



MARKTCOMMENTAAR

De soep wordt nooit zo heet gegeten als ze wordt opgediend.

Donald Trump wordt de 45e president van de Verenigde Staten. Wij zijn niet verrast, maar wel teleurgesteld. Maar wat blijft over als de eerste emoties zijn weggeëbd?

Inhoud >>

Editie gepubliceerd op 9.11.2016

- >> [De soep wordt nooit zo heet
gegeten als ze wordt opgediend.](#)
- >> [Macro-economische
vooruitzichten](#)





**De soep wordt
nooit zo heet
gegeten als ze
wordt opgediend.**

Donald Trump wordt de 45e president van de Verenigde Staten. Wij zijn niet verrast, maar wel teleurgesteld. Maar wat blijft over als de eerste emoties zijn weggeëbd?

Ook wij hadden liever te maken gehad met president Clinton. Ondanks haar tekortkomingen zou ze ons immers in onze comfortzone hebben gelaten. Aan het tot dusver gevoerde beleid zou naar alle waarschijnlijkheid niet veel zijn veranderd onder president Clinton, waardoor het ook weinig invloed op de kapitaalmarkten zou hebben gehad. Maar Clinton is het niet geworden en zoals de voormalige Duitse minister van Financiën Peer Steinbrück zo treffend zei: “Gedane zaken nemen geen keer”. Donald Trump is, zoals we in onze laatste Marktcommentaar helaas voorspeld hadden, om precies *die* redenen gekozen waarvoor Clinton leek te staan. Hij staat met zijn populistische verkiezingscampagne voor verandering, voor het verlaten van de platgetreden paden, net als Ronald Reagan die in 1980 de verkiezingen voor de 40e president met vlag en wimpel won. Reagan wilde volgens zijn verkiezingsprogramma de Verenigde Naties afschaffen, wat hem dan blijkbaar toch niet gelukt is. Iets soortgelijks kunnen we ook verwachten van president Trump, die tijdens de verkiezingsstrijd nog luidkeels de beëindiging van alle handelsverdragen eiste, die zich solidair verklaarde met de Ku-Klux-Klan, *white supremacy*¹ en Breitbart News: In zijn overwinningsspeech sloeg hij echter al een wezenlijk mildere toon aan. Hij sprak over de samenwerking tussen naties en noemde zich de president van alle Amerikanen.

De soep wordt immers nooit zo heet gegeten als ze wordt opgediend.

Donald Trump is het toonbeeld van de populistische² politicus, een politieke stroming die momenteel in veel landen zeer populair is. Hij verstaat de kunst om mensen naar de mond te praten

» Donald Trump is het toonbeeld van de populistische politicus, een politieke stroming die momenteel in veel landen zeer populair is. «

en, hoewel hij miljardair is, Jan Modaal het gevoel te geven één van hen te zijn. En zoals we al in onze laatste Marktcommentaar hebben gezegd, schuilt in de overwinning van de heer Trump het gevaar dat de reeds sterker geworden populistische partijen in Europa bij de eerstvolgende verkiezingen als winnaar uit de bus zullen komen. Het zou ons dan ook niet verbazen als de rechts-populistische AfD bij de komende parlementsverkiezingen in Duitsland de op een na grootste partij na de CDU wordt. De politiek is kennelijk te ver van de behoeften van de kiezers af komen te staan om hun belangen nog op geloofwaardige wijze te kunnen behartigen. En dat is nu net de hoeksteen van een representatieve democratie. Maar genoeg daarover.

¹ Met de term *white supremacy* worden in Engelstalige landen racistische ideologieën aangeduid die gebaseerd zijn op de veronderstelling dat blanken in beginsel superieur zijn aan andere menselijke “rassen” en dat deze superioriteit moet worden verdedigd. Bron: https://en.wikipedia.org/wiki/White_supremacy

² Populisme berust op de afkeer van elites en instellingen, anti-intellectualiteit, een schijnbaar apolitieke houding, en beroept zich op “gezond verstand” (common sense), polarisering, personalisering en moralisering. Populisme benadrukt de tegenstelling tussen het “volk” en de “elite” en beweert daarbij aan de zijde van het “gewone volk” te staan. Populisme heeft echter geen specifiek, eigen waardenstelsel dat de ideologische kern ervan vormt en dat het onderscheidt van andere ideologieën. Het kan dan ook met zeer verschillende politieke richtingen en doelstellingen gepaard gaan. Bron: <https://nl.wikipedia.org/wiki/Populisme>

