



MARKTCOMMENTAAR



Drukverlies

2017 is een verkiezingsjaar voor verschillende Europese lidstaten en de populistische partijen doen veel stof opwaaien. Terzelfdertijd rijst in de Verenigde Staten de vraag wat er nu op de verkiezingsretoriek zal volgen. Is het slechts een kwestie van tijd tot er zich een drukverlies op de markten voordoet en de marktparticipanten de feiten opnieuw evalueren?

Inhoud >>

Editie gepubliceerd op 28.02.2017

- > [Drukverlies](#)
- > [Macro-economische vooruitzichten](#)





Drukverlies

2017 is een verkiezingsjaar voor verschillende Europese lidstaten en de populistische partijen doen veel stof opwaaien. Terzelfdertijd rijst in de Verenigde Staten de vraag wat er nu op de verkiezingsretoriek zal volgen. Is het slechts een kwestie van tijd tot er zich een drukverlies op de markten voordoet en de marktparticipanten de feiten opnieuw evalueren?

Opnieuw beginnen we de Marktcommentaar met een verwijzing naar Donald Trump – en dit zal ook zeker niet de laatste keer zijn, want de entertainmentwaarde van de Amerikaanse president is veel groter dan zijn informatiewaarde. Tot nu toe was er slechts veel *drukte om niets*, of zoals mijn collega Simon Oeser het zo raak formuleerde na Trumps toespraak voor het Congres: “make America wait again”. De Amerikaanse regering maakt ostentatieve aankondigingen, die tot nu

» De hype over de *Trumpflation* lijkt tot nu toe dan ook niets anders te zijn dan een hype. «

toe niet echt in actie werden omgezet. Bij het opstellen van deze tekst was er nog niets gepubliceerd over de *historische* belastinghervorming¹, noch over een nieuwe versie van de gezondheidszorghervorming van Obama. De hype over de *Trumpflation* lijkt tot nu toe dan ook niets anders te zijn dan een hype. Eigenlijk zouden wij als Europeanen ons hier ook niet zo veel van moeten aantrekken. De gevolgen zullen duidelijker zijn voor de Amerikaanse kiezers, die zich door Donald Trump hebben laten inpakken. Maar aan deze kant van de

Atlantische Oceaan is het wel belangrijk als de kapitaalmarkt naar de *feiten* gaat kijken in plaats van achter een tot nu toe fictief *idee* aan te lopen.

Wij herinneren ons hoe de markt vóór de verkiezingen telkens reageerde als Trump bij de peilingen voor lag op Clinton: de aandelenmarkten noteerden lager en de obligatierendementen daalden. De marktreacties op de ochtend van 9 november 2016, toen bekend werd dat Trump de 45e president van de Verenigde Staten zou worden, stemden hiermee overeen: De Amerikaanse aandelen waren *limit-down* en het rendement op 10-jarige Amerikaanse staatsobligaties daalde van 1,85% naar 1,72%. Dit duurde echter maar vier uur. Na Trumps overwinningsspeech om 8.00 uur Europese tijd begon de markt oog te krijgen voor de positieve aspecten van een president Trump. Alsof geleidelijk meer marktdeelnemers op de trein zouden springen, draaiden de aandelen- en rentemarkten de andere richting uit. Plotseling ging alle aandacht naar de aangekondigde infrastructuurmaatregelen en naar de mogelijke versoepeling van de regelgeving voor banken. Er werd gesproken over *animal spirits*² die opgewekt zouden worden. De diepste depressie veranderde in de hoogste euforie. Een

¹ Bron: <http://www.cnbc.com/2017/03/01/trumps-ambitious-tax-reforms-are-unlikely-to-be-implemented-by-september-pwc-chairman.html>

² De term “animal spirits” werd gebruikt door John Maynard Keynes in het in 1936 verschenen boek *The General Theory of Employment, Interest and Money* om de instincten, neigingen en emoties te beschrijven die schijnbaar invloed hebben op het menselijk gedrag. Bron: [https://en.wikipedia.org/wiki/Animal_spirits_\(Keynes\)](https://en.wikipedia.org/wiki/Animal_spirits_(Keynes))

dergelijke stemmingswisseling wijst bij mensen gewoonlijk op een diepgewortelde psychische stoornis. Bij de markten zijn wij er ondertussen aan gewend.

