



Trump au pouvoir

Quelles sont les attentes des équipes de gestion de Janus en ce début de Présidence Trump ?

JANVIER 2017

Les équipes de Janus se sont récemment entretenues avec Ron Fournier pour évoquer les attentes, les opportunités et les éventuels écueils de la Présidence Trump, qui débute le 20 janvier. M. Fournier, actuellement éditeur de Crain's Detroit Business est un journaliste politique senior et a été Rédacteur en Chef du National Journal ; il a également occupé le poste de Correspondant en Chef à Washington pour The Associated Press. (Sa biographie est présentée ci-dessous).

Pour M. Fournier, le climat actuel est marqué par une convergence unique de plusieurs révolutions dans les domaines technologique, économique et militaire, qui n'arrive qu'une fois par siècle. L'incapacité de nos institutions à suivre le rythme de ces changements a entraîné une perte de confiance massive envers « l'establishment », déclenchant une montée du populisme qui se traduit dans les urnes par le Brexit en juin et l'élection de Donald Trump en novembre. Le temps de la rupture est arrivé.

L'élection de Trump : rally sur les marchés actions, tempête sur les marchés obligataires

Le marché actions, anticipant que la Présidence Trump doperait la croissance grâce à des baisses d'impôts, des dépenses d'infrastructure et des changements réglementaires, s'est envolé. En revanche, sur les marchés obligataires américains, la dette souveraine a été fortement pénalisée après l'élection, tandis que les actifs risqués comme le crédit d'entreprises, ont résisté durant le « Trump Tantrum ».

Le problème est que personne ne sait avec certitude ce que fera M. Trump une fois qu'il aura prêté serment ; et cette incertitude a des effets considérables sur la croissance future et les performances du marché. Le Président-élu est pris en tenaille entre deux forces très différentes. La première est l'élan populiste grâce auquel il a été élu. Le second est l'orthodoxie conservatrice du Parti Républicain auquel il est redevable. Idéalement, au regard de son profil, Trump devrait être capable de trouver un compromis et de créer une nouvelle coalition capable d'impulser le changement. Mais ce scénario est semé d'embûches.

A RETENIR

- ▶ Le Président-élu est pris en tenailles entre le populisme et l'orthodoxie conservatrice. Au regard de son profil unique, M. Trump pourrait trouver un compromis et créer une nouvelle coalition capable d'impulser le changement. Mais ce scénario est semé d'embûches.
- ▶ « La raison peut l'emporter dans le domaine de la politique commerciale. Si M. Trump s'associe aux Démocrates pour faire passer ses lois, regardez du côté des baisses d'impôt et des dépenses d'infrastructure. La coopération entre les deux partis sera essentielle pour réformer l'Affordable Care Act. »
- ▶ Le pays, ainsi que les marchés financiers, n'en ont pas fini avec l'incertitude. M. Trump est son propre pire ennemi. Cet environnement pourrait être favorable à la gestion active. »

Ni compas idéologique, ni autodiscipline

M. Fournier rappelle que M. Trump a gagné la primaire du parti Républicain ainsi que les élections présidentielles de 2016 sans compas idéologique et sans aucune expérience au gouvernement ; or ces derniers auraient pu nous donner des indices sur la manière dont il compte régner sur la Maison Blanche. Il est l'un des rares Présidents à ne devoir aucune faveur politique, ou très peu, à Washington – peut-être le seul depuis Theodore Roosevelt, un autre président de la rupture.

Sa personnalité impulsive rajoute de l'incertitude à son opacité politique. M. Trump est facile à vexer, mais facile à flatter. Dans ses Tweets récurrents, il s'attaque à la presse, aux Démocrates, aux Républicains, aux gouvernements étrangers, aux grandes entreprises, et mêmes à des actrices de Hollywood, tout en louant ceux qui le soutiennent ainsi que son mouvement.

Pourtant, ce comportement sans précédent ne lui a rien coûté – ce qui renforce l'argument de M. Fournier, selon lequel le climat politique et social favorise aujourd'hui les leaders politiques qui cassent le statu quo, largement perçu comme un échec. Par conséquent, le pays, ainsi que les marchés financiers, n'en ont pas fini avec l'incertitude. Déconcertant ? Oui, mais cet environnement pourrait offrir une opportunité en or pour les gérants actifs focalisés sur les fondamentaux des entreprises, et qui lorsque l'occasion se présente, pourront s'adapter aux revirements politiques. Nous livrons ci-dessous nos observations et les résultats de nos réflexions, à l'aube de cette nouvelle « ère Trump » :

Les impôts

La réforme fiscale sera une priorité pour la nouvelle administration, explique M. Fournier. M. Trump et le Parti Républicain sont favorables à des changements de grande ampleur dans ce domaine, dont notamment la réduction du nombre de tranches d'imposition pour les particuliers, qui passeraient de sept à trois, et la réduction du taux de 39,6% à 33% pour la tranche la plus élevée.

