

The day after the election

Inleiding

Na onze eerste reactie van gisteren hierbij een meer uitgebreide analyse van de uitslag van de Amerikaanse verkiezingen. In ons eerste commentaar merkten we op dat de eerste reactie van de markt niets zegt over het koersverloop van de maanden erna, maar we hadden beter kunnen zeggen in de uren erna.

De uitslag leidde initieel tot heftige reacties op de financiële markten, maar na de verzoenende woorden van Trump en later ook van Clinton en Obama kalmeerden de markten waardoor de openingsverliezen werden omgebogen tot een bescheiden winst. Alhoewel de markten hiermee de paniek van de verkiezingsnacht achter zich hebben gelaten, zijn er op onderdelen toch flinke uitslagen. Aandelen van bedrijven in de pharma-, kolen-, defensie- en bankensector waren de grote winnaars, maar opkomende markten, aandelen in de duurzame energie en de Mexicaanse peso verloren stevig.



Amerika krijgt dus - tegen alle verwachtingen in - niet de eerste vrouw in het Witte Huis. Net als bij de Brexit hebben de peilingen iedereen op het verkeerde been gezet. De omvang van de verrassing laat zien dat niet alleen de politiek, maar ook de media, de opiniepeilers en een groot deel van het etablissement de binding met de achterban hebben verloren. Net als bij de Brexit werd de verrassing van de uitslag veroorzaakt door een grote groep ontevreden kiezers buiten de grootstedelijke gebieden. In de VS wordt gesproken over de verkiezingen van “small town America”, een groep van voornamelijk blanke arbeiders die kunnen worden gezien als de verliezers van de globalisering.



NRC: 9-11-2016

Over de exacte beleidsmatige implicaties van de uitslag is nog niet zo heel veel bekend, aangezien de plannen van Trump vanwege zijn grillige karakter vaak onduidelijk of simpelweg onmogelijk zijn. Ook heeft hij nog geen ervaring als bestuurder in een publieke functie, waardoor ook onduidelijk is welke personen in zijn regering plaats gaan nemen. Toch hebben we op basis van wat wel bekend is een overzicht gemaakt van de plannen en de implicaties van de verkiezing van Trump op het gebied van de politiek, financieel economisch en duurzaamheid.

Politiek

Met de overwinning van Trump hebben de republikeinen de Senaat, het Huis van afgevaardigden en het Witte Huis in handen. De republikeinen hebben dus volop ruimte zonder veel tegenwerking een conservatieve rechtse koers te gaan varen. Grote veranderingen in het beleid zijn dan ook mogelijk

mits de partij zelf op één lijn komt, hetgeen niet vanzelfsprekend is. Mogelijk worden een aantal maatregelen van Obama teruggedraaid. Trump heeft zich kritisch uitgelaten over het beleid van Obama op het gebied van onder andere immigratie, economisch beleid (protectionisme, beleid FED), buitenland beleid (Iran, IS, China), gezondheidszorg (Obamacare) en klimaat (Parijs). Ook ligt de benoeming van een (zeer) conservatieve rechter bij het hoger gerechtshof voor de hand.

Voor de internationale betrekkingen betekent de komst van Trump vooral veel onzekerheid. Wel is duidelijk dat een politiek zal worden gedreven van "America First". Voor wat betreft de economische- en handelspolitiek zal dit leiden tot meer protectionisme. Voor wat betreft de internationale betrekkingen is er vooral veel onzekerheid over de mate waarop de VS zich terugtrekt van het internationale toneel. Kan de NAVO bijvoorbeeld blijven rekenen op de onvoorwaardelijke steun van de VS? En gaat de VS zich zoveel terugtrekken van het wereldtoneel waardoor ambitieuze landen zoals Rusland en China meer ruimte krijgen? Wat wordt het beleid ten aanzien van het Midden-Oosten en IS in het bijzonder?

De vriendelijke maar ook voorzichtige reacties uit Europa op de verkiezing van Trump als president hebben overigens niet alleen met de NAVO te maken. Europa is ook bang dat het populisme en het anti Europa sentiment verder aanwakkert. Met een referendum in Italië en verkiezingen in Oostenrijk, Nederland en Frankrijk in aantocht staat er voor Europa de komende tijd veel op het spel.