Dit besef is in zoverre relevant, dat wij mogelijk in de nabije toekomst een ontzuivering van de markt zullen meemaken met betrekking tot het doorvoeren van de hervormingen van Donald Trump. Wij denken niet dat president Trump kwade bedoelingen heeft, maar het was te verwachten dat realpolitik toch iets complexer en moeilijker is dan verkiezingsretoriek. Een groot deel van de laatste marktbevingen bij zowel de aandelen als de obligaties kan als een voorbarige beloning worden gezien. Als de markt opnieuw gewaardeerd wordt, zou het allemaal weer heel snel kunnen gaan. De druk waardoor de aandelen en de rentevoeten de hoogte in schoten, zou heel snel weer verloren kunnen gaan. Voor ons betekent dit: een vinger op de verkoopknop voor Amerikaanse aandelen en een vinger op de koopknop voor USD-obligaties houden.

Ook voor Europa liggen veel politieke risico's in het verschiet. Er komen niet alleen verkiezingen in Nederland, Frankrijk en

» De druk waardoor de aandelen en de rentevoeten de hoogte in schoten, zou heel snel weer verloren kunnen gaan. «

Duitsland, maar waarschijnlijk ook in Italië. Bovendien zijn er, onder andere, nog onzekerheden rond de uitvoering van de Brexit door de regering van Theresa May en een eventueel

nieuw onafhankelijkheidsreferendum in Schotland. In de macro-economische vooruitzichten die hierop volgen, geeft Yves Longchamp een duidelijk overzicht van de kiesstelsels in de afzonderlijke landen. Dan kan snel de conclusie worden getrokken dat een groot deel van de paniekzaaij op de markten over een eventuele verkiezingsoverwinning van Marine Le Pen overdreven is en eerder berust op onwetendheid over het Franse kiesstelsel. Wij hopen dat wij ertoe kunnen bijdragen dat de discussies over risico's meer op feiten gaan berusten.

Wat de komende verkiezingen betreft, verwachten wij geen grote verrassingen. Nederland, Italië en Frankrijk zullen de euro niet verlaten, en in geen van de drie landen zal er aan het einde van dit jaar een populistische regering aan de macht zijn. De onzekerheid leidt er echter wel toe dat vooral inter-

» Wat de komende verkiezingen betreft, verwachten wij geen grote verrassingen. «

nationale beleggers zich enigszins distantiëren van Europa. Wij zijn van mening dat de huidige prijzen voor risico-activa, vooral aandelen, aantrekkelijk zijn in Europa en wij zijn hier ook aanzienlijk gepositioneerd. Op de obligatiemarkten handhaven wij een eerder terughoudende opstelling. Ondanks de grotere renteversillen tussen Frankrijk en Italië tegenover Duitse staatsobligaties, die na de verkiezingen weer zullen normaliseren, verwachten wij namelijk over het algemeen juist stijgende rendementen in de eurozone.



Auteurs >>

Guido Barthels

Portfolio Manager
ETHENEA Independent
Investors S.A.

Yves Longchamp, CFA

Head of Research
ETHENEA Independent
Investors (Schweiz) AG

Macro-economische vooruitzichten >>

Checks and Balances

Omdat “democratie de slechtste bestuursvorm is, met uitzondering van alle andere vormen die van tijd tot tijd zijn uitgeprobeerd”³, beperkt een systeem van *checks and balances*⁴ de uitvoerende en wetgevende macht van de overheid. In

» Een systeem van checks and balances beperkt de uitvoerende en wetgevende macht van de overheid. «

deze editie richten we ons op de vraag waarom verkiezingen belangrijk zijn. Daar *politiek risico* inmiddels een begrip is in het beleggersjargon, dachten we dat het zinvol zou zijn om enig inzicht te verschaffen in hoe politieke systemen in Italië, Frankrijk en de VS werken.

De politieke systemen van deze drie landen vertonen overeenkomsten. Ze zijn democratisch en gebaseerd op twee kamers. De wetgevende macht wordt gedeeld tussen een eerste kamer (de Senaat) en een tweede Kamer (het Huis van Afgevaardigden in de VS, de Assemblée Nationale in Frankrijk en de Kamer van Afgevaardigden in Italië). De eerste en tweede kamer samen worden het Congres genoemd in de VS en het parlement in Frankrijk en Italië. De uitvoerende macht is in handen van de president in Frankrijk en de VS en van de premier in Italië.

Er zijn ook verschillen die de uitvoerende macht meer of minder invloedrijk maken, al naar gelang de meerderheden, het verkiezingsproces en de relatieve macht van de kamers. We richten ons op deze drie elementen om na te gaan in hoeverre een presidentsverkiezing een politiek risico vertegenwoordigt.

