

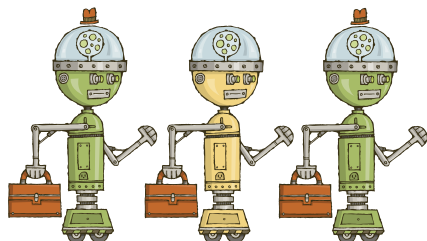


JANUS CAPITAL®
Group

Investment Outlook

de Bill Gross

Mai 2016



Choc des cultures

Un journaliste de renom m'a un jour demandé quelles étaient les grandes leçons que j'avais tirées de tout ce que nous avons vécu ces dix dernières années. Je nous ai surpris tous les deux en répondant que je comprenais maintenant que les nouvelles générations – la génération X et Y, les « Millenials » – étaient très différentes de la mienne. « De quelle façon ? » me demanda-t-il. « Ils sont connectés de manière éphémère, contrairement à nous, qui étions câblés », je répondis. Ils chérissent moins l'histoire et apprécient la nouvelle inclusion sociale ; ils préfèrent bouger que de s'installer et construire, peut-être également parce que la fidélité vis-à-vis des employeurs se réduit ; ils sont des résidents temporaires, et moins des architectes. Mais ils sont l'avenir.

Je lui explique que le challenge pour moi, Babyboomer, était de comprendre cette évolution, sans pour autant sacrifier le legs issu de ma génération, qui a rendu possibles ces changements. Le fossé intergénérationnel est une bonne métaphore – une longue distance entre les deux parois d'un gouffre. Et pourtant, je me suis dit (ayant terminé l'interview) que culturellement nous sommes très proches : nous apportons les mêmes contributions positives, parfois obsessionnelles, dans le cadre de notre travail ; nous aimons nos familles, nos animaux domestiques. Il n'y a pas de gouffre à combler de ce point de vue. Nous vivons dans une culture commune. Mais les cultures communes peuvent également se métamorphoser, et parfois rapidement, créant des écarts importants d'un jour sur l'autre. La plupart des êtres humains qui ont vécu sur terre évoluaient au sein d'une culture qui est restée constante pendant des siècles. Et pourtant, aujourd'hui, il semble que la technologie modifie les standards à l'image d'un cytoplasme, ou peut-être dans le pire des cas, d'une cellule cancéreuse. Qui peut dire si cette nouvelle forme de vie est positive ou négative ? Qui peut juger qu'une génération est moins proche de l'idéal que celle qui la suit ? C'est ainsi que je vois le fossé entre les Babyboomers et la génération X ; je reconnais que les besoins des jeunes seront satisfaits, mais pas toujours pour le meilleur.

Mais si nous comprenons cet état de fait, que pouvons-nous y faire ? Comment vivre sa vie, cette « brève chandelle » pour citer Shakespeare ? Est-ce que je devrais bouger au rythme d'une basse au lieu de celui d'un ancien tamtam ? Oserais-je danser sur une nouvelle musique étrange, avec des pas différents ? Ma réponse futile est d'aller vers l'avant. Vers l'avant – mais avec des questions difficiles. John Denver a bien résumé la situation : « S'il y a une réponse, c'est que c'est comme ça ».

Le changement fait avancer les économies, ainsi que les cultures, parfois même avant que nous n'en prenions conscience. Nous écoutons Trump et Bernie, puis Cruz et Hillary, comme si se trouvait parmi eux le Magicien d'Oz, qui nous guiderait sur la route de brique jaune pour réinsuffler de la croissance. Bien sûr, tous essaient d'émuler le Magicien. Le mantra d'Obama « Le changement auquel vous pouvez croire » ou « Je viens d'une ville nommée Espoir » de Clinton, pour ne citer qu'eux. Eisenhower était peut-être le dernier président honnête. Sa promesse de campagne était « I like Ike » et je pense que de nombreux électeurs l'aimaient bien, c'est vrai, Ike. Mais à l'époque, et certainement aujourd'hui, c'était l'économie qui évoluait, et non les déclarations électorales promettant un avenir meilleur, et il fallait plusieurs années pour que les politiques du gouvernement se concrétisent. Si Thatcher et Reagan ont lancé la « révolution » de la politique fiscale, il s'agissait en fait d'une réaction très tardive face à des années de politique gouvernementale qui avaient étouffé la croissance économique. Si la Grande Récession a mis en lumière certaines failles dans ces idéologies de marché libre, j'estime que les sept

Notre nouvelle ère économique – notamment dans les pays développés où la population vieillit - met progressivement de plus en plus de monde au chômage.

