

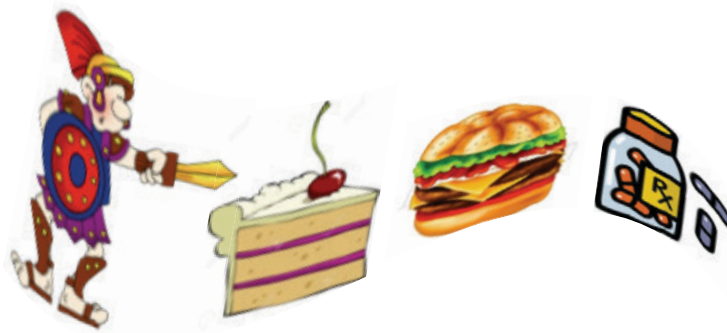


JANUS CAPITAL®
Group

Investment Outlook

di Bill Gross

Gennaio 2016



È un mondo di Xanax

Se i Romani concedevano ai cittadini plebei un giorno al Colosseo e l'aristocrazia francese dava alla borghesia una simbolica "fetta di torta", non deve stupire che nel 2016 le economie del mondo sviluppato ancora prospere usino il fantacalcio, le app ludiche per cellulari, il sexting e i fast food per placare le masse. Le tengono occupate cercando di distrarle a tutti i costi prima che si accorgano che metà della popolazione statunitense al mattino non si alza per andare a lavorare e che i salari reali al netto di un'inflazione calcolata in maniera prudentiale si sono a malapena mossi dalla metà degli anni '80. Confondono i cittadini con candidati politici populistici e di orientamento religioso per indurli a credere che il domani sarà migliore e sperare che i fatti di Ferguson nel Missouri e altri accadimenti simili svaniscano in seconda pagina o quale che sia il suo equivalente negli odierni media new-age.

Al contempo, manipolano i prezzi dei tassi d'interesse e dei titoli a vantaggio delle grandi aziende e dei ricchi, intenti a rimpinzarsi di costosissima pasta senza glutine e polli allevati a terra acquistati da Whole Foods, o, se sono ancora più fortunati, a dare la caccia a lussuosi appartamenti a New York e a jet privati a Teterboro. La vita è meravigliosa per l'1% della popolazione, mentre il restante 99% vive di Xanax. Del resto, l'urna elettorale non sembra suscitare grande interesse né aspettative. Novembre 2016 non cambierà nulla: 8 anni con Hillary o 8 anni senza Hillary non faranno alcuna differenza. Il divario resterà lo stesso. Il controllo è nelle mani dei banchieri centrali, dei SuperPac (i comitati che finanziano le campagne elettorali) e dei lobbisti di K Street. Al posto della torta, il 49,5% (di sesso maschile) dovrà accontentarsi di un hamburger della catena Carl's Jr. sognando di passare una notte con una ragazza che assomigli alla bella e giovane Kate Upton e gli mostri come mangiarlo durante le interruzioni pubblicitarie del Super Bowl. Troppo sessista? Niente paura: Carl's sta già rimpiazzando le sue modelle maggiorate con fusti dagli addominali scolpiti per la gioia del restante 49,5% di sesso femminile. È la società Xanax. La amiamo.

Siamo al verde
e neanche lo
sappiamo, o, per
tornare alla mia
analogia d'apertura,
abbiamo avuto
la nostra torta,
e, mentre la
divoriamo, ci
convinciamo
che verrà presto
inventata una
nuova app
magicamente in
grado di darcene
sempre di più.
Sbagliato.

Ma sto scherzando amici (non è così che dicono i comici alla TV quando si avvicinano al limite?). Scherzi a parte, tuttavia, se il 99% pensa di essersela cavata bene (o male) finora, aspettiamo di vedere cosa succederà tra 10 o 20 anni, quando arriverà veramente il conto. Ovviamente, neanche l'altro 1% se la starà spassando, ma c'è la possibilità che ognuno di loro (noi/me) possa vendere prima del diluvio. Parlo espressamente delle passività associate alla generazione dei Boomer: sanità, pensioni private, sicurezza sociale e gli inestimabili costi del riscaldamento globale – tema, quest'ultimo, che per il momento lascio da parte. Vorrei cercare di convincervi con alcune verità nude e crude, molti delle quali, pur riferendosi specificamente agli Stati Uniti, valgono per gran parte del mondo avanzato, visto che stiamo invecchiando quasi tutti nello stesso momento. La demografia è sovrana.