Financieel economisch

Financieel economisch wordt de agenda van Trump gedomineerd door de belofte van economische groei en de "America First" politiek.

De "America First" politiek zal waarschijnlijk leiden tot meer protectionisme met als doel banen in de VS te beschermen en waar mogelijk banen die zijn verloren aan landen als China, Mexico en Vietnam terug te halen. Trump heeft zich in dit verband vooral kritisch uitgelaten over China. Hij is van mening dat China de waarde van haar munt kunstmatig laag houdt en zo een oneigenlijk concurrentie voordeel creëert. Hij heeft gedreigd producten uit China te belasten met forse invoerrechten en riskeert hiermee een handelsoorlog met China. Ook ten aanzien van Mexico dreigt Trump met meer protectionisme met een flinke daling van de Mexicaanse peso als gevolg. De verwachting is dat de opkomende markten het meeste last zullen hebben van een meer protectionistisch beleid van de VS.

Naast het beschermen van banen belooft Trump de economische groei te verdubbelen door onder andere meer te investeren in infrastructuur. Binnen dit kader wordt infrastructuur breed gedefinieerd. Het gaat dus niet alleen om wegen en bruggen, maar ook om ziekenhuizen, scholen, havens, nutsvoorzieningen etc. Er komt als het ware een Keynesiaanse politiek waarbij de bestedingen omhoog gaan, terwijl de belastingen juist zullen dalen. Trump heeft beloofd het aantal belastingschijven te reduceren van 7 naar 3, terwijl het toptarief van 39,35% naar 33% wordt verlaagd. Op het gebied van belastingen voor ondernemingen stelt Trump ook een verlaging voor. Echter hier geldt dat veel ondernemingen de VS hebben verlaten vanwege een hoge belastingvoet dus het netto effect kan, conform de theorie van Laffer¹, wel eens positief uitpakken voor de belastingdienst.

De vraag is vervolgens waar het geld voor al die extra investeringen vandaan komt. Het begrotingstekort en staatsschuld zal door het nieuwe beleid waarschijnlijk fors oplopen, terwijl de republikeinen daar doorgaans geen voorstander van zijn. Een oplopend overheidstekort als gevolg van investeringen kan leiden tot inflatie en indirect dus tot een stijging van de rente. Op korte termijn is de onzekerheid in de markt echter toegenomen, waardoor de kans op een renteverhoging in december door de FED juist wat kleiner is geworden. Per saldo verwachten we dat de kans op een

stijging van de rente de komende jaren is toegenomen, vooral vanwege de kans op een hogere inflatie. Deze inflatie kan niet alleen aangewakkerd worden door investeringen maar kan ook worden geïmporteerd als gevolg van hogere importprijzen vanwege hogere invoerrechten als gevolg van het protectionistische beleid.

Bij de FED zitten ze waarschijnlijk behoorlijk in hun maag met de nieuwe situatie. Niet alleen staat de nieuwe onzekerheid het pad van een verdere rentestijging mogelijk in de weg, ook heeft Trump zich zeer kritisch uitgelaten over het leiderschap van de FED. De termijn van Yellen, voorzitter van de FED, loopt nog tot februari 2018 maar mogelijk gaat Trump druk op haar uitoefenen. Daarnaast heeft Obama kandidaten voorgedragen voor twee vrijgekomen posten in het bestuur van de FED. De kans is groot dat Trump een andere kijk heeft op de mate van geschiktheid van deze kandidaten en een eigen voordracht doet.