De kapitaalmarkten, waar wij onze aandacht op moeten richten, hebben nog maar eens zeer volatiel op de verkiezing van Donald Trump gereageerd. De aandelenmarkten zakten als een pudding in elkaar, de USD daalde aanzienlijk in waarde en Amerikaanse staatsobligaties stegen fors. Na de overwinningsspeech van Trump kantelde de stemming omdat het beleggers toen duidelijk werd dat de veelvuldig genoemde infrastructuurinvesteringen voor bepaalde ondernemingen mogelijk toch voordelig zouden kunnen uitpakken, en dat ook de Trumpiaanse belastingverlagingen, voor zover hiervan al sprake zal zijn, een positief effect op de bedrijfswinsten zouden hebben. Een expansief fiscaal beleid kan de groei daadwerkelijk stimuleren. Het valt op dit moment echter ten eerste te betwijfelen of binnen de Republikeinse meerderheid in beide Huizen een draagvlak bestaat voor dit beleid, aangezien Republikeinen niet bepaald voorstander zijn van met schulden gefinancierde overheidsuitgaven. Dat komt eerder overeen met het beleid van iemand als Bernie Sanders. We zijn dan ook benieuwd om te zien hoe dit afloopt.

In hoeverre de verkiezingsuitslag invloed zal hebben op het beleid van de Amerikaanse centrale bank kan op dit moment moeilijk worden gezegd. Wij denken dat vooral economische cijfers bepalend zullen blijven voor het monetair beleid. Het ligt dan ook voor de hand dat de Fed in december tot een volgende renteverhoging zal overgaan.

» Wij verwachten een correctie van de correctie op de aandelenmarkten. «

Pas zodra de eerste emoties weer wat zijn weggeëbd, zullen de markten waarschijnlijk terugkeren naar hun gebruikelijke trading range. Wij verwachten dan ook een correctie van de correctie op de aandelenmarkten, waarbij de Amerikaanse 10-jaarsrente weer onder 1,85 % en de wisselkoers van de USD tegenover de EUR onder 1,1100 zakt.



Auteurs >>

Guido Barthels

Portfolio Manager
ETHENEA Independent
Investors S.A.

Yves Longchamp, CFA

Head of Research
ETHENEA Independent
Investors (Schweiz) AG

Macro-economische vooruitzichten >>

De State of the Union

Gefeliciteerd, mijnheer de president! Na een eindeloze, door en door gemene en miljardenverslindende campagne bent u zojuist verkozen tot de 45e president van de Verenigde Staten en opperbevelhebber van het leger. Het is een historische dag. U bent de meest bekritiseerde president ooit verkozen, zozeer zelfs dat veel leden van uw eigen partij hun steun hebben ingetrokken. Op 9 november 2016 is uw naam aan de wereld bekendgemaakt. Precies 27 jaar geleden was het ook een historische dag: de val van de Berlijnse muur. De ironie wil dat u van plan bent om er ook een voor uw naaste burens te bouwen. Eerlijk gezegd is het niet duidelijk op basis van welk programma u bent gekozen. U hebt veel

» Eerlijk gezegd is het niet duidelijk op basis van welk programma u bent gekozen. «

gezegd, van belastinghervormingen tot immigratie. Praten is goedkoop en verkiezingsbeloften zijn... verkiezingsbeloften.

Bijna tien jaar na de subprime-crisis en acht jaar nadat Obama president werd, gaan we partijoverschrijdend de State of the Union bekijken en de uitdagingen die voor ons liggen onder de loep nemen. De economische kerncijfers scheppen een positief beeld van de State of the Union: er is duurzame groei, volledige werkgelegenheid en geen inflatie.

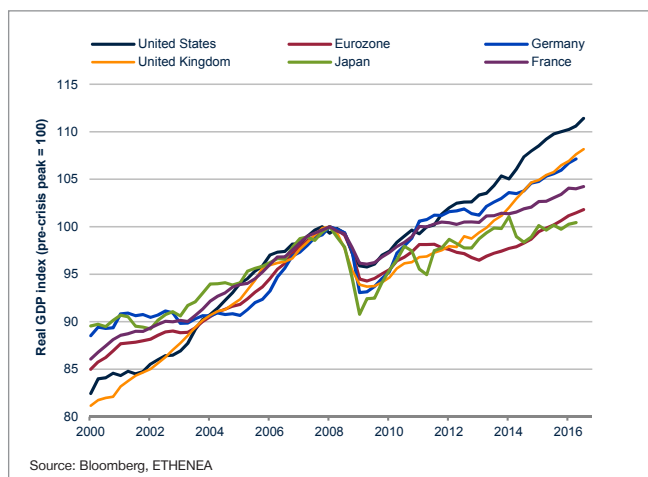
Op basis van het BBP is de Amerikaanse economie sinds de piek van vóór de crisis met meer dan 11% gegroeid (Grafiek 1). De prestaties van Duitsland en het Verenigd Koninkrijk, twee economieën die hun voorgaande piek met ongeveer 8% hebben overtroffen, zijn aanzienlijk zwakker als we in gedachten