Des changements encore plus importants sont prévus en ce qui concerne l'impôt des entreprises. Le Parti Républicain propose en effet de supprimer l'impôt sur les sociétés – qui s'élève aujourd'hui à 35% - pour le remplacer avec une taxe « ajustée aux frontières » de 20%, qui serait imputée aux importations, mais non aux exportations. Le système évoluerait ainsi d'un modèle qui taxe les biens en fonction de leur lieu de consommation, plutôt que de leur lieu de production, comme la plupart des autres pays. Les Républicains et M. Trump ont également évoqué l'idée d'un congé fiscal pour les liquidités rapatriées aux Etats-Unis par les entreprises. Mais la complexité d'une réforme fiscale touchant à la fois aux entreprises et aux particuliers pourrait retarder ces initiatives au-delà des 100 premiers jours de la nouvelle administration.

Le point de vue de Janus :

Si l'on se base sur le rally des marchés actions, les investisseurs semblent croire que les mesures pro-entreprises, et notamment les réformes fiscales, seront votées rapidement, explique Marc Pinto, CFA, Gérant de Portefeuille. « Le marché intègre déjà beaucoup d'attentes » ajoute-t-il. Pour M. Pinto et pour d'autres gérants de Janus, ce congé fiscal permettant de rapatrier la trésorerie semble très probable et devrait favoriser tout particulièrement les entreprises de technologie, les biotechs et les laboratoires pharmaceutiques, qui disposent de réserves très importantes à l'étranger.

Mais la refonte totale du système d'imposition des sociétés est compliquée et le processus pourrait provoquer de la volatilité sur le marché. La hausse des taxes sur les importations, par exemple, augmenterait les prix de certains produits (en partie compensés par un dollar plus fort), ce qui pourrait mécontenter la base populiste de Trump. De plus, les entreprises fortement dépendantes des importations, notamment les sociétés de vente au détail et les raffineries, verraient leurs revenus chuter fortement. « Les sénateurs de l'Arkansas [où se situe le siège de Walmart] voteront-ils en faveur d'une telle mesure ? » s'interroge Carmel Wellso, Directeur de la Recherche. « Je ne sais pas ». Mais si la réforme fiscale des entreprises échoue, ce revers pourrait signaler une poursuite des blocages politiques qui ont paralysé le Congrès depuis huit ans » ajoute Darrell Waters, Responsable de la Gestion Obligatoire Fondamentale, Etats-Unis. Une perception qui serait mauvaise pour les marchés, notamment pour les actifs risqués, mais qui semble aujourd'hui négligée par les investisseurs.

Politique fiscale : baisses d'impôts, sans réforme des dépenses sociales en vue

M. Trump peut mettre à mal le commerce international de multiples façons, allant de la mise en place de tarifs douaniers et de la suppression des accords commerciaux, aux accusations de manipulation de devises lancées contre la Chine. La liste est longue. Les premiers jours de la présidence Trump apporteront un peu de clarté et permettront de faire la part des choses, suggère M. Fournier. M. Trump, par exemple, devrait sortir de l'Accord de Partenariat Economique Stratégique Transpacifique (un accord commercial qui regroupe 12 pays) et commencer à renégocier l'Accord de libre-échange nord-américain (ALENA) dès sa prise de fonction à la Maison Blanche. Mais la mise en place de tarifs douaniers sera plus difficile à faire passer ; en effet, les membres du Parti Républicain sont plus favorables aux réformes fiscales pour favoriser les intérêts économiques du pays, qu'à des taxes sur les importations et à des guerres commerciales.

Le Point de Vue de Janus:

Même si la raison pourrait l'emporter, l'incertitude persiste, explique George Maris, Gérant de Portefeuille. Il note que si de nombreux Républicains sont favorables aux principes du libre-échange, certains membres du parti ont commencé à adopter des postures protectionnistes. Ensuite, il y a Twitter. Trump a déjà utilisé ce réseau social pour critiquer Boeing, Lockheed Martin et Toyota. D'autres Tweets à venir pourraient impacter d'autres entreprises – et leurs cours en bourse.