De winst van Trump heeft geleid tot een initiële paniecreactie op de beurs, maar na een meer gematigde en verzoenende toon van Trump wisten de beurzen de initiële verliezen zelfs om te zetten in winst. Opvallend is de positieve reactie van de aandelen in de sector gezondheidszorg. Door de kritiek van Trump op Obamacare en de kritische toon van Clinton richting de farmaceuten, verwacht de markt een beleid dat gunstig uitpakt voor deze sector. Andere sectoren die mogelijk te maken krijgen met beleidsveranderingen zijn de banken-, veiligheid- en de energiesector. Trump heeft zich kritisch uitgelaten over de recente aanscherping van het financieel toezicht, waardoor mogelijk een aantal maatregelen worden teruggedraaid. Banken waren gisteren dan ook onder de grote winnaars op Wall Street. Vanwege de rechts-conservatieve koers van Trump zullen bestedingen aan veiligheid en defensie waarschijnlijk toenemen. Eén van de grootste stijgers was gisteren Corrections Corp of America, een beursgenoteerde uitbater van gevangenisstraffen, met een koerssprong van 60%. In de energiesector waren de winnaars te vinden onder de producenten van fossiele energie en dan met name in de kolensector. Grote verliezers zaten in de duurzame hoek (o.a. Vestas met - 13%).

In Europa stonden vooral aandelen onder druk die een groot deel van hun omzet uit de VS en opkomende markten behalen, vanwege de druk op de Amerikaanse dollar en valuta van de opkomende markten.

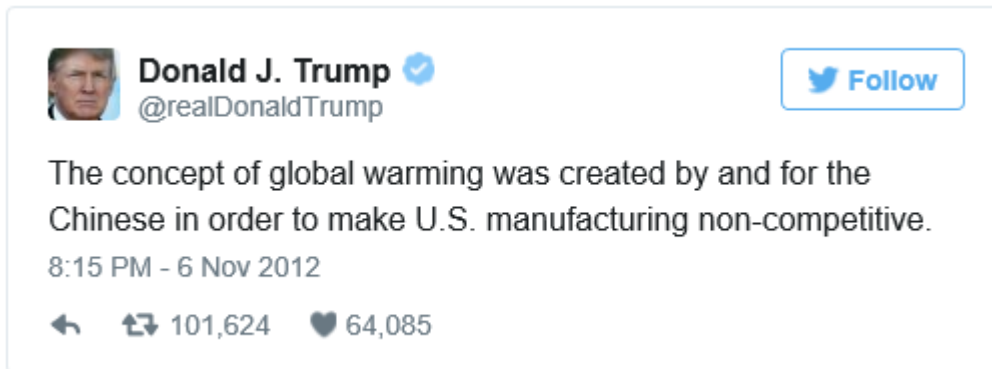
Op de obligatiemarkt zijn de uitslagen vooral heftig in de opkomende markten. De rente op (staats)obligaties in opkomende markten zoals Mexico, Brazilië en Argentinië is fors gestegen met navenante koersdalingen tot gevolg. Bij de obligaties van ontwikkelde landen zijn de uitslagen minder uitgesproken. Enerzijds zochten beleggers een veilige haven (waardoor de rente op de Duitse bund daalde) gezien de toegenomen onzekerheid, anderzijds is het risico van een rentestijging op termijn toegenomen (wat leidde tot een stijging van de Amerikaanse rente). De kans op een hogere inflatie is toegenomen met mogelijk een stijgende Amerikaanse rente tot gevolg. Bij een stijgende rente komen de koersen van obligaties met een lange looptijd onder druk te staan.

Impact op Duurzaamheid

Voor ons is natuurlijk ook de impact van mogelijke beleidswijzigingen op onze belangrijke duurzaamheidsthema's klimaat, ecosysteem en welzijn van belang. Het zal u niet verbazen dat op dit vlak weinig goed nieuws valt te melden. Vooral op klimaat en welzijn is er een grote impact mogelijk.

Op de eerste plaats het klimaat. Naast Clinton is het klimaat de grote verliezer van de verkiezingen. Trump ontkent grotendeels het bestaan van klimaatverandering en heeft gezegd het verdrag van Parijs te willen opzeggen. Overigens hebben de VS het klimaatakkoord al geratificeerd en is opzegging de komende drie jaar niet mogelijk. Obama en Clinton wilden daarentegen flink investeren

in de overgang van fossiele naar duurzame energie, terwijl Trump investeren in klimaat vooral als een last ziet. De onderstaande tweet vat het niveau van het debat wel zo'n beetje samen.



