



JANUS CAPITAL®  
Group

# Investment Outlook

di Bill Gross

Ottobre 2016



## Raddoppiare il piatto

Lo spogliatoio del mio golf club è un affascinante osservatorio in cui la natura e l'intelligenza umana spesso entrano in conflitto. Quasi tutti i miei compagni di golf sono, per natura, amanti del rischio e molti di loro giocano d'azzardo, non solo nelle sale da gioco ma anche nei casinò di Las Vegas. Avendo trascorso io stesso diverso tempo nella Città del peccato, poco più che ventenne e tra i primi contatori di carte a blackjack, avevo, e ho ancora, una discreta familiarità con le probabilità di vincita e l'impossibilità di battere a lungo il banco in qualsiasi gioco che non sia il blackjack. Tuttavia, questa ragionevole conclusione non è così ovvia per molti dei miei amici, i quali in primis sostengono di chiudere quasi sempre "in pari" durante i loro weekend fuori porta e, in secondo luogo, lasciano intendere di poter vincere con vari "sistemi" di scommessa, che in qualche modo consentono loro di recuperare le perdite o stabilizzare le vincite. Un esempio assurdo di questa strategia sarebbe la decisione di triplicare la posta dopo aver perso 3 volte di seguito e, in caso di nuova perdita, di quadruplicarla e così via. Tutte queste illusioni derivano dal cosiddetto "sistema Martingala", secondo cui è matematicamente impossibile perdere, se si hanno abbastanza soldi e se il casinò è disposto ad accettare il continuo aumento della posta. Queste ultime due condizioni, tuttavia, si scontrano con la realtà. Una serie di 4, 5 o persino 30 perdite consecutive non può continuare per molto perché alla lunga si arriverebbe a puntare miliardi di dollari.

Questa logica matematica sembra essere sfuggita ai banchieri centrali di tutto il mondo. Costoro stanno molto semplicemente applicando il "sistema Martingala" alla fissazione dei tassi di politica monetaria, attualmente in territorio negativo sia per la Bce che per la BOJ, da cui sono scaturiti oltre 15 mila miliardi di dollari di titoli di Stato delle economie sviluppate con rendimenti negativi. In quali altri termini si potrebbe descrivere il significato della dichiarazione di Mario Draghi che nel 2014 si diceva pronto a fare tutto quanto necessario ("whatever it takes")? Come altro si potrebbe interpretare Kuroda della BOJ che non più tardi della settimana scorsa ha alzato la posta in Giappone, imponendo un limite massimo dello 0% sul JGB decennale (titolo di Stato nipponico) fino a quando l'inflazione non avrà superato il 2% annuo? In che altro modo un osservatore razionale potrebbe descrivere Carney e Yellen se non come "giocatori di Martingala con portafoglio"? I nostri mercati finanziari sono diventati come i casinò di Las Vegas/Macau/Monte Carlo, dove si scommette che l'offerta illimitata di credito generato dalle banche centrali possa riuscire a reflazionare le economie globali e a rinvigorire la crescita del PIL nominale portandolo a un livello, per quanto basso, comunque accettabile nel mondo di oggi, caratterizzato da un'elevata leva finanziaria.

A un certo punto gli investitori, divenuti sospettosi e in verità stanchi di ricevere rendimenti negativi o prossimi allo zero sul loro denaro, potranno decidere marginalmente di disertare le strutture finanziarie standard, optando per alternative con rendimenti maggiori o comunque migliori e tuttavia meno rischiose.

Un'interessante obiezione alla mia rappresentazione dei banchieri centrali come giocatori di Martingala è che loro, in effetti, dispongono di risorse finanziarie illimitate e che possono scommettere sul 31o, 32o o ennesimo "necessario" lancio del dado. Dopotutto, i loro bilanci cumulativi sono aumentati di 15 mila miliardi di dollari dalla Grande Recessione. Perché non aumentarli di 16 mila e poi di 20 o 30 mila? Stampare denaro non costa nulla, giusto?, e di fatto stanno creando moneta per loro e per le loro banche aderenti. Perché no? Perché ci deve essere un limite per loro al contrario di un singolo giocatore? Se l'inflazione futura è il problema, allora i mercati devono sapere che quello è l'obiettivo e a che cosa è destinato l'aumento della posta. Sono ben lontani dagli obiettivi del 2% o più, perciò stiamo nel casinò e continuiamo a stampare!