» De economische kerncijfers scheppen een positief beeld van de State of the Union. «

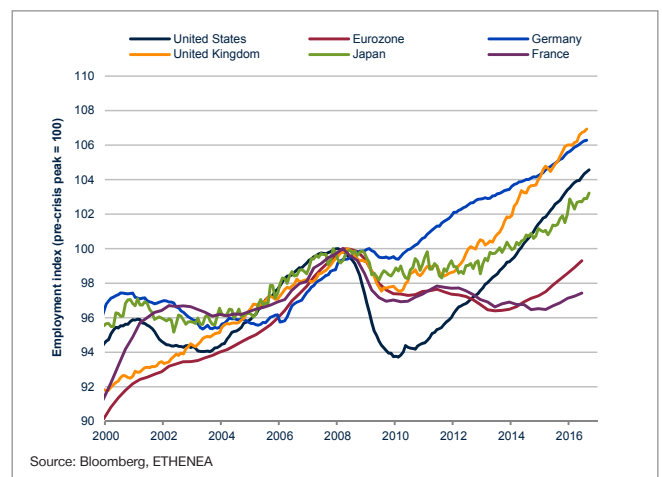
houden dat het epicentrum van de subprime-crisis in de VS lag en dat het Britse pond en de euro respectievelijk rond de 40% en 30% zijn gedaald tegenover de dollar.

Ook de situatie op de arbeidsmarkt is benijdenswaardig. Naar aanleiding van de subprime-crisis ontsloegen Amerikaanse ondernemingen meer dan 6% van hun arbeidskrachten, ruim twee keer zoveel als welk ander land dan ook (Grafiek 2). Het tempo waarin vervolgens nieuwe banen werden gecreëerd, is door geen enkel land geëvenaard en het werkloosheidscijfer is gedaald tot een niveau dat vergelijkbaar is met volledige werkgelegenheid.

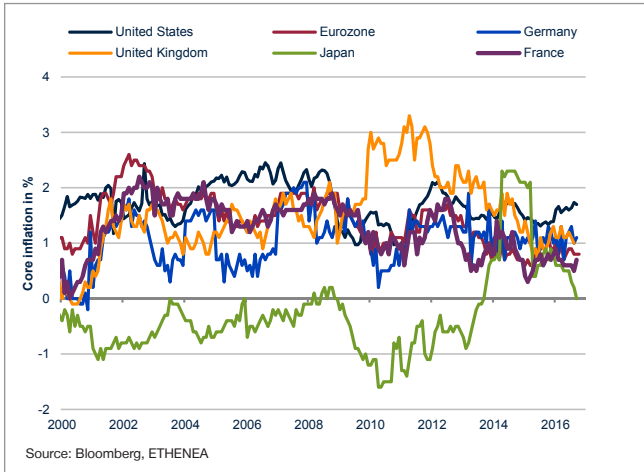
Bovendien is de inflatie keurig op peil gebleven. In tegenstelling tot andere economieën lag de kerninflatie – dat wil zeggen de ontwikkeling van het algemene prijspeil zonder levensmiddelen en olie – stevast op of boven de 1%, zelfs tijdens het dieptepunt van de wereldwijde financiële crisis (Grafiek 3).



