



JANUS CAPITAL®
Group

Investment Outlook

de Bill Gross

Juin 2016

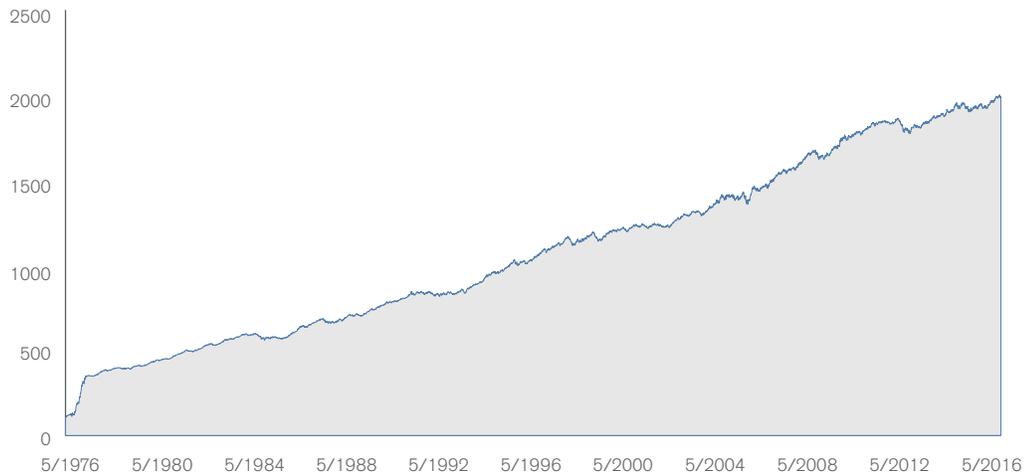


Bon Appetit!

L'économiste Joseph Schumpeter a fait remarquer dans son analogie de la mobilité sociale que « les plus belles chambres dans le grand hôtel du capitalisme sont toujours occupées, mais jamais par les mêmes clients ». Il n'y a pas de client star, dit-il – un jour vous êtes le roi, et ensuite, vous prenez une autre chambre. Si l'observation de Schumpeter peut concerner chacun d'entre nous, et je m'inclus dans le lot, je pense qu'elle s'applique également aux marchés, aux différentes classes d'actifs et à ce que les investisseurs connaissent sous le nom de « portage » ou « carry ». Ce sujet sera mon thème du jour. Je l'aborde en contemplant l'Océan Pacifique, du 14^{ème} étage des bureaux de Janus – ce n'est pas vraiment un penthouse, mais il y avait de la place dans les étages supérieurs et j'ai toujours apprécié les belles vues. Quoi qu'il en soit, l'objet de cette édition des Perspectives sera d'observer que toutes les formes de « portage » sur les marchés financiers sont compressées, entraînant des cours artificiellement élevés et une distorsion du risque futur par rapport au rendement potentiel qu'un gérant doit prendre en compte.

Les gérants chevronnés, actifs sur les marchés depuis plusieurs décennies, reconnaissent que leur « ère » a été formidable, même s'ils ont souvent eu chaud – notamment durant la crise de Lehman Brothers, la chute du NASDAQ 5000, ou la crise de l'Épargne et du Crédit au début des années 1990 etc. Le Graphique 1 représente le parcours des marchés obligataires. Depuis le lancement des indices obligataires Barclays Aggregate ou Lehman en 1976, les performances moyennes annuelles générées par les investisseurs prudents s'élevaient à 7,47%, avec curieusement peu de volatilité. L'observation de ce graphique peut étonner plus d'un, moi-même compris, au vu de cette croissance régulière de richesse, malgré de forts épisodes baissiers, lorsque les rendements sur les bons du Trésor ont atteint 15% au début des années 80 et étaient connus sous le nom de « certificats confiscatoires ». Le graphique prouve le contraire, car lors de la baisse des cours obligataires, la progression constante des rendements annuels a permis de lisser les pertes et même de générer des performances positives durant les plus grands « bear market », comme en 1979-1984, ou plus récemment pendant le « taper tantrum » de 2013. C'est plutôt remarquable, non ? Un Sherlock Holmes qui chercherait à discréditer cette thèse aurait du mal à identifier des périodes de 12 mois durant lesquelles les obligations investment grade auraient généré des résultats négatifs.