Op het gebied van welzijn gaat vooral het beleid op gezondheidszorg van belang zijn. Trump heeft aangekondigd de Affordable Care Act (Obamacare) te willen afschaffen. Het is niet helemaal duidelijk wat het alternatief wordt, maar een meer sobere versie is waarschijnlijk waardoor veel mensen mogelijk zonder verzekering of adequate zorg komen te zitten. Op het gebied van de prijsvorming van medicijnen zal het beleid van Trump soepeler zijn dan onder het voorstel van Clinton.

Een pluspunt is de belofte van Trump om het minimumloon te verhogen en te investeren in onderwijs. Hierdoor kunnen mogelijk meer mensen aan werk komen en de werkende mensen uit de armoede raken. De vraag is echter of een verhoging van het minimumloon er echt van gaat komen aangezien Trump ook meer banen wil creëren in de VS en dus in feite moet gaan concurreren met lageloonlanden. Tenslotte heeft Trump beloofd te investeren in een verbetering van de nutsvoorzieningen waaronder schoon water, hetgeen een bijdrage kan leveren op welzijn.

Belangrijkste conclusies

- Op korte termijn is er veel onzekerheid omdat nog relatief weinig bekend is over het beleid van Trump en zijn gebrek aan bestuurlijke ervaring.
- Grote veranderingen zijn mogelijk aangezien de republikeinen ook de Senaat en Huis van Afgevaardigden beheersen.
- Een meer protectionistisch beleid van "America First" betekent waarschijnlijk vooral risico's voor opkomende markten en dan met name China en Zuid-Amerika.
- De belofte om meer te investeren in infrastructuur en de belastingen te verlagen leidt mogelijk tot grotere overheidstekorten, met inflatie en een stijgende rente tot gevolg.
- De FED is in een moeilijke situatie terechtgekomen. Een stijging van de rente is - zeker op termijn - nog steeds het meest waarschijnlijk mede vanwege de mogelijk oplopende overheidsuitgaven en/of een stijgende inflatie.
- Het lange termijn effect op aandelen is onduidelijk. Wel kunnen we meer volatiliteit verwachten en zal de impact per sector sterk verschillen vanwege beleidswijzigingen in onder andere gezondheidszorg, energie, veiligheid, bankensector en infrastructuur.
- Op het gebied van duurzaamheid is het klimaat de grote verliezer. Trump ontkent het klimaatprobleem grotendeels en zal dus waarschijnlijk weinig investeren om de opwarming van de aarde tegen te gaan.
- Op het gebied van welzijn zullen er waarschijnlijk beleidswijzigingen in de gezondheidszorg plaatsvinden gezien de kritiek van Trump op Obamacare.

Implicaties voor het beleggingsbeleid van DoubleDividend

De uitslag van de verkiezingen zal geen impact hebben op ons beleggingsbeleid. We beleggen duurzaam, met overtuiging, in kwaliteit, met een blik op de lange termijn en met oog voor risico. Veranderingen in de omgeving waarin we opereren hebben natuurlijk wel degelijk impact op de financiële omgeving waarin we opereren, maar deze veranderingen zijn van alle dag. Alleen zijn de veranderingen de ene dag wat groter dan de andere en komen ze soms onverwachts, maar als we ons werk goed doen, zijn we overal op voorbereid.

Wat wel veranderd is, is dat het gedachtegoed van “stewardship” nog belangrijker wordt. De filosofie dat we beleggen voor de lange termijn, voor een duurzame toekomst en ook zorg dragen voor onze omgeving. Op dit vlak is de verantwoordelijkheid nog meer komen te liggen bij de private sector. Het goede nieuws is dat we de afgelopen jaren hebben geleerd dat veel ondernemingen op dit vlak daadwerkelijk een flinke inspanning doen en daarmee ook een positieve impact hebben. Ook vanuit financieel oogpunt bleken dit vaak de betere beleggingen te zijn. De uitslag van de verkiezingen heeft ons nog meer ambitie gegeven bedrijven ook op dit vlak kritisch te volgen en vooral positief te stimuleren.

¹ De **Laffercurve** of **Lafferkromme** geeft het theoretische verband weer tussen de belastingtarieven en de belastingontvangsten. De curve is genoemd naar de Amerikaans econoom Arthur Laffer, die betoogde dat hoge belastingtarieven er in het algemeen toe leiden dat er minder gewerkt wordt