



MARKTCOMMENTAAR

“Ieder volk krijgt de regering die het verdient”¹

De presidentskandidaten in de VS plaatsen de burgers voor een dilemma. Onzekerheid of stagnatie? Maar uiteindelijk krijgt iedereen toch wat hij verdient. Of niet?

Inhoud >>

Editie gepubliceerd op 30.9.2016

>> “Ieder volk krijgt de regering die het verdient.”¹

>> Macro-economische vooruitzichten





“Ieder volk krijgt de regering die het verdient.”¹

De presidentskandidaten in de VS plaatsen de burgers voor een dilemma. Onzekerheid of stagnatie? Maar uiteindelijk krijgt iedereen toch wat hij verdient. Of niet?

Deze Marktcommentaar heeft zijn titel te danken aan de gevleugelde woorden van een Franse diplomaat die vaak geciteerd wordt wanneer politieke experts de uitkomst van verkiezingen becommentariëren. Overal in Europa zien zelfs de meest verstokte democraten de opkomst van populistische protestpartijen en buitengewone referenda zoals dat over de Brexit met lede ogen aan. Menigeen zal zich ongetwijfeld afvragen of de democratie daadwerkelijk de optimale regeringsvorm is. Winston Churchill stelde al in 1947 vast: “Democratie is de slechtste regeringsvorm – met uitzondering van alle andere vormen die van tijd tot tijd zijn uitprobeerde.”² Desondanks moeten we leven met de gevolgen ervan (voor zover die er al zijn), en dus met regeringen waarover men terecht kwaad zou kunnen spreken. Zoals we bijvoorbeeld in België hebben gezien, kan een land maar liefst 541 dagen zonder verkozen regering overleven – en blijkbaar niet eens zo slecht. Spanje maakt zich op dit trieste wereldrecord te evenaren: na twee verkiezingen en meer dan 285 dagen³ is een nieuwe regering nog altijd niet in zicht. Er zal dus waarschijnlijk een derde verkiezing komen.

De aanstaande Amerikaanse presidentsverkiezingen van 8 november 2016 bezorgen veel marktwaarnemers echter nog het meeste buikpijn. Zonder afbreuk te willen doen aan de rol van de reeds genoemde landen op het wereldtoneel, overschaduwde een grootmacht als de Verenigde Staten alle andere.

Niet alleen omdat de VS met wisselend succes optreedt als wereldpolitieagent, maar vooral ook vanwege het belang van de VS als economische mogendheid en de daaruit voortvloeiende invloed op de mondiale kapitaalmarkten. En juist in dit land wordt een nieuwe president gekozen die bijzonder onpopulair zal zijn. Tenzij er een wonder gebeurt, zal ofwel mevrouw Clinton ofwel de heer Trump deze functie vanaf 20 januari 2017 bekleden – twee kandidaten die in zowat alle opzichten van elkaar verschillen. Het enige dat beide kandidaten met elkaar gemeen hebben is het treurige feit dat ze allebei zeer ongeliefd zijn. Volgens een enquête uitgevoerd in opdracht van de Amerikaanse tv-zender ABC staat 56 % van alle volwassen Amerikanen kritisch tegenover Hillary Clinton, terwijl Donald Trump een trieste 63 % haalt.⁴ De tot dusver meest onpopulaire kandidaat van een van de grote partijen was George H.W. Bush, die in 1992 een score van 53 % haalde⁵ en de verkiezingen uiteindelijk verloor van Bill Clinton.

De Amerikanen zitten dus tussen twee vuren, of zoals ze het zelf zeggen *between a rock and a hard place*⁶.

Ondanks alle terechte en onterechte kritiek is Hillary Clinton een professionele politica, die waarschijnlijk ook het meest geneigd zou zijn het door Barack Obama gevoerde beleid voort te zetten. Ze is, zoals dat zo mooi heet, *mainstream* en daardoor goed te pruimen voor de kapitaalmarkten.

