



JANUS CAPITAL
Group

Investment Outlook

de Bill Gross

Mai 2015

Un Sentiment de Finitude



« Il y a l'accumulation. Il y a la responsabilité. Et, au-delà, il y a un trouble. Il y a un grand trouble ».

– Julian Barnes – *Une fille, qui danse* (*The Sense of an Ending*)

Venant de franchir le cap des 70 ans, tout comme l'auteur britannique Julian Barnes, j'ai le sens du temps qui passe et d'une fin qui se rapproche. La mort me fait peur, et provoque, comme le décrit Julian Barnes, un grand trouble. Mais pour moi, ce n'est pas la mort elle-même que je crains, mais le fait de mourir. Après tout, nous sombrons tous dans le néant la nuit tombée. Où étais-je entre minuit et 5 heures du matin ? Nulle part, à l'exception de mes rêves, aujourd'hui rares. Où étais-je durant les 13 milliards d'années qui ont suivi le Big Bang ? Je ne m'en souviens pas, mais je présume que j'y retournerai lorsque je ne serai plus de ce monde – je repartirai d'où je suis venu, inconnu, oublié et inconscient pour des milliards d'années. Mais ce qui va me manquer, c'est de savoir ce qu'il adviendra de l'humanité ; comment tout cela va-t-il se terminer ? C'est cette fin-là qui va me manquer, mais ce manque me cause un léger trouble, pas le grand trouble de Julian Barnes. C'est le fait de mourir - le processus décrit par Mitch Albom dans *La Dernière Leçon*, où les mardis avec Morrie deviennent insoutenables à l'ère de la médecine moderne et de la prolongation de la vie. Cette souffrance qu'il a connue et que la plupart d'entre nous vont connaître également dans une dégringolade ponctuée de cancers, d'AVC et d'interventions chirurgicales, qui rendent progressivement la vie moins soutenable qu'elle ne l'était il y a seulement un jour, un mois ou une dizaine d'années.

Passer le cap des 70 ans - un objectif que nous souhaitons tous réaliser, mais qui éveille également en nous des craintes. A 70 ans, nos parents sont décédés depuis longtemps, et c'est au tour de nos

La notion de « finitude » a fait l'objet de références fréquentes ces derniers mois dans le contexte des marchés financiers et du grand Bull Market qui a débuté en 1981.

frères et sœurs, de nos meilleurs amis, de célébrités et de héros sportifs de notre génération de partir, nous rappelant qu'à tout moment, nous pourrions être les suivants. Un septuagénaire lit les rubriques de nécrologie avec une certaine conscience de soi, plus que par simple intérêt. Pour certains, cette intensité accrue devrait rendre chaque moment plus précieux. Et c'est là que se situe le challenge : rendre ses instants précieux ; savourer ce qui a été accompli – famille, carrière, générosité – c'est « l'accumulation » dont parle Julian Barnes. Néanmoins, la « responsabilité » que nous portons pour le travail de notre vie devient de plus en plus lourde au fur et à mesure que nous vieillissons, et les « troubles » de plus en plus troublants avec chaque année qui passe. Et trop tôt pour chacun d'entre nous viendra « le grand trouble », et la fin d'un voyage, d'où nous sommes venus, vers où nous sommes destinés.

La notion de « finitude » a fait l'objet de références fréquentes ces derniers mois dans le contexte des marchés financiers et du grand Bull Market qui a débuté en 1981. A l'époque, les taux sur les bons du Trésor s'établissaient à 14,50% et le Dow Jones était à 900 points. Les marchés actions se sont, depuis, multipliés par 20 et des performances similaires ont été enregistrées sur les taux à 30 ans si l'on prend en compte les rendements annuels extraordinaires : une création de richesse sans pareil. C'est ainsi que les investisseurs pleinement investis ont récupéré 20 fois leurs mises initiales. Mais la métaphore exprimée par Julian Barnes pour évoquer les vies individuelles, « l'accumulation, la responsabilité, le trouble... puis le grand trouble » semble également s'adapter aux marchés de capitaux. De nombreux gérants d'actifs de renom ont tiré des sonnettes d'alarme, certains un peu trop tôt, comme je l'ai fait dans mes Perspectives (Man in the Mirror, Credit Supernova) et à d'autres occasions. Mais aujourd'hui, des gérants qui ne sont ni des optimistes convaincus, ni des pessimistes purs et durs, évoquent également la notion de « finitude ». Stanley Druckenmiller, George Soros, Ray Dalio et Jeremy Grantham, parmi d'autres, alertent les investisseurs sur le fait que le super-cycle d'investissement, amorcé il y a 35 ans, touche peut-être à sa fin. Sans forcément recommander une mise aux abris ou la liquidation des actifs, ils prévoient néanmoins des performances en berne et une probabilité croissante d'un crash à terme. De leur point de vue (et du mien), le marché haussier n'a pas 35 ans mais deux fois plus sur une échelle humaine. J'imagine que ces stratégestes, ainsi que d'autres gourous de l'investissement, épluchent leurs documents de recherche pour prévoir les prochaines « annonces nécrologiques » du monde financier, sans pour autant en connaître la date. Ils semblent dire à l'unisson : profitez de ces derniers instants haussiers ; nous ne les reverrons plus de notre vivant ; l'avenir sera fait de troubles et de faibles rendements sur les actifs financiers. Peut-être même de grands troubles si une bulle venait à éclater.