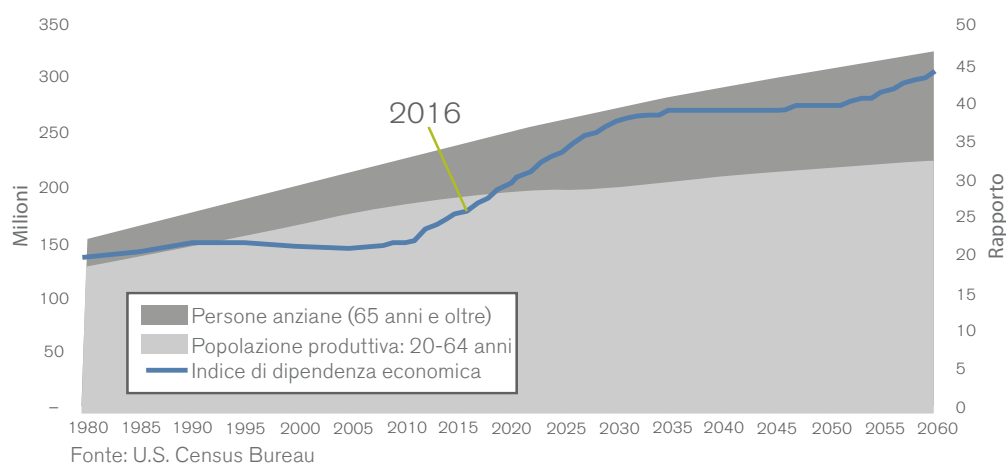
Per spiegare questo countdown demografico è necessaria l'impolitica ammissione che la popolazione mondiale sta gradualmente invecchiando, in alcuni paesi più velocemente che in altri (Giappone, Italia, Taiwan) ma principalmente nelle nazioni sviluppate più che in quelle emergenti. E sono gli anziani a necessitare di maggiori servizi e spese rispetto ai nuovi nati, anche se a prima vista sembrerebbe che un bimbo in fasce abbia bisogno di maggiori attenzioni e cure sanitarie rispetto a un pensionato settantenne. Non è così. Per fare il punto su alcune realtà matematiche statunitensi, diversi anni fa, in uno studio di 500 pagine intitolato "USA Inc.", Mary Meeker ha messo insieme una serie di rapporti del Tesoro statunitense e governativi dai quali si evince il disastro demografico cui va incontro l'America in termini di passività finanziarie. Un conto è dire ai lettori che i Boomer invecchieranno nel 2030 (Grafico 1); tutt'altra cosa è utilizzare il valore attuale di questi debiti, come calcolato dal governo stesso, nel 2016. Se gli osservatori dei mercati finanziari inorridiscono dinanzi alle trappole del debito che attanagliano in questo momento la Grecia e il Portorico, avranno sicuramente bisogno di una doppia dose di Xanax quando scopriranno che: il governo statunitense ha debiti in essere per circa \$ 16.000 miliardi, ovvero quasi il 100% del PIL. Tuttavia, il valore attuale delle prestazioni Medicaid (\$ 35.000 miliardi), Medicare (\$ 23.000 miliardi) e di Social Security (\$ 8.000 miliardi) promesse nell'ambito del programma esistente ammonta a \$ 66.000 miliardi, vale a dire il 400% del PIL. Siamo al verde e neanche lo sappiamo, o, per tornare alla mia analogia d'apertura, abbiamo avuto la nostra torta, e, mentre la divoriamo, ci convinciamo che verrà presto inventata una nuova app magicamente in grado di darcene sempre di più. Sbagliato.

I richiami di alcuni politici, tra cui Paul Ryan, al riequilibrio dei bilanci pubblici potrebbero sembrare assennati se non fossero relativamente insensati. "Austerità – se non ora, quando?" potrebbe essere il tweet reaganiano di Ryan. "Dobbiamo rallentare se non fermare del tutto l'inesorabile ticchettio dell'orologio del debito: 16.000 miliardi, 17.000 miliardi, 18.000 miliardi" aggiungerebbe. È vero, tutto serve, signor Ryan, ma il punto della questione è (grande frase politica, no?) che ridurre il tasso di crescita dell'attuale debito pubblico può fare ben poco per risolvere un problema essenzialmente demografico e non finanziario: troppi pochi Millennial che dovranno prendersi cura di troppi Boomer. Le "cassette di sicurezza" della Social Security o i "trust fund" di Medicare/Medicaid, che in sostanza rappresentano sistemi a passività "prefinanziate", non sono in grado di correggere questo squilibrio demografico, perché le attività finanziarie rappresentano una "scommessa" sulla produzione futura. Se solo quella produzione potesse essere messa in salvo come fanno gli scoiattoli con le ghiande per prepararsi a un lungo inverno, comprare Treasury o obbligazioni societarie potrebbe avere un senso. Ma non è possibile. Le future cure sanitarie per i Boomer anziani possono essere fornite solo dai Millennial di oggi, e da medici che devono ancora nascere. Non possiamo immagazzinare oggi la loro energia in vista dei futuri tempi difficili. Né possiamo fare provviste di cibo, trasporti o intrattenimenti per più di qualche anno. La futura generazione di lavoratori è chiamata a far fronte a tutte le esigenze dei Boomer pensionati. Come si evince dal Grafico 1, il rapporto tra pensionati e lavoratori – detto indice di dipendenza economica – balza da 25 pensionati per ogni lavoratore a oltre 35 nei prossimi 10 anni.