Verenigde Staten

Ondanks het feit (een echt feit) dat Donald Trump de 45e president van de Verenigde Staten werd zonder de meeste stemmen van de bevolking te krijgen – waaruit blijkt dat conventionele democratieën minder democratisch zijn dan men zou denken – is zijn macht stevig verankerd en heeft hij

een meerderheid in beide kamers. De Republikeinen hebben namelijk 52 van de 100 zetels in de Senaat en 241 van de 435 zetels in het Huis van Afgevaardigden. Hoewel niet alle Republikeinen *Trumpists* zijn, kunnen we rustig stellen dat Trump in beide kamers op steun zal kunnen rekenen om zijn plannen geheel of gedeeltelijk ten uitvoer te leggen, in tegenstelling tot zijn voorganger.

Daarnaast heeft president Trump de bevoegdheid om ministers en rechters van het Hoogerechtshof te benoemen, en zelfs om invloed uit te oefenen op de benoeming van nieuwe leden van het FOMC van de Fed die het met hem eens zijn.

» Vanuit dat gezichtspunt vertegenwoordigt Trump een echt politiek risico, in goede en slechte zin. «

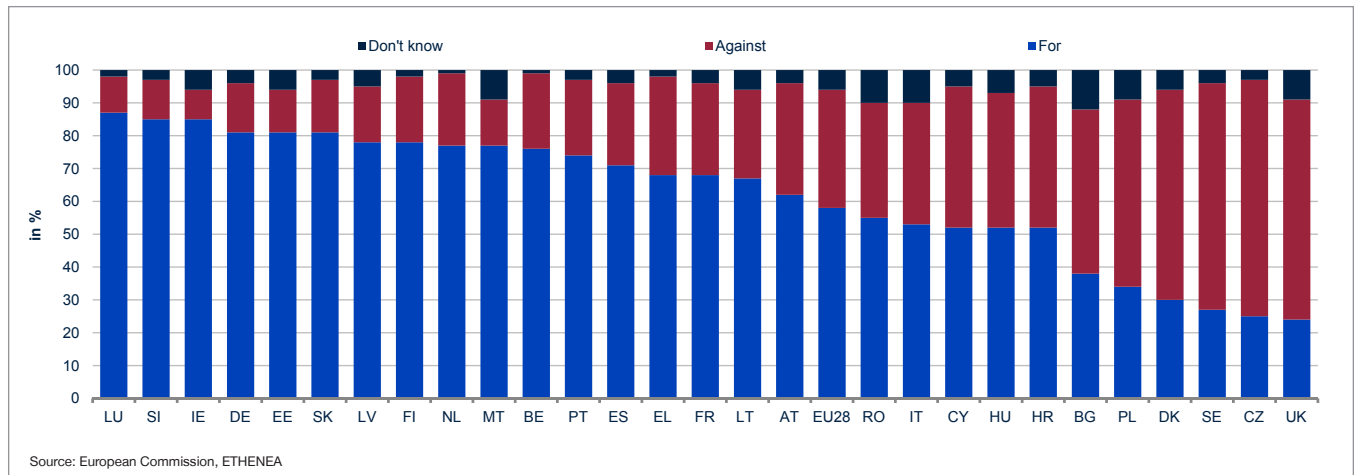
Hij is ongetwijfeld een machtige president, en zolang het volk zich niet tegen hem keert, is het echter de moeite waard, zijn uitlatingen op Twitter te volgen, vanzelfsprekend met een flinke korrel zout. Vanuit dat gezichtspunt vertegenwoordigt Trump een echt politiek risico, in goede en slechte zin.

Frankrijk

In Frankrijk is de verkiezingsstrijd om het presidentschap in volle gang. Marine Le Pen, de leider van de extreemrechtse partij *Front National*, zal vrijwel zeker de eerste ronde doorkomen, die op 23 april plaatsvindt. Ze heeft een degelijke en stabiele achterban, die altijd op haar zal stemmen. Haar tegenstanders zijn François Fillon, kandidaat voor de grootste centrumrechtse partij van het land, *Les Républicains*, wiens populariteit tanende is, Emmanuel Macron, oprichter van *En Marche*, en Benoît Hamon van de Socialistische Partij. Volgens de peilingen zal Marine Le Pen in de tweede ronde uitkomen tegen Emmanuel Macron, en volgens dezelfde peilingen zal laatstgenoemde de nieuwe president worden. Het ligt namelijk voor de hand dat Marine Le Pen niet wordt gekozen als de keuze tussen de twee finalisten tevens een keuze is om al dan niet binnen de eurozone te blijven.