¹ Nederlands: “Ieder volk krijgt de regering die het verdient.” Joseph-Marie, comte de Maistre (1753-1821)

² “(...) it has been said that democracy is the worst form of Government except all those other forms that have been tried from time to time.” Toespraak voor het Britse Lagerhuis op 11 november 1947; Bron: <http://www.winstonchurchill.org/resources/quotations/the-worst-form-of-government>

³ De eerste van tot dusver twee Spaanse verkiezingen vond plaats op 20 december 2015. Eind september waren er dus precies 285 dagen verstreken.

⁴ <http://www.langerresearch.com/wp-content/uploads/1144-59ClintonTrumpFavorability.pdf>

⁵ <https://www.washingtonpost.com/news/the-fix/wp/2016/03/21/the-last-presidential-candidate-who-was-as-unpopular-as-donald-trump-david-duke/>

⁶ Schoolvoorbeeld van een dilemma, bron: <https://en.wikipedia.org/wiki/Dilemma>

Donald Trump daarentegen is allesbehalve een professioneel politicus, maar geldt eerder als politieke paljas, die al vloekend en tierend de menselijke oerdriften aanspreekt. Trump, waarvan nog maar enkele maanden geleden niemand dacht dat hij een serieuze kans op het presidentiële ambt maakt,

» De Amerikanen zitten dus tussen twee vuren. «

begrijpt de kunst om kiezers aan te spreken. Populisme. Maar wat dat betreft moeten wij Europeanen echter niet lacherig doen over de Amerikanen en kritisch naar onszelf kijken. Voor de kapitaalmarkten zou Trump als president vrij slecht nieuws zijn, omdat het niet duidelijk is of en in hoeverre hij zijn agendapunten wil en kan doorvoeren. Of het nu gaat om zijn, elegant als *onconventioneel* aangeduide belastingbeleid⁷ of zijn buitenlandse handelsbeleid⁸, veel van deze posities zouden de economie sterk beïnvloeden, zij het dat nauwelijks in te schatten valt hoe sterk. Kapitaalmarkten zijn echter zeer gevoelig als het om onzekerheid gaat en zouden bij een overwinning van Donald Trump hoogstwaarschijnlijk overgaan tot een *risk-off*-modus.

Daarmee zou het onderwerp eigenlijk kunnen worden afgesloten, ware het niet dat de auteur een onverbeterlijke amerikanofiel is. Wat we momenteel zien, als we goed kijken, staat mijlenver af van het land waar de spreekwoordelijke *bordenwasser kon uitgroeien tot miljonair*. De Amerikaanse droom lijkt uitgedroomd.

De Amerikaanse centrale bank brengt om de drie jaar de financiële situatie van de consumenten in kaart.⁹ De laatste enquête dateert van 2013. In december van dit jaar wordt een nieuwe enquête uitgevoerd, waarvan we de resultaten komend voorjaar

kunnen verwachten. Deze enquête bracht echter enkele verontwaardigende feiten aan het licht, onder meer dat huishoudens uit de laagste inkomensklasse in 2013 minder te besteden hadden dan in 2010. Dit beeld is des te schokkender wanneer we bedenken dat het gemiddelde vermogen van de werkende bevolking sinds 1989 fors is gedaald.¹⁰ De vermogensverdeling in de VS lijkt steeds onrechtvaardiger te worden.

Dezelfde cijfers van de Amerikaanse centrale bank komen tevens naar voor in verschillende voortreffelijke artikelen, waaronder sommige uit het Atlantic Magazine. *The Secret Shame of Middle-Class Americans*¹¹ licht één uitkomst van de

