

Overwinning Trump heeft grote gevolgen voor financiële markten

Door Joost van Mierlo Fotografie Cor Salverius Fotografie



De overwinning van Donald Trump tijdens de Amerikaanse verkiezingen heeft grote gevolgen voor financiële markten. Importtarieven zullen waarschijnlijk stijgen en het Amerikaanse begrotingstekort lijkt niet de belangrijkste zorg van Trump. Dat zorgt voor onrust.

Onder leiding van Bob Homan van ING Investment Office discussiëren Edward Markus van ECR Research, Roelof Salomons van BlackRock en Ralph Wessels van ABN AMRO over de scenario's waar beleggers de komende jaren mee te maken krijgen.

Bob Homan: 'Laten we maar meteen met de deur in huis vallen. Wat is volgens jullie de belangrijkste consequentie van de terugkeer van Donald Trump?'

Edward Markus: 'Met de verkiezing is het duidelijk geworden dat de VS China als de belangrijkste bedreiging ziet. Om dat in perspectief te kunnen plaatsen, moeten we even een stap terug. We hebben op dit moment te maken met het definitieve einde van de wereldorde zoals we die sinds de Tweede Wereldoorlog kennen. In plaats van een systeem dat in ieder geval in het Westen was gebaseerd op door vrijwel alle landen geaccepteerde regels, hebben we nu te maken met een wereld waar macht de doorslaggevende factor is. Dat zagen we de afgelopen jaren al aankomen met China en Rusland, maar ook de Verenigde Staten leggen zich daar nu bij neer. Trump is vastbesloten ervoor te zorgen dat de VS de belangrijkste macht ter wereld blijft. Het zal betekenen dat er enorm geïnvesteerd gaat worden in technologie, vooral militaire technologie. Maar het gaat ook om investeringen die noodzakelijk zijn om een economische macht van betekenis te blijven.

Dit zal grote gevolgen hebben voor het begrotingstekort van de VS. Veel mensen denken dat het wel los zal lopen en dat de uitlatingen van Trump over importtarieven een vorm van verkiezingsretoriek waren. Zo ging dat immers ook tijdens zijn eerste termijn. Deze keer is het anders. Het gaat niet alleen maar om het positioneren voor

mogelijke onderhandelingen. Ga er maar van uit dat hij gaat doen wat hij zegt.'

Roelof Salomons: 'Ik kijk er iets anders tegenaan. Ik denk dat de economische orde bepaald wordt door aanbod. Er zijn tal van schokken in het wereldwijde aanbodstelsel die tot een hogere inflatie zullen leiden. De meeste schokken waar we mee te maken krijgen, zijn inflatoir. En die komen op een moment dat schulden van overheden al aan de hoge kant zijn. Nu gaat het bijvoorbeeld om de importtarieven en het hogere Amerikaanse begrotingstekort. Daar staat feitelijk een grote factor tegenover die voor een lagere inflatie zal zorgen: de digitalisering. Maar die zal niet voldoende zijn om de inflatiedruk te weerstaan. Dat is wat we voor de korte termijn verwachten. Het is onduidelijk wat er op de langere termijn gebeurt, maar als we productiever worden, drukt dat de inflatie.'

Homan: 'Wat betekent dat voor de rente?'

Salomons: 'De obligatiemarkt is niet dom. De afgelopen weken is de obligatiemarkt enorm in beweging geweest. Rentes zijn al opgelopen. Inflatieverwachtingen in diverse markten zijn al hoger. Is het voldoende? Waarschijnlijk nog niet, maar het gaat niet in een rechte lijn. Beleggers hebben altijd de neiging om te heftig te reageren. Het is wel duidelijk dat we niet terug zullen keren naar de situatie van de afgelopen jaren, met een negatieve reële rente.'

Homan: 'Hoe bescherm je jezelf dan als belegger?'

Salomons: 'In een situatie met een hogere inflatie flipflopt de correlatie tussen obligaties en aandelen regelmatig. De onzekerheid omtrent inflatie betekent dat je steeds meer voor real assets moet kiezen om je ertegen te beschermen. Dan denk je natuurlijk aan aandelen, maar die zijn – zeker in de VS – niet goedkoop meer. Je kunt ook aan private assets denken. In ieder geval assets die op langere termijn in staat zijn om de inflatie te verslaan.'

Homan: 'Ralph, wat denk jij ervan?'