³ Deze uitspraak (of woorden van die strekking) wordt veelvuldig toegeschreven aan Winston Churchill.

⁴ Systeem waarbij overheidsbevoegdheden over verschillende organen worden verspreid en ieder orgaan bij de uitoefening van zijn bevoegdheden verantwoording verschuldigd is aan een ander orgaan. Bron: <http://www.juridischwoordenboek.nl/woordenboekcas.html#12600>



Grafiek 1: Wat is uw mening? Een Europese economische en monetaire unie met één munt, de euro

De eerste van de 144 verkiezingsbeloften⁵ die Marine Le Pen wil uitvoeren als ze president wordt, is een referendum uitschrijven over een *Frexit*. Volgens de meest recente Eurobarometer is circa tweederde van de Franse bevolking voorstander van de euro (Grafiek 1). Daarnaast hebben eerdere verkiezingen laten zien dat kiezers die niet voor Front National stemmen, in de tweede ronde massaal voor de andere kandidaat zullen stemmen (*front républicain*).

Stel (het hypothetische geval) dat Marine Le Pen op 7 mei wel de nieuwe Franse president wordt. Dan is de volgende vraag is dan hoe de zetelverdeling in de Assemblée Nationale, de kamer

» De eerste van de 144 verkiezingsbeloften die Marine Le Pen wil uitvoeren als ze president wordt, is een referendum uitschrijven over een *Frexit*. «

met de meeste macht, eruit zal zien. De parlementsverkiezingen op respectievelijk 11 juni voor de eerste ronde en 18 juni voor de tweede ronde zullen deze vraag beantwoorden. Dit zijn dezelfde kiezers die rechtstreeks de president en de leden van de Assemblée Nationale kiezen. Marine Le Pen heeft een meerderheid in de Assemblée Nationale nodig om “de orde te herstellen in Frankrijk”⁶.

Zoals het er nu voor staat, steunen slechts twee (Marion Maréchal-Le Pen en Gilbert Collard)⁷ van de 577 afgevaardigden het Front National, hoewel Marine Le Pen in de eerste ronde van de presidentsverkiezingen van 2012 bijna 18% van de stemmen behaalde.

Het verkiezingsproces voor de Assemblée Nationale is in hoge mate vergelijkbaar met de Franse presidentsverkiezing. Het is een systeem gebaseerd op meerderheid, niet op evenredige vertegenwoordiging. In de eerste ronde proberen alle kandidaten zoveel mogelijk stemmen te vergaren. Daarna wordt in de tweede ronde de keuze van kandidaten teruggebracht tot diegene die een meerderheid gekregen heeft. Zolang er sprake is van een *front républicain* in de tweede ronde, is het onwaarschijnlijk dat Marine Le Pen wordt gekozen en dat de Assemblée Nationale een pro-Front National meerderheid krijgt. Maar “le mot impossible n’est pas français”⁸, en als Le Pen president wordt, is het einde verhaal voor het *front républicain*, met als logisch gevolg dat het aantal zetels van het Front National in de Assemblée Nationale zou toenemen. Volgens sommige schattingen kan de partij 60 zetels⁹ in de wacht slepen; dat is veel meer dan twee, maar nog altijd geen meerderheid. In een extreem scenario waarin het Front National 100 zetels in de Assemblée Nationale behaalt, kan deze grote minderheid mogelijk bij machte om een *référendum d’initiative partagée*¹⁰ over *Frexit* te organiseren als ze 20% van de parlementsleden ervan weet te overtuigen dit referendum te steunen. Later in het proces kan een van de kamers alsnog zijn veto uitspreken over het referendum met een gewone meerderheid en daarmee dit referendum tegenhouden.

Uit al deze complexe politieke analyses valt op te maken dat de Franse verkiezingen volgens ons geen wezenlijk politiek risico inhouden voor de eurozone, zelfs als Le Pen president zou worden. Het is onwaarschijnlijk dat Frankrijk ervoor kiest de eurozone te verlaten. Daarmee is echter niet gezegd dat de verkiezing van Marine Le Pen geen gevolgen zou hebben voor de financiële markten, met name de euro en Franse staatsobligaties.

