



JANUS CAPITAL®
Group

Perspectives d'Investissement

de Bill Gross
décembre 2016



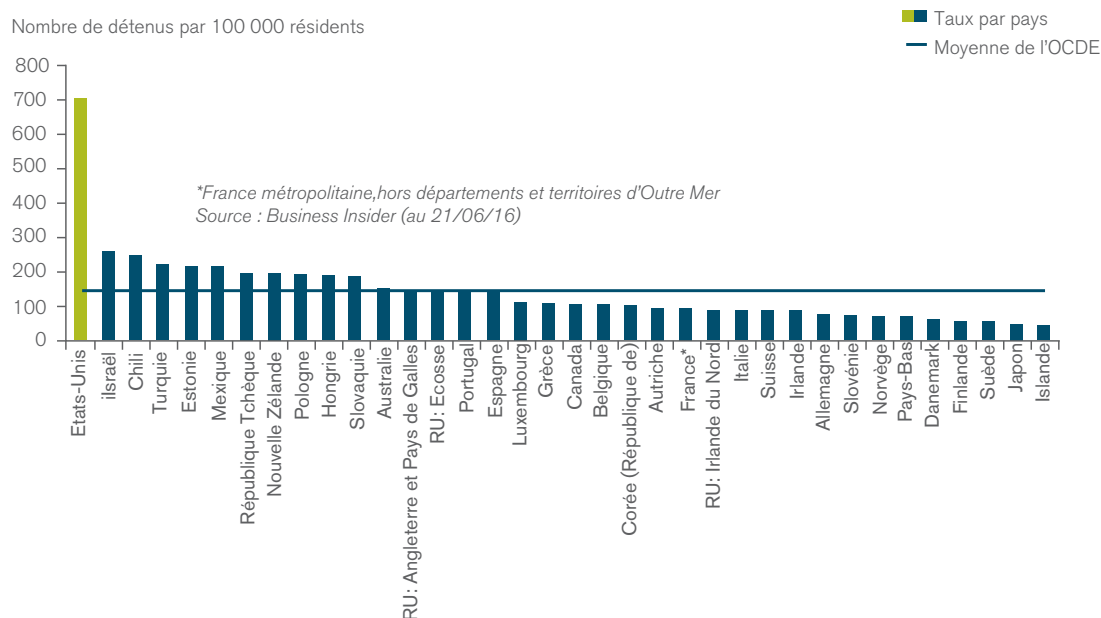
Le Rouge est-il le nouveau Vert?

Je n'ai rien contre les hymnes nationaux, et je ne me mettrais pas à genou même si j'étais Colin Kaepernick*. J'estime simplement qu'en tant que pays, « America the Beautiful » aurait peut-être été un meilleur choix pour le nôtre, et que certaines des paroles de « The Star Spangled Banner » sonnent parfois faux. En fait, certains hymnes sont réellement agréables à écouter. Je pense notamment à la mélodie et aux paroles de « O Canada », par exemple, même s'il faut sans doute assister à un match de hockey sur glace pour l'entendre. Mais notre « Star Spangled Banner » ? Pas trop. Je peux me représenter le « feu écarlate des fusées », mais l'hymne est difficile à chanter et assez long – surtout lorsque l'on attend le coup d'envoi. Mais je le répète – je n'ai rien contre, sauf peut-être la dernière strophe. Pas la partie sur « Home of the Brave ». Ayant passé deux années au Vietnam durant lesquelles j'ai transporté des SEALs de la Marine dans le delta du Mekong, j'ai été témoin de beaucoup de courage. Je ne parle pas de moi – j'étais le premier à baisser la tête ! Mais les SEALs. Des gars coriaces et courageux. C'est la partie sur « Land of Free » qui me rebute. Pays de Liberté ? C'est peut être le cas pour la majorité d'entre nous – mais pour les 3 millions d'habitants du pays ? Pas vraiment. Jetez un œil au graphique 1 et vous serez franchement surpris.

Plus que dans n'importe quel autre pays au monde – en absolu ou en pourcentage de la population – les américains sont incarcérés, emprisonnés et sans liberté. Bien sûr, dans de très nombreux cas, cette incarcération est légitime. Mais quelle est la raison derrière les autres ? Des lois restrictives qui sont allées trop loin et qui ont lié les mains des juges : le principe des « trois infractions et c'est fini » en Californie, pour n'en citer qu'un, qui a été voté par les électeurs il y a longtemps mais qui est peut-être dépassé aujourd'hui, en raison de l'acceptation croissante du cannabis. La privatisation de la gestion et du capital des prisons est encore plus accablante.

La série « Orange Is the New Black » (« L'Orange lui va si bien » au Québec) touche au thème du racisme et aux préjugés sociaux, mais elle va bien plus loin. Je corrobore l'affirmation du personnage principal, Aleida Diaz, lorsqu'elle dit « nous sommes maintenant une prison qui cherche à faire des bénéfices. Nous ne sommes plus des personnes. Nous faisons de l'entreposage, nous mettons des sardines dans des boîtes ». Il y a 50 ans, j'ai passé une nuit au trou dans une prison danoise pour état d'ivresse – c'était 18 heures de trop. Nous le devons au 1-2 millions de prisonniers en combinaison orange de nettoyer le système et de redonner sa légitimité à notre hymne national.

Graphique I : Taux d'incarcération par pays de l'OCDE, 2015



Résoudre le dilemme des « Orange » et de la privation de Liberté prendra sans doute beaucoup de temps, à l'image de la crise de la dette mondiale (qui dure maintenant depuis sept ans), dont le dénouement pourrait être encore bien plus lointain.

Résoudre le dilemme des « Orange » et de la privation de Liberté prendra sans doute beaucoup de temps, à l'image de la crise de la dette mondiale (qui dure maintenant depuis sept ans), dont le dénouement pourrait être encore bien plus lointain. Mais pour investir judicieusement, il est utile de comprendre « le plan » qui est envisagé. Avec d'autres, j'ai été critique des composantes destructives, plutôt que constructives, de ce plan, qui reste néanmoins la projet global de l'establishment mondial actuel (y compris Trump). Les politiques monétaires, résolument « prêtes à faire tout ce qui est nécessaire », font la loi sur nos marchés financiers. Rien ne sert de « combattre le tigre » sans qu'il soit clair qu'un autre plan va le remplacer, par nécessité. Ce moment n'est pas encore arrivé, mais la montée du populisme et l'inefficacité croissante de la politique monétaire annoncent une transition à venir. Mais revenons au début, qui se situe entre 2009 et 2010 :

Comment les décideurs politiques envisagent de régler une crise de la dette mondiale et de long terme :

1. Comme au Japon, en zone Euro, aux Etats-Unis et au Royaume-Uni, les banques centrales ont racheté/rachètent des volumes croissants de dette souveraine (QE), puis rétrocèdent l'ensemble des intérêts acquis à leurs Trésors et finissent par prolonger les maturités de leurs obligations. Un jour, il est possible qu'elles « oublient » même la dette. Pouf ! Elle a disparu.
2. Garder les taux d'intérêt artificiellement bas pour doper les cours des actifs et renflouer les entreprises zombies et les investisseurs privés. Persister et faire « comme si ».
3. Parler de « normalisation » pour maintenir une courbe des taux aussi pentue que possible pour soutenir les institutions financières soumises à des engagements de passif sur le long terme, mais normaliser très, très lentement en utilisant de la répression financière.
4. Déréglementer les règles comptables pour que certains assureurs et fonds de pension potentiellement en faillite puissent sembler solvables. Porto Rico, ça vous dit quelque chose ?
5. Rétrograder ou ne jamais parler de la charge que représentent les taux d'intérêt si faibles sur les ménages épargnants. Suggérer qu'il s'agit d'un problème qui sera, à terme, résolu par « le marché ».

6. Commencer à mettre l'accent sur la politique « budgétaire » et non « monétaire » mais sans jamais faire allusion à Keynes ou à la hausse du déficit budgétaire du pays. Utiliser les mots en vogue, comme dépenses « d'infrastructure » et « baisses d'impôts ». Tout le monde veut que les nids de poule soient réparés sur les routes, non ? Et tout le monde veut payer moins d'impôts !
7. Promouvoir le capitalisme – même si les taux d'intérêt proches de zéro, contrôlés par les gouvernements, déforment les marchés et finissent par corrompre le capitalisme tel que nous le comprenions par le passé.
8. Réintroduire la logique de la Courbe de Laffer pour réduire sensiblement les impôts payés par les entreprises. Entretenir l'espoir. Décourager le constat des tendances de productivité désastreuses qui traduisent l'inefficacité d'un système économique.
9. Si vous êtes un décideur ou un personnage politique, prévoir de prendre votre retraite en quittant la Fed/le Congrès/l'Aile Exécutive en déclarant que vous cédez votre place à la génération suivante. Si vous êtes un gérant de portefeuille actif (et non passif), lutter contre le développement des ETF et des fonds indiciels faiblement margés. Mais prévoir de prendre votre retraite avec un bon petit pécule.

Voilà, c'est le « plan » chers lecteurs. Et les points 6, 7 et 8 s'inscrivent parfaitement dans la politique du président élu, Donald Trump. Il n'y a aucun doute que de nombreux aspects du programme de Trump sont favorables aux actions et défavorables aux obligations à court terme - réductions d'impôts, dérèglementation, relance budgétaire etc. Mais à plus long terme, les investisseurs doivent prendre en compte les effets négatifs des idées « antimondialistes » de Trump, dont certaines risquent de freiner le commerce et impacter les bénéfices des entreprises. Par ailleurs, le renchérissement du dollar pèse fortement sur les grands groupes mondialisés, et notamment sur les valeurs de technologie. Les stratégies flexibles « unconstrained » devraient renforcer leur allocation au marché monétaire et aux liquidités alternatives (comme par exemple les propositions de rachat d'actions à forte probabilité). Les niveaux de duration obligataire et le poids des actifs risqués devraient être inférieurs à ceux des indices de référence.

A la télévision, l'orange est peut-être le nouveau noir. Mais sur les marchés financiers, le rouge (dans certains cas) pourrait être le nouveau vert en matière de performances futures. Soyez prudents – et évitez la prison.

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 South Korea Readers: Issued by Janus Capital International Limited, authorised and regulated by the U.K. Financial Conduct Authority. In South Korea, only available to Qualified Professional Investors.

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.