Ralph Wessels: 'We waren vrij positief over de markten en de economische groei. Dat is echter verminderd sinds de verkiezing van Trump. Laten we hopen dat Trump een >



VOORZITTER

Bob Homan

CIO, ING Investment Office



Edward Markus

Founder & Chief Analyst,
ECR Research



Roelof Salomons

Chief Investment Strategist,
BlackRock



Ralph Wessels

Chief Investment Strategist,
ABN AMRO

pragmatische koers zal kiezen. Wat dat betreft ben ik huiverig. Je hebt Trump verschillende keren horen zeggen dat zijn grootste fout was dat hij in zijn eerste termijn te veel heeft geluisterd naar politici. Dat lijkt nu niet te gaan gebeuren. Hij kiest voor mensen in zijn regering die qua stijl niet erg van hem verschillen. Dat is zorgelijk.

Historisch gezien zijn Republikeinse presidenten met een Republikeinse meerderheid in het congres niet zo gunstig voor de S&P. In de eerste termijn van Trump hadden we bijvoorbeeld twee periodes met bear markets. De negatieve gevolgen van de hogere importtarieven zijn veel ernstiger dan de mogelijke positieve gevolgen van verminderde regelgeving. Ik denk dat het raadzaam is om voorzichtig te zijn. Ik heb het gevoel dat de markt dat onderschat.

Markus: 'Iets anders: er komen tal van stimuleringsmaatregelen aan, terwijl de arbeidsmarkt gespannen is en de economie op volle toeren draait. Dat is zorgwekkend. Het zal ook betekenen dat het begrotingstekort oploopt.'

Salomons: 'Er wordt wel een departement opgetogen om dat tegen te gaan. Alleen de tijd zal het ons leren.'

Markus: 'Laten we dat hopen, maar er zijn tal van krachten binnen het Huis van Afgevaardigden en de Senaat die voor tegenwicht zullen zorgen. Mijn zorg is dat een stijgende post rentebetalingen zal betekenen dat er gesnoeid gaat worden in investeringen die cruciaal zijn voor de groei op de langere termijn, zoals in onderwijs, infrastructuur en research & development. Wij maken ons zorgen dat het zal leiden tot een periode met lage groei, hoge begrotings-tekorten en een hoge rente. Het gevolg zal zijn dat de Fed wordt gedwongen om in te grijpen. Die zal zich genoodzaakt voelen om een steeds groter deel van het begrotings-tekort te financieren. Iets dat de inflatie zou opdrijven.'

Salomons: 'Ik ben het ermee eens dat het begrotingstekort zal stijgen en dat dit gevolgen zal hebben in de vorm van een hogere rente. Ik denk dat het van belang is om de rol van de overheid als het gaat om R&D te relativeren. In de VS wordt ongeveer 3% van het nationale inkomen besteed aan R&D.'

Het leeuwendeel, twee volle procentpunten, komt voor rekening van de private sector. Dat zal echt niet veranderen. Dus zelfs als de overheid iets minder zou investeren, heeft dat niet onmiddellijk ernstige gevolgen.'

Markus: 'Je hebt gelijk door te stellen dat de private sector hier een belangrijke rol speelt. Maar dat zijn voornamelijk technologie-bedrijven. Het is belangrijk dat ook andere onderdelen van de economie investeren.'

Salomons: 'Natuurlijk, maar er wordt wel degelijk geïnvesteerd en dat zal blijven gebeuren.'

Homan: 'Wat zal het betekenen voor de dollar? Zal die stijgen ten opzichte van de euro?'

Markus: 'Wij specialiseren ons in wisselkoersbewegingen. Het lijkt duidelijk dat de situatie in de VS met zich meebrengt dat de rente hoger zal blijven in vergelijking met de situatie in Europa. Maar dat is niet het enige probleem. De kapitaalstromen zoals we die op dit moment zien, drukken de euro. Er ontstaat twijfel of de euro als eenheidsmunt zal blijven bestaan.'

Salomons: 'Ook ik denk dat het zal betekenen dat de dollar krachtiger wordt. Het is natuurlijk niet altijd slim om de meerderheid te volgen, maar op dit moment doe ik dat wel.'

Wessels: 'Ik denk ook dat de rente hoger zal zijn in de Verenigde Staten, maar de grote vraag is wat de inflatie gaat doen. Als de inflatie in de Verenigde Staten ook hoger is, dan maakt het feitelijk geen verschil. Het is afwachten. Het is ook goed om even terug te kijken naar de eerste termijn van Trump als president. In die periode heeft hij nooit gesproken over een krachtiger dollar. Hij wilde juist dat de dollar zwakker werd.'

Salomons: 'Je kunt het wel niet willen, maar de kapitaalstromen wijzen gewoonweg in die richting.'

Homan: 'Is het mogelijk om het begrotings-tekort te laten stijgen als de rente stijgt?'

Wessels: 'Het is tijdelijk altijd mogelijk, maar het is ook zeker dat er een moment komt dat de obligatiemarkt een stijgend tekort niet meer zal accepteren.'

Homan: ‘Wanneer gebeurt dat? Volgend jaar? Over tien jaar?’