⁵ Bron: <https://www.marine2017.fr/wp-content/uploads/2017/02/projet-presidentiel-marine-le-pen.pdf>

⁶ In het Frans: *Remettre la France en ordre*, Bron: <https://www.marine2017.fr/au-nom-du-peuple/>

⁷ Bron: http://www.assemblee-nationale.fr/14/tribun/xml/liste_rattachement_partis_2017.asp

⁸ Nederlandse vertaling: *Onmogelijk is geen Frans woord*, Napoléon Bonaparte.

⁹ Bron: <http://tempsreel.nouvelobs.com/politique/20160622.OBS3143/60-deputes-fn-a-l-assemblee-en-2017.html>

¹⁰ Een referendum op basis van een gedeeld initiatiefrecht is een type referendum in Frankrijk waarin de constitutionele wet van 23 juli 2008 voorziet.

Italië

Ook Italië heeft een tweekamerstelsel, met als bijzonderheid dat de kamers egalitair zijn. Dit betekent dat, anders dan in

» De Franse verkiezingen houden geen wezenlijk politiek risico in voor de eurozone. «

Frankrijk, de eerste en de tweede kamer dezelfde politieke macht hebben. Vergeleken met de VS en Frankrijk heeft de Italiaanse president (Sergio Mattarella) een ceremoniële functie. De premier (Paolo Gentiloni) is zogezegd de sterke man van de regering.

Maar om te regeren en wetten aan te nemen, is het cruciaal dat hij een meerderheid heeft in beide kamers, hetgeen moeilijk te verwezenlijken is in een land waar het politieke landschap versnipperd is. Om een meerderheid te behalen, moeten coa-

» Vergeleken met de VS en Frankrijk heeft de Italiaanse president een ceremoniële functie. «

lities worden gevormd die zo sterk zijn als de grootste gemene deler. Sinds 1946 en de oprichting van de Italiaanse Republiek zijn er 42 premiers geweest in 17 legislaturen.¹¹

Met dit in het achterhoofd is het moeilijk in Italië hervormingen door te voeren. Het in december van vorig jaar door Matteo Renzi voorgestelde referendum over grondwettelijke hervormingen, dat hem zijn baan als premier kostte, is het laatste voorbeeld van deze politieke stoelendans.

Italianen zijn niet zo overtuigd van de euro als de Fransen, aangezien slechts 53 % van hen voorstander is van de eenheidsmunt (Grafiek 1). Van de politieke partijen streeft alleen de Lega Nord naar zelfbestuur, maar het is een kleine partij die waarschijnlijk geen coalitie zal vormen die groot genoeg is om de macht in beide kamers naar zich toe te trekken en een *Itexit* af te dwingen.

Ook in Italië denken we dat de kans op een vrijwillige *Itexit* uiterst klein is. Dit jaar zijn weliswaar geen verkiezingen gepland in Italië, maar mogelijk worden er dit najaar één georganiseerd. Hoewel de uitslag daarvan onzeker is, achten we een anti-Europese regering niet erg waarschijnlijk.

Conclusie

Donald Trump is een machtige president die de VS kan hervormen en daardoor een wezenlijk politiek risico vertegenwoordigt. In Frankrijk en Italië daarentegen zijn we van mening dat politieke risico's als gevolg van verkiezingen overdreven worden. In Europa is het grootste risico nog altijd de combinatie van economische kwetsbaarheid en heterogeniteit van de lidstaten die geregeerd worden door één munt

» Italianen zijn niet zo overtuigd van de euro als de Fransen. «

en één rentetarief. Het oude aanpassingsproces, dat vóór de invoering van de euro voornamelijk via wisselkoersschommelingen plaatsvond, bestaat niet meer. Wat blijft is de *interne devaluatie* via inflatieverschillen (in sommige lidstaten omvat dat ook deflatie). Daarom denken we dat het grootste risico in Europa economisch en niet politiek van aard is. In geval van een langdurige groeivertraging of recessie zouden productiviteitsverschillen en de hoge schuldenlast van overheden weer gaan opspelen. Vooral nog zijn de economische indicatoren in de eurozone over het algemeen bemoedigend, waardoor het existentiële probleem van de Unie naar de achtergrond wordt gedrongen.

Auteur >>

Yves Longchamp, CFA

Head of Research

ETHENEA Independent Investors (Schweiz) AG

¹¹ Bron: https://fr.wikipedia.org/wiki/Liste_des_pr%C3%A9sidents_du_Conseil_italien



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 bij ETHENEA Independent Investors (Schweiz) AG & Thomas Herbert (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, 28.02.2017.