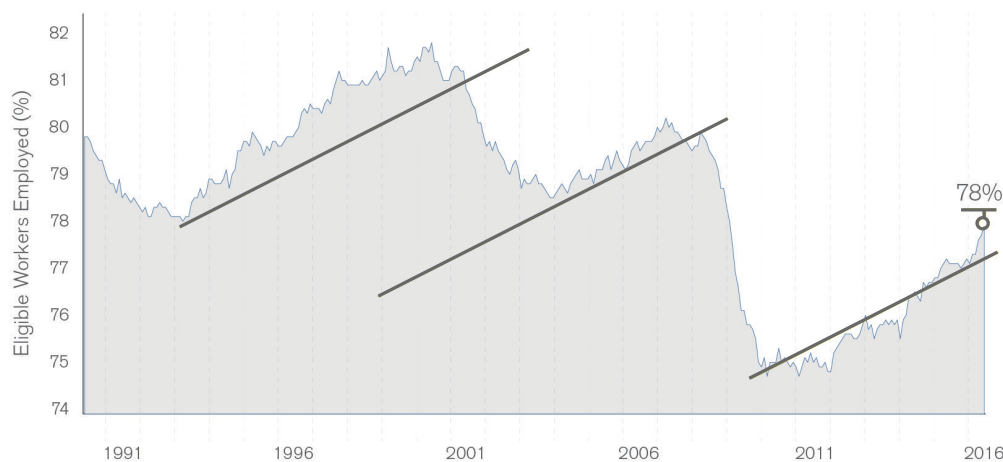
années d'Obama n'ont pas encore touché aux fissures de notre système financier mondial. Notre économie a changé, mais les électeurs et leurs représentants ne semblent pas comprendre ce qui ne va pas. Ils crient : (1) construisez un mur ; (2) équilibrez les budgets ; (3) assumez les frais de scolarité de vos enfants, ou (4) rendez le marché libre moins libre. « Tout sera réglé » disent-ils de façon discordante. Et après l'élection de novembre, un pauvre individu s'attaquera peut-être à l'une ou à plusieurs de ces démarches, dans le but d'améliorer les choses... Des batailles similaires sont menées partout dans le monde. Le Brésil et le Venezuela, qui frôlent la zone de récession ; les résultats de l'extrême gauche et droite aux élections en zone Euro ; l'Espagne sans gouvernement ; le Brexit ; le plan quinquennal chinois en évolution constante ; l'obsession japonaise d'une inflation à 2%. « Réglez tout ça et restaurez nos espoirs pour un monde meilleur » martèlent les tamtams du monde entier. A moins que ce ne soient des basses ? En tout cas ça tape fort, quel que soit le rythme générationnel sur lequel vous dansez.

Mais il y a un hic. Personne en 2016 ne s'attaque au futur tel que nous allons vraisemblablement le vivre. Et si cet avenir subit des vents contraires structurels liés à une dette excessive et au vieillissement de la population, une nouvelle bourrasque mérite peu d'attention dans les discours politiques. Dans cette édition des Perspectives, je fais référence à la technologie de l'information et à la robotisation de notre future économie mondiale. Avec l'intégration des nouvelles technologies aux modèles économiques, quasiment tous les secteurs d'activité vont nécessiter moins d'heures de travail dans les années à venir. Le transport est un exemple particulièrement visible : les véhicules pilotés par ordinateur vont bientôt prendre la place de nombreux routiers et conducteurs de bus/taxis. Des millions d'emplois vont être perdus au cours des 10-15 prochaines années. Mais la médecine, l'industrie et même les activités de service sont à risque. Les gérants de portefeuille également ! Ce ne sont plus que les ouvriers et techniciens qui sont concernés, les cadres sont également menacés par les avancées technologiques.

Le Prix Nobel l'Economie Michael Spence écrit en 2014 que « si la révolution numérique se poursuit... Il faudra peut-être repenser la structure de l'économie moderne et le rôle du travail lui-même ». Le rôle du travail ? En décodant, cela signifie « moins d'emplois ». Et si tel est le cas, comme l'écrit Andrew Stein dans Raising the Floor, un décideur politique – futur Président ou Premier Ministre – doit reconnaître que les politiques actuelles du gouvernement ont construit « une infrastructure sociale entière basée sur le concept de l'emploi, or ce concept ne fonctionne plus ». En d'autres termes, si les revenus sont redistribués aux robots technologiques, quelle qu'en soit leur forme, et plus aux êtres humains, notre culture évoluera et dans ce cas, nos politiques doivent s'adapter à ces changements. Preuve visuelle de ce changement structurel, le graphique I présente les ratios Emploi / Population des Etats-Unis au cours des dernières décennies. Voyez-vous une tendance ? 78% de la population active entre 25 et 54 ans travaille aujourd'hui, en baisse par rapport au pic de 82% atteint en 2000. Cela semble petit, mais en réalité les répercussions sont immenses. On parle ici de 6 millions de postes perdus. Pensez-vous que c'est simplement que les jeunes de la génération Y aiment vivre chez leurs parents et passer leurs journées sur des jeux vidéo ? Non, je ne le pense pas. La technologie et la robotisation sont en train de changer le monde, pour qu'il soit meilleur, mais ces tendances ne créent pas beaucoup d'emplois de qualité. Notre nouvelle ère économique – notamment dans les pays développés où la population vieillit - met progressivement de plus en plus de monde au chômage.

