



JANUS CAPITAL®
Group

Investment Outlook

di Bill Gross

Settembre 2016



Come ho trovato la tecnica perfetta a golf ma ho perso mia moglie per colpa di una Titleist

Allora, quale parte del titolo volete che vi racconti per prima? Ok, la seconda è solo uno scherzo, ma... trovare la tecnica perfetta a 72 anni? Beh, questa è una cosa seria e non c'è niente da ridere. La tecnica perfetta – se mai l'ho avuta – mi ha abbandonato quando avevo circa 17 anni e non sono mai più riuscito a trovarla, fino a poco tempo fa, quando le lunghe giornate estive mi hanno sussurrato: “Fai pratica, amico, fai pratica!”. È facendo pratica che si arriva al Carnegie Hall, come recita un famoso aneddoto, ed è sempre facendo pratica che sono riuscito a sbarazzarmi di quell'effetto slice a banana che mi ha perseguitato per tutta la vita fino ad oggi. A dire il vero, mia moglie Sue, una donna molto atletica, ha dimostrato che non è necessario esercitarsi per essere perfetti sul campo da golf. Venticinque anni fa, al Vintage Club di Palm Springs, ha fatto hole-in-one alla quattordicesima buca con un difficilissimo tiro da 140 metri che è valso alla famiglia Gross la prima e unica hole-in-one della sua storia. Purtroppo c'è riuscita con un'orrenda palla verde giallognolo che da allora troneggia in cima al suo trofeo nella nostra casa. Orrenda è l'unica parola per descriverla, ma è con quella palla che ha realizzato il tiro, quindi giace lì, in semi perpetuità. Eppure, persino Sue, a cui il golf interessa molto meno che a me, la considera come un oggetto simbolico in grado di aprirle le porte a futuri successi sul campo. Lo so perché ogni volta che giochiamo un par 3, tira fuori dalla borsa una palla Titleist bianca nuova di zecca, la sistema per bene sul tee e si esibisce in un altro magico tiro che sarà sicuramente migliore del primo, se non altro grazie al colore della palla. Mi ha fatto mangiare la polvere verde giallognola anni fa e probabilmente lo rifarà ancora in futuro, questa volta con una palla bianca. Il segreto di una hole-in-one non sta solo nella pratica.

A proposito di fare pratica e di padroneggiare alla perfezione una tecnica, la presidente della Federal Reserve Janet Yellen è un esempio, così come i suoi predecessori e i suoi omologhi delle altre banche centrali. Tutti bravissimi nell'arte della manipolazione. E no, non si tratta di un'accusa scortese, ma di qualcosa di cui la Yellen e gli altri banchieri centrali sarebbero disposti a dichiararsi colpevoli davanti a un cocktail a Jackson Hole o in qualsiasi altra riunione di illustri economisti che hanno smarrito la retta via. La Yellen non valuta i pro e i contro, con lei nessun “da un lato è così, ma dall'altro...”, ma solo decenni di applicazione della vecchia dottrina basata sulla regola d'oro, ormai sbiadita, di abbassare i tassi di interesse per gonfiare i prezzi degli asset, il che a sua volta avrebbe (o dovrebbe avere) delle conseguenze positive sull'economia reale.

È stato molto interessante, poi, leggere un articolo scritto una settimana fa sul Wall Street Journal da un lupo solitario della Federal Reserve senza peli sulla lingua. Kevin Warsh, ex membro del consiglio direttivo della Fed, ha intitolato la sua analisi: “La Federal Reserve ha bisogno di un nuovo orientamento”. Ora,

Il problema principale riguarda i tassi di interesse vicino allo zero/ negativi; nel caso la recessione dovesse bussare alla porta essi falliranno come "cuscinetto di easing", ed inoltre danneggiano i modelli di business basati sul capitalismo.