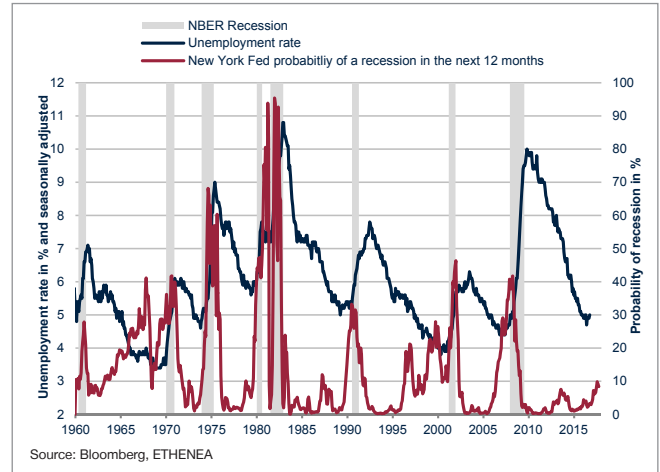
Grafiek 1: BBP



Grafiek 2: werkgelegenheid



Grafiek 3: kerninflatie



Grafiek 4: conjunctuurcyclus

Op basis van deze drie, veelgebruikte indicatoren is Amerika een prettig land om in te wonen. De vraag of dit komt door de maatregelen van Barack Obama of Ben Bernanke of eerder door Jan met de pet of gewoon door een stevige dosis geluk, is niet het onderwerp van deze publicatie. We stellen slechts vast dat de Amerikaanse economie opnieuw verrassend goed in staat is geweest om een crisis te boven te komen en we verheugen ons op deze goede gezondheid.

Mijnheer de president, op basis van de bovenvermelde indicatoren krijgt u een gezonde economie mee. Toch liggen er enkele uitdagingen in het verschiet.

Ten eerste, en daar wijzen we al enige tijd op, bevindt de Amerikaanse economie zich in een vergevorderd stadium van de conjunctuurcyclus. Het werkloosheidscijfer heeft zich nu gestabiliseerd op ongeveer 5% en het zou ons niet verbazen als dit cijfer aan het eind van uw mandaat hoger uitvalt. De werkloosheid blijft zelden voor langere tijd stabiel en als dat gebeurt, is het vaak een teken dat de economie een piek bereikt. Dit blijkt uit grafiek 4, waarin recessies in lichtgrijs staan aangegeven. Volgens de Fed van New York is de kans dat zich de komende twaalf maanden een recessie voordoet 8,4%; op zich een laag cijfer, maar het gaat wel omhoog.

Ten tweede heeft de Fed tot nu toe slechts één keer de rente verhoogd in de huidige cyclus. Volgens ons hoofdscenario volgt in december een tweede renteverhoging. Als we uitgaan van een renteverhoging van een kwart procentpunt per jaar zou de Fed tot na 2030 niet genoeg vuurkracht hebben om de volgende recessie tegen te gaan. Hoe deze dan wel moet worden aangepakt, is een zeer verontrustende vraag. Vanuit dit oogpunt zou kwantitatieve verruiming het meest voor de hand liggen, hoewel er momenteel kritisch wordt nagedacht of een dergelijk beleid wel een nieuwe cyclus in gang kan zetten.

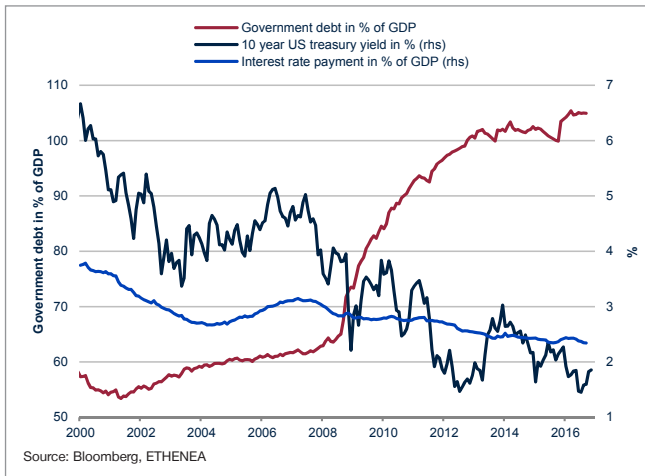
Ten derde zult u tijdens uw eerste 100 dagen in het Witte Huis druk bezig zijn met het invoeren van een aantal van de hervormingen die u tijdens uw campagne hebt aangekondigd. Belastinghervormingen zijn één van de punten waar u het veelvuldig over hebt gehad. Maar een president kan niet zelfstandig de Amerikaanse belastingwetgeving aanpassen. Alleen het Congres kan hierover wetten aannemen. Het zal dus veel tijd

»» Hoe de volgende recessie moet worden aangepakt, is een zeer verontrustende vraag. ««

in beslag nemen. Bovendien zal in maart 2017 de crisis rond het staatsschuldplafond – die om de twee jaar opduikt – weer de kop opsteken en u de rest van het jaar vergezellen. Ook hier is het Congres de beslissende factor en heeft het grofweg de keuze tussen verhogen, uitstellen of afschaffen van het plafond. De financiering van uw plannen kan zo weleens problematisch worden.