Chart I: Advance of the Robots, Retreat of Labor

Quelle doit-être la réponse politique ? La conversion professionnelle et l'éducation offrent une réponse pratique et figurent en tête des feuilles de route « de brique jaune » de toutes les personnalités politiques ; mais honnêtement, je crains que le jeu n'en vaille pas la chandelle. Quatre années d'études pour tous



Fonte: U.S. Bureau of Labor Statistics

permettraient de former de bons candidats à Jeopardy, mais je doute que cela crée davantage de croissance – sauf pour les Universités peut-être – ni un grand nombre de postes intéressants pour les étudiants. Non, il faudrait concentrer nos dépenses là où elles sont vraiment nécessaires – par exemple dans notre infrastructure croulante, dans la santé pour une génération vieillissante, et peut-être plus révolutionnaire, dans un Revenu de Base Universel. En effet, si de plus en plus de travailleurs vont perdre leur emploi au profit de robots, il faudra bien qu'ils puissent vivre, non ? Et si cela fait écho à une forme de socialisme, nous allons devoir nous y faire. Même Donald Trump déclare qu'il ne laissera personne sur le trottoir – une pensée Républicaine libérale au premier sens du terme. Et vous savez, ils sont vraiment dans la rue. Regardez n'importe quel centre-ville dans les Etats-Unis et vous verrez notre culture future. Pas les stades et leurs loges d'entreprises – les rues, avec les tentes et les charriots de courses. Mais le concept de revenu universel n'est pas vraiment nouveau ou étranger aux cultures capitalistes comme celle des Etats-Unis. Nous avons déjà une sorte de revenu universel « plancher » sous la forme de jetons alimentaires et de crédit d'impôt sur les revenus du travail, mais seules, ces deux mesures n'empêcheront pas le nombre croissant de chômeurs et de « sans domicile fixe » de finir à la rue. Aujourd'hui, la question n'est pas tant de savoir si le revenu universel verra le jour dans les dix prochaines années, mais plutôt quel en sera le montant et comment nous allons le financer. Vraiment. Etrangement, le concept trouve davantage de soutien auprès des libéraux que chez les conservateurs. Il est même accepté par la Silicon Valley. Avec une somme théorique de 10 000 \$ par citoyen éligible, le coût de 1-2 trillions \$ est perçu comme un gisement de revenus, pour que la population puisse consommer les nombreux produits high-tech qu'elle conçoit.

Il est possible d'augmenter les impôts pour le financer, mais laissez-moi proposer une autre option – une solution qui aurait plu à Rand Paul ou au Père Ron. Larguez les billets avec des hélicoptères. Même si cette idée semble encore plus fictive que le mur de 15 pieds de Trump, en fait c'est tout le contraire. Milton Friedman, puis Ben Bernanke, et aujourd'hui de nombreux économistes respectés, y compris le magazine conservateur The Economist, réfléchissent sérieusement à l'idée. Ces derniers n'ont pas vraiment l'intention de jeter des poignées de billets des fenêtres des hélicoptères. Plus généralement, ils sont en faveur d'une relance budgétaire, mais une relance financée sans recours à des prêts privés ou à des taxes. Cette dernière phrase est critique – « sans recours à des prêts privés ou à des taxes ». Une idée que les Démocrates comme les Républicains peuvent endosser.

