authority as a Representative Office. JCIL is authorised and regulated by the U.K. Financial Conduct Authority. The contents of this presentation have not been approved by, licensed or registered with the Central Bank of Bahrain the Regulatory Authority of Botswana, Qatar Central Bank Saudi Arabian Capital Market Authority, UAE Central Bank, the Securities and Commodities Authority, the Kuwaiti Capital Markets Authority or any other relevant licensing authorities or governmental agencies in the Middle East. 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 4/74) or the Capital Market Law of Oman (Royal Decree 80/98) or under Kazakhstani law. No transactions will be concluded in the Middle East and any enquiries should be made to JCIL.

Note to Africa Readers: JCIL is not authorised in South Africa for marketing. The contents of this presentation have not been approved by, licensed or registered with the Regulatory Authority of Botswana.

Note to Colombia Readers: JCIL's products and/or services may not be promoted or marketed in Colombia or to Colombian residents unless such promotion and marketing is made in compliance with Decree 2555 of 2010 and other applicable rules and regulations related to the promotion of foreign financial and/or securities-related products and/or services in Colombia or to Colombian residents. Neither JCIL nor any related person or entity has received authorisation or licensing from the Financial Superintendence of Colombia or any other governmental authority in Colombia to market or sell its products and/or services within Colombia or to Colombian residents.

Los productos y/o servicios de JCIL no podrán ser ofrecidos ni promocionados en Colombia o a residentes Colombianos a menos que dicha oferta y promoción se lleve a cabo en cumplimiento del Decreto 2555 de 2010 y las otras reglas y regulaciones aplicables en materia de promoción de productos y/o servicios financieros y /o del mercado de valores en Colombia o a residentes colombianos. Ni JCIL ni ninguna persona o entidad relacionada han recibido autorización o licencia por parte de la Superintendencia Financiera de Colombia o cualquier otra autoridad en Colombia para ofrecer o vender sus productos y/o servicios en Colombia o a residentes colombianos.

Note to Canada Readers: In Canada, Janus Capital Institutional products and services are offered through Janus Capital Management LLC which is registered as an adviser in the category of portfolio manager and as a dealer in the category of exempt market dealer in each of the provinces of Alberta, British Columbia, Manitoba, Ontario and Quebec. In these provinces, these services are offered only to "Accredited Investors" as defined in National Instrument 45-106 and "Permitted Clients" as that term is defined in National Instrument 31-103.

Janus Capital Management LLC serves as investment adviser. Janus, INTECH and Perkins are registered trademarks of Janus International Holding LLC. © Janus International Holding LLC. In Australia, INTECH is trading as EIT and INTECH is not its registered trade mark. For more information or to locate your country's Janus representative contact information, please visit www.janus.com.

Outside of U.S.: For institutional/ sophisticated investors / qualified distributors use only. Not for public viewing or distribution. .