Les décideurs politiques et les acteurs « bullish » du marché, en revanche, évoquent la possibilité d'une normalisation (un retour à une croissance et à un taux d'inflation de 2% dans les pays développés) qui pourrait initialement être défavorable aux marchés obligataires, mais qui sera certainement positive pour l'emploi, les bénéficiaires et les marchés actions mondiaux. Comme je l'ai répété récemment à l'occasion de la conférence trimestrielle de l'Observatoire des Taux d'Intérêt de Grant, à New York, cette « nouvelle normalité » repose sur une notion qui voudrait, en dépit du bon sens, qu'une crise de la dette mondiale soit résolue avec encore davantage de dette. Durant cette conférence, j'ai cité une anecdote tirée de la vie quotidienne, lorsque j'ai versé de l'allume-feu liquide directement sur les braises tièdes de mon barbecue pour accélérer la cuisson de mes côtelettes. Le résultat a été catastrophique : des côtelettes carbonisées. Je crains que le même scénario ne se reproduise en politique monétaire, avec la série de QE et maintenant les taux négatifs, qui créent des bulles sur toutes les classes d'actifs.

Mais pour l'économie mondiale, qui continue de s'endetter plutôt que de se désendetter, le chemin vers la normalisation semble bloqué. Des éléments structurels, comme la Nouvelle Normalité et la stagnation séculaire, qui sont le résultat du vieillissement de la population, d'un ratio dette/PIB élevé et des mutations du marché du travail causées par les avancées technologiques, sont des phénomènes qui semblent avoir freiné la croissance réelle au cours des cinq dernières années et ils continueront de le faire. Même les trois économies les plus développées au monde – les Etats-Unis, l'Allemagne et le Royaume-Uni – n'ont enregistré qu'une croissance réelle de 2% maximum depuis la crise de Lehman Brothers. Si les trillions de dollars d'allume-feu monétaire n'ont pas réussi dans ces pays (et au Japon) au cours des 5 dernières années, pourquoi s'attendre à ce que Draghi, la BCE et la zone Euro réussissent mieux ?

En raison de cette croissance atone, des taux d'intérêt nuls et de notre difficulté à nous extraire d'une crise continue de la dette, la notion de « finitude » semble particulièrement claire pour les marchés financiers. Après avoir atteint -25 points de base, jusqu'où peut aller un marché obligataire dans la zone Euro affichant des rendements négatifs ? Moins 50 ? Peut-être, mais ensuite, à un moment donné, le bon sens doit prendre

le dessus et faire comprendre que les épargnants ne seront plus prêts à acheter des obligations avec leurs liquidités en euros, et l'investissement va se tarir. C'est drôle de penser que les obligations étaient appelées des « certificats de confiscation » au début des années 80, lorsque les rendements étaient de 14%. Comment faudrait-il les appeler aujourd'hui ? De la même manière, tous les cours des actifs financiers sont inextricablement liés aux rendements mondiaux qui servent à actualiser les flux de trésorerie futurs, ce qui crée un pic des cours à l'échelle de l'Everest, qui a été escaladé avec succès, mais qui permet difficilement de monter plus haut. Tournons la question différemment : si 3 trillions d'obligations de la zone Euro et affichant des rendements négatifs servent de base pour actualiser les gains futurs, alors jusqu'où peuvent aller les PER de la zone Euro (mais également du Japon, du Royaume-Uni et des Etats-Unis) ? Une fois qu'un investisseur a actualisé tous les flux de trésorerie futurs à un taux nominal de 0%, et parfois -2% en réel, seule une accélération de la croissance des résultats supérieure à la moyenne permettrait d'escalader un nouvel Everest encore inexploré. Mais il vaudrait mieux redescendre... A ces niveaux-là, l'oxygène, sous forme de crédit, se raréfie.

A l'occasion de la Grant's Conference, et dans d'anciennes éditions de mes Perspectives, j'ai évoqué cette notion de « finitude » en employant les mots suivants : « A quel moment notre système financier, qui repose sur le crédit, va-t-il caler ou tomber en panne ? Lorsque les actifs « investissables » ne rémunèrent plus suffisamment l'investisseur pour les risques pris. Pas immédiatement, mais à la marge, le crédit et les actifs financiers seront délaissés au profit des billets sous le matelas – au sens propre comme au sens figuré ». Nous y sommes bientôt, maintenant que les rendements obligataires, les spreads de crédit et les cours des actions ont quasiment épuisé la création de richesse financière. Un investisseur rationnel doit, en effet, avoir une notion de « finitude » - une fin qui ne serait pas une crise du type de Lehman Brothers mais plutôt la fin d'un bull market perpétuel.

Mais cet investisseur rationnel, que doit-il faire? Inspirer fortement pendant que la corde se resserre autour de son cou ? Non. Bien que les cours des actifs aient franchi leurs 70 ans en « années marché », il reste essentiel de profiter à plein des quelques choix de rendement-risque qui restent. Pourtant, si les rendements sont trop faibles, les spreads sur le crédit trop serrés et les ratios de PER trop élevés, quel portefeuille ou quelles idées d'investissement peuvent apporter de la sérénité ? C'est ici que le portefeuille et l'approche « unconstrained » trouvent leur sens. 35 années de marchés haussiers créent des habitudes bien ancrées chez quasiment tous les gérants. Dans la mesure où les gains de capitaux ont fait la part belle aux performances historiques, les gérants tendent à se focaliser là où la probabilité d'enregistrer des gains semble la plus probable. Ils font souvent abstraction du fait qu'un rendement avec un léger effet de levier, et non les gains en capitaux, sera probablement privilégié comme alternative en termes de risque-rendement. Ils oublient que les ratios de Sharpe ou d'Information, qui servent depuis longtemps comme « bulletin de notes » pour mesurer les talents de création d'alpha d'un gérant, ne sont, du moins en partie, que le résultat de la hausse prolongée des marchés. Les gérants actifs eux aussi oublient un peu trop facilement que leur secteur d'activité (et le mien) n'a pas réduit ses frais de gestion, calculés en pourcentage sur la base d'encours qui se sont multipliés de près de 20 fois depuis 1981. Ils estiment donc que leur secteur, et les personnes qui y travaillent, méritent d'être rémunérés 20 fois plus aujourd'hui pour leur talent, ou pour avoir lancé des techniques de gestion quantitatives et des dérivés au mieux déroutants, au pire destructeurs, qui ont contribué à la faillite de Lehman et à la Grande Récession.

Balivernes. Tout ceci touche à sa fin. Le bon gérant de portefeuille des 35 prochaines années sera celui qui se recentrera sur la possibilité de voir, par moments, des performances annuelles négatives et des ratios de Sharpe minuscules. Un gérant qui mettra en œuvre des choix défensifs, qui avec un peu d'effet de levier, peuvent surperformer le marché monétaire, même si ce n'est que de 300 ou 400 points de base. Un exemple que j'ai déjà cité serait une position courte sur le Bund allemand. A 0%, le coût de portage est nul ; le retour inévitable des rendements vers des niveaux de 1% ou 2% est de plus en plus probable, ce qui créera à terme, sur un horizon incertain, des « gains de capitaux » d'environ 15%. Je souhaite être toujours en activité en 2020 pour voir comment tout ceci va se terminer. Aujourd'hui, en 2015, je sens la fin venir – un bull market de longue durée qui s'éteindra dans un gémissement, et non dans une explosion. Mais dans ce cas, comme la mort, seul le moment reste incertain. Mais cette sensation me trouble, de plus en plus. Et elle devrait également vous troubler.

-William H. Gross

Bien que les cours des actifs aient franchi leurs 70 ans en « années marché », il reste essentiel de profiter à plein des quelques choix de rendement-risque qui restent.

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 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 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. 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