



JANUS CAPITAL®
Group

Investment Outlook

de Bill Gross

Septembre 2016



L'art de trouver son swing, mais de perdre sa femme pour une balle de golf

Je commence par parler de mon swing ou de mon épouse ? Je vous taquine sur cette dernière ; mais le fait que j'ai enfin trouvé mes marques au golf à 72 ans est un sujet sérieux et qui n'a rien d'une blague. Mon jeu de golf – s'il a un jour existé – m'a quitté lorsque j'avais environ 17 ans et n'est plus jamais revenu jusqu'à récemment, lorsque les longs jours d'été m'ont incité à m'entraîner. Les heures de pratique sont en effet une solution pour corriger un slice qui m'a fait souffrir toute ma vie d'adulte – jusqu'à aujourd'hui. Mon épouse Sue, grande sportive, a prouvé que les heures d'entraînement ne sont pas forcément nécessaires pour pouvoir jouer parfaitement au golf. Il y a 25 ans, elle a réussi un le coup parfait sur le 14ème trou au Vintage Club de Palm Springs, un coup particulièrement difficile de 140 mètres et marquant le seul « trou en un » jamais réalisé par la famille Gross. Malheureusement elle a joué le trou avec une vilaine balle jaune, qui repose depuis sur sa Coupe « Trou en Un » à la maison. Cette balle est vraiment très laide, il n'y a pas d'autre mot. Mais c'est la balle qui est rentrée et donc elle repose à perpétuité sur son trophée. Même Sue, qui est beaucoup moins passionnée par le golf que moi, la considère comme une exhortation à de futurs triomphes sur le parcours. Je le sais, car à chaque fois que nous jouons un par 3, elle fouille au fond de son sac pour en sortir une belle Titleist toute blanche, la pose sur le tee avec grande précision, et effectue son swing dans l'espoir de réaliser un coup magnifique qui détrônerait le premier – ne serait-ce que pour corriger la couleur de la balle. Elle m'a laissé derrière elle dans la poussière jaune il y a bien longtemps et continuera sans doute à me battre avec une balle blanche. Même nombreuses, les heures d'entraînement ne garantissent pas le trou en un.

Sur ce thème de l'entraînement et de la maîtrise du jeu, la Présidente de la Fed, Janet Yellen bénéficie d'une longue expérience – tout comme ses prédécesseurs et ses collègues dans d'autres banques centrales. Tous ont maîtrisé l'art de la manipulation des marchés. Et non ce n'est pas une accusation irrespectueuse, mais un fait, que Mme Yellen et les autres banquiers centraux reconnaîtraient sans doute autour d'un cocktail à Jackson Hole ou à l'occasion d'autres rencontres réunissant des docteurs en économie qui auraient perdu leur chemin. Avec Mme Yellen, il n'y a pas deux poids deux mesures – seulement des décennies d'une politique orthodoxe fidèle à une règle d'or (terni) qui veut qu'en abaissant les taux, on dope les cours des actifs, et que ceci se répercute dans l'économie réelle.

Il a donc été fascinant de lire, il y a une semaine, les propos d'un loup solitaire de la Fed dans les pages d'opinion du Wall Street Journal. L'ancien Président de District de la Fed, Kevin Warsh, a rédigé un article de réflexion dont le titre est « La Réserve Fédérale a besoin de nouveaux modes de réflexion ». Malgré des

Le problème principal réside du côté des taux d'intérêt zéro ou négatifs ; non seulement ces taux n'offrent pas de « coussin d'assouplissement » en cas de récession, mais ils détruisent les modèles économiques du capitalisme.