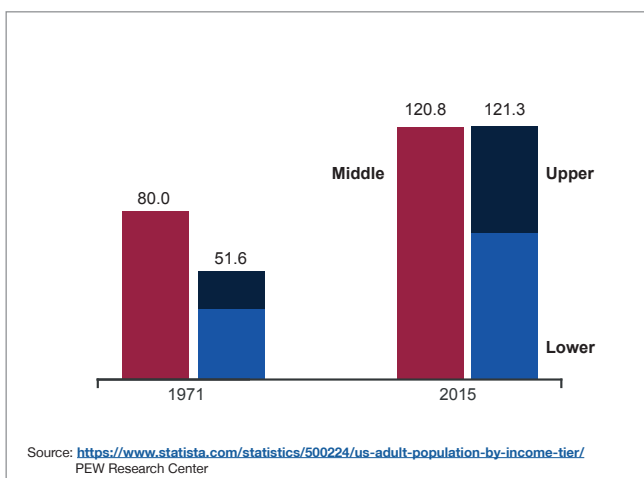
» Bijna de helft van alle Amerikanen leeft kennelijk van dag tot dag. «

enquête verder toe, namelijk dat 47% van alle Amerikaanse huishoudens in een noodsituatie niet in staat zou zijn direct USD 400 op te hoesten. Ze zouden het geld moeten lenen of dingen moeten verkopen.

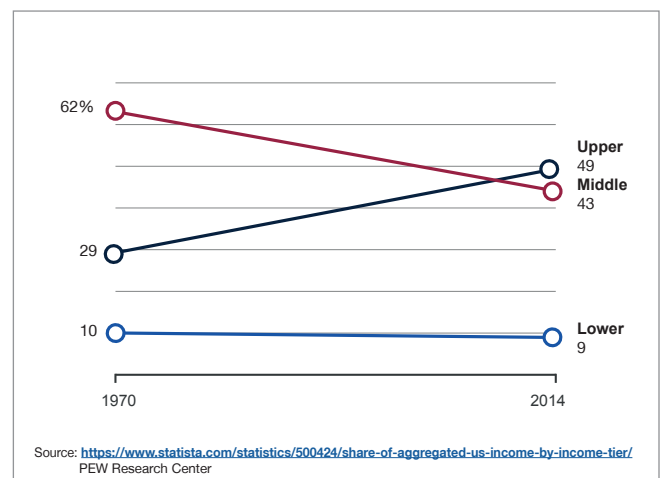
Bijna de helft van alle Amerikanen leeft kennelijk van dag tot dag en is mijlenver verwijderd van verwezenlijking van de *American Dream*.

Dit sluit naadloos aan bij de studie van het Pew Research Center, die tot de conclusie komt dat de Amerikaanse middenklasse geleidelijkaan minder belangrijk wordt.¹²

Grafiek 1 laat zien dat de middenklasse 45 jaar geleden veruit het grootste deel van de Amerikaanse bevolking vormde. Inmiddels is de middenklasse even groot als de lagere en hogere klassen bij elkaar. Als we kijken naar de inkomensverdeling in grafiek 2, wordt duidelijk dat de middenklasse nu nog



Grafiek 1: Aantal volwassen Amerikanen naar inkomensklasse, in miljoenen



Grafiek 2: Procentueel aandeel van de inkomensklassen in het totale inkomen

⁷ <https://www.donaldjtrump.com/policies/tax-plan/>

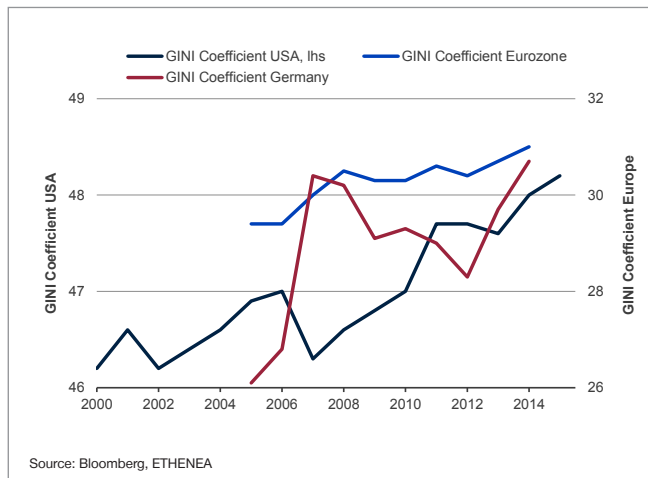
⁸ <https://www.donaldjtrump.com/policies/trade/>

