



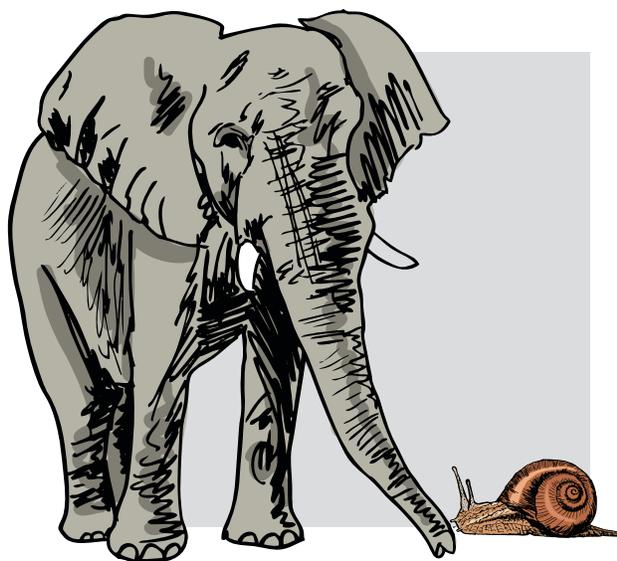
JANUS CAPITAL  
Group

# Investment Outlook

de Bill Gross

Septembre 2015

## Une question de taille



Vous savez, tout est une question de taille. Les joueurs de basket ou de football américain, voire l'allusion plus populaire mais un peu osée à la chambre à coucher, viennent confirmer cette observation ... Bien qu'avec l'âge, je dois reconnaître que le basket et le football perdent de leur importance (nous nous comprenons). Mais c'est la notion de taille et sa pertinence dans le monde animal qui m'intéresse tout particulièrement. Randy Newman a déclenché les foudres et essuyé de nombreuses huées il y a trente ans avec sa chansonnette sur les « Petits » - "Short people got no reason, short people got no reason to live" fredonnait-il. Les personnes

de taille modeste étaient enragées et les grands riaient, tandis que le monde continuait à tourner en privilégiant la taille – dans ce cas précis, mesurée de la tête aux pieds. En raison de la nature extrême de cette parodie, je doute que Randy Newman exprimait une opinion ; il nous incitait plutôt à réfléchir. Et encore, il était (et reste) certainement plus Bouddhiste que fasciste. Mais je ne parle pas de la taille des personnes ici, mais de celle des animaux les plus ordinaires.

Je ne suis pas ce que l'on pourrait appeler un grand défenseur des animaux. Certes, j'ai eu des chiens formidables, et un chat assez célèbre prénommé Bob ; mais dans l'ensemble je me définirais comme quelqu'un qui respecte la vie, et non comme un réel amoureux de félins ou de canins. Cependant, la taille de l'être vivant semble avoir un effet sur mon degré de compassion, que je ne saurais vraiment expliquer. Commençons tout en haut de l'échelle et vous verrez si vous ressentez également ce biais. Les éléphants, les girafes, les baleines. De bonnes vibrations ? Bien sûr. Qui ne les aime pas ? Ils sont intelligents, élégants avec leurs longs cous, ou symboles d'une puissance et d'une force bénigne. Vous les tueriez ? La réponse serait quasi-unanimement négative – tant que vous ne vous appelez pas Capitaine Achab ou que vous n'êtes pas propriétaire d'une entreprise de safari, le « Grand Chasseur Blanc ». Mais passons maintenant aux plus petits : les fourmis, les escargots, les vers de terre. Alors, toujours aussi enthousiastes ? Pas tant que ça je présume, puisque nous avons presque tous éliminé un grand nombre de ces bestioles sans une seule arrière-pensée. Oui je sais qu'elles rentrent dans nos cuisines, et laissent des trainées

L'ampleur des mouvements de marché observés en août sur les actions internationales n'est qu'un signal parmi d'autres indiquant que l'économie mondiale, notamment en Chine, est malade.

sur nos pelouses et nos allées – ce que les baleines ne font pas, certes. Mais un être vivant reste un être vivant, qu'elle que soit sa taille. Voyez-vous où je veux en venir ? Nous voici face à un exercice de gymnastique intellectuelle. Si la taille est un facteur important, celui-ci ne devrait peut-être pas compter autant lorsqu'il s'agit d'organismes vivants. Les petits êtres ont autant le droit de vivre que les grands - Newman aurait certainement été d'accord. Ne me méprenez pas, je ne milite pas pour l'abolition de Rentokil. Mais je trouve intéressant que plus les animaux sont grands, plus nous semblons les aimer, et plus ils sont petits, plus nous sommes indifférents.

