



JANUS CAPITAL®
Group

Investment Outlook

de Bill Gross

Juillet 2016



Un simple jeu

Si seulement les directeurs et les Présidents de la Fed avaient de meilleures notions en Monopoly, et s'ils étaient un peu moins calés sur les modèles historiques et obsolètes comme la règle de Taylor et la courbe de Phillips, alors notre économie et ses perspectives futures seraient peut-être en meilleure forme. Ce qui ne veut pas dire que le Monopoly peut faire toute la lumière sur les problèmes liés à notre stagnation économique. Le Brexit et l'essor des mouvements populistes montrent clairement que la possibilité d'une dé-mondialisation (moins de commerce, d'immigration et de croissance économique) joue un rôle. Les éléments structurels que je mentionne depuis 2009 dans ma thèse de la Nouvelle Normalité ont également un rôle significatif à jouer : population vieillissante, dette excessive, et avancées technologiques – y compris la robotisation destructrice d'emplois, sont responsables d'une croissance réelle du PIB américain qui plafonne à 2%, au lieu des 4-5% de la dernière décennie. Mais tous ces éléments ne sont que des propriétés sur un paysage économique global qui est particulièrement bien symbolisé par un jeu de Monopoly. Dans ce jeu, les capitalistes se déplacent autour de la planche, achètent des biens immobiliers, payent des loyers, et surtout passent par la case Départ et récoltent 200\$ à chaque tour. Et c'est cette somme de 200\$ de liquidités (correspondant dans le contexte économique à du nouveau « crédit ») qui est responsable de la santé de notre économie financière. Sans nouveau crédit, la croissance économique s'inverse et les « faillites » des joueurs deviennent plus probables.

Mais retournons au début du jeu, au moment où les banques distribuent les billets et les joueurs jettent leurs premiers dés. La banque – qui n'est pas la banque centrale, mais le système bancaire privé – distribue 1500 \$ à chacun. L'objectif est d'acquérir des biens immobiliers à un bon prix et de développer son patrimoine par l'achat de maisons et d'hôtels. Mais le joueur doit disposer d'une réserve de liquidités au cas où il ou elle tombe sur les rues des autres joueurs et doit leur verser un loyer. Donc il arrive un moment où le processus de développement économique, représenté par la construction de maisons et d'hôtels, ralentit. On ne peut pas continuer à acheter des maisons si l'on sait que l'on va devoir payer des loyers aux autres joueurs. Vous aurez besoin de cash ou de « crédit » et vous avez déjà dépensé une grande partie de vos 1500 \$ en achetant des biens.

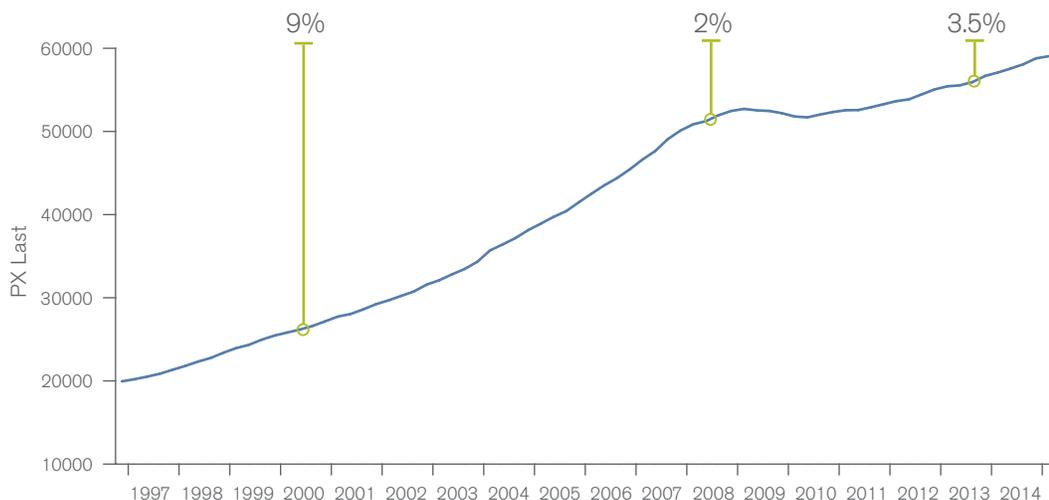
Le système continue de générer 200 \$ par joueur à chaque passage, mais cela ne suffit pas à maintenir la croissance du PIB réel au même rythme.