En ce qui concerne la Chine, il est clair que Trump est sur l'offensive. En revanche, les répercussions de ses propositions sont moins claires. « Abandonner l'Accord de Partenariat Economique Stratégique Transpacifique signifie juste que l'accord se maintiendra pour tous les autres pays, sans nous » note Mme Wellso. Et que dire sur les accusations de manipulation de devises portées contre la Chine. Jusqu'à présent, le pays ne mérite pas cette qualification, si l'on se fie aux critères posés par le Trésor américain. Cela n'empêchera peut-être pas Trump de persister (il pourrait instruire au Trésor de changer ses critères), mais cette action relèverait plutôt du symbole ; et les conséquences, à l'image des tarifs douaniers imposés sur les exportations chinoises, seraient assujetties aux règles de l'Organisation Mondiale du Commerce (OMC). Le Responsable de la Gestion Obligatoire Fondamentale, Chris Diaz, CFA, note par ailleurs que la Chine est le second détenteur mondial de dette souveraine américaine, ainsi qu'un partenaire commercial de premier plan avec les Etats-Unis. Une guerre commerciale avec la Chine aurait bien plus de répercussions négatives sur l'économie américaine que d'effets positifs.

La Santé

Trump ne cache pas non plus sa volonté d'abroger et de remplacer l'Affordable Care Act (ACA) et M. Fournier rappelle que les changements sont déjà en cours. En début de mois, Trump a annoncé que le Congrès se prononcera sur un plan de remplacement de l'ACA dans les 100 premiers jours de son gouvernement. En parallèle, la Chambre et le Sénat ont validé les résolutions budgétaires qui abrogeraient certains pans de l'ACA. Ceci ne signifie pas que les 20 millions de personnes assurées grâce à l'ACA se retrouveront sans couverture santé du jour au lendemain. « Les Républicains ne souhaitent pas que les réformes de l'Obamacare [un autre terme employé pour désigner l'ACA] affectent un trop grand nombre de personnes » ajoute M. Fournier. Mais d'autres textes de la loi seront sans doute révoqués immédiatement, comme par exemple le mandat pour les particuliers et les employeurs et les taxes sur les assureurs santé et les fabricants de médicaments, entre autres. La tarification des médicaments semble une autre cible de Trump. Dans une conférence de presse ce mois-ci, le Président élu a critiqué les prix croissants pratiqués par les laboratoires et a fait allusion à de nouvelles modalités de négociation entre le gouvernement et les fabricants, en ces termes : « Nous devons mettre en place de nouvelles procédures d'appels d'offres pour le secteur pharmaceutique car aujourd'hui ils agissent impunément ». Les cours des valeurs de biotechnologie se sont effondrés le jour même.

Le Point de Vue de Janus:

Ethan Lovell, Gérant de la Stratégie Janus Global Life Sciences, soutient qu'un remplacement de l'ACA pourrait recevoir le soutien des deux partis, tant que les Républicains préservent l'esprit de la loi et ne touchent pas à d'autres programmes, notamment Medicaid. « La probabilité que les Démocrates travaillent avec les Républicains est inférieure à 50%, mais elle existe » ajoute-t-il. Il estime également que les Républicains vont vouloir faire voter un remplacement avant que le Congrès ne se tourne vers les campagnes électorales de 2018, à l'automne prochain. Selon M. Lovell, le nouveau plan devrait privilégier un système de soins intégrés qui adhère aux mécanismes du marché libre, pour aider à maîtriser les coûts et donner plus de choix aux patients. Andy Acker, qui gère également la stratégie Global Life Sciences, dit que ce scénario serait favorable aux organismes de soins intégrés (HMO) et aux entreprises affiliées à Medicare Advantage. « C'est l'un des programmes qui reçoit le soutien de nombreux Républicains » rappelle M. Acker.

Politique fiscale : baisses d'impôts, sans réforme des dépenses sociales en vue

Dans l'ensemble, les gérants de Janus estiment que l'administration Trump pourrait contribuer à l'accélération de la croissance économique américaine et de l'inflation en 2017, ce qui profiterait aux actions. Un environnement réglementaire plus accommodant et la hausse des dépenses d'infrastructure seraient également favorables. Mais à plus long terme, les orientations politiques de l'administration de Trump pourraient avoir un effet délétère sur le déficit budgétaire du pays et sur la dette, si d'autres mesures ne sont pas prises.