Si le facteur taille semble important dans certains aspects de la vie, c'est certainement le cas sur les marchés financiers. L'ampleur des mouvements de marché observés en août sur les actions internationales n'est qu'un signal parmi d'autres indiquant que l'économie mondiale, notamment en Chine, est malade. Mais également le calendrier et la « taille » finale du cycle de resserrement des conditions monétaires de la Fed, en faveur duquel je plaide depuis longtemps, et qui semble maintenant destiné à arriver trop tard et à être trop faible. Trop tard, car la Fed a probablement raté sa fenêtre d'opportunité début 2015, et trop faible au regard de mon concept d'une « nouvelle neutralité » des taux d'intérêt. Ces derniers devraient se situer autour de 2% en nominal – des niveaux qui seraient anxiogènes pour les marchés, qui s'auto-infligeraient dans la foulée une nouvelle « instabilité financière ». En revanche, la Fed semble insister sur la hausse programmée des taux directeurs, ne serait-ce que pour prouver que le chemin vers la « normalisation » peut commencer. La banque centrale devrait procéder à ces hausses, mais le langage employé lors de la réunion de septembre va devoir être tellement prudent que la probabilité d'une remontée des taux « en une fois » est de plus en plus forte – du moins pour les six prochains mois. La Fed commence à reconnaître que ces six années de taux proches de zéro ont eu des effets négatifs sur l'économie réelle, détruisant les modèles économiques historiques essentiels au capitalisme comme les fonds de pension, les sociétés d'assurance et la simple envie de faire des économies. Si l'épargne s'assèche, alors son jumeau, l'investissement, dégringole à son tour et avec lui, la productivité à long-terme. Ce déclin a été observé aux Etats-Unis mais également à travers le monde.

Ce déséquilibre observé entre l'épargne/investissement et la consommation n'est pas le seul monstre de Frankenstein créé par les taux d'intérêt à zéro. Au cours des six dernières années, et peut-être en moyenne historique depuis le début du 21ème siècle, les rendements artificiellement bas ont alimenté les marchés financiers et ont impacté l'économie réelle de plusieurs façons. Or ces dernières sont peu évoquées dans la presse financière, et encore moins à Washington, Londres, Bruxelles ou Tokyo. Je les énumère dans la liste suivante sans élaborer, ne serait-ce que par manque de place. Sur ce sujet, être bref me semble une bonne approche.

## L'économie réelle mondiale et les déséquilibres financiers

1. Croissance économique mondiale – pays dépendants des matières premières et pays non-dépendants
2. Devises
3. Taux directeurs et courbe des taux prospective
4. Politiques monétaires et budgétaires
5. Balance des paiements/balances commerciales
6. Niveaux d'endettement
7. Démographie dans différents pays
8. Ecart de risque entre les actions et la dette – bulles financières

D'autres exemples peuvent vous venir à l'esprit, mais je veux être clair. La colonne vertébrale de l'économie mondiale est tellement tordue qu'elle a besoin d'un redressement majeur. Dans ce cas présent, même les meilleurs ostéopathes ne s'y essaieraient pas. Et une hausse « en une fois » des taux par la Fed ne la redresserait pas non plus. Ce sont des orientations politiques majeures, internationales et coordonnées qui sont requises ; celles-ci privilégieraient les dépenses publiques à l'austérité. Elles reconnaîtraient également que la guerre des dévaluations concurrentielles n'a pas d'effet, sauf celui d'offrir un répit temporaire au problème international et généralisé causé par une « trop faible demande globale » face à « un excès d'offre globale ». C'est la demande qui doit être renforcée – oui, la Chine peut évoluer plus rapidement vers une économie axée sur la consommation – mais le monde développé a également son rôle à jouer. Ces pays doivent en effet abandonner leur obsession de l'austérité budgétaire, destructrice, et commencer à renouveler leurs infrastructures vieillissantes après plusieurs décennies d'inertie.