⁹ <http://www.federalreserve.gov/pubs/bulletin/2014/pdf/scf14.pdf>

¹⁰ <http://cepr.net/documents/wealth-scf-2014-10.pdf>

¹¹ <http://www.theatlantic.com/magazine/archive/2016/05/my-secret-shame/476415/>

¹² <http://www.pewsocialtrends.org/2015/12/09/the-american-middle-class-is-losing-ground/>



Grafiek 3: Gini-coëfficiënt voor de VS, de eurozone en Duitsland

slechts 43 % van het nationaal inkomen verdient, tegenover 62 % voorheen, terwijl bijna de helft van het inkomen naar de hogere klassen gaat.

Deze en vergelijkbare studies (niet alleen in de VS) laten zien dat er (vooral in de VS) sprake is van een forse en toenemende scheefgroei in de inkomens- en vermogensverdeling. Ook de voor iedereen begrijpelijke Gini-coëfficiënt¹³ duidt op deze trend. Grafiek 3 geeft de Gini-coëfficiënt voor de VS, de eurozone en Duitsland weer, die stuk voor stuk een opwaartse trend vertonen. De kloof tussen arm en rijk wordt steeds groter.

Dit werkt vrijwel onvermijdelijk populistische alternatieven voor de gevestigde partijen in de hand, die met hun beleid verantwoordelijk zijn voor deze uit sociaal oogpunt bijzonder ongewenste scheefgroei.

In het geval van de VS betekent dit dat Donald Trump uitstekende papieren heeft om in januari als 45e president van de Verenigde Staten te worden beëdigd. Mogelijkerwijs zou dit ook ronduit bevorderlijk zijn voor de sociale vrede in het land, mocht Trump met zijn slogan *Make America Great Again* het gelijk aan zijn zijde krijgen. Bij Clinton, daarover zijn waarnemers het eens, zal er niet veel veranderen.

In zoverre ieder volk de regering krijgt die het verdient, zouden wij Europeanen er goed aan doen ons te onthouden van leedvermaak, wat de uitkomst van de verkiezingen ook zal zijn. In 2017 staan in Nederland, Frankrijk, Bulgarije, Tsjechië en Duitsland verkiezingen gepland. Wie weet welke *Trump* daar ten tonele zal verschijnen?

»» Wie weet welke *Trump* daar ten tonele zal verschijnen? ««

Voor ons betekent dit inzicht dat onze fondsen de Amerikaanse verkiezingen met een lage risicograad tegemoet zullen gaan. Een risk-off-modus dus, met minder risico in de obligatieportefeuille, zowel emittenten- als duratierisico, minder aandelenrisico en minder valutarisico.



Auteurs >>

Guido Barthels

Portfolio Manager
ETHENEA Independent
Investors S.A.

Yves Longchamp, CFA

Head of Research
ETHENEA Independent
Investors (Schweiz) AG

¹³ De Gini-index of Gini-coëfficiënt is een maatstaf voor de ongelijke verdeling. Een index van 0 betekent volmaakt gelijke verdeling, een index van 100 maximaal ongelijke verdeling.

Macro-economische vooruitzichten >>

Een debat op hoog niveau over factoren op laag niveau

Op de terugweg van een conferentie in New York ben ik zo vrij een samenvatting te geven van het fantastische intellectuele debat dat momenteel onder topeconomen gaande is. De vraag is eenvoudig, de antwoorden zijn complex en de gevolgen zijn tegenstrijdig.

Laten we beginnen met de eenvoudige vraag: waarom is er zo weinig groei, inflatie en productiviteit? Uit de economische cijfers blijkt dat de wereldwijde groei dit jaar op een gemiddelde van 2,9% uitkomt. Sinds de wereldwijde financiële crisis is dit cijfer voortdurend gedaald. De wereldwijde inflatie zal dit jaar naar verwachting verder afnemen en slechts op 2,8% uitkomen.¹⁴ Hoewel er geen maatstaf is voor de wereldwijde productiviteit, lag deze in de VS op een laag niveau. Die lage groei, lage inflatie en lage productiviteit, die we in onze eerdere publicaties met de term *zero economy* aanduidden, vormen een bron van bezorgdheid voor wetenschappers, beleidsmakers en beleggers.

