



JANUS CAPITAL®
Group

Investment Outlook

di Bill Gross

Giugno 2016

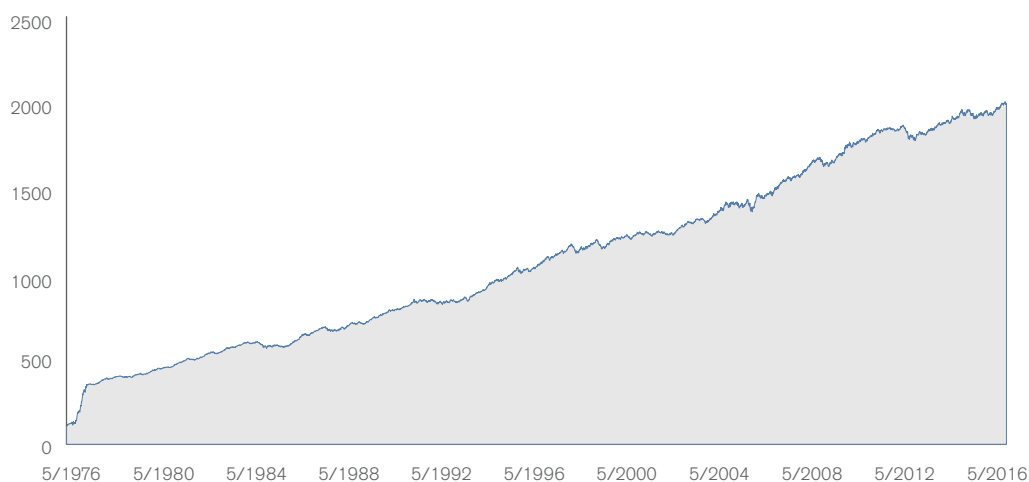


Buon appetito!

Una volta l'economista Joseph Schumpeter fece notare che “le stanze più lussuose del grand hotel del capitalismo sono sempre occupate, ma non dagli stessi ospiti”. Proseguì quindi spiegando che non vi è alcun diritto di esclusiva: si è re per un giorno, dopodiché ci si sposta in un'altra stanza del castello, a ben sperare non nei sotterranei, sebbene sia quello che spesso accade. Se l'osservazione di Schumpeter ha ovvie implicazioni per tutti, me compreso, ritengo si applichi anche ai mercati, alle varie asset class e a ciò che gli investitori riconoscono come “carry”. È di questo che vi voglio parlare oggi, mentre osservo l'oceano Pacifico dal quattordicesimo piano dell'edificio di Janus; non si tratta proprio dell'attico ma c'è spazio disponibile ai piani superiori e personalmente ho sempre apprezzato una bella vista. Ad ogni modo, il tema centrale su cui verterà questo Outlook consisterà nel rilevare che tutte le forme di “carry” nei mercati finanziari hanno subito una contrazione, dando luogo a prezzi delle attività artificialmente elevati e a una distorsione del rischio futuro rispetto al rendimento potenziale che l'investitore deve fronteggiare.

Gestori esperti che hanno navigato i mercati per diversi decenni riconoscono che la loro “epoca” è stata grandiosa, nonostante in numerose occasioni si sia rischiato grosso come nel caso di Lehman, del crollo del NASDAQ 5000, della crisi delle “savings and loans” nei primi anni Novanta e così via. Il grafico 1 dimostra la tesi relativamente alle obbligazioni. Sin dal lancio dell'indice Barclays Capital U.S. Aggregate o Lehman Bond nel 1976, i mercati obbligazionari investment grade hanno generato per gli investitori con profilo difensivo un rendimento composto del 7,47% con una volatilità significativamente contenuta. Guardando il grafico non si potrebbe che essere sorpresi, come lo sono stato io, del regolare aumento della ricchezza, anche durante importanti fasi ribassiste dei mercati, come agli inizi degli anni Ottanta quando i rendimenti dei Treasury trentennali raggiunsero quota 15% e vennero designati “certificati di confisca”. Dal grafico emerge tuttavia un quadro diverso poiché, mentre i prezzi delle obbligazioni scendevano, i rendimenti annuali, sempre più elevati, limitavano i danni, generando addirittura rendimenti positivi durante le fasi ribassiste “da prima pagina” quali quelle del 1979-1984 o più di recente le fibrillazioni sul tapering del 2013. Notevole, vero? Un investigatore del calibro di Sherlock Holmes interessato a confutare questa tesi non troverebbe molti periodi di 12 mesi in cui il mercato obbligazionario investment grade abbia prodotto rendimenti negativi.

Grafico 1: Barclays Capital U.S. Agg Total Return Value Unhedged



Source: Bloomberg

L'opinione che mi sono fatto sulla base di tali osservazioni è che questi quarant'anni sono stati alquanto speciali: un evento da cigno grigio, se non addirittura nero, che non può ripetersi.