A contrario, l'argent peut être imprimé par les banques centrales, comme cela a été le cas récemment. Le concept est difficile à comprendre, et c'est pourquoi les dirigeants politiques évitent d'en parler – tout comme la plupart des banquiers centraux, qui veulent préserver le caractère sacré de leurs « bilans » et l'indépendance de leurs institutions. Mais les relations d'indépendance entre les banques centrales et les gouvernements se dégradent rapidement – une nouvelle culture se forme, ne serait-ce que par nécessité. Imprimer des billets via le QE revient à mélanger la politique monétaire et budgétaire, la banque centrale et le Trésor. En réalité, cela fait 6 ans que la Fed, la BCE, la BOJ et la BOE achètent des obligations auprès de leur Trésor, afin de leur permettre d'engager des dépenses visant à soutenir leurs économies vacillantes. Les banques centrales achètent ces obligations en imprimant des billets, ou en le jetant métaphoriquement des hélicoptères – un processus qui gonfle leurs bilans. Ensuite, elles reversent les intérêts nets issus de leurs achats d'obligations en dollars ou en Yen directement à leur Trésor. En substance, l'argent ne coûte rien et n'a pas besoin d'être remboursé, tant que le processus reste ininterrompu. La banque centrale vous dira que techniquement, elle n'a pas permis à son Trésor de se financer sans frais, car elle revendra ses titres sur le marché un jour. Aucune chance ! La seule solution pour le Japon, par exemple, qui affiche une dette/ PIB de 350%, dont la plupart est détenue par la BOJ, est de prolonger continuellement les maturités à taux 0%, jusqu'à ce que les marchés privés prennent le relais. Et franchement, c'est ce qu'ils souhaitent. Les marchés mondiaux qui ont compris le système précipiteront la vente des dernières obligations souveraines japonaises, affaiblissant le Yen et créant leur inflation magique de 2% !

Cela semble trop beau pour être vrai. Allez, imprimez les billets ! Soyons honnêtes, un politique – et un banquier central – doit admettre que d'une manière ou d'une autre, il faudra payer le coût de la hausse du chômage : (1) l'une des options consiste à augmenter les impôts (pas en les baissant, Donald). (2) Une autre option serait d'émettre davantage de dette via le marché privé (pas non plus une bonne idée dans une économie fortement endettée). (3) Une troisième option serait de vendre la dette aux banquiers centraux, qui la financent à perpétuité à des taux faibles, qui sont ensuite reversés au Trésor. De l'argent gratuit ! En fait pas vraiment. Il y a toujours une note à payer, probablement sous forme d'une hausse de l'inflation – or bien sûr, c'est l'objectif affiché des banques centrales. Ce qu'elles ne veulent pas, c'est de l'ingérence, ou de devenir une agence gouvernementale par substitution. Mais il s'agit là peut-être du prix à payer pour une société civilisée, qui en raison de la robotisation, le devient de moins en moins. Lorsqu'on arrête de piloter un hélicoptère, la fin est brutale. L'alternative est une cure d'austérité d'urgence et une récession durable. Je pense que les politiques et les banquiers centraux choisiront de voler, plutôt que de s'écraser.

Non, il faudrait concentrer nos dépenses là où elles sont vraiment nécessaires – par exemple dans notre infrastructure croulante, dans la santé pour une génération vieillissante, et peut-être plus révolutionnaire, dans un Revenu de Base Universel.

Les banques privées peuvent déposer le bilan, mais une banque centrale capable de sortir des billets acceptables pour le commerce mondial, ne fera jamais défaut. J'affirme depuis longtemps qu'il s'agit d'une pyramide de Ponzi, et je reste sur ma position. Pourtant nous nous approchons d'un point de non-retour, marqué par des taux d'intérêt négatifs et par des programmes de QE portant sur des obligations privées et des actions. Néanmoins, je pense que pour l'heure, les banques centrales imprimeront encore davantage de billets d'hélicoptère grâce aux QE (peut-être même aux Etats-Unis dans un an environ) et accepteront, quoique avec difficulté, leur rôle de plus en plus secondaire dans la mise en œuvre de la politique budgétaire. Ceci permettrait aux gouvernements de se focaliser sur l'infrastructure, la santé, et l'introduction d'un Revenu de Base Universel pour les travailleurs victimes de suppressions d'emplois, entre autres besoins pressants. En parallèle, la banque centrale perdrait de son indépendance, et le mélange de politique budgétaire et monétaire, qui est discrètement en place depuis plus de 6 ans, deviendrait permanent. La Présidente Yellen, et les autres, seraient découragés par ce changement de culture. Tant pis. S'il y a une réponse, c'est que « c'est comme ça ».

Les implications pour les portefeuilles : préparez-vous à un nouveau programme de Quantitative Easing par la Fed. Les taux d'intérêt resteront plus bas plus longtemps, les cours des actifs continueront à être artificiellement élevés. A un moment, la politique monétaire créera de l'inflation et les marchés seront à risque. Pas encore, mais soyez prudents entre temps. Contentez-vous de rendements à un chiffre.

A propos de Janus Fixed Income

Janus accompagne les investisseurs obligataires dans l'atteinte leurs objectifs depuis plus de 25 ans. Notre équipe de professionnels de l'investissement s'engage à générer les 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 et un processus top-down de type global macro.



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.