Graphique I: Barclays Capital U.S. Agg Total Return Value Unhedged



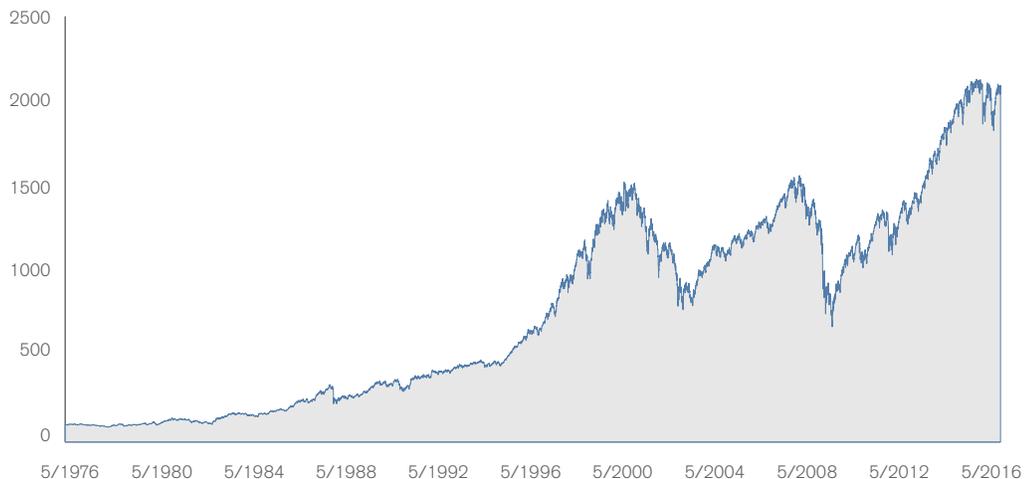
Source: Bloomberg

Mais ce que je retiens de ces observations reste que cette période de 40 ans a été assez remarquable, un évènement rare, un cygne gris - à défaut d'être noir, que l'on ne reverra jamais.

La route a été plus agitée pour les actions, mais les performances annuelles (dividendes compris) ont été supérieures de plus de 3% à celles des obligations investment grade, comme le montre le graphique 2. C'est dans la nature des choses : les actions affichent davantage de volatilité, mais des performances supérieures. Mais ce que je retiens de ces observations reste que cette période de 40 ans a été assez remarquable, un évènement rare, un cygne « gris » - à défaut d'être noir, que l'on ne reverra jamais. Dans un contexte de taux d'intérêt proches de zéro, et désormais négatifs dans de nombreuses économies développées, la probabilité d'obtenir des performances à deux chiffres sur les marchés actions, et de plus de 7% sur les obligations, est proche de 5 ou 6-sigma, pour faire plaisir aux fans de loi normale. En d'autres mots, vous avez plus de chances de profiter d'un épisode similaire aux 40 dernières années sur Mars que sur notre bonne vieille planète bleue. Les plus belles chambres du grand hôtel des marchés financiers resteront peut-être occupées par les classes d'actifs les plus attrayantes en termes relatifs. Mais le prix de la chambre est très cher et la vue du penthouse est pour le moins brumeuse – en d'autres mots, le risque est élevé.

Je me permets d'emprunter les résultats d'une analyse excellente réalisée par une autre société de gestion, qui occupe les beaux étages de l'hôtel des marchés depuis maintenant de nombreuses années. Ben Inker, chez GMO, à l'occasion de sa lettre aux investisseurs du 1er trimestre 2016, explique que s'il est clair qu'un bon du Trésor à 1,85% détenu pendant 10 ans

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



Source: Bloomberg

offrira un rendement d'environ 1,85%, il est beaucoup moins intuitif de savoir que le rendement sur une stratégie dynamique « à maturité constante », qui maintient une durée fixe sur un portefeuille de type Barclays Aggregate et affiche un rendement de 2,17%, générera sans doute une performance comprise entre 1,5% et 2,9% sur la période de 10 ans, même si les rendements doublent ou tombent à 0% en fin de la période. La performance historique de 7,5% sur 40 ans est justement passée dans le registre de l'Histoire. Pour retrouver ce niveau, il faudrait que les rendements chutent à -17% ! Quelqu'un a des billets pour Mars ?

La situation pour les actions est bien entendu plus complexe, avec différentes possibilités liées à des facteurs de croissance, aux ratios de PER et aux politiques de soutien déployées par les Etats, sous forme de QE au Japon, en Chine et ailleurs. Mais les actions de cette même planète Terre sont fortement corrélées aux rendements obligataires. Si vous osez le faire, ajoutez une « prime actions » historique de 3% à l'hypothèse de GMO sur les obligations, et vous obtiendrez une fourchette de 4,5 - 5,9% sur les 10 prochaines années. Croyez-moi, il faudra sonner une corne de brume avant d'émettre ces anticipations, au regard des distorsions économiques et de marché actuelles. Le capitalisme est entré dans une nouvelle ère dans cette période post-Lehman, provoquée par des politiques monétaires invraisemblables et des transitions structurelles négatives qui créent des risques pour les prévisions de croissance et la trajectoire linéaire des gains de productivité.

Voici le résumé de ma position : pendant plus de 40 ans, les performances financières et la génération d'alpha des gérants de portefeuille « penthouse » ont été dopées par la baisse des taux d'intérêt, la mondialisation du commerce et la forte expansion du crédit – c'est-à-dire, l'endettement. Ces tendances arrivent en fin de course, parfois simplement car elles ne peuvent pas aller plus loin. Les performances historiques ont été fondées sur le levier et la capture du « portage » (carry), qui ont permis de générer des rendements et des gains en capital attrayants. Il est très peu probable que cette situation se reproduise ; elle est même impossible, à moins d'être un ami d'Elon Musk et d'avoir le courage de décoller vers Mars. Vous n'aurez pas ce type d'opportunités sur Terre.

