



JANUS CAPITAL®
Group

Investment Outlook

di Bill Gross

Febbraio 2017



La felicità gira

La felicità è desiderare ciò che si ha e non desiderare ciò che non si ha.

Shakyamuni Buddha, 500 v.J.C.

I grandi elementi essenziali della felicità sono: qualcosa da fare, qualcuno da amare, e qualcosa in cui sperare.

A. Chalmers

La felicità gira in tondo... La felicità gira, la felicità gira.

Donovan, 1969

Penso spesso alla felicità - a cosa rende felici le persone, se la felicità debba essere o meno una priorità nella vita - cose di questo genere. A 17 anni un mio compagno di scuola mi sbalordì suggerendo che non dovremmo necessariamente cercare di essere felici. A suo avviso, il sacrificio, il servizio, la dedizione ad una causa appartenevano ad un ordine superiore, anche se presumibilmente, trattandosi di scelte, perseguirle poteva in via secondaria condurre alla felicità.

Con il passare degli anni ho accumulato un breve elenco di citazioni che esprimono un parere personale su ciò che rende felici le persone. Sono sicuro che voi abbiate le vostre citazioni, che in larga misura somiglieranno ad una delle mie: Tenersi impegnati in attività che ci piacciono; prendersi cura di altre persone e del mondo dentro, attorno e sopra di noi; non fare il passo più lungo della gamba; trovare qualcuno con cui condividere la propria felicità. Tra tutte queste, la mia preferita è quella di Donovan, quel cantante folk un po' stravagante della fine degli anni '60. "La felicità gira in tondo... La felicità gira, la felicità gira."

Per anni ho pensato che il senso della frase di Donovan fosse quello più ovvio - l'allusione al "passare il favore" che suggerisce che quando fai il bene, prima o poi ti ritorna - e indubbiamente lo è. Tuttavia a me sembra che vi siano altre sfumature.

In questo ritornello potrebbe esserci più di quanto appaia ad un primo sguardo, che ho cercato di incapsulare artisticamente nel mio volto sorridente non molto conosciuto ai tempi in cui Donovan cantava questo motivo. Per anni ho pensato che il senso della frase di Donovan fosse quello più ovvio - l'allusione al "passare il favore" che suggerisce che quando fai il bene, prima o poi ti ritorna - e indubbiamente lo è. Tuttavia a me sembra che vi siano altre sfumature. L'idea di "girare in tondo" connota anche un autocompiacimento autosufficiente e incentrato su se stessi che equivale alla felicità che si ha quando si è contenti di sé come persona. E l'ultima frase - "la felicità gira, la felicità gira" - potrebbe riferirsi alla filosofia buddista dell'impermanenza e della priorità del momento. Donovan probabilmente non si trova nell'Empireo accanto a Kant e Spinoza, ma la sua canzone trasmette un messaggio potente. Buona vita, figlio dei fiori, ovunque tu sia.

E se è vero che la felicità può girare in tondo, sembra che anche la storia possa ripetersi, o almeno far rima con se stessa, come disse una volta Mark Twain. Qui sotto riporto due note che ho scritto non di recente, bensì nel 2003. Oggi hanno la stessa pertinenza di allora. "La repressione finanziaria" gira ... in tondo, sembra. Nel 2003, però, le banche centrali avevano in rari casi contemplato gli strumenti di politica monetaria in grado di ridurre e poi contenere artificialmente i tassi d'interesse. Anche se le mie note alludono correttamente a "tutti i mezzi, compresi i 'tetti'" per contenere il costo del denaro, l'espansione dei bilanci delle banche centrali da circa duemila miliardi di dollari del 2003 a dodicimila miliardi di dollari alla fine del 2016 è considerevole. Le banche centrali non solamente hanno comprato 10 mila miliardi di dollari di obbligazioni, ma hanno anche ridotto i tassi d'intervento quasi azzerandoli e, in alcuni casi, portandoli in territorio negativo. Tutto questo è avvenuto per salvare la nostra "economia basata sulla finanza" e per aumentare i prezzi degli attivi dai quali dipende quel modello. Come ammetterebbero tutti gli investitori, queste panacee politiche in atto hanno raggiunto proprio questo risultato: hanno promosso il rincaro degli asset e generato un pizzico di crescita reale. Tuttavia, come ho scritto spesso, nel corso del processo il capitalismo è stato distorto; i risparmi/investimenti sono stati scoraggiati da tassi/rendimenti troppo bassi per replicare aumenti di produttività storici; società decotte sono state tenute in vita contrariamente alla "distruzione creativa" di Schumpeter; il debito ha continuato ad aumentare rispetto al PIL; il sistema finanziario non è stato risanato e riportato ad un equilibrio in cui il rischio e il rendimento sono sullo stesso piano; lo squilibrio ha preso il posto dell'equilibrio, anche se è difficile riconoscere questo fantasma economico finché la volatilità è contenuta.