idées surprise avancées par le Président de la Fed de San Francisco, John Williams, qui propose de fixer l'objectif d'inflation à 3% et de privilégier la croissance nominale du PIB plutôt que la croissance réelle (mais en s'appuyant néanmoins sur la même artillerie monétaire), M. Warsh rappelle la Fed à l'ordre (et par extension les autres banques centrales) et suggère qu'un « changement numérique de l'objectif d'inflation n'est pas une vraie réforme ». Cela ne représente selon lui qu'un « subterfuge visant à faire distraction par rapport aux erreurs monétaires, réglementaires et budgétaires » qui ont été faites. M. Warsh a mis en doute la sincérité de la Fed lorsqu'elle parle d'inégalité des revenus, alors qu'elle refuse d'accepter que ses politiques ont injustement renforcé l'inégalité des actifs. Il remet en cause la dépendance de la banque centrale sur les données statistiques et son refus de reconnaître le « put » de Yellen/Bernanke/Greenspan sur les marchés financiers. Il s'interroge par ailleurs sur leur capacité à maintenir ce « put » tout en lui subordonnant la définition des objectifs d'inflation et la modélisation des écarts de production. Les trois chantiers ne peuvent pas être menés en parallèle, dit-il, et un jour il faudra en payer les conséquences. « L'indépendance de la Fed est peut-être même menacée » met-il en garde, car l'opinion publique est de plus en plus méfiante vis-à-vis de ce groupe de banquiers – même s'ils sont « centraux ».

M. Warsh est quelqu'un de bien. Soit, il ne fume pas un cigare à la Volcker, mais il a dit ce qu'il pensait et a pris le risque d'être décrié par ses pairs – même ceux de l'Institut Hoover de Stanford University, où il est chercheur invité. En revanche, il n'a pas bien détaillé ce que la Fed devrait faire de différent, selon lui. Depuis plusieurs années, nous sommes plusieurs à suggérer que le problème principal réside du côté des taux d'intérêt zéro ou négatifs. Que non seulement ces taux n'offrent pas de « coussin d'assouplissement » en cas de récession, mais ils détruisent les modèles économiques du capitalisme – ceux qui dépendent de spreads de taux ou de taux d'intérêt qui permettent de générer un rendement correct sur son épargne, au lieu d'inciter aux dépenses. Ces taux très faibles permettent aux entreprises zombies de vivoter et empêchent la « destruction créatrice » de Schumpeter, reconnue par de nombreuses personnes comme la marque de fabrique du capitalisme. Le capitalisme, presque intuitivement, ne peut fonctionner correctement dans un environnement de taux proches de zéro ou négatifs. 11 trillions de dollars d'obligations à rendements négatifs ne sont pas des actifs – il s'agit de passif. Intégrez ce fait à votre objectif de cours des actifs financiers, Mme Yellen. Vous et vos pairs avez transféré 11 trillions \$ du côté gauche du bilan mondial vers le côté droit. Dans ce processus, vous avez remis à plus tard des peines de long terme en faveur de gains à court terme, dans l'espoir que votre ancien modèle parvienne à re-normaliser l'économie au cours des prochaines années. Ce qui ne sera sans doute pas le cas. Le Japon fait figure d'exemple depuis quinze ans maintenant. Depuis la crise de Lehman/2009, d'autres économies de marché développées subissent une dégradation du même type.

Les investisseurs devraient savoir qu'ils marchent sur des œufs. Le problème avec les Cassandre que nous sommes - Gross, Jim Grant et Stanley Druckenmiller parmi d'autres – est qu'ils/nous pouvons être comparés à une montre cassée qui affiche la bonne heure deux fois par jour, mais la mauvaise durant les 1438 autres minutes de la journée. Mais croyez-moi : cette montre avance en raison de l'ampleur de la dette mondiale et des politiques monétaires/budgétaires surannées qui ont pour effet d'affaiblir, au lieu de guérir, les économies réelles. Tôt au tard, le joli coup de Mme Yellen sur le fairway finira dans l'herbe longue.

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, Enhanced Investment Technologies 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 Capital Management LLC, Enhanced Investment Technologies and Perkins Investment Management LLC 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 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.

Outside of U.S.: For institutional/ sophisticated investors / qualified distributors use only. Not for public viewing or distribution.

588-15-43578 09-16