De antwoorden zijn complex en hebben tegenstrijdige gevolgen. Voordat we de betreffende theorieën gaan toelichten, loont het de moeite eerst de belangrijkste auteurs voor te stellen: Paul Volcker, Larry Summers en Kevin Warsh. Paul Volcker is de legendarische econoom die van 1979 tot 1987 voorzitter van de Fed was en met de inflatie afrekende. De tweede econoom is Larry Summers, hoogleraar aan Harvard en onder andere voormalig hoofdeconoom van de Wereldbank. Hij verwierf de meeste bekendheid door de theorie van seculiere stagnatie uit 1938 nieuw leven in te blazen en te actualiseren. De derde en laatste econoom is de energieke Kevin Warsh, hoogleraar aan Stanford University en voormalig gouverneur van de Fed. Hij was de voornaamste verbindingspersoon tussen Wall Street en de Fed toen de investeringsbank Lehman Brothers failliet ging. Deze drie topeconomen hebben veel technische kennis in huis, beschikken over een ruime ervaring en hebben veel invloed.

Geconfronteerd met precies dezelfde realiteit komen de drie experts tot zeer uiteenlopende conclusies en schrijven ze de patiënt verscheidene medicijnen voor. Helaas komen dit soort situaties onder economen wel vaker voor. Insiders grappen vaak dat als twee economen in discussie gaan er minstens drie meningen naar voren komen.

Volgens Larry Summers wacht ons een *seculiere stagnatie*, oftewel een periode van lage productiviteit, lage groei en lage inflatie, en als gevolg daarvan ook een lage rente: Al die lage waarden hebben diverse oorzaken. Ten eerste wordt er te veel gespaard omdat de vergrijzende bevolking meer geld opzij moet zetten voor hun oude dag. Ten tweede wordt er te weinig geïnvesteerd omdat we de belangrijkste uitvindingen achter de

» Volgens deze stelling moeten de centrale banken hun rente niet verhogen, omdat hierdoor de groei, de inflatie en de productiviteit nog verder gaan dalen. «

rug hebben (elektriciteit, auto's, vliegtuigen, telecommunicatie enz.) en omdat de volgende innovaties naar verwachting een laag rendement zullen hebben. Dit verklaart waarom de kredietverlening ondanks de momenteel uiterst soepele monetaire voorwaarden geen hoge vlucht heeft genomen en de investeringen laag zijn gebleven. Met als direct gevolg dat de productiviteit, die het uiteindelijk van innovatie moet hebben, laag is. Volgens de theorie van seculiere stagnatie is de reële evenwichtsrente – de reële rente die aansluit op de doelinflatie en een economie met volledige werkgelegenheid – laag.

Wat kunnen we doen om deze impasse te doorbreken? Ten eerste moeten de monetaire voorwaarden soepel blijven en de rente zo laag mogelijk worden gehouden. Ten tweede moeten de overheidsuitgaven voor infrastructuur (wegen, bruggen, onderwijs enz.) omhoog om op korte termijn meer vraag en op langere termijn meer productiviteit te creëren. Volgens deze stelling moeten noch de Fed noch de andere centrale banken hun rente verhogen, omdat hierdoor de groei, de inflatie en de productiviteit nog verder gaan dalen. Overheden moeten de lage rente juist gebruiken om grootschalige infrastructuurprojecten met schuld papier te financieren.