nonostante le recenti sorprendenti idee avanzate da John Williams, presidente della Fed di San Francisco, che suggerisce un obiettivo di inflazione al 3% e un focus sulla crescita del PIL nominale anziché su quello reale (usando tuttavia le solite vecchie armi di politica monetaria), Warsh bacchetta la Fed e, indirettamente, le altre banche centrali, affermando che "cambiare numericamente l'obiettivo di inflazione non è una vera riforma". "Serve", scrive, "da sotterfugio per distrarre dagli errori di politica monetaria, regolamentare e di bilancio". Warsh mette in dubbio la sincerità della Fed nel parlare di disparità di reddito e, allo stesso tempo, nel non voler ammettere che le sue politiche hanno avuto come conseguenza l'indebita crescita della disparità degli asset. Contesta il mantra della dipendenza dai dati della Fed e il suo rifiuto di riconoscere la "spinta" che Greenspan, Bernanke e Yellen hanno dato ai mercati finanziari. Mette in discussione la loro capacità a mantenere questa "spinta" facendo parallelamente dipendere da essa gli obiettivi di inflazione e i modelli di output-gap. È impossibile fare queste tre cose contemporaneamente, aggiunge, e un giorno se ne pagherà lo scotto, "forse persino a costo dell'indipendenza della Fed", perché l'opinione pubblica comincia a diventare sempre più diffidente nei confronti di questo gruppo di banchieri non eletti, per quanto centrali.

Warsh è un brav'uomo. Non fuma gli stessi sigari di Volcker, suppongo, ma ha espresso il suo pensiero apertamente rischiando di essere screditato dai suoi colleghi, compresi quelli del Hoover Institute della Stanford University, dove è ricercatore. Warsh, tuttavia, non spiega in che modo, secondo lui, le banche centrali dovrebbero modificare le loro politiche. È da diversi anni, invece, che io ed altri analisti sosteniamo che il problema principale siano i tassi di interesse nulli o negativi; non solo falliscono nel loro intento di fornire un "comodo cuscinetto" nel caso in cui la recessione dovesse bussare alla porta, ma distruggono i business model del capitalismo, quelli basati su un differenziale di rendimento o su un tasso di interesse che permetta un guadagno legittimo sul risparmio, piuttosto che incentivare la spesa. Tassi di interesse nulli o negativi, inoltre, contribuiscono a mantenere in vita le cosiddette imprese "zombie" e a inibire il processo di "distruzione creatrice" descritto da Schumpeter e considerato da molti come l'essenza stessa del capitalismo. Il capitalismo, e ciò è alquanto logico, non può funzionare correttamente con rendimenti pari a zero o negativi. 11 000 miliardi di dollari di obbligazioni con rendimenti negativi non sono asset, ma passività. Lo tenga a mente, cara Yellen, nel definire i suoi obiettivi in termini di prezzi degli asset. Lei e i suoi omologhi siete riusciti a spostare 11 000 mila miliardi di dollari dalla colonna sinistra a quella destra del bilancio mondiale. E nel farlo, avete rimandato nel tempo le difficoltà favorendo guadagni a breve termine, nella speranza che i vostri antichi modelli facciano riprendere all'economia il suo corso normale nei prossimi anni. Cosa che molto probabilmente non accadrà. Il Giappone è stato il banco di prova negli ultimi 15 anni e, dal fallimento di Lehman Brothers e dalla recessione del 2009, anche altre economie sviluppate stanno affrontando difficoltà simili.

Gli investitori devono sapere che si stanno muovendo su un terreno minato. Il problema con gli uccelli del malaugurio come Gross e Jim Grant e Stanley Druckenmiller, tra tantissimi altri, è che possiamo essere paragonati a un orologio rotto che dà l'ora esatta due volte al giorno, ma che si sbaglia negli altri 1.438 minuti. Ma, credetemi, l'orologio funziona a causa di un elevato debito mondiale e di politiche monetarie e di bilancio obsolete che nuocciono alle economie reali, invece di risanarle. Prima o poi, la palla colpita con precisione dalla Yellen dal fairway finirà nell'erba alta del rough.

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.

588-15-43578 09-16