Dans une certaine mesure, la croissance peut se poursuivre pour tous les joueurs mais à un rythme plus lent – l'économie décélère car les joueurs ont plus de levier, mais elle continue à progresser grâce aux 200 \$ que chacun reçoit en passant par la case Départ. Mais c'est là que le bât blesse. Au Monopoly, le crédit de 200 \$ ne change jamais. Le montant est toujours le même. Si les règles ou le système autorisaient une augmentation à 400 \$ ou même à 1000 \$, alors les joueurs pourraient continuer à construire et à faire croître l'économie, sans risque de crise de liquidité ou de crédit. Mais ce n'est pas le cas. Les règles qui fixent la somme de la case Départ à 200 \$ garantissent qu'à un moment donné, le joueur qui n'a pas fait d'achats judicieux ou qui n'a pas gardé suffisamment de liquidités finira par sombrer. Les faillites commencent. Le jeu de Monopoly, qui au début était si enivrant grâce à ses 1500 \$ et à ses 200 \$ réguliers qui assuraient l'accumulation d'actifs et la croissance économique, devient soudain plus menaçant et compétitif. C'est maintenant le moment du « chacun pour soi » – sachant que certains des joueurs ne survivront pas.

D'accord. Mais quelle est la pertinence vis-à-vis de l'économie financière actuelle ? La Fed n'a-t-elle pas imprimé 4 trillions \$ de billets, tout comme la BOJ et la BCE ? Les banques centrales n'ont-elles pas effectivement augmenté les 200 \$ de la case Départ d'un montant suffisant pour faire durer le jeu ? Pas vraiment. Car dans l'économie moderne d'aujourd'hui, les banques centrales sont en réalité les « caisses de communauté » et non la banque. Elles ont beaucoup, beaucoup d'argent à leur disposition mais seulement si le système privé – les vrais banquiers de l'économie – décide de l'utiliser et de faire gonfler le « crédit ». Si les banques ne prêtent pas, soit parce qu'elles ne veulent pas prendre le risque, soit parce que les entreprises et les investisseurs privés ne souhaitent pas s'endetter, alors la croissance du crédit n'accélère pas. Le système continue de générer 200 \$ par joueur à chaque passage, mais cela ne suffit pas à maintenir la croissance du PIB réel au même rythme et à empêcher certaines entreprises/ménages de faire faillite.

C'est ce qui se passe aujourd'hui, et ce qui s'est passé ces dernières années. Comme le montre le graphique 1, la croissance du crédit – qui s'élève en moyenne à 9% par an depuis le début du siècle, arrive à peine à 4% en rythme annualisé sur la plupart des trimestres. Et pourquoi cela ne suffit-il pas ? La preuve est dans les chiffres de PIB annualisés, ici et ailleurs dans le monde. Un système économique fortement endetté dépend de la création de crédit pour sa stabilité et sa longévité ; or aujourd'hui sa croissance est sous-optimale. Oui, les éléments structurels mentionnés plus haut expliquent en partie cette situation. Mais le crédit est l'huile qui lubrifie la chaîne et le moteur qui propulse le système – et lorsque le système privé (en non la banque centrale) ne parvient pas à faire croître le crédit, alors la croissance économique s'enlise, voire passe en négatif*.

Chart I: Annualized U.S. Credit Growth



Source: Federal Reserve, Bloomberg.

*To elaborate just slightly, total credit, unlike standard "money supply" definitions include all credit or debt from households, businesses, government, and finance-based sources. It now totals a staggering \$62 trillion in contrast to M1/M2 totals which approximate \$13 trillion at best.