Tout d'abord, le plan fiscal de M. Trump appelle à des réductions d'impôts considérables pour les classes moyennes et les personnes fortunées. Cependant, il reste à voir si son plan s'autofinancera grâce à une croissance économique plus soutenue ou si les baisses d'impôts entraîneront des déficits budgétaires plus importants et une hausse de la dette. Selon le Trésor américain, la dette fédérale a explosé durant l'administration Obama, passant de 10,6 trillions \$ à un peu moins de 20 trillions aujourd'hui.

Cette croissance de la dette s'explique principalement par les dépenses sociales. Pourtant aucun des partis n'est prêt à prendre des mesures sérieuses pour sortir le pays de ce gouffre, et M. Trump a clairement annoncé qu'il s'opposait à la réforme des avantages sociaux. Il s'agit là d'une recette dangereuse pour la santé financière du pays, et qui pourrait avoir l'un des plus gros impacts sur la prospérité du pays à long terme.

Le Point de Vue de Janus:

Les propositions de baisses d'impôts et de dépenses d'infrastructure pourraient s'avérer positives pour la croissance, mais elles ne suffiront pas à endiguer la hausse de la dette nationale. La population vieillissante du pays et la persistance d'une faible productivité pourraient souffler de puissants vents contraires, explique M. Watters. Si les nouvelles politiques ne parviennent pas à générer suffisamment de croissance, nous serons peut être contraints de revenir à la politique monétaire accommodante qui avait été employée par la Réserve Fédérale pour renflouer l'économie au cours des dernières années. M. Diaz explique que le pays a réellement besoin d'initiatives capables d'améliorer la productivité, et qu'au regard de son profil d'entrepreneur, M. Trump pourrait comprendre les enjeux et prendre les mesures nécessaires pour atténuer ce risque.

Réussite ou autodestruction – la sélection des titres et des émetteurs sera vitale

M. Fournier suggère que les premiers jours de la nouvelle administration préfigureront du succès ou non de la Présidence Trump. Sa capacité à forger une troisième voie dans le paysage politique des Etats-Unis ne doit pas être sous-estimée. Sa carrière de chef d'entreprise a révélé un fin négociateur, arborant un style peu orthodoxe selon les standards de Washington. Mais le moment est propice à la rupture ; et au regard de la faiblesse des deux grands partis politiques du pays, M. Trump pourrait rallier suffisamment de votes démocrates et républicains pour faire passer ses lois dans certains grands domaines. Comme le soulève M. Fournier, M. Trump doit peu de faveurs politiques à Washington, ce qui lui confère une liberté inédite depuis plus d'un siècle. S'il la gère correctement, cette indépendance peut être mise à profit de manière productive pour s'atteler à des problématiques de longue durée, comme les dépenses d'infrastructure, la réforme fiscale et peut-être les avantages sociaux. Mais Donald Trump est également son propre pire ennemi. Ce qui nous incite à croire qu'investir à l'ère Trump sera un exercice discipliné de sélection de titres et d'émetteurs, et favorisera la gestion active.

A propos de Ron Fournier

Journaliste politique primé, de grand renom, Ron Fournier est l'éditeur de Crain's Detroit Business et contribue au National Journal et The Atlantic. Il a auparavant occupé les fonctions de correspondant politique senior et de rédacteur en chef du National Journal. Avant de rejoindre Atlantic Media, il a occupé le poste de correspondant en chef sur le bureau de Washington au sein de The Associated Press, où il a travaillé pendant 20 ans. M. Fournier a couvert la présidence Bush le 11 septembre, et a été le dernier civil à être évacué de la Maison Blanche, transmettant ses dépêches (ensuite primées) pendant qu'un agent des services secrets lui ordonnait de partir. En 2010, M. Fournier a intégré le National Journal en qualité de rédacteur en chef ; il quitte ses fonctions en 2012 pour se consacrer à la rédaction de chroniques. Ron Fournier a remporté de nombreuses récompenses, dont le Prix Sigma Delta Chi de la « Society of Professional Journalists » ainsi que la très prestigieuse récompense attribuée aux correspondants à la Maison Blanche, White House Correspondents' Association Merriman Smith Memorial Award, qu'il a reçue à quatre reprises (un record). M. Fournier s'est également distingué dans le monde universitaire, enseignant à Harvard en 2005 à l'Institut d'Etudes Politiques de la Kennedy School, où il siège actuellement au Conseil Consultatif Supérieur.