

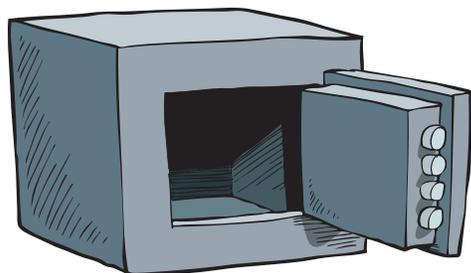


JANUS CAPITAL®  
Group

# Perspectives d'investissement

de Bill Gross

Mars 2017



## Montrez-moi l'argent !

Les séances de soutien scolaire continuent dans la famille Gross, et pas seulement pour les petits-enfants. Je dois apprendre à mes enfants les complexités et les écueils du monde de l'investissement. En vieillissant, cependant, je crains de les initier indûment à la recommandation faite par Will Rogers dans les années 1930 : « je ne m'inquiète pas trop du retour sur mon argent », écrivait-il, « mais du retour de mon argent ». Ma première leçon conceptuelle, et la plus importante, est la suivante : « Ne le perdez pas ! » malgré le bull market, Trump et les « esprits animaux » qui règnent aujourd'hui et qui incitent à la prise de risque plutôt qu'à la préservation du capital.

Récemment, j'ai également abordé le concept du levier financier – et plus spécifiquement du système de réserves fractionnaires. Celui-ci est en effet au fondement de la croissance du crédit et de l'économie réelle, depuis qu'il a reçu la faveur des banques centrales il y a plus d'un siècle. Je leur avoue qu'un « système bancaire qui peut créer de l'argent comme par enchantement me laisse toujours perplexe, mais c'est effectivement ce qui se passe ». Selon de grossières estimations, les banques et le système bancaire parallèle ont transformé 3 billions \$ de crédit « de base » en 65 billions \$ ou plus de crédit « sans réserves » rien qu'aux Etats-Unis : des bons du Trésor, des obligations municipales, des prêts bancaires hypothécaires et des actions également – même si les actions ne sont pas officiellement du « crédit », elles dépendent néanmoins des flux de trésorerie qui soutiennent le système.

Mais je vais un peu vite. Je demande donc à ma famille, assise autour de la table de cuisine, « d'imaginer qu'il n'y ait qu'un dollar et qu'il est à vous. Vous le mettez en dépôt à la Bank of USA – la seule banque du pays. La banque vous doit un dollar à tout moment si vous souhaitez faire un retrait. Mais la banque se dit « elle n'aura sans doute pas besoin de ce dollar tout de suite, donc je vais le prêter à Joe qui veut ouvrir une pizzeria ». Joe emprunte le dollar et achète la farine, le chorizo et le four à pizza chez Sally's, le grossiste pour professionnels. Sally's reverse le dollar sur son compte courant, dans la même banque. Le dollar s'est maintenant dédoublé. Il y a votre compte avec un dollar et le compte de Sally's avec un dollar. Les deux parties sont certaines que le dollar est bien à elles, même s'il n'y a en réalité qu'un seul dollar dans les coffres de la banque.

C'est la banque elle-même qui a doublé son actif et son passif. Si le dollar dans les coffres et le prêt à Joe constituent l'actif, le passif regroupe le dollar qu'elle vous doit – le dépôt initial – et le dollar qu'elle doit au grossiste Sally's. Le cycle se perpétue, bien évidemment : le billet d'un dollar est prêté, puis prêté à nouveau (dans le respect des exigences réglementaires), jusqu'à ce que d'un coup de baguette magique, le système de réserves fractionnaires fasse sortir cinq ou six lapins de son chapeau. Il n'y a toujours qu'un seul billet de 1 dollar, mais le système de réserves fractionnaires l'a transformé en 5 ou 6 dollars de crédit et a produit un miracle capitalistique de croissance et de création d'emplois. Et surtout, tous les créanciers pensent pouvoir vendre ou liquider leurs actifs et recevoir le seul dollar qui reste dans les coffres de la banque. Mais là, ça va être compliqué...

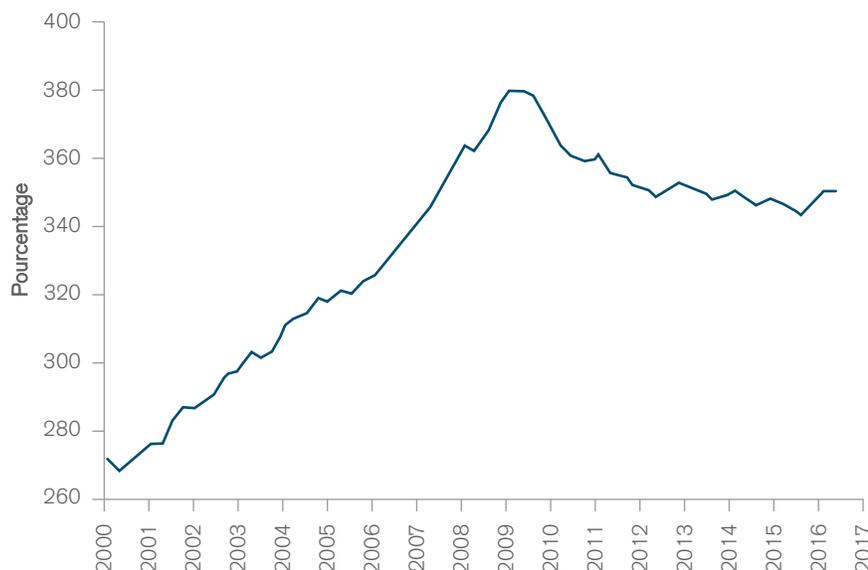
« Donc » dit mon fils aîné, qui se caresse le menton tel un scientifique venant d'élucider les mystères des trous noirs. « Ça me semble pas mal en fait. Mais le problème, j'imagine, est quand il y a trop de pizzerias (rappelons-nous des crédits hypothécaires subprime), que les intérêts sur les prêts ne peuvent plus être payés et que toutes ces personnes veulent récupérer le dollar qu'elles estiment être le leur. Ça ressemble à 2008 – un peu comme Lehman Brothers ». « C'est ça » je réponds en me levant pour aller chercher un Coca dans le frigo, « un peu comme Lehman Brothers ».