Gelet op de drie bovenstaande punten is uw eerste mandaat nu al problematisch, aangezien de grens tussen monetaire en fiscale maatregelen immers is vervaagd doordat de onderlinge afhankelijkheid tussen beide beleidsvormen is toegenomen. Als zich een recessie voordoet, zal de impact van monetair beleid waarschijnlijk beperkt zijn en zal men steeds meer zijn aangewezen op fiscaal beleid. Maar de spanning tussen monetair en fiscaal beleid zal des te groter worden als het gunstigere scenario van een uitblijvende recessie, een geleidelijke stijging van de inflatie en een verdere normalisering van het monetaire beleid werkelijkheid zou worden.

Vóór de subprime-crisis kon de Amerikaanse overheid tegen 4% per jaar lenen, zoals blijkt uit de 10-jaarsrente op



Grafiek 5: staatsschuld

Treasuries, donkerblauw weergegeven in grafiek 5. Aangezien de schuld-/BBP-ratio slechts 60% bedroeg (rode lijn), vertegenwoordigden de rentebetalingen ongeveer 3% van het BBP (lichtblauwe lijn). Eind 2016 zijn de rentebetalingen gedaald tot 2,3% van het BBP, terwijl de schuld/BBP-ratio met meer dan USD 10 biljoen³ is gestegen tot 105%. Een eenvoudige berekening laat zien dat als de rente weer het niveau van vóór de crisis zou bereiken, de jaarlijks verschuldigde rente op de

» Hoe het afbrokkelende vertrouwen in de instellingen, zoals dat tot uiting is gekomen in de anti-establishment-stemmen, kan worden teruggewonnen, is een essentiële vraag. «

overheidsschuld zou toenemen tot 4,7% van het BBP. Een hervorming van de belastingwet is ongetwijfeld noodzakelijk, maar niet op de manier die u beloofd hebt. Daarnaast zullen de spanningen tussen het ministerie van Financiën in

Washington D.C. en de Federal Reserve toenemen. Hoe het afbrokkelende vertrouwen in de instellingen⁴, zoals dat tot uiting is gekomen in de anti-establishment-stemmen, kan worden teruggewonnen en hoe de onafhankelijkheid van de Fed kan worden gegarandeerd, zijn essentiële vragen.

Naast de bovengenoemde economische uitdagingen dienen zich ook een groot aantal maatschappelijke, politieke en geopolitieke uitdagingen aan. Uw optreden kan aanzienlijke gevolgen hebben voor een aantal zaken op het gebied van bijvoorbeeld mondialisering, handelsovereenkomsten als NAFTA, TPP en zelfs het lidmaatschap van de WHO. Ook immigratie en de toenemende ongelijkheid, twee sociale en politieke kwesties die het gevolg zijn van de mondialisering en waarvan door de beleidsmaatregelen naar aanleiding van de wereldwijde financiële crisis de omvang is toegenomen, zijn actuele onderwerpen. Als opperbevelhebber van het leger van een grootmacht vervult u altijd de rol van politiemans van de wereld. Hoe moeten de VS en in het verlengde daarvan de westerse wereld zich opstellen, ook in ideologisch opzicht, tegenover Rusland, het Midden-Oosten en China, 27 jaar na de verpletterende overwinning op het communisme? We zullen de komende jaren het antwoord op die vraag gespannen afwachten.

Geachte meneer de president, God zegene u en God zegene de Verenigde Staten van Amerika.⁵

Auteur >>

Yves Longchamp, CFA
 Head of Research
 ETHENEA Independent Investors (Schweiz) AG

³ 10 biljoen, oftewel 10.000.000.000.000, is een cijfer waar niemand zich iets bij kan voorstellen... Beeldt u zich eens in dat de regering die extra 10 biljoen dollar in biljetten van 100 dollar had geleend. Dan zou de aanvullende schuld een hoogte hebben van 10.922 km. en de totale schuld, momenteel 19,6 biljoen dollar, van 21.378 km: hoger dan de stratosfeer.
⁴ Bron: <http://www.gallup.com/poll/1597/confidence-institutions.aspx>
⁵ "God bless you and God bless the United States of America" is een traditionele slotzin van de State of the Union.



Auteurs >>

Het Portfolio Management Team en de Head of Research



Zittend (van links naar rechts): Daniel Stefanetti, Guido Barthels, Luca Pesarini, Arnaldo Valsangiacomo, Christian Schmitt, Peter Steffen. Staand (van links naar rechts): Simon Oeser, Fabian Scheler, Ralf Müller, Roland Kremer, Jörg Held, Matthias Brachtel, Niels Slikker, Yves Longchamp – Head of Research bei ETHENEA Independent Investors (Schweiz) AG & Marco Ricciardulli (niet afgebeeld).

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, 9.11.2016.