Ora, un'osservazione sensata avanzata dal sottoscritto e da una crescente schiera di economisti, membri della Fed e CEO di società private (tra questi Jamie Dimon) sarebbe che i rendimenti bassi o negativi erodono e, in alcuni casi, distruggono i modelli di business storici che alimentano il risparmio e gli investimenti e, in ultima analisi, la crescita economica. La nostra opinione è che i margini d'interesse netti (NIMS) delle banche e la solvibilità delle compagnie assicurative e dei fondi pensione con passività a lunga scadenza e sottofinanziate siano stati penalizzati e che il protrarsi delle attuali politiche monetarie condurrà in definitiva alla distruzione del capitale anziché alla sua creazione. Le banche centrali ribattono sdegnosamente invitando a "dar loro (i risparmiatori) la caramella" (comprare azioni). "Il nostro lavoro", sostengono, "è promuovere la crescita economica a breve termine e riportare la stabilità mediante una continua espansione dei mercati finanziari che alla fine raggiungerà anche le masse". Affermano che la normalizzazione dovrà aspettare e che anche quando avverrà il "nuovo, la nuova Normalità" sarà caratterizzata da livelli di rendimenti decisamente inferiori rispetto alle medie storiche. Ritengo che quest'ultima considerazione sia vera, ma le banche non possono continuare a raddoppiare la posta senza rischiare un cigno "nero" o forse "grigio" sui mercati finanziari mondiali. A un certo punto gli investitori, divenuti sospettosi e in verità stanchi di ricevere rendimenti negativi o prossimi allo zero sul loro denaro, potranno decidere marginalmente di disertare le strutture finanziarie standard, optando per alternative con rendimenti maggiori o comunque migliori e tuttavia meno rischiose. I bitcoin e le tecnologie basate su blockchain oggetto di un accordo privato tra un gruppo ristretto di banche mondiali sono solo alcuni esempi dei tentativi di stabilizzare il valore degli asset correnti in termini di potere d'acquisto futuro. Loro, per quanto antica come forma d'investimento, ne è un altro esempio. In ogni caso, il sistema attuale inizia a subire pressioni.

In definitiva, in termini più ampi e soggettivi, è il capitalismo stesso ad essere minacciato dalla continua messa in atto di strategie Martingala da parte delle banche centrali. Aumentando progressivamente gli acquisti di titoli, e proseguendo le politiche dei tassi d'interesse zero/negativi, le banche centrali impediranno in misura crescente al capitalismo di svolgere la sua funzione primaria: l'efficace allocazione di risorse sulla base del rapporto rischio/rendimento. In passato, alle feste di Natale di PIMCO, elogiavo i miei colleghi per il ruolo svolto nel continuo processo di allocazione dei capitali. Ebbene sì, prosperavamo, ammissi. Ma stavamo contribuendo anche alla prosperità dell'economia globale e, con essa, di oltre 8 miliardi di persone, tagliando i rami secchi, alimentando nuova crescita e anticipando gli ostacoli futuri. Ora non è più così, che sia PIMCO, Janus o qualsiasi altra istituzione finanziaria. Le banche centrali hanno alimentato un clima da casinò dove i risparmiatori e gli investitori si trovano di fronte a una scelta del male minore, anzi a una "scelta di Sophie", ovvero se partecipare (o meno) ai mercati al di là di ogni possibilità di previsione. Come cani randagi che litigano per un bocconcino, gli investitori e i risparmiatori si stanno ora contendendo rendimenti intorno allo zero. Non può finire bene.

**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](http://www.janus.com).

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