Markus: ‘Dat is natuurlijk de grote vraag. We zitten er echter niet al te ver vandaan, zou ik zeggen. In het verleden heb je gezien dat wanneer de overheidsschuld meer dan 110% van het nationale inkomen bedraagt, je in de problemen komt als er sprake is van een hogere rente.’

Homan: ‘Roelof, zal de obligatiemarkt het niet langer accepteren?’

Salomons: ‘Dit voorspellen is je carrière op het spel zetten, dus dat zal ik niet doen. Ik snap het argument, maar wat is het alternatief? Ik zie geen serieus alternatief voor Amerikaanse staatsobligaties. Voor ons hier zouden dat Duitse Bunds moeten zijn. Maar die markt is gewoonweg niet groot genoeg om aan de vraag te voldoen. Misschien kun je kwalitatief hoogstaand investment grade credit kopen. Maar er is te veel kapitaal op zoek naar kwalitatief hoogstaande beleggingen.’

Markus: ‘Het hangt allemaal enorm af van de manier waarop dat tekort wordt veroorzaakt. Als er sprake is van investeringen, dan kan dat leiden tot toekomstige groei. Als ik naar de plannen van Trump kijk, dan lijkt het vooral te gaan om belastingverlagingen en uitgaven aan defensie. Dat is minder gunstig voor de groei.’

Salomons: ‘Het hangt er natuurlijk vanaf hoe de private sector reageert op de belastingverlagingen. Maar dan vertrouwt je feitelijk op de gunstige gevolgen van ‘trickle down economics’. In het verleden heeft dat niet zo goed gewerkt.’

Homan: ‘Een vraag vanuit het publiek: wat betekent de verkiezing voor de discussie rond klimaatverandering?’

Salomons: ‘De herverkiezing van Trump zal minder gevolgen hebben dan mensen denken. Het is namelijk een discussie die gedreven wordt door de private sector. Zelfs als het niet werd gedreven door de private sector, dan heb je in de VS de situatie met de Inflation Reduction Act. Het grootste deel van dat geld, 80%, is uitgegeven. Dat is vooral gebeurd in zogenoemde ‘Rode’, Republikeinse staten. Dat zal gewoon doorgaan. En ook deze trend zal leiden tot

hogere prijzen en inflatie.’

Wessels: ‘Inderdaad, een hogere inflatie. Maar vooral omdat de nieuwe technologie, in tegenstelling tot wat normaal het geval is, waarschijnlijk minder efficiënt is dan de technologie die het moet vervangen. Vanuit het perspectief van de belegger blijft het natuurlijk erg interessant.’

Markus: ‘Ik bekijk het van een andere zijde. Ik denk dat de druk van de Amerikaanse regering op Europa om militaire uitgaven te verhogen flink zal worden opgevoerd. Het moet nu al 2% van het nationale inkomen zijn, maar de Republikeinen willen eigenlijk dat het 3% is. Dat kan nog verder worden opgevoerd naar 4% of zelfs 4,5%. Mijn vrees is dat dit ten koste zal gaan van investeringen rond de klimaattransitie. Natuurlijk heb je dan de private sector nog, maar het geeft toch te denken.’

Homan: ‘Wat gebeurt er met China? Zien jullie daar mogelijkheden?’

Wessels: ‘Op dit moment niet. Dat wil zeggen dat we neutraal zijn ten opzichte van opkomende markten in het algemeen en China in het bijzonder. We denken dat het dieptepunt daar overigens wel voorbij is. Er zal gestimuleerd blijven worden. Maar de noodzakelijke correctie in de vastgoedmarkt neemt, net als in de Verenigde Staten na de kredietcrisis, tijd in beslag en is pijnlijk.’

Salomons: ‘Ik vergelijk de situatie in China eerder met die van Japan nadat de economische luchtbel daar ineens klapte. Het verschil is dat China minder rijk is dan Japan indertijd was. Er is simpelweg meer monetaire en budgettaire stimulus nodig om uit het dal te groeien. Op den duur zal dat werken. Tot dat moment zijn beleggingen in China vooral tactische beleggingen, waarbij we goed kijken naar verbeteringen in de economische situatie op de lange termijn. Vooralsnog blijft die zorgelijk.’

Markus: ‘De demografische situatie is dramatisch. In de rest van de eeuw zal de bevolking misschien met 30% dalen. Zoals ik al zei, gaan we naar een wereld waarin macht de determinerende factor is. In de afgelopen decennia zijn we steeds afhankelijker geworden van China als markt voor onze producten. Dat zal waarschijnlijk verminderen.’ ■

IN HET KORT

Inflatie is weer terug op de weg omhoog.

De rente in de Verenigde Staten is de komende jaren hoger dan in Europa.

Begrotingstekorten blijven een punt van zorg.