Ecco il vero problema, e né le privatizzazioni né qualsivoglia ammontare di titoli di Stato depositati nella "cassetta di sicurezza" della Social Security possono risolverlo. Queste attività cartacee possono "pagare" per beni e servizi, ma in futuro il loro valore dovrà essere adeguato al mercato per riflettere in maniera esatta la quantità di prodotti che compriamo, e questa quantità dipenderà in larga parte dalla forza lavoro disponibile e dal prezzo che essa richiederà per i suoi servizi. In altre parole, il valore dei Treasury e persino dei titoli detenuti nei fondi

pensione privati verrà rivisto al ribasso quando queste attività verranno vendute per pagare i futuri beni e servizi, mentre il prezzo di questi beni e servizi verrà corretto al rialzo (inflazione) per giustificare la ridotta offerta demografica. Gli incrementi della produttività, spesso citati come la soluzione a questo problema, sono andati riducendosi negli ultimi anni e, ad ogni modo, non è plausibile aspettarsi che i lavoratori occupati accettino di buon grado di regalare i futuri aumenti ai pensionati. Un'altra soluzione sarebbe quella di fare più figli, ma al momento sembra prevalere la tendenza ad averne di meno.

Grafico 1: Indice di dipendenza economica negli Stati Uniti



Le implicazioni per gli investimenti? Se gran parte del mondo emergente è demograficamente più giovane (si pensi all'India), allora le nazioni sviluppate potrebbero e dovrebbero trasferire una percentuale crescente delle loro attività finanziarie nei mercati emergenti per pagare più facilmente il conto demografico nel proprio paese. Non ora, ma nel lungo termine, bisogna pensare ad incrementare l'asset allocation nel mondo emergente. Va da sé, peraltro, che se i maggiori salari dei Millennial saranno il probabile risultato della penuria di lavoratori sanitari rispetto alle necessità dei Boomer, gli investitori farebbero bene ad andare lunghi sull'inflazione e corti sui titoli a cedola fissa. I TIPS decennali statunitensi a 80 punti base sembrano una buona copertura in tal senso. Per quanto riguarda i singoli settori azionari, quello sanitario dovrebbe chiaramente prosperare, a differenza delle società finanziarie gravate da passività, come le compagnie assicurative e le obbligazioni di città e Stati sottofinanziati, come Chicago e l'Illinois. Altri paesi sono oberati da fardelli simili. Secondo il Financial Times, il settore pensionistico britannico deve aspettare vent'anni (il 2036) prima di avere liquidità a sufficienza per coprire le sue passività. Fino ad allora, semplicemente non è in grado di farlo. In generale, appare demograficamente logico che i Boomer siano stati in parte responsabili dell'apprezzamento delle attività finanziarie negli anni d'oro della loro produttività, e che ora, goccia a goccia, anno dopo anno, dovranno vendere quelle stesse attività a qualcuno o a qualche altro paese per poter pagare le proprie bollette. I rendimenti finanziari saranno pertanto inferiori alle medie storiche, soprattutto perché nei paesi avanzati i tassi d'interesse sono vicini allo 0%.

La demografia non sarà sovrana in senso assoluto, ma è probabile che dominerà i mercati e i rendimenti degli investimenti nei prossimi decenni, fino a che il fenomeno dei Boomer non sarà svanito. L'1% – insieme al 99% – avrà bisogno di dosi extra di Xanax, o di altre fette di torta per sopravvivere nei prossimi decenni. Che i giochi abbiano inizio.

Va da sé, peraltro, che se i maggiori salari dei Millennial saranno il probabile risultato della penuria di lavoratori sanitari rispetto alle necessità dei Boomer, gli investitori farebbero bene ad andare lunghi sull'inflazione e corti sui titoli a cedola fissa.

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 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-0116(7)0416 EAPM Inst