



## President-elect Donald J. Trump en de financiële markten

De verkiezing van een grofgebekte vastgoed- en casinotycoon uit New York tot Amerikaans president met ingang van 20 januari 2017, mag dan wel onverwacht zijn - vooral voor de weldenkende pers en de opiniepeilers - echt verbazen hoeft ze niet in een wereld waar via de sociale media zoals Twitter en Facebook mensen elkaar sociaal en mentaal kunnen afkraken met een taalgebruik dat laag-bij-de-grondse cafépraat niet overstijgt. Fatsoensnormen horen stilaan blijkbaar thuis in het museum.

Donald Trump heeft met zijn ervaring in reality televisieshows (The Apprentice) meesterlijk de beproefde technieken van de demagogie nieuw leven ingeblazen: leugenachtige voorstellingen, valse leuzen en slogans, stigmatisering, haat opwekken. Geen lovenswaardig beeld. Zijn tegenstandster Hillary Clinton kon daar onvoldoende weerwerk tegen bieden aangezien ze het aureool meedraagt van onbetrouwbaarheid, eigengereidheid en graaizucht. Die perceptie is systematisch aangewakkerd, met als klap op de vuurpijl de merkwaardige, weinig gefundeerde tussenkomst van FBI directeur James Comey minder dan twee weken voor de verkiezingsdag, in het nadeel van Clinton. Misogynie? Een afrekening? Het antwoord is onduidelijk. Hoe dan ook rekende Clinton op een coalitie van minderheden, jongeren, vrouwen en stedelijke progressieven, terwijl ze de blanke arbeiders- en middenklasse links liet liggen, nochtans de historische achterban van de Democraten. Die aanpak is faliekant afgelopen, onder meer de Bernie Sanders-kiezers zijn niet komen opdagen om hun stem uit te brengen op Clinton. Ook liggen politieke dynastieën (Clinton, Bush) niet goed meer in de markt.

Net zoals bij de brexit hebben heel wat commentatoren zich verkeken op de revolte van het meest gefrustreerde deel van de zwijgende meerderheid, dat zich vandaag manifesteert tegen een politieke, economische en culturele elite die zij ervaren als voortvarend, misprijzend en bedilzuchtig. Deze mensen beschouwen zich als slachtoffers van de steeds verder doorgedreven globalisering, digitalisering, robotisering. Zij ondervinden de weldaden niet van Wall Street en Silicon Valley, van de vrijhandel die zich vertaalt in het vrij verkeer van personen, goederen, diensten en kapitaal. Zij gaan er financieel op achteruit, zeker in de VSA waar de sociale vangnetten behoorlijk minder comfortabel zijn dan in Europa. Last but not least, in hun ogen is het toekomstperspectief van hun kinderen in gevaar.

Die boze achterblijvers in de agrarische en industriële Midwest van de VSA zien illegale immigratie, sociale dumping en delocalisatie van bedrijven naar lageloonlanden, als de grootste bedreigingen voor hun economische leefwereld. Hun aversie groeit telkens zij vernemen hoe multinationals schaamteloos belastingen ontwijken, zich aldus buiten elke maatschappelijke verantwoordelijkheid plaatsen en de ongelijkheid bevorderen. Als die vergeten groep mensen met de keuze voor een narcistische miljardair het politieke establishment in Washington een neus kan zetten, zal zij het heus niet laten. In dat milieu is Trump een outsider, net als zij. Dat diezelfde Trump er zich op beroemt al 20 jaar geen belastingen te betalen, is geen hinderpaal. Ratio is hier niet aan de orde.

Toch is het fout deze kiezers, zoals bij het brexit referendum, hooghartig weg te zetten als dom, enggeestig en onverdraagzaam, een *basket of deplorables* zoals Clinton hen al te gemakkelijk omschreef (een communicatieblunder van formaat). Wie geen respect betoont, krijgt geen respect terug. Met die attitude krijgen we nog accidents waiting to happen bij de komende referenda of verkiezingen in Italië, Oostenrijk, Nederland, Frankrijk, Duitsland. Overigens is het niet omdat de uitslag van democratische verkiezingen niet bevalt, dat we het kind met het badwater moeten weggooiden. Dat is pas contraproductief.

