



JANUS CAPITAL®
Group

Perspectives d'Investissement

de Bill Gross
Novembre 2016



Le populisme prend un mauvais tournant

Le Renard Trump est entré dans le Poulailleur Populiste. Il n'est pas passé par une porte dérobée ; la voie lui a été ouverte par l'Amérique moyenne, et sa mauvaise interprétation de ce qui rendra sa « grandeur » au pays. N'ayant voté pour aucun des candidats des deux grands partis, je rédige ces Perspectives abasourdi, perplexe, voire même presque amusé, de voir ce que les Américains viennent de s'auto-infliger. Un sondage réalisé par Reuters/Ipsos le jour des élections et interrogeant 10 000 électeurs a révélé l'extraordinaire furie du mouvement populiste américain. Presque 72% des sondés s'accordent sur le fait que « l'économie américaine est biaisée en faveur des riches et des puissants ». Soit, vous pouvez me compter parmi ces derniers ; mais en votant pour empêcher Hillary Clinton d'accéder au Poulailleur, les électeurs ont « bêtement » laissé Donald Trump y entrer par la porte de derrière. Son mandat de quatre ans sera vite passé, mais il risque d'être préjudiciable aux chômeurs et aux électeurs smicards américains. C'est pourtant eux qui ont fait basculer le Midwest en faveur de Donald Trump, accordant aux Républicains une victoire au collège électoral. Mais si le Renard a promis des emplois pour redorer le blason des Etats-Unis, ses politiques de dépenses d'infrastructure et de défense, associées à une baisse de l'imposition sur les entreprises, visant à redynamiser le secteur privé, continuent de favoriser le capital au travail, les marchés financiers aux salaires, et la poursuite du statu quo.

Par exemple, les plaidoyers républicains en faveur d'une réforme de la fiscalité reposent sur l'idée que les Etats-Unis affichent l'un des taux d'impôts sur les sociétés les plus élevés au monde, à 35%. Faux. Parmi les 50 plus grandes entreprises du S&P 500, le taux moyen d'imposition (fiscalité des Etats, régions et pays étrangers comprise) s'élève à 24%. Les entreprises américaines sont parmi les moins taxées au monde, et non le contraire. Les politiques de Donald Trump semblent par ailleurs privilégier le rapatriement de trillions de dollars de bénéfices réalisés à l'étranger, à des coûts extrêmement faibles, selon le principe que cet argent servira à financer des dépenses d'investissement ici aux Etats-Unis. J'en doute. La dernière fois qu'un tel « pardon » a été transposé dans la loi en 2004, aucun redressement sensible de l'investissement n'a été observé. Sur les 362 milliards de dollars qui étaient éligibles à un « congé fiscal », la majorité est passée en dividendes, en bonus et en rachats d'actions. Apple et les autres grandes corporations américaines peuvent emprunter le capital dont elles ont besoin ici même aux Etats-Unis, à des taux historiquement bas, si elles veulent financer des investissements. Certaines l'ont fait, mais ces dernières années, ce sont plus de 500 milliards \$ tous les ans qui ont servi à racheter des actions et à doper les bénéfices par action, à défaut de contribuer aux résultats et à la croissance du PIB. Pourquoi donc ces sociétés voudraient-elles rapatrier du capital pour investir dans l'économie réelle ?

De mon point de vue, il existe des solutions bien meilleures que les programmes électoraux élaborés par les deux partis, notamment un Job Corps Keynésien/FDR ou un AmeriCorps Kennedyesque, qui mettrait les personnes au travail au service des autres.

Mais une Administration Clinton aurait-elle fait beaucoup mieux ? Probablement pas. Les Démocrates, à l'instar d'Hillary Clinton, et quasiment tous les Républicains, représentent le statu quo corporatif - celui qui privilégie les marchés aux salaires, et Wall Street à Main Street. C'est pour cela que le peuple américain, mais également les citoyens du monde entier, continuent de prendre le mauvais chemin dans leur lutte contre « l'establishment » et leur souhait de rattraper plusieurs décennies perdues - durant lesquelles les bénéficiaires des entreprises ont été privilégiés aux salaires réels. Aucun des deux partis, à l'heure actuelle, n'a développé de mesures audacieuses qui iraient au-delà des compétences d'un lobbyiste de K Street. De mon point de vue, il existe des solutions bien meilleures que les programmes électoraux élaborés par les deux partis, notamment un Job Corps Keynésien/FDR ou un AmeriCorps Kennedyesque, qui mettrait les personnes au travail au service des autres. Ce type de programme n'a jamais été mis en avant, par aucun des candidats. Complétons les aides sociales par un programme d'emploi patriotique de type « Help America », même s'il est géré par l'Etat ! Serait-il aussi efficace qu'une initiative privée ? Non, bien sûr. Mais les entreprises sont aujourd'hui confrontées à des vents contraires structurels, comme le vieillissement de la population, la perte d'emplois provoquée par les avancées technologiques (robotisation), la démondialisation et des bilans surendettés. Le monde de l'entreprise s'intéresse avant tout à ses résultats, plutôt qu'à l'intérêt général. Le gouvernement doit intervenir, mais pas en abaissant les taxes - ce qui ne ferait que renforcer les bénéficiaires au détriment du travail - mais en étant un employeur en dernier ressort dans une démarche que nous espérons productive.

Le populisme est en marche et la victoire de Donald Trump ne fera sans doute qu'accélérer ce mouvement dans les décennies à venir. En fait, la montée du populisme est démographiquement entérinée. Comme le relève adroitement The Economist, les investisseurs sont confrontés à une situation peut-être sans issue. A moins que la tendance actuelle ne s'inverse - que la part de PIB qui revient au travailleur remonte et que la part du capital commence à décroître - alors partout dans le monde, les populistes rejeteront les partis de l'establishment politique dans toutes les élections à venir ou presque. Une telle réaction engendrera, dans certains cas, des politiques de croissance négative touchant au commerce mondial et à l'immigration, et oui - dans le cas de Trump, un niveau d'imposition qui risque de freiner la croissance du PIB, et non la stimuler. Le populisme mondial est la vague du futur, mais elle a pris un mauvais tournant aux Etats-Unis. Les investisseurs doivent avancer prudemment, en comprenant la hausse des déficits liée à la baisse des impôts s'accompagnera d'une remontée des taux d'intérêt et de l'inflation, qui à leur tour, pourraient peser sur les résultats des entreprises et les PER. Je n'envisage pas de « bull market » pour les années Trump. Soyez satisfaits avec des performances diversifiées de l'ordre de 3 à 5%. L'hégémonie de Wall Street, portée par le monde de la finance, s'estompe. L'aube populiste ne fait que poindre à l'horizon.



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, 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 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 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.