Note su un'economia basata sulla finanza

- 1 Contrariamente ai decenni precedenti, viviamo in un'economia basata sulla finanza con un eccessivo indebitamento. Tassi d'interesse a breve in accelerazione come nel 1979-81 non sono possibili.

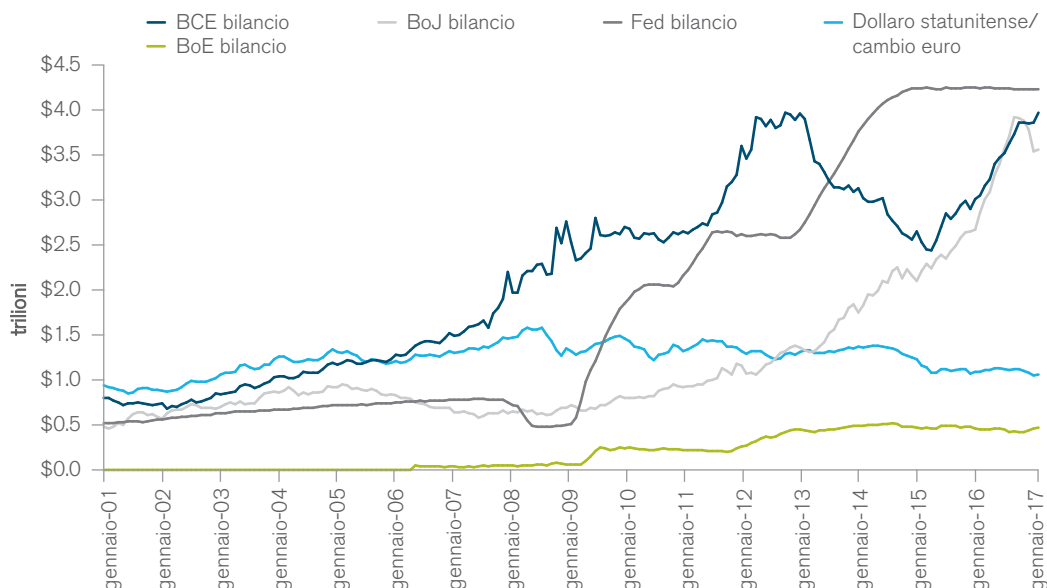
-Occorre usare ogni mezzo, compresi i "tetti" per contenere i costi finanziari.

- 2 Occorre eliminare le rendite (degli obbligazionisti) attraverso la reflazione - quindi mentre si limitano i rendimenti attraverso "tetti", l'inflazione erode il potere d'acquisto del capitale.

- 3 Occorre deprezzare il valore della valuta (dollaro).