Kevin Warsh heeft een totaal andere mening: In de nasleep van de wereldwijde financiële crisis, toen de economie aan de rand stond van een mogelijk net zo diepe crisis als die van de jaren 30, was het verlagen van de rente de beste maatregel omdat daarmee de consumptie en de investeringen werden gestimuleerd. Als de rente laag is kan er goedkoop worden geleend, waardoor consumptie en investeringen sneller plaatsvinden dan anders het geval zou zijn. Die tijd is nu voorbij. De

¹⁴ Bron: Bloomberg

groei, inflatie en productiviteit zijn inderdaad laag, maar ze zijn stabiel gebleven en er dreigt geen deflatie of recessie meer. In deze omgeving doet een lage rente meer kwaad dan goed. Lage rente zet mensen immers aan tot meer sparen en minder consumeren omdat er meer geld opzij moet worden gezet om

» CEO's zouden hun aandeleninkoopprogramma's stopzetten en meer geld uittrekken voor investeringen in kapitaalgoederen. «

aan het einde van de beleggingshorizon, meestal het pensioen, over hetzelfde bedrag te beschikken. Een hogere rente zou daarentegen een neerwaarts effect kunnen hebben op de door het aanhoudende lagerentebeleid opgestuwde prijzen van financiële activa. Als financiële activa minder aantrekkelijk worden, worden reële investeringen juist aantrekkelijker. CEO's zouden hun aandeleninkoopprogramma's stopzetten en meer geld uittrekken voor investeringen in kapitaalgoederen.

Over de lage productiviteit hoeven we ons volgens Warsh niet al te veel zorgen te maken: Neem het voorbeeld van auto's en vrachtwagens zonder chauffeur. Vrachtwagens zullen ongetwijfeld ooit zonder chauffeur kunnen rijden, wat in de betreffende sector tot massa-ontslagen zal leiden, met alle dramatische maatschappelijke gevolgen van dien. Maar het zal ook een forse stijging van de productiviteit veroorzaken. Hoewel talloze ingenieurs aan deze plannen werken is de technologie nog niet klaar en vooral nog is geen enkele vrachtwagenchauffeur ontslagen. Als gevolg hiervan zijn veel mensen werkzaam op dit moment (vrachtwagenchauffeurs en ingenieurs), terwijl het aantal getransporteerde artikelen niet is toegenomen. Met andere woorden: de productiviteit is gedaald. Het klimaat van lage productiviteit is van tijdelijke aard.

De argumentatie van Paul Volcker is wéér anders. De centrale banken hebben wereldwijd een *asymmetrisch* beleid gevoerd. Ze hebben de rente snel verlaagd, maar slechts in geleidelijk tempo weer verhoogd – voor zover ze dat überhaupt hebben gedaan. Het is belangrijk om de symmetrie te herstellen, dat wil zeggen dat er een evenwicht tussen versoepelende en verkrappende monetaire maatregelen is. Door hun asymmetrische

» Het is belangrijk om de symmetrie te herstellen. «

beleid boeten de centrale banken aan geloofwaardigheid in en geven ze meer prioriteit aan de financiële markten dan aan de economie. Een renteverhoging zou een negatief effect op financiële activa hebben, maar zou wel het vertrouwen in het systeem herstellen. Daarmee zou worden aangetoond dat de Fed zich niet laat leiden door de grillen van de S&P 500, maar door de ontwikkeling van de arbeidsmarkt en de inflatie, beide doelstellingen van haar mandaat. Daarmee zou de Fed zich ook kunnen voorbereiden op de volgende recessie, want als de bank in de toekomst de rente wil kunnen verlagen, zal

deze toch eerst moeten worden verhoogd. Bovendien hebben monetaire stimuleringsmaatregelen steeds minder effect. De laatste ronde van renteverlagingen en inkoopprogramma's heeft nauwelijks een stimulerende werking op de economie gehad. We moeten niet vergeten dat Paul Volcker van mening is dat de Amerikaanse economie "het goed doet". De werkloosheid ligt op haar evenwichtsniveau en de kerninflatie is niet ver verwijderd van de doelstelling van 2 %, dus waarom zouden centrale banken hun beleid nog verder moeten versoepelen? Tot slot leidt een klimaat van aanhoudend lage rente tot buitensporige kredietverlening en uiteindelijk tot een zeer instabiel financieel systeem. Om dit soort dingen te voorkomen dient de Fed de rente geleidelijk te verhogen.