Certains lecteurs sont peut-être familiers avec la formule axiomatique de $(M V = PT)$, ce qui en langage clair signifie la masse monétaire x la vitesse de circulation de la monnaie = PT ou Produit Intérieur Brut (vous me pardonnerez cette simplification mais je souhaite être bref). En d'autres mots, la masse monétaire ou la croissance du crédit n'est pas le seul déterminant du PIB. La vitesse de circulation de cette masse monétaire ou de ce crédit est également importante. A l'instar d'un petit commerce, la rotation de l'inventaire est critique pour générer des bénéfices et dans notre cas, la rotation du crédit est essentielle au PIB et à la croissance du PIB. Sans vouloir trop insister sur ce point, la vitesse de circulation du crédit est dopée par des taux d'intérêt de plus en plus bas. Ainsi, au cours des 5-6 dernières années post-Lehman, comme le système privé n'a pas engendré suffisamment de croissance de crédit, les taux d'intérêt de plus en plus bas ont accéléré la vitesse de circulation et donc le PIB (quoique modestement). Aujourd'hui, alors que les rendements sont proches de zéro et négatifs sur 10 trillions \$ de crédit souverain à l'échelle mondiale, la contribution de la vitesse de circulation à la croissance du PIB touche à sa fin et pourrait même être génératrice de croissance négative, comme je le répète depuis quelques années. Notre système financier fondé sur le crédit commence à tousoter – et les actifs risqués en sont le reflet, même si la plupart des joueurs (y compris les banques centrales) ne savent pas trop comment se joue le jeu. Demandez à Janet Yellen, par exemple, ce qui impacte la vitesse de circulation du crédit, ou même quelle est la somme totale de crédit présente dans le système. Sa réponse hésitante ne vous satisfera sans doute pas. Ces gens-là n'acceptent pas que le Monopoly soit le modèle fonctionnel du système financier moderne. Ils croient à Taylor et Phillips et s'inquiètent d'une inflation future, car nous nous approchons du « plein emploi ». Ils vénèrent de fausses idoles.

Pour être honnêtes, l'aspect fiscal de notre système actuel a été non-existant. Nous ne sommes pas tous morts, mais Keynes l'est très certainement. Tant que les gouvernements ne pourront pas dépenser de l'argent et remplacer « les esprits animaux » qui manquent au secteur privé, alors la planche de Monopoly et la faible croissance du crédit s'effacent comme arme pour combattre la déflation future. Mais les investisseurs ne doivent pas avoir des attentes trop irréalistes en matière de dépenses publiques à ce stade. Je prévois au mieux un plafonnement des cours sur les actifs risqués (actions, obligations high-yield, private equity, immobilier) et au pire, des performances négatives en fin d'année. Ces déceptions doucheront les espoirs d'investisseurs pensant encore pouvoir générer des performances en ligne avec les niveaux historiques. Aujourd'hui, il vaut mieux penser au retour « de » votre argent plutôt qu'au retour « sur » votre argent. Notre économie « Monopolistique » requiert de la création de crédit ; or si celle-ci reste faible, les futurs perdants seront de plus en plus nombreux.

La masse monétaire ou la croissance du crédit n'est pas le seul déterminant du PIB mais la vitesse de circulation de cette masse monétaire ou de ce crédit est également importante.



Issued in: (a) Europe by Janus Capital International Limited ("JCIL"), authorised and regulated in the U.K by the Financial Conduct Authority; (b) Dubai by JCIL authorised and regulated by the Dubai Financial Services Authority as a Representative Office and; (c) Switzerland by Janus Capital (Switzerland) LLC, authorised and regulated by FINMA.

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 Australia, for wholesale client use only; In Taiwan R.O.C and the PRC, 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 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.

This document does not constitute investment advice or an offer to sell, buy or a recommendation for securities, other than pursuant to an agreement in compliance with applicable laws, rules and regulations. Janus Capital Group and its subsidiaries are 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. As with all investments, there are inherent risks that each individual should address.