Le « portage », dans quasiment toutes ses formes, est compressé et comprend plus de risque que de rendement potentiel. Je précise :

- La durée est clairement à risque dans les marchés qui génèrent des rendements négatifs. Un rendement négatif de -0.25% sur un Bund allemand à 5 ans ne produit rien que des pertes d'ici 5 ans. Un rendement de 45 points de base sur une obligation japonaise à 30 ans offre un « carry » actuel de seulement 40 pb par an, pour un risque de durée de quasiment 30 ans. Soit un ratio de Sharpe de 0,015 au mieux et si les taux progressent même de 2 pb, l'investisseur perd l'intégralité de son rendement annuel. Même les Bons du Trésor à 10 ans affichant des niveaux de « carry » relatifs aux taux monétaires de 125 pb comportent des vents contraires du même ordre en termes de durée. L'allongement des maturités dans une optique de portage est un jeu qui n'en vaut pas la chandelle.
- De la même façon, le risque de crédit ou le « carry » sur le crédit « corporate » offre trop peu de rendement par rapport aux pertes potentielles. Sans entrer trop dans le détail, la rémunération qu'offre une obligation d'entreprise à 5 ans de qualité investment grade sur les 12 prochains mois n'est que de 25 points de base. La courbe des taux sur le crédit IG CDX offre un spread de 75 bp pour une durée d'engagement de 5 ans, mais les performances attendues sur les 12 prochains mois ne sont que de 25 pb. Un investisseur ne peut gagner davantage que si la courbe du crédit à terme – tout comme la courbe des taux – ne se réalise pas.
- Volatilité. Il est possible de générer du « carry » en vendant de la volatilité dans de nombreux segments. Tout investissement moins long ou moins solvable qu'un Bon du Trésor à 90 jours est vendeur de volatilité, que le gérant de portefeuille s'en aperçoive ou non. Tout comme le VIX ®, le « Move Index » sur les Bons du Trésor est proche de son plus bas historique, ce qui signifie que les positions vendeuses en volatilité pure, voire sous d'autres formes via la durée ou le crédit, sont peu rémunératrices.
- Liquidité. Les spreads sur les investissements illiquides se sont resserrés à des niveaux historiquement faibles. Il est possible de mesurer la liquidité sur le marché des Bons du

Pendant plus de 40 ans, les performances financières et la génération d'alpha des gérants de portefeuille « penthouse » ont été dopées par la baisse des taux d'intérêt, la mondialisation du commerce et la forte expansion du crédit – c'est-à-dire, l'endettement.

Trésor grâce aux spreads entre les émissions « off the run », ou anciennes, et les titres « on the run », plus récentes. Ce spread est quasiment inexistant, ce qui signifie qu'il n'y a plus de « carry » associé aux Bons du Trésor moins liquides. Même constat avec les CDS sur la dette d'entreprise comparés à leurs équivalents monétaires moins liquides. Une situation visible également dans les « décotes » sur les valeurs liquidatives des fonds fermés. Ces décotes sont historiquement serrées, traduisant un « carry » très faible malgré le risque lié à une position relativement peu liquide.

Le nœud du problème est que le « carry », quelle que soit sa forme, semble très faible par rapport au risque. La même observation peut être faite sur les actions, les actifs immobiliers, ou sur tout instrument qui a un PER, un taux plafond, ou qui est lié aux valorisations actuelles en raison de l'actualisation des flux de trésorerie futurs. S'ils souhaitent occuper les futurs penthouse des marchés, les gérants d'aujourd'hui – ainsi que leurs clients – vont devoir commencer à regarder ailleurs. Les performances seront faibles, le risque sera élevé et à un moment ou à un autre, « l'Investisseur Avisé » devra admettre que nous sommes maintenant entrés dans une nouvelle ère, avec de nouvelles conditions, qui requièrent une nouvelle approche. Des durations négatives ? Des positions neutres ou vendeuses sur le crédit d'entreprises ? Des positions longues et non pas vendeuses sur la volatilité ? Privilégier la liquidité avec de grosses poches de cash ? Ce sont toutes des stratégies de portage potentiellement négatives, mais qui peuvent, à un moment donné, capter des gains, ou au minimum, préserver le capital. Un investisseur doit bien se nourrir avant d'inverser sa stratégie de gestion - mais il va devoir étudier attentivement le menu proposé par le « room service » des penthouses, composé de sources alternatives de portage, s'il ne veut pas mourir de faim. Ce qui signifie d'accepter certaines classes d'actifs affichant un « carry » positif, avec le moins de risque possible. Mais un jour, dans un avenir proche, lorsque les politiques monétaires inadaptées et les vents contraires structurels auront eu leurs effets délétères, ces délicieuses frites au « carry » riche et calorique se refroidiront et seront vite jetées aux ordures. Bon appétit !



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