Eppure, per controllare la volatilità e impedire il crollo dei prezzi degli attivi, le banche centrali potrebbero rimanere intrappolate in un ciclo di QE eterno (per permettere al sistema globale di funzionare). La fine degli stimoli, come è avvenuto con la Fed negli ultimi anni, dovrà essere sostituita da un maggiore flusso di acquisti di titoli (obbligazioni e azioni) ad opera di altre banche centrali, come mostriamo alla Tabella I. Recentemente un cliente mi ha chiesto quando la Fed o altre banche centrali saranno in grado di rivendere sul mercato i loro asset. La mia risposta è stata "MAI". Un bilancio da 12 mila miliardi di dollari è PERMANENTE - e continua a crescere al ritmo di mille miliardi di dollari l'anno, grazie alla BCE e alla BoJ.

Bilancio delle banche centrali (USD)



*Dal sito Internet della BoE: "In seguito alla riforma del mercato monetario della Bank of England del 18 maggio 2006 la Questa serie è tratta della nuova situazione di bilancio, con dati a partire dal 24 maggio 2006."

Un investitore deve sapere che sono questi soldi che ora permettono al sistema di funzionare. Senza questo denaro persino tassi d'intervento allo 0% sono come il metadone: annullano l'astinenza ma non risolvono la dipendenza. Qual è il punto saliente di tutto questo per i mercati finanziari di oggi? Un Treasury USA decennale al 2,45% rimane fermo al 2,45% perché la BCE e la BoJ acquistano proprie obbligazioni per 150 miliardi di dollari al mese e gran parte di questo denaro affluisce poi da JGB a 10 pb e dai Bund a 45 pb verso i Treasury USA al 2,45%. Senza quel metadone finanziario, i mercati azionari e obbligazionari mondiali crollerebbero, producendo turbolenze di notevoli proporzioni. Arriverei a scommettere che senza il QE della BCE e della BoJ i Treasury USA decennali salirebbero rapidamente al 3,5% e l'economia USA cadrebbe in recessione.

E quindi? Cosa c'è di male nel metadone finanziario? Cosa c'è di sbagliato nel proseguire un programma di QE o persino un QE USA ringiovanito, se necessario? Dal punto di vista concettuale, di prima battuta non molto. L'interesse guadagnato sui 12 mila miliardi è già riversato dalle banche centrali alle autorità fiscali nazionali. Una mano sta pagando l'altra. Ma essenzialmente il trasferimento significa che le politiche monetarie e fiscali vanno a braccetto e che il governo - non il settore privato - sta finanziando le proprie spese. In misura crescente, questo permette al settore privato di finanziare le proprie spese e impedisce di discriminare tra rischio e remunerazione.

Ad esempio, negli USA 600 miliardi di dollari sono destinati al riacquisto di azioni proprie, mentre in precedenza investire nell'economia reale sarebbe stata forse una scelta più lucrativa. Inoltre, ai singoli risparmiatori, ai fondi pensione e alle società d'assicurazione viene impedito di ottenere tassi di rendimento necessari a restare solvibili nel lungo periodo. L'Armageddon finanziario viene rinviato con l'aumento dei consumi, ed i risparmi vengono eliminati e differiti.

Per ora gli investitori devono accettare e anche accogliere questa situazione di QE come metadone finanziario. L'allentamento quantitativo proseguirà, anche se magari a dosi più ridotte nei prossimi anni. Tuttavia, sebbene la dipendenza da metadone sia meglio della dipendenza da eroina, essa ha comunque creato e continuerà a creare un equilibrio capitalistico insalubre con il quale prima o poi occorrerà fare i conti. I rendimenti aumenteranno progressivamente (osservare il 2,60% sul Treasury a 10 anni), ma resteranno artificialmente bassi grazie alle politiche di quantitative easing delle banche centrali estere. Non è una cosa positiva. La felicità gira... la felicità gira, e anche i mercati finanziari gireranno un giorno, sostenuti artificialmente dal quantitative easing.

Un investitore deve sapere che sono questi soldi che ora permettono al sistema di funzionare. Senza questo denaro persino tassi d'intervento allo 0% sono come il metadone: annullano l'astinenza ma non risolvono la dipendenza.

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 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. 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.