

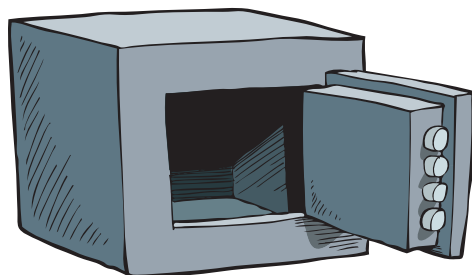


JANUS CAPITAL®
Group

Investment Outlook

di Bill Gross

Marzo 2017



Fammi vedere i soldi

I “tempi della scuola” continuano inesorabili a casa Gross, non solo per via dei nipoti, ma per la necessità di insegnare ai miei propri figli le complessità e le insidie del mondo degli investimenti. Invecchiando ho paura di orientarli ingiustificatamente verso un ammonimento che Will Rogers fece negli anni 30 riguardo alla perdita di denaro: “Non mi interessa tanto quanto renderà il mio denaro, quanto il fatto che mi venga reso.” “Non perdetevi il vostro denaro”, è la prima e più importante lezione teorica che do ai miei figli, malgrado il mercato rialzista di Trump e l’attuale “spirito animale” che incoraggia l’assunzione del rischio, piuttosto che la preservazione del capitale.

Di recente ho anche esplorato con loro il concetto di leva finanziaria e, nello specifico, quello di riserva bancaria frazionaria, che è alla base del credito e della crescita economica reale da quando il sistema è stato benedetto dalle banche centrali oltre un secolo fa. “Mi meraviglia ancora,” ho detto loro, “come un sistema bancario possa creare moneta dal nulla. Eppure, lo fa.” A occhio e croce, le banche e il sistema bancario ombra hanno trasformato 3.3.000 miliardi di dollari di credito “di base” in oltre 65.000 miliardi di dollari di credito “senza riserva” solo negli Stati Uniti, ma anche di titoli di Stato, municipal bond, prestiti bancari, mutui e azioni. Sebbene le azioni non siano ufficialmente un “credito”, rimangono comunque dipendenti dal flusso di cassa che sostiene il sistema.

Ma sto correndo troppo. “Immaginate,” ho detto alla famiglia rannicchiata intorno al tavolo della cucina, “che esista solo un dollaro e che siate voi a possederlo e che lo depositiate presso la Banca degli Stati Uniti, l’unica banca della nazione. La banca vi deve un dollaro in qualsiasi momento voi decidiate di ritirarlo. Ma la banca pensa: “Non avranno probabilmente bisogno di questo dollaro per un bel po’, allora lo presterò a Joe, che vuole aprire una pizzeria.” Joe prende in prestito il dollaro e acquista la farina, il salame piccante e il forno per la pizza da Sally’s Pizza Supplies, che a sua volta deposita il dollaro nel suo conto corrente presso la stessa banca. Il vostro solo e unico dollaro si è adesso trasformato in due dollari. Voi avete un conto di deposito con un dollaro e Sally’s Pizza ha un conto corrente con un dollaro. Entrambi siete fiduciosi che il vostro dollaro vi appartenga, anche se in realtà c’è un solo dollaro nella cassaforte della banca.

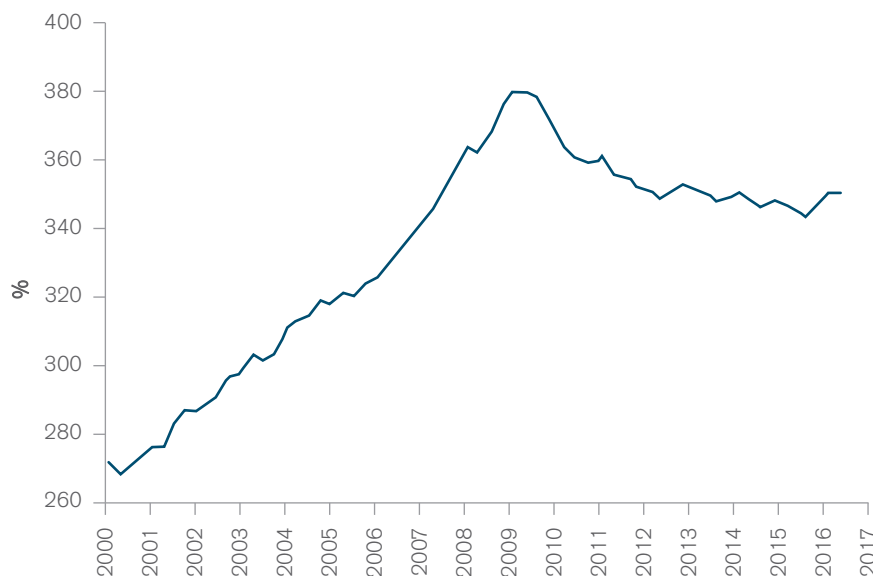
La banca stessa ha raddoppiato le sue attività e passività. Le attività sono il dollaro in cassaforte e il prestito che ha concesso a Joe; e le passività sono il dollaro che deve a voi - ossia il depositante iniziale - e il dollaro che deve a Sally's Pizza. Il ciclo continua, naturalmente, prestando e riprestando la semplice e unica banconota da un dollaro (rispettando i requisiti regolamentari di riserva obbligatoria) fino a quando, come un mago dotato di bacchetta magica e cappello nero, il sistema a riserva frazionaria tira fuori cinque o sei conigli da un solo cilindro. Il dollaro è sempre uno, ma il sistema bancario a riserva frazionaria lo ha trasformato in cinque o sei dollari di credito e ha escogitato un miracolo capitalista che produce crescita e creazione di posti di lavoro. E, aspetto molto importante, tutti i prestatori sono convinti di poter vendere o liquidare i propri beni e ricevere quel dollaro solitario che riposa nella cassaforte della banca. Beh... non funziona proprio così.

