



JANUS CAPITAL®
Group

Perspectives d'Investissement

de Bill Gross

Février 2017

Le Bonheur Court



Le bonheur, c'est vouloir ce que l'on possède déjà

Et ne pas vouloir ce qu'on ne possède pas.

Shakyamuni Buddha, 500 v.J.C.

Trois éléments essentiels au bonheur terrestre : quelque chose à faire, quelqu'un à aimer, quelque chose à espérer.

A. Chalmers

Le bonheur court en rond...

Le bonheur court, le bonheur court.

Donovan, 1969

Le bonheur est un concept auquel je pense beaucoup. Qu'est ce qui nous rend heureux ? Est-ce que la quête du bonheur doit figurer parmi nos priorités ? Des questions de ce type. Un bon ami de lycée m'a stupéfié, à l'âge tendre de 17 ans, en déclarant que le bonheur ne devait pas nécessairement être l'un de nos objectifs dans la vie. Il pensait que le sacrifice de soi, le service, la dévotion à une cause constituaient des objectifs plus honorables. Pourtant, si tels étaient ses propres choix, alors peut-être qu'ils l'amèneraient naturellement vers le bonheur.

Au fil des années, j'ai rassemblé une liste de citations qui expriment des points de vue personnels sur ce qui rend heureux. Vous avez certainement vos préférées, mais la plupart ressemblent à celles ci-dessus, préconisant de rester actif et de se consacrer à des activités qui nous plaisent ; de faire attention aux autres et au monde qui nous entoure ; de ne pas vouloir saisir plus qu'on ne peut étreindre ; de trouver quelqu'un avec qui partager son bonheur.

Pendant de nombreuses années, j'ai pensé que le sens de la phrase de Donovan était simple : l'idée que l'on récolte ce que l'on sème. Cela est certainement le cas ; mais sa phrase comporte également des nuances plus subtiles, du moins de mon point de vue.

La citation que je préfère est celle de Donovan – ce chanteur folk, un peu décalé, de la fin des années 1960, emblématique de la génération « peace and love ». « Le bonheur court en rond... Le bonheur court, le bonheur court ». Ce refrain a peut-être plus de signification qu'il n'y paraît au premier abord ; j'ai tenté de le représenter de manière visuelle dans mon smiley « ouvert », qui n'était pas encore à la mode lorsque Donovan a composé sa chanson. Pendant de nombreuses années, j'ai pensé que le sens de la phrase de Donovan était simple : l'idée que l'on récolte ce que l'on sème. Cela est certainement le cas ; mais sa phrase comporte également des nuances plus subtiles, du moins de mon point de vue. La notion de « courir en rond » dénote également une forme d'autosatisfaction, un certain repli sur soi, où le bonheur se définit par l'acceptation de soi en tant qu'individu. Et la dernière phrase – « le bonheur court, le bonheur court » est peut-être une référence à la philosophie bouddhiste de l'impermanence et de la priorité donnée à l'instant. Donovan n'est peut-être pas dans la même ligue que Kant ou Spinoza, mais sa petite chanson contient néanmoins un message puissant.

Et si le bonheur court en rond, il semble que l'histoire évolue également en cercles – ou du moins elle rime, pour citer Mark Twain. Ci-dessous sont deux de mes notes, qui ne datent pas d'aujourd'hui mais de 2003. Elles sont tout aussi valables maintenant qu'à l'époque où je les ai écrites. « La répression financière » court en rond, semble-t-il. Mais en 2003, les banquiers centraux avaient rarement vu les instruments de politique monétaire capables de réduire puis de plafonner artificiellement les taux d'intérêt. Et si mes notes se réfèrent avec pertinence à « tous les moyens, même les 'plafonds' pour maintenir les coûts de financement à des niveaux bas, l'expansion des bilans des banques centrales – qui sont passés de peut-être 2 trillions USD en 2003 à un montant gargantuesque de 12 trillions USD fin 2016 - est remarquable. Non seulement les banquiers centraux ont acheté 10 trillions USD d'obligations, mais ils ont abaissé leurs taux directeurs pour atteindre des niveaux proches de 0%, voire dans certains cas négatifs. Tout ceci a été mené dans le but de sauver notre « économie financière » et de doper les cours des actifs, sur lesquels dépendent notre modèle. Tous les investisseurs admettent que ces panacées politiques ont bien obtenu le résultat escompté – promouvoir la hausse des cours et engendrer un minimum de croissance réelle. Cependant, comme je l'ai souvent rappelé, ce processus a entraîné une distorsion du capitalisme : l'épargne/investissement ont été découragés par des taux/rendements trop faibles pour répliquer les gains de productivité historiques ; les entreprises zombies ont pu survivre contrairement à la « destruction créatrice » de Schumpeter ; le rapport dette/PIB a continué de progresser ; le système financier n'a pas été assaini et n'a pas retrouvé un équilibre où le risque et le rendement seraient au même plan ; le déséquilibre a remplacé l'équilibre, même s'il est difficile de reconnaître ce fantôme économique, tant que la volatilité reste maîtrisée.

Notes sur l'économie financière

1 Contrairement aux décennies précédentes, nous vivons dans une économie financière qui se caractérise par un niveau d'endettement excessif. Une accélération des taux courts comme en 1979-1981 n'est plus possible.

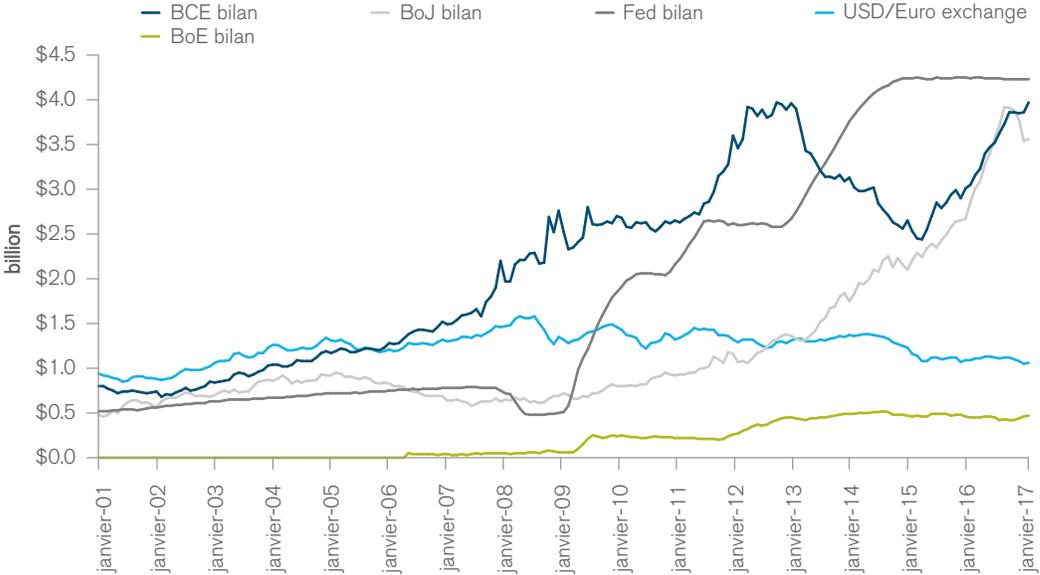
-Il faudra user de tous les moyens, y compris avec des « plafonds » pour maintenir les coûts de financement à des niveaux bas.

2 Il faudra lutter contre les rentiers (détenteurs de rendements, l'inflation ronge le pouvoir d'achat) avec la relance – ainsi en plafonnant leurs ir d'achat de leur capital.

3 La dépréciation de la monnaie (dollar) sera nécessaire.

Mais pour contrôler la volatilité et maintenir un plancher sous les cours des actifs, les banquiers centraux sont peut-être bloqués dans un cycle de QE perpétuel (pour que système mondial puisse continuer de fonctionner). Le retrait des mesures de relance, comme cela a été le cas pour la Fed au cours des dernières années, doit sans doute être remplacé par des rachats accrus d'actifs (actions et obligations) par d'autres banques centrales (voir graphique I). Un client m'a demandé récemment quand la Fed ou les autres banques centrales pourraient un jour commencer à revendre leurs actifs sur le marché. Ma réponse est : JAMAIS. Le bilan mondial des banques centrales de 12 trillions USD est PERMANENT – et il croît de plus d'1 trillion USD par an, grâce à la BCE et à la Banque du Japon.

Bilans des banques centrales (USD)



*Site internet de la Banque d'Angleterre: "Suite à la réforme du marché monétaire, cette série de données est une composante du nouveau Taux Bancaire et débute le 24 mai 2006".

Les investisseurs doivent comprendre que c'est cet argent qui permet aujourd'hui au système de continuer à fonctionner. Sans lui, même les taux directeurs à 0% sont assimilables à la méthadone – ils freinent l'envie mais ne guérissent pas l'addiction. Quel est le rapport avec les marchés financiers actuels ? Un taux à 10 ans sur la dette américaine de 2,45% reste à 2,45% car la BCE et la Banque du Japon rachètent 150 milliards USD par mois de leurs propres obligations ; or une grande part de cette somme transite des obligations japonaises à 10 points de base et des Bunds à 45 points de base vers les bons du Trésor américain, qui rapportent 2,45%. Sans cette méthadone financière, les marchés obligataires et actions du monde entier seraient en chute libre, provoquant une crise de très grande ampleur. J'estime en effet que sans le QE de la BCE et de la Banque du Japon, les bons à 10 ans du Trésor américain se dirigeraient rapidement vers des niveaux de 3,5% et que l'économie américaine plongerait en récession.

Où est le problème avec la méthadone financière ? Pourquoi ne pas poursuivre les programmes de QE, voire même de ressortir un QE américain en cas de besoin ? A première vue, pourquoi pas en effet. Les intérêts que rapportent les 12 trillions USD sont déjà transférés des banques centrales vers les Trésors de leurs gouvernements respectifs. On donne d'une main ce que l'on reprend de l'autre. Mais fondamentalement, le transfert signifie que les politiques monétaires et budgétaires sont main dans la main et que le gouvernement – et non le secteur privé – finance ses propres dépenses. A plus grande échelle, ceci permet au secteur privé de se financer, mais sans faire de distinction entre le risque et le rendement. Par exemple, aux Etats-Unis, 600 milliards USD servent à racheter des actions d'entreprises, tandis qu'auparavant, l'investissement dans l'économie réelle aurait pu représenter un choix plus lucratif. De plus, les épargnants privés, les fonds de pension et les compagnies d'assurance n'ont plus la possibilité de générer les niveaux de rendement nécessaires à maintenir leur solvabilité à long terme. L'apocalypse financière est différée : la consommation a été avancée, l'épargne étouffée et reportée.

Pour l'heure, les investisseurs doivent suivre et même adopter ce shoot de méthadone financier sous forme de QE. Les programmes de Quantitative Easing vont persister même si la dose pourrait être réduite dans les années à venir. Bien qu'une addiction à la méthadone est préférable à une addiction à l'héroïne, elle a créé et continuera de créer un équilibre capitalistique malsain qu'il faudra un jour affronter. Les rendements devraient remonter progressivement (surveiller le niveau de 2,60% sur les bons à 10 ans), mais ils resteront artificiellement bas en raison de la générosité des banques centrales étrangères et de leurs politiques de rachats d'actifs. Mais ceci n'est pas une bonne chose. Le bonheur court.... Le bonheur court ; mais un jour les marchés financiers fileront eux aussi, soutenus artificiellement par le Quantitative Easing.

Les investisseurs doivent comprendre que c'est cet argent qui permet aujourd'hui au système de continuer à fonctionner. Sans lui, même les taux directeurs à 0% sont assimilables à la méthadone – ils freinent l'envie mais ne guérissent pas l'addiction

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, INTECH Investment Management LLC 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 INTECH and Perkins 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. 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.