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. 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.

This document relates to a financial product which is not subject to any form of regulation or approval by the Dubai Financial Services Authority ("DFSA").

The DFSA has no responsibility for reviewing or verifying any prospectus or other documents in connection with this financial product. Accordingly, the DFSA has not approved this document or any other associated documents nor taken any steps to verify the information set out in this document, and has no responsibility for it.

The financial product to which this document relates may be illiquid and/or subject to restrictions on its resale. Prospective purchasers should conduct their own due diligence on the financial product.

If you do not understand the contents of this document you should consult an authorised financial adviser."

This document may not be distributed in the Kingdom of Saudi Arabia except to such persons as are permitted under Article 20(4) of the Securities Business Regulations issued by the Saudi Arabian Capital Market Authority, and as such need not comply with the requirement under Article 17 of the said regulation which requires that a securities advertisement be made by, or the contents of which be approved by, a CMA Authorised Person.

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 No. 4/74) or the Capital Market Law of Oman (Royal Decree No. 80/98), or an offer to sell or the solicitation of any offer to buy non- Omani securities in the Sultanate of Oman, as contemplated by Article 6 of the Executive Regulations to the Capital Market Law (issued by Ministerial Decision No. 4/2001). In the Sultanate of Oman this presentation is strictly private and confidential. It is being provided to a limited number of sophisticated investors solely to enable them to decide whether or not to make an offer to the Fund to enter into commitments to invest in the Partnership Interests upon the terms and subject to the restrictions set out herein and may not be reproduced or used for any other purpose or provided to any person other than the original recipient. Additionally, this presentation is not intended to lead to the making of any contract within the territory of the Sultanate of Oman.

The Capital Market Authority and the Central Bank of Oman take no responsibility for the accuracy of the statements and information contained in this presentation or for the performance of strategy nor shall they have any liability to any person for damage or loss resulting from reliance on any statement or information contained herein.

This presentation has not been approved by the Central Bank of Bahrain which takes no responsibility for its contents. No offer to the public to purchase any form of product or service will be made in the Kingdom of Bahrain and this presentation is intended to be read by the addressee only and must not be passed to, issued to, or shown to the public generally.

This document and the information contained herein, does not constitute, and is not intended to constitute, in any way, shape or form, a public or private offer of securities or financial services in the United Arab Emirates and accordingly should not be construed as such. The contents of this piece have not been approved by or licensed or registered with the UAE Central Bank, the Securities and Commodities Authority or any other relevant licensing authorities or governmental agencies in the UAE. This document is for the use of the named addressee only and should not be given or shown to any other person (other than employees, agents or consultants in connection with the addressee's consideration thereof). No transaction will be concluded in the UAE.

This document is not for general circulation to the public in Kuwait. The contents of this document have not been approved by the Kuwait Capital Markets Authority or any other relevant Kuwaiti government agency. No private or public offering of any products or services is being made in Kuwait, and no agreement relating to the sale of any products or services will be concluded in Kuwait. No marketing or solicitation or inducement activities are being used to offer or market the products or services in Kuwait.

For Institutional/ qualified distributors use, authorised persons and wholesale client Only. Not for public viewing or distribution.

Past performance is not a guarantee of future results. There is no assurance that the investment process will consistently lead to successful investing.

The opinions are those of the authors are subject to change at any time due to changes in market or economic conditions. The comments should not be construed as a recommendation of individual holdings or market sectors, but as an illustration of broader themes.

Statements in the brief that reflect projections or expectations of future financial or economic performance of a strategy, or of markets in general, and statements of any Janus strategies' plans and objectives for future operations are forward-looking statements. Actual results or events may differ materially from those projected, estimated, assumed or anticipated in any such forward-looking statement. Important factors that could result in such differences, in addition to the other factors noted with forward-looking statements, include general economic conditions such as inflation, recession and interest rates.

Janus is a registered trademark of Janus Capital International Limited. © Janus Capital International Limited. LQ-0216(4-T)0217 EAPM Inst