Economie is een jonge wetenschap en hoewel sommige regels herhaaldelijk van toepassing lijken te zijn, is er geen overkoepelende theorie om te verklaren waarom en hoe een economie in een recessie, seculiere stagnatie, herstelperiode of hoogconjunctuur terecht komt. Het is niet erg geruststellend dat enkele van de meest briljante wetenschappers van onze tijd het niet met elkaar eens kunnen worden over de manier waarop we groei, inflatie en productiviteit kunnen herstellen.

Hoewel we veel sympathie hebben voor Volcker en Warsh vragen we ons ook af wat de huidige voorzitter van de Fed van deze drie theorieën denkt. Voor zover we weten heeft dit debat geen centrale plaats ingenomen bij de besluitvorming van de Fed. Toch gaat de Fed tijdens de FOMC-vergadering van december waarschijnlijk de rente verhogen. In september stemden namelijk opmerkelijk veel Fed-gouverneurs (Esther George, Loretta Mester en Eric Rosengren) tegen de voorzitter omdat ze de rente wilden verhogen. Voor een instituut dat *eendracht maakt macht* hoog in het vaandel draagt en eerder dit jaar beloofde de rente in de loop van datzelfde jaar meerdere keren te verhogen, zou een renteverhoging enkel steek houden om gezichtsverlies te voorkomen.

Wat de economische ontwikkelingen betreft, verwachten we voor de komende maanden nog meer van hetzelfde. De omgeving van *zero economy*, waarin we ons momenteel bevinden, is niet veranderd. Zelfs als de Fed de rente verhoogt zullen de andere grote centrale banken hun versoepelingsbeleid waarschijnlijk handhaven. De laatste groei- en inflatiecijfers zijn laag en vertonen geen enkele opwaartse neiging. In dit *lage* en stabiele klimaat zal de ook lange rente naar verwachting laag blijven en bieden aandelen waarschijnlijk nog enig groeipotentieel.

Auteur >>

Yves Longchamp, CFA

Head of Research

ETHENEA Independent Investors (Schweiz) AG



Auteurs >>

Het Portfolio Management Team en de Head of Research



(v.l.n.r.): Yves Longchamp – Head of Research bij ETHENEA Independent Investors (Schweiz) AG, Guido Barthels, Daniel Stefanetti, Luca Pesarini, Arnaldo Valsangiacomo, Christian Schmitt, Niels Slikker en Peter Steffen. Maken ook deel uit van het Portfolio Management Team (maar worden niet afgebeeld): Matthias Brachtel, Jörg Held, Roland Kremer, Ralf Müller en Marco Ricciardulli.

Contact >>

Voor het beantwoorden van uw vragen en uw suggesties staan wij altijd tot uw beschikking.

ETHENEA Independent Investors S.A.
16, rue Gabriel Lippmann · 5365 Munsbach · Luxembourg
Phone +352 276 921-0 · Fax +352 276 921-1099
info@ethenea.be · ethenea.be

Disclaimer >>

Beleggen in een beleggingsfonds brengt zoals elke belegging in effecten en vergelijkbare activa, een risico van koers- en wisselkoersverliezen met zich mee. Hierdoor kunnen de koersen van deelnemingsrechten en de rendementen variëren en dus niet worden gegarandeerd. De kosten van de beleggingsactiviteiten van het fonds beïnvloeden het uiteindelijke beleggingsresultaat. Als bewijs van de aankoop van deelnemingsrechten gelden de wettelijk voorgeschreven verkoopdocumenten. De in dit document verstrekte gegevens dienen slechts ter beschrijving van het product en vormen geen beleggingsadvies, aanbod tot het sluiten van een adviserings- of informatieovereenkomst of aanbod tot (ver)koop van effecten. De inhoud is na zorgvuldig onderzoek tot stand gekomen en met de grootste zorg samengesteld en gecontroleerd. Voor de juistheid, de volledigheid en de nauwkeurigheid wordt geen aansprakelijkheid aanvaard. Munsbach, 30.09.2016.