Sommigen juichen het doorbreken van het status quo toe met het argument dat het een catharsis, een constructieve omwenteling in het denken kan teweegbrengen. Wat dan dient te leiden tot een politiek leadership dat weliswaar vooroploopt maar niet vergeet achterom te kijken om te zien of de bevolking als geheel nog mee is, in plaats van enkel de inner circle. Geen louter technocratisch bestuur, maar een bestuur met visie en anticipatievermogen, transparant en luisterbereid. Huidig Amerikaans president Barack Obama had zeker die intentie (*Yes we can*), maar is tijdens zijn regeerperiode voortdurend gedwarsboomd door een dikwijls ronduit vijandig Congres, gedomineerd door de Republikeinen (waarbinnen de Tea Party). Zijn partijgenoten, de Democraten, zijn er nooit echt in geslaagd hiertegen een vuist te maken. Het politiek immobilisme in Washington dat daaruit is voortgevloeid, heeft de afkeer bij de modale kiezer nog vergroot.

Voor heel wat analisten van de financiële markten staat de overwinning van Donald Trump tot nader order gelijk met toekomstige onzekerheid op economisch, financieel en politiek vlak. In tegenstelling tot Hillary Clintons intenties, die voor een groot deel neerkwamen op het voortzetten van de politiek van de Obama administratie, wil Trump een compleet andere koers varen. Dit memo belicht zijn belangrijkste doelstellingen en plannen op economisch-financieel gebied en de mogelijke gevolgen ervan voor beleggers wereldwijd. Want de koerswijzigingen die Trump voor ogen heeft, zijn niet alleen ingrijpend voor de Verenigde Staten van Amerika, maar inderdaad ook voor de rest van de wereld.

1) Allereerst wil Trump de Amerikaanse infrastructuur (bruggen, autosnelwegen, luchthavens, waterwegen, overheidsgebouwen, ziekenhuizen...) en het publiek transport moderniseren. Hiertoe voorziet hij een budget van 1.000 miljard USD. Volgens de beschikbare informatie moet dat plan een neutrale impact op de begroting hebben: privébedrijven zouden een belastingkrediet voor de financiering van infrastructuurprojecten verkrijgen en zorgen voor het investeringskapitaal (167 miljard USD van de 1.000 miljard USD zouden investeringen met eigen middelen zijn, de rest zou worden gefinancierd via schulden die de privésector aangaat). Het impliceert dat die nieuwe infrastructuur het bezit van privébedrijven wordt en door hen zal worden beheerd.

2) Trump wil ook de defensie-uitgaven fors optrekken en het aantal manschappen met een tiende verhogen. In de andere overheidsdiensten gaat hij voor een aanwervingsstop, maar wil hij wel investeren in onderwijs en zorg. In de privésector wil hij 25 miljoen nieuwe jobs creëren.

2) Daarnaast wil hij de belastingen verlagen, zowel voor bedrijven als voor gezinnen. Voor bedrijven denkt hij aan een verlaging van het basistarief van 35 naar 15 procent, maar tegelijkertijd wil hij maatregelen treffen om belastingontwijking door Amerikaanse ondernemingen tegen te gaan (denk aan relocatie van de hoofdzetel van Amerikaanse bedrijven naar bijvoorbeeld Ierland). Ook gezinnen wil hij lager belasten; zo staat een eenvormig tarief in de personenbelasting van 1 procent op jaarinkomsten tot 30.000 USD op zijn 'to do' lijstje. Voorts heeft hij beloofd het aantal belastingschalen in de personenbelasting te verlagen van 7 naar 3 (12, 25 en 33 procent).

3) Hij wil een einde stellen aan de 'export' van banen naar lageloonlanden zoals Mexico. Hiertoe wil hij tolmuren instellen (onder meer voor de invoer van goederen uit China, vooral staal is gevisieerd) en internationale handelsverdragen (NAFTA, TTIP en TPP) heronderhandelen, zo mogelijk annuleren. Concreet denkt hij bijvoorbeeld aan het opleggen van een 'boete' per auto die Ford of GM net over de Mexicaanse grens assembleert, auto's die in grote meerderheid voor de markt in de Verenigde Staten bestemd zijn. Heffingen op de invoer uit China en Mexico zouden 10 tot 15 procent kunnen bedragen (sommigen spreken van 35 tot 45 procent, maar dat lijkt overdreven). Kortom Trump mikt op economisch protectionisme. China is daarbij minder kwetsbaar omdat minder dan 20 procent van zijn export naar de VSA gaat, voor Mexico is dat 28 procent.

4) Aansluitend bij het voorgaande, wil hij de illegale immigratie van goedkope arbeidskrachten uit Zuid-Amerika onmogelijk maken, onder meer door het bouwen van een muur langs de grens met Mexico

(nu al bestaan er allerlei soorten afsluitingen en barrières met een lengte van meer dan 1.000 km, weliswaar onderbroken door lange stroken open grensgebied). Bovendien heeft hij zijn voornemen aangekondigd om 'twee tot misschien wel drie miljoen' criminele illegale immigranten die zich vandaag in de VSA ophouden, te deporteren of in de gevangenis te steken. Daar tegenover wil hij immigratie naar de VSA van hooggeschoolde werknemers aanmoedigen. Noot: de denktank Migration Policy Institute stelt dat er naar schatting niet twee miljoen, maar 820.000 illegale criminelen in de Verenigde Staten verblijven. In totaal zijn er volgens de denktank elf miljoen illegalen in het land. President Barack Obama deporteerde tijdens zijn ambtstermijn ongeveer 2 miljoen mensen.

5) Op binnenlands vlak wil hij de door de Obama administratie opgezette breed toegankelijke gezondheidsverzekering (Affordable Care Act of 'Obamacare') wegens volgens de Republikeinen veel te duur, terugdraaien en zo mogelijk afschaffen. Aan de andere kant staat hij een reeks sociale maatregelen voor (bijvoorbeeld het minimumloon met 38 procent optrekken en het verplicht toekennen van een betaald zwangerschapsverlof van zes weken) die niet altijd op de steun van de eigen Republikeinse partij kunnen rekenen.

6) Wat de financiële sector betreft, stelt Trump het ultralage rentebeleid en de politiek van kwantitatieve versoepeling van de Fed in vraag, zonder evenwel duidelijk te zeggen wat er in de plaats moet komen. De financiële sector wil hij het leven gemakkelijker maken door het afschaffen van de in 2010 gestemde Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act, die strenge eisen aan de financiële sector oplegt wat betreft solvabiliteit en consumentenbescherming.

7) Trump mikt op een heropleving van de klassieke energiewinning (steenkool) ten nadele van groene energie. Hij gelooft niet in de opwarming van de aarde en is van plan om het klimaatverdrag van Parijs dat op 4 november 2016 in werking is getreden, niet of slechts gedeeltelijk uit te voeren. Overheidsgeld steken in de vermindering van de CO<sup>2</sup> uitstoot staat voor hem gelijk met geld weggooien. Vanuit die opvatting wil hij het Amerikaanse Environmental Protection Agency aan banden leggen.

8) In tegenstelling tot heel wat Republikeinse verkozenen die een Amerikaanse overheidsbegroting in evenwicht willen, houdt Trump zich over dit onderwerp op de vlakte. Dit is best begrijpelijk aangezien zijn programma van massale overheidsinvesteringen net zal resulteren in grotere overheidstekorten.

9) Trump heeft de lidstaten van de NAVO, het trans-Atlantisch militair bondgenootschap, ervoor gewaarschuwd dat hij als president de NAVO enkel militair wil blijven steunen als alle lidstaten 2 procent van hun bruto binnenlands product (bbp) uitgeven aan defensie. Buiten de VSA komen alleen Griekenland, het Verenigd Koninkrijk, Estland en Polen aan dat cijfer (België besteedt 0,85 procent). Als dat niet verandert onder zijn presidentschap, dreigt Trump ermee uit de NAVO te stappen. De VSA betalen 70 procent van het NAVO-budget, wat actueel 3,61 procent van hun bbp vertegenwoordigt.

Samengevat komen de door Trump voorgestelde maatregelen neer op het voeren van een sterk expansief budgettair beleid - wat de groei van de Amerikaanse economie zal ondersteunen - in combinatie met het bemoeilijken van internationale handelsstromen - wat de globale economie niet vooruit zal helpen. In de veronderstelling dat Trump zijn plannen zonder veel wijzigingen door het Congres kan jagen (zelfs al hebben de Republikeinen de meerderheid zowel in het Huis van Afgevaardigden als in de Senaat, is dit niet zeker - zie punten 5 en 8), zal de impact op de financiële markten groot zijn. Gezien financiële markten anticiperen op wat nog moet komen, zijn een aantal trends nu al merkbaar. **De maatregelen die president-elect Trump voorstaat, zijn een mix van Keynesiaans denken (zwaar inzetten op infrastructuurwerken en het verhogen van de defensie-uitgaven) en neoklassiek economisch beleid (mikken op grote belastingverlagingen en het dereguleren van de werking van de economie.** Dit zijn dezelfde recepten die president Ronald Reagan, een ander buitenbeentje in de Amerikaanse politiek, vanaf 1981 in de praktijk bracht.

## Impact op de financiële markten

1) Het financieren van omvangrijke infrastructuurwerken zal het tekort op de Amerikaanse overheidsbegroting verhogen en de totale schuld doen oplopen tot een stuk boven 100 procent van het bbp. Als gevolg hiervan kan de rente sneller stijgen dan verwacht (dit is nu al aan het gebeuren, ook buiten de Verenigde Staten). Een hogere rente zal de aantrekkelijkheid van de USD tegenover onder meer de EUR vergroten. Pariteit tussen EUR en USD (1 EUR = 1 USD) kan in 2017 bereikt worden. Sinds de verkiezing van Trump tot toekomstig Amerikaans president, heeft de EUR al zo'n 3 procent verloren tegenover de USD. 'De laatste keer dat de VS een enorme overheidsstimulus gaven buiten een recessieperiode was onder Ronald Reagan tussen 1981 en 1984. In die periode verhoogde de Fed de rente fors, wat de USD 60 procent hoger katapulteerde', dixit Merrill Lynch (De Tijd 12/11/2016).

2) Centrale bankiers proberen al geruime tijd de inflatie tot 2 procent op te krikken. In de Verenigde Staten kan de inflatie als gevolg van sterk stijgende overheidsuitgaven en een stevige arbeidsmarkt, sneller oplopen dan vandaag wordt verwacht. Zouden tolmuren de invoer van goedkope (Chinese) producten duurder maken, kan dit een bijkomende boost in dezelfde richting geven. Dat scenario kan Trump nog parten spelen.

3) Het terugdringen van de illegale immigratie kan de lonen van laaggeschoolde werknemers ondersteunen. De consumptie zou kunnen aantrekken, met positieve gevolgen voor de economische groei in de Verenigde Staten. Ook dit kan resulteren in opwaartse druk op het prijzenpeil.

4) De geplande, stevige belastingverlagingen hebben niet alleen een onmiddellijk positief inkomenseffect, maar ondersteunen ook het vertrouwen in de toekomst. Dit kan tot multiplicatoreffecten leiden, waardoor de economische groei verder kan versnellen. Ze dragen echter bij tot het uitdiepen van de Amerikaanse overheidstekorten.

5) Door het afschaffen of beperken van Obamacare, zullen op sectoraal vlak de inkomsten van bedrijven in de gezondheidszorg (zoals ziekenhuisketens) onder druk komen te staan. Anderzijds zullen farmabedrijven meer vrijheid genieten om hun prijzen te verhogen en dus meer winst te maken. Hetzelfde geldt voor financiële instellingen door het intrekken van de wet Dodd-Frank (mogelijk gecompenseerd door een scheiding tussen retail- en zakenbanken, de herinvoering van de Glass-Steagall Act van 1933, door president Bill Clinton afgeschaft in 1999). Bedrijven actief in infrastructuur zullen genieten van flink hogere bestellingen. Ook deze tendensen zijn al goed merkbaar: sinds de verkiezing van Trump zijn aandelen van bedrijven uit vermelde drie sectoren flink duurder geworden.

6) Bedrijven actief in de energiewinning (ruwe olie, steenkool...) staan bloot aan tegengestelde tendensen. Enerzijds zullen sommige profiteren van de aandacht voor fossiele brandstoffen. Aan de andere kant zullen de prijzen onder druk komen te staan wanneer klassieke energiebedrijven - misschien geholpen door overheidssubsidies - meer gaan produceren. Immers, het aanbod van energiedragers zal verhogen.

7) Amerikaanse bedrijven die een groot deel van hun omzet buiten de Verenigde Staten realiseren (denk aan Coca Cola, Apple, IBM, Intel, Microsoft, General Electric) zullen geconfronteerd worden met moeilijkere omstandigheden op de internationale markten. Bovendien zullen ze wellicht een groter deel van hun winst naar het thuisland moeten repatriëren om daar te laten belasten. Daarnaast zullen bedrijven actief in internationaal transport geconfronteerd worden met een minder hoge groei van de internationale handel. Vooral bedrijven actief op de Amerikaanse thuismarkt en in sectoren die Trump welgevallig zijn, zullen de komende jaren dus goede resultaten boeken.

8) Ook voor grondstoffenbedrijven is het warm en koud blazen. Producenten van kolen en staal en van basisgoederen zullen genieten van de investeringsgolf in infrastructuur. Bedrijven actief in de sector

van de edelