



JANUS CAPITAL®  
Group

# Perspectives d'Investissement

*de Bill Gross*

Janvier 2017



## Résonances africaines

Si je chantais une chanson sur l'Afrique,  
Sur les tâches de la girafe et le rire de la hyène  
Sur le soleil de feu qui se lève tous les matins  
Dans le silence qui suit le dernier repas du lion ;  
L'Afrique chanterait-elle une chanson sur moi ?

Si je me rappelais ces moments en Afrique,  
Mon épouse à mes côtés, traquant l'ombre d'un  
léopard

Nos yeux et nos objectifs grands ouverts  
Rompant la solitude de nos ancêtres brunis ;  
L'Afrique se souviendrait-elle de moi ?

Si je connaissais une histoire sur l'Afrique,  
Immortalisant un continent qui se dérobe, un court  
instant ;  
Fugace – plus bref que le règne de la terre ;  
Jusqu'à son dernier souffle et son destin de  
poussière,  
L'Afrique aurait-elle une histoire sur moi ?

Bill Gross (traduit en français)  
- inspiré de Isak Dinesen

*Les espoirs  
d'une  
croissance plus  
marquée grâce  
à la relance  
budgétaire/la  
baisse de la  
réglementation/  
et les réformes  
fiscales des  
Républicains  
ont encouragé  
la prise de  
risque.*

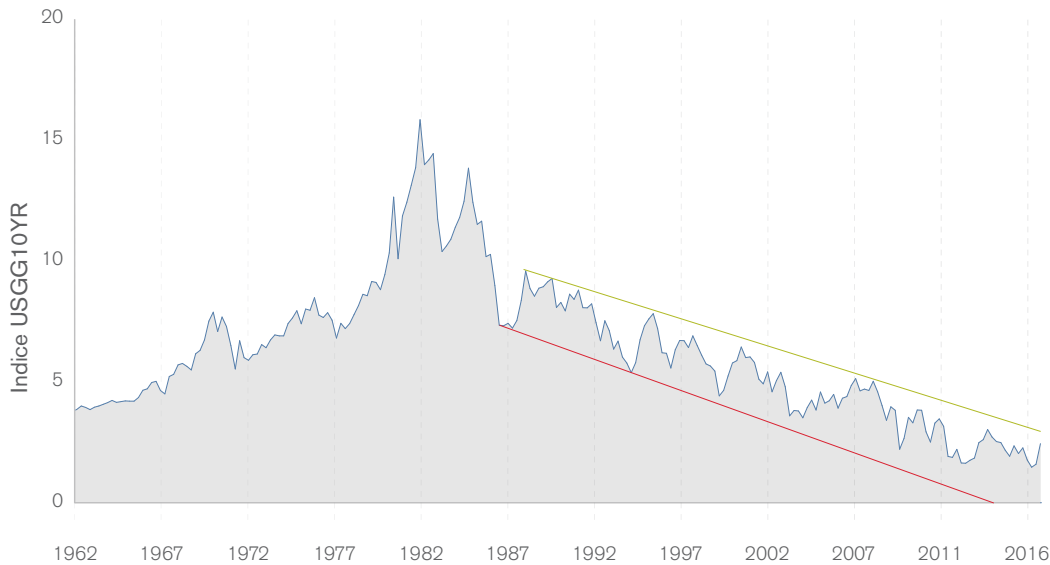
Après mon voyage sur le continent africain, une part d'Afrique est restée en moi. Peut-être parce que l'Afrique est le berceau de la civilisation, voire même de la vie, elle laisse son empreinte sur l'histoire et sur le sens même de l'existence. Terre de prédateurs, sa beauté est étrange, brutale, et pourtant juste et pleine d'amour, sous sa surface violente. C'est d'ailleurs comme ça que je me vois. Je me suis vu en Afrique, et bien sûr à travers mes propres yeux, je vous y ai vu aussi. Mais la question qui me taraude à la fin de chaque strophe du poème est de savoir si l'Afrique m'a vu et si elle se souviendra de moi. Ne faisons-nous que passer, sans laisser de traces après notre mort ? Est-ce que quelqu'un, ou quelque chose, bénéficiera d'une quelconque manière de notre passage sur terre ? Pour ma part le ne sais rien des mystères de l'existence, mais j'aurais aimé qu'il y ait un grand Dessein – ne serait-ce que pour donner du sens à nos précieux moments de bonheur et à nos fréquents désespoirs.

C'est en tout cas le bonheur qui règne sur les marchés d'actifs risqués depuis le début du mois de novembre, tandis que les marchés obligataires mondiaux sombrent dans le désespoir. Les espoirs d'une croissance plus marquée grâce à la relance budgétaire/la baisse de la réglementation/et les réformes fiscales des Républicains ont encouragé la prise de risque. La possibilité d'une accélération de l'inflation et d'une politique plus restrictive du côté de la Réserve Fédérale explique la hausse de 100 points de base sur les Bons du Trésor à 10 ans, dont le rendement est passé de 1,40% à 2,40% sur cette même période. Les actifs risqués sont-ils survalorisés ? Les rendements offerts par les Bons du Trésor sont-ils excessifs ? Il s'agit là de questions fondamentales pour 2017.

Les prévisions de croissance et des spreads de risques associés restent incertaines, bien entendu. Le Président-élu, Donald Trump, publie des tweets et pour le moment les marchés écoutent. Mais au final, la valorisation des actifs financiers est tributaire d'une accélération de la croissance du PIB réel, qui passerait de ses 2% annuels de ces dix dernières années, à un rythme annuel de 3% ou plus. En effet, historiquement, les bénéficiaires des entreprises sont tirés à la hausse par des taux de croissance de 3%, car les leviers financiers et opérationnels requièrent une croissance plus élevée. A contrario, un rythme de 2% ou moins a généralement plombé cette croissance bénéficiaire. L'écart d'1% entre 2 et 3 est donc primordial. Nous verrons si l'orthodoxie Républicaine/Trump pourra stimuler une économie qui tourne déjà, d'une certaine manière, à plein régime. Pour y parvenir, les dépenses d'investissement vont devoir augmenter fortement – or jusqu'à présent, les entreprises ont préféré allouer leurs flux de trésorerie aux rachats d'actions et aux opérations de fusions-acquisitions.

Pour ma part, je suis sceptique sur le 3%, et plus confiant sur le 2%. Les problématiques de plus long terme, qui se traduisent dans ma « Nouvelle Normalité » et dans la « Stagnation Séculaire » de Larry Summers, ne font peut-être plus la une du FT ou du NYT, mais elles n'ont jamais vraiment disparu – Trump ou pas Trump. Les facteurs démographiques négatifs liés au vieillissement de la population, mais également le ratio élevé de la dette/PIB (plus risqué aujourd'hui dans un contexte de remontée des taux), la perte d'emplois provoquée par les avancées technologiques et enfin la décélération/le recul de la mondialisation, sont autant de menaces persistantes sur la productivité, et donc sur la croissance du PIB. Les politiques de Trump peuvent peut-être offrir une accélération temporaire dans les prochaines années, mais la croissance de long terme de 2% semble bien installée, pesant sur la croissance bénéficiaire des entreprises et ralentissant l'appréciation des actifs risqués.

Ainsi, pour les Bons du Trésor à 10 ans, de multiples facteurs d'influence occultent une conclusion rationnelle : que les rendements doivent inévitablement évoluer à la hausse durant la première année de Trump au pouvoir. Cependant, lorsque les fondamentaux prêtent à confusion, les indicateurs techniques peuvent venir à la rescousse - et c'est ici que la méga tendance baissière des trois dernières décennies sur les taux à 10 ans peut devenir cruciale. Comme l'illustre le graphique ci-dessous, il est clair pour la plupart des observateurs de marché que les taux à 10 ans sont en repli depuis leur long pic du début des années 1980, et de manière assez linéaire. Les baisses de 30 points de base en moyenne sur les 30 dernières années ont fait chuter le taux à 10 ans de son niveau de 10% en 1987 à 2,40% aujourd'hui.



Source: Bloomberg.

Aujourd'hui, cette méga tendance baissière, souvent testée, pourrait rompre. Le point culminant de cette ligne se situe actuellement à 2,55% - 2,60% ; au cours des dernières semaines, ce niveau a tenu, puis la courbe s'est inversée, baissant d'environ 15 points de base. MAIS..... Et il s'agit ici de ma seule projection pour le taux à 10 ans en 2017. Si les taux cassent à la hausse le niveau de 2,60% – autrement dit si les rendements dépassent le niveau de 2,60%, un « bear market » durable aura débuté pour les marchés obligataires. Gardez un œil sur le niveau de 2,60%. Il est beaucoup plus important que le Dow à 20 000 points. Beaucoup plus important que le pétrole à 60\$ le baril, ou que la parité Euro/Dollar à 1.00. Ce chiffre est la clé qui déterminera les niveaux de taux d'intérêt et peut-être des cours actions en 2017.

C'est donc lui qui déterminera si les 12 prochains mois seront des moments de bonheur et/ou de désespoir pour les investisseurs.

*Cependant, lorsque les fondamentaux prêtent à confusion, les indicateurs techniques peuvent venir à la rescousse - et c'est ici que la méga tendance baissière des trois dernières décennies sur les taux à 10 ans peut devenir cruciale*

**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. 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.