Ma leçon s'est poursuivie mais le nœud du problème est qu'en 2017, l'économie mondiale a créé plus de crédit relativement au PIB qu'au début de la débâcle de 2008. Aux Etats-Unis, les 65 billions \$ de crédit représentent environ 350% du PIB annuel, et ce ratio progresse.

En Chine, le ratio a plus que doublé au cours de la dernière décennie pour atteindre près de 300%. Depuis 2007, la Chine a rajouté 24 billions \$ de dette à son bilan collectif. Au cours de la même période, les Etats-Unis et l'Europe n'en ont ajouté que 12 billions \$ chacun. Le capitalisme, avec son système de réserves fractionnaires, dépend de l'expansion du crédit et de l'impression de nouvelles réserves par les banques centrales, qui sont ensuite prêtées par les banques du secteur privé pour lancer des pizzerias, fabriquer des téléphones portables ou financer tout autre produit ou domaine d'activité. Mais la création de crédit a ses limites et le coût du crédit (taux d'intérêt) doit être suivi de près pour s'assurer que les emprunteurs (rappelez-vous des subprimes) puissent rembourser leurs échéances mensuelles.

Si les taux sont trop élevés (et que le crédit en % du PIB l'est également), alors des événements comme Lehman Brothers peuvent survenir. En revanche, si les taux sont trop bas (et que le crédit en % du PIB est en baisse), alors le système se grippe car les épargnants, les fonds de pension et les assureurs ne sont plus en mesure de générer suffisamment de rendement pour couvrir leurs engagements de passif.

### Dette globale du marché du crédit américain en pourcentage du PIB



la source: <http://www.Economagic.com/>

*Aux Etats-Unis, les 65 billions \$ de crédit représentent environ 350% du PIB annuel, et ce ratio progresse. En Chine, le ratio a plus que doublé au cours de la dernière décennie pour atteindre près de 300%.*

Les banques centrales tentent de trouver le juste équilibre : générer une croissance modeste du crédit qui correspond à la croissance nominale du PIB et maintenir le coût du crédit à un taux qui n'est ni trop élevé, ni trop bas. Janet Yellen est une Boucle d'Or des temps modernes. Est-ce qu'elle y arrive ? Pas trop mal en fait.

Si la reprise a été faible comparée aux antécédents historiques, les banques et les entreprises se sont recapitalisées, la croissance de l'emploi a été régulière et surtout – du moins pour la Fed – les marchés sont en mode « record », signalant des jours meilleurs à venir. Mais notre système financier, fortement endetté, est tel un camion chargé de nitroglycérine sur une route cabossée. Une seule erreur de parcours peut provoquer une implosion du crédit. Dans ce cas de figure, les détenteurs d'actions, d'obligations high-yield et oui, de prêts subprimes, se précipiteraient tous vers la banque pour réclamer l'unique dollar dans ses coffres. C'est arrivé en 2008 et les banques centrales étaient en mesure de réduire les taux et de racheter des billions de dollars dans le cadre des programmes de Quantitative Easing pour empêcher une telle ruée. Aujourd'hui, la flexibilité des banques centrales n'est plus la même. Les taux sont globalement proches de zéro et dans de nombreux cas, sont négatifs. Les programmes de QE menés actuellement par les banques centrales sont proches de leurs limites, car celles-ci rachètent de plus en plus de la dette existante, pénalisant les marchés des pensions et le fonctionnement quotidien du commerce financier.

Je suis de l'avis de Will Rogers. Ne vous laissez pas tenter par le mirage Trump, d'une croissance à 3 ou 4% et des effets magiques des baisses d'impôts et de la déréglementation. Les Etats Unis, ainsi que l'économie mondiale, marchent sur une corde raide en raison de l'endettement croissant et de la possibilité que les taux d'intérêt trop élevés (ou trop bas) fassent des ravages dans un système financier de plus en plus tendu. Soyez plus attentifs au retour de votre argent qu'au retour sur votre argent en 2017 et pour les années à venir.

*C'est arrivé en 2008 et les banques centrales étaient en mesure de réduire les taux et de racheter des billions de dollars dans le cadre des programmes de Quantitative Easing pour empêcher une telle ruée. Aujourd'hui, la flexibilité des banques centrales n'est plus la même. Les taux sont globalement proches de zéro et dans de nombreux cas, sont négatifs.*

**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 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 in the U.K. by the Financial Conduct Authority.

**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 Kazakhstan 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](http://www.janus.com).

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