"Quindi," ha esordito il mio primogenito Jeff, accarezzandosi il mento privo di barba come uno scienziato che ha appena scoperto il mistero dei buchi neri, "sembra essere un'ottima cosa. Il problema scommetto che arriva quando ci sono troppe pizzerie (penso ai mutui subprime) e gli interessi su tutti i prestiti non possono essere pagati e tutti vogliono recuperare quel dollaro che credono di possedere. Mi viene in mente il 2008, una specie di Lehman Brothers." "Sì", ho detto alzandomi a prendere una Coca nel frigo. "Una specie di Lehman Brothers."

La lezione è andata avanti, ma il punto cruciale è stato che nel 2017 l'economia globale ha creato più credito, relativamente al PIL, di quello esistente agli inizi del disastro del 2008. Negli Stati Uniti il credito di 65.000 miliardi di dollari corrisponde a circa il 350% del PIL annuale e la percentuale è in crescita. In Cina il rapporto debito/PIL si è più che raddoppiato lo scorso decennio raggiungendo quasi il 300%. Dal 2007 la Cina ha aggiunto 24.000 miliardi di dollari di debito al suo bilancio totale. Nello stesso periodo, solo Stati Uniti e Europa ne aggiungevano 12.000 miliardi di dollari ciascuno. Il capitalismo, con il suo acclamato sistema bancario a riserva frazionaria, dipende dall'espansione del credito e dalla stampa di riserve aggiuntive da parte delle banche centrali, che a loro volta vengono riprestate a banche private per creare pizzerie, telefoni cellulari e una miriade di altri prodotti e imprese. Ma la creazione di credito è limitata e il costo del credito (i tassi di interesse) deve essere attentamente monitorato in modo che i prenditori (pensate ai subprime) possano ripagare i costi mensili del debito. Se i tassi sono troppo elevati (e anche il credito in percentuale del PIL), c'è il rischio che si verifichino dei cigni neri come quello di Lehman. D'altra parte, se i tassi sono troppo bassi (e il credito in percentuale del PIL diminuisce), il sistema si inceppa, poiché i risparmiatori, i fondi pensione e le compagnie assicurative diventano incapaci di guadagnare un tasso di rendimento sufficientemente alto da coprire e pagare i costi delle loro passività.

Negli Stati Uniti il credito di 65.000 miliardi di dollari corrisponde a circa il 350% del PIL annuale, e la percentuale è in crescita. In Cina il rapporto debito/PIL si è più che raddoppiato lo scorso decennio raggiungendo quasi il 300%.

Debito del mercato del credito statunitense totale in percentuale del PIL



Fonte: <http://www.Economagic.com/>

Le banche centrali si sforzano di camminare su questa linea sottile (generare una crescita del credito blanda che sia adeguata alla crescita del PIL nominale) e di mantenere il costo del credito a un rendimento che non sia né troppo alto, né troppo basso, ma su un livello equilibrato. Janet Yellen è una Riccioli d'oro dei tempi moderni.

Come se la sta cavando? Fin qui bene, suppongo. Sebbene la ripresa sia stata debole rispetto ai parametri storici, le banche e le imprese si sono ricapitalizzate, la crescita dei posti di lavoro è costante e, molto importante, almeno per la Fed, i mercati sono in territorio record, indicando che ci aspettano giorni più felici. Ma il nostro sistema finanziario ad alto grado di leva è come un furgone carico di nitroglicerina su una strada accidentata. Un solo sbaglio può provocare un'implosione del credito durante la quale i detentori di azioni, obbligazioni ad alto rendimento e, sì, mutui subprime si precipiteranno tutti in banca a reclamare il loro unico e solo dollaro in cassaforte. È successo nel 2008, e le banche centrali sono state in grado di ridurre drasticamente i loro rendimenti e comprare migliaia di miliardi di dollari attraverso il Quantitative Easing (QE) per evitare che il sistema bancario fosse preso d'assalto. Oggi la flessibilità delle banche centrali non è la stessa di allora. I rendimenti globali sono prossimi allo zero e, in diversi casi, negativi. I continui programmi di QE da parte delle banche centrali stanno arrivando al limite perché comprando una quantità sempre maggiore di debito esistente minacciano i mercati a pronti e il funzionamento quotidiano dell'attività finanziaria.

Sono d'accordo con Will Rogers. Non lasciatevi affascinare dal miraggio del 3-4% di crescita promesso da Trump e dai magici benefici delle riduzioni fiscali e della deregolamentazione. Gli Stati Uniti, e di fatto l'economia globale, stanno camminando su un filo sottile a causa dell'aumentare dell'indebitamento e del rischio che tassi di interesse troppo alti (o troppo bassi) creino il panico in un sistema finanziario sempre più sotto tensione. Nel 2017 e oltre preoccupatevi della restituzione del vostro denaro, piuttosto che del suo rendimento.

È successo nel 2008, e le banche centrali sono state in grado di ridurre drasticamente i loro rendimenti e comprare migliaia di miliardi di dollari attraverso il QE per evitare per il sistema bancario fosse preso d'assalto. Oggi la flessibilità delle banche centrali non è la stessa di allora. I rendimenti globali sono prossimi allo zero e, in diversi casi, negativi.

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, INTECH Investment Management LLC 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 INTECH and Perkins 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 South Korea Readers: Issued by Janus Capital International Limited, authorised and regulated by the U.K. Financial Conduct Authority. In South Korea, only available to Qualified Professional Investors.

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

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 Kazakhstan 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. 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.