Mais que faire lorsque l'on est un investisseur ? Il faudra accepter que les recommandations ci-dessous relèvent du domaine des Bisounours. L'Union Européenne de Mme Merkel ne changera pas de sitôt, et Bernie Sanders ne sera pas élu Président des Etats-Unis. La politique budgétaire (et monétaire) mondiale n'est ni constructive, ni porteuse de croissance aujourd'hui, et elle ne semble pas prête à le devenir. Dans ce cas, les gains sur les marchés actions et les performances futures devraient être limités, voire négatifs. Les marchés obligataires internationaux de qualité sont peu rémunérateurs par rapport au risque de duration. Et les bonnes performances enregistrées par le private equity et les hedge funds ne vont pas se maintenir longtemps si la croissance économique mondiale reste anémique. Les liquidités, ou encore mieux les quasi-liquidités comme les obligations privées sur 1 à 2 ans sont, pour moi, les investissements offrant les meilleurs ratios rendement/risque. La rémunération est faible, mais pour citer Will Rogers durant la Grande Dépression « ce n'est pas tant le retour sur mon investissement qui m'inquiète, mais le retour de mon investissement ».

Cependant, sur le long-terme, ce n'est pas le retour de votre argent qui paiera les études de vos enfants, vos frais de santé ou votre retraite. Nous sommes donc tous face au défi suivant : les taux d'intérêt proches de zéro limitent les performances futures, mais une hausse trop forte nous emmènerait en zone rouge. Que peut-on dire de plus ? Le capitalisme « financier » et ses taux d'intérêt zéro ont créé des déséquilibres à l'échelle mondiale qui pèsent sur la croissance productive et donc sur les chances de rétablir une prospérité « normale et traditionnelle ». Que vous soyez grand ou petit, ou que votre portefeuille soit large ou modeste (large c'est mieux !), les performances ne sont pas au rendez-vous pour l'avenir proche.

- William H. Gross

La colonne vertébrale de l'économie mondiale est tellement tordue qu'elle a besoin d'un redressement majeur.

---

## A propos de Janus Fixed Income

Janus accompagne les investisseurs obligataires dans l'atteinte de leurs objectifs depuis plus de 25 ans. Notre équipe de professionnels de l'investissement s'engage à générer des performances stables recherchées par nos clients, tout en privilégiant la maîtrise du risque et la préservation du capital. Aujourd'hui nous proposons à nos investisseurs une gamme complète de stratégies obligataires qui s'articule autour de deux approches distinctes et complémentaires : un processus fondamental et bottom-up dirigé par le CIO Gibson Smith, et un processus top-down de type global macro géré par Bill Gross.



**JANUS CAPITAL**  
Group

Issued in Europe by Janus Capital International Limited, authorised and regulated by the U.K. Financial Conduct Authority and by the Dubai Financial Services Authority as a Representative Office and also issued by Janus Capital (Switzerland) LLC, authorised and regulated in Switzerland 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.

The information contained in this document has not been submitted to or approved by the China Securities Regulatory Commission or any other governmental authorities in China. Janus Capital Group and its subsidiaries are not licensed or approved to publicly offer investment products or provide investment advisory services in the PRC. This document and the information contained in it is only available to select targeted institutional investors in the PRC. Not for public distribution or use in the PRC.

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 presentation 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 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).

Additionally, this document 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.

THE CENTRAL BANK OF BAHRAIN AND THE BAHRAIN STOCK EXCHANGE ASSUME NO RESPONSIBILITY FOR THE ACCURACY AND COMPLETENESS OF THE STATEMENTS AND INFORMATION CONTAINED IN THIS DOCUMENT AND EXPRESSLY DISCLAIM ANY LIABILITY WHATSOEVER FOR ANY LOSS HOWSOEVER ARISING FROM RELIANCE UPON THE WHOLE OR ANY PART OF THE CONTENTS OF THIS DOCUMENT.

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 and 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.

This material may not be reproduced in whole or in part in any form, or referred to in any other publication, without express written permission. Send email requests to [mediarequests@csg-pr.com](mailto:mediarequests@csg-pr.com). Janus is a registered trademark of Janus Capital International Limited. © Janus Capital International Limited.

FOR INSTITUTIONAL USE, AUTHORISED PERSONS AND WHOLESALE CLIENT ONLY. NOT FOR PUBLIC VIEWING OR DISTRIBUTION

AS-0115(1)0116 EAPM Inst