L'andamento delle azioni è stato meno lineare ma i rendimenti annuali (con dividendi) sono stati superiori di oltre il 3% a quelli delle emissioni investment grade, come illustrato dal grafico 2. Ed è in effetti così che dovrebbe essere: le azioni dovrebbero mostrare una volatilità storica più elevata ma al contempo maggiori rendimenti. L'opinione che mi sono fatto sulla base di tali osservazioni è che questi quarant'anni sono stati alquanto speciali: un evento da cigno grigio, se non addirittura nero, che non può ripetersi. Con tassi d'interesse prossimi allo zero e attualmente negativi in molte economie sviluppate, rendimenti annuali quasi a due cifre per le azioni e superiori al 7% per le obbligazioni si avvicinano a un evento 5 o 6 Sigma, secondo la definizione che potrebbero darne fanatici tecnocrati del mercato. La probabilità di assistere a un'altra epoca come quella che abbiamo vissuto negli ultimi quarant'anni è maggiore su Marte che sul vecchio caro pianeta Terra. Le "stanze più lussuose del grand hotel del mercato finanziario" potrebbero essere ancora occupate da interessanti asset class relative ma la tariffa della stanza è estremamente onerosa e la vista dall'attico è offuscata dalla nebbia, la mia metafora meteorologica per l'elevato livello di rischio.

Permettetemi di trarre ispirazione dall'eccellente lavoro di un'altra società d'investimento che da diversi anni ormai occupa i piani superiori del grand hotel del mercato. Nella sua lettera ai clienti del primo trimestre 2016, Ben Inker di GMO sostiene che, mentre è ovvio che un Treasury decennale all'1,85% detenuto per 10 anni genererà un rendimento alquanto prossimo all'1,85%,

Grafico 2: S&P 500 Index - Dividend Adjusted Value



Source: Bloomberg

non è altrettanto evidente che il tasso di rendimento di una “strategia a scadenza costante” dinamica che mantiene una duration fissa su un portafoglio Barclays Capital U.S. Aggregate con un rendimento attualmente pari al 2,17% produrrà quasi certamente una performance compresa tra l'1,5% e il 2,9% nei prossimi dieci anni, anche se i rendimenti dovessero raddoppiare o scendere allo 0% alla fine del periodo. Il rendimento storico quarantennale pari al 7,5% del mercato obbligazionario è proprio questo: storia. Per replicare tale cifra, i rendimenti dovrebbero scendere addirittura al -17%. Disponibili i biglietti per Marte, qualcuno è interessato?

Le prospettive per le azioni sono ovviamente più complesse con diverse possibilità per la crescita, i rapporti prezzo/utili e il potenziale sostegno governativo nella forma del QE elargito quando davvero necessario attualmente in atto, tra gli altri paesi, in Giappone e Cina. Anche le azioni tuttavia si trovano sul pianeta Terra e presentano una significativa correlazione con i rendimenti delle obbligazioni. Se volete osare, aggiungete un “premio azionario” storico del 3% all'ipotesi di GMO sulle obbligazioni e arriverete a un intervallo del 4,5%-5,9% nei prossimi dieci anni e, credetemi, tali previsioni esigono l'allarme di una sirena da nebbia, considerate le attuali distorsioni economiche e di mercato. Il capitalismo è entrato in una nuova epoca in questo periodo post-Lehman in ragione di politiche monetarie inimmaginabili e transizioni strutturali negative che compromettono le previsioni di crescita e la storica inclinazione lineare positiva della produttività.

Illustro di seguito la mia tesi in sintesi: per oltre quarant'anni i rendimenti delle attività finanziarie e la generazione di alfa dei principali gestori degli investimenti sono stati significativamente sostenuti dalle flessioni dei tassi d'interesse, dalla globalizzazione degli scambi commerciali e dall'enorme espansione del credito (ossia del debito). Queste tendenze stanno giungendo al termine se non altro perché in alcuni casi non possono proseguire. Tali rendimenti storici sono stati una funzione dell'indebitamento e della generazione di “carry”, producendo un reddito e plusvalenze interessanti. Una replica della performance non è solo improbabile, piuttosto è impossibile, a meno di essere amici di Elon Musk e avere l'intraprendenza di partire per Marte. Il pianeta Terra non offre queste opportunità.

Il “carry” ha subito una contrazione in quasi tutte le forme e dispensa più rischio che rendimento potenziale. Sarò preciso:

- la duration è indiscutibilmente a rischio nei mercati con rendimenti negativi. Un rendimento di -25 punti base su un Bund quinquennale non produce nient'altro che perdite tra cinque anni. Un rendimento di 45 punti base su un JGB trentennale offre attualmente un “carry” di soli 40 punti base l'anno per un rischio di duration di quasi trent'anni. Ciò corrisponde a un indice di Sharpe pari a 0,015 nel migliore dei casi e nell'ipotesi di un aumento dei tassi d'interesse di appena 2 punti base l'investitore perde l'intero reddito annuale. Perfino i Treasury USA decennali con un “carry” di 125 punti base rispetto agli attuali tassi del mercato monetario sono alle prese con ostacoli analoghi. Allungare la scadenza per cogliere il “carry” vale a malapena il rischio.
- Allo stesso modo, il rischio di credito, o “carry” di credito, offre un premio esiguo rispetto alle perdite potenziali. Senza scendere troppo nei dettagli, il vantaggio di detenere un'obbligazione societaria investment grade a 5 anni per i prossimi 12 mesi è pari ad appena 25 punti base. La curva del credito CDX IG offre uno spread di 75 punti base a fronte di un impegno quinquennale, ma il suo rendimento atteso nei prossimi 12 mesi è di soli 25 punti base. L'investitore non può che accrescere il guadagno se la curva del credito a termine, come la curva dei rendimenti, non è accurata.
- Volatilità. Si può generare carry vendendo la volatilità in molte aree. Che il gestore se ne renda conto o meno, qualsiasi investimento a più lunga scadenza o meno affidabile dal punto di vista creditizio rispetto a un Treasury Bill a 90 giorni vende volatilità. Al pari dell'indice “VIX®”, il “Move Index” relativo ai Treasury è prossimo a un minimo storico, il che significa che non vi sono molte possibilità di guadagno dalla vendita di volatilità diretta o in altre forme nell'ambito della duration e del credito.

Per oltre quarant'anni i rendimenti delle attività finanziarie e la generazione di alfa dei principali gestori degli investimenti sono stati significativamente sostenuti dalle flessioni dei tassi d'interesse, dalla globalizzazione degli scambi commerciali e dall'enorme espansione del credito (ossia del debito).

- Liquidità. Gli spread degli investimenti illiquidi si sono ristretti sino a portarsi su minimi storici. La liquidità può essere misurata nel mercato dei Treasury mediante i differenziali tra le emissioni “off-the-run” e quelle “on-the-run”; tale spread è quasi inesistente, a significare che non vi è alcun “carry” associato ai Treasury bond meno liquidi. Riscontri simili esistono sul fronte dei CDS societari rispetto ai loro omologhi cash meno liquidi. Tale dinamica è riscontrabile anche negli “sconti” sul NAV, o valore patrimoniale netto, nei fondi chiusi. Sono storicamente bassi, a indicazione di un “carry” molto contenuto per l’assunzione di una posizione relativamente illiquida.

Il “punto della questione”, per usare il gergo politico, è che il “carry”, indipendentemente dalla forma, appare molto basso rispetto al rischio. Lo stesso vale per le azioni e gli investimenti immobiliari o qualsiasi attività che presenti un rapporto prezzo/ utili o un tasso di capitalizzazione, o che sia legata al valore attuale dal processo di sconto dei cash flow futuri. Per occupare il futuro “attico” del mercato degli investimenti, i gestori di oggi, così come i loro clienti, devono iniziare a guardare in un’altra direzione. I rendimenti saranno modesti, il rischio sarà elevato e a un certo punto l’“Investitore intelligente” deve decidere che ci troviamo in una nuova epoca caratterizzata da condizioni che richiedono un approccio differente. Duration negative? Assenza o ridimensionamento delle obbligazioni societarie? Acquistare anziché vendere volatilità? Restare liquidi con ingenti quantità di liquidità? Si tratta in tutti i casi di potenziali posizioni di carry “negativo” che a un certo momento potrebbero generare plusvalenze o quanto meno preservare il capitale. Considerato tuttavia che un investitore deve nel frattempo sostentarsi in qualche modo, l’attuale menu con servizio in camera dell’attico delle alternative di carry positivo deve comunque essere esaminato con attenzione per evitare di morire di fame. Ciò significa accettare talune attività con carry positivo con il rischio più contenuto. A breve tuttavia, tenuto conto dell’impatto negativo delle politiche monetarie inappropriate e degli ostacoli strutturali, quelle deliziose patatine “unte e ricche di carry” si fredderanno e finiranno per essere buttate assai rapidamente nella pattumiera. Buon appetito!

About Janus Fixed Income

Janus has been helping fixed income investors reach their financial goals for more than 25 years. Our team of investment experts is committed to delivering the stability our clients expect, with an unwavering focus on risk-adjusted returns and capital preservation. Today, we serve investors across a variety of markets by offering a diverse suite of fixed income strategies with highly complementary and distinctly separate investment approaches: a bottom-up, fundamental suite of strategies, and a top-down, global macro process.



JANUS CAPITAL
Group

Note to All Readers: FOR INFORMATIONAL PURPOSES ONLY. This document 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 document 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 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. 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 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. 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 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.

Note to Hong Kong, Taiwan, Singapore, Australia and New Zealand Readers: 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 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 Taiwan R.O.C, 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 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 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 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 document 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. For more information or to locate your country's Janus representative contact information, please visit www.janus.com.

For institutional/ sophisticated investors / qualified distributors use only. Not for public viewing or distribution. LQ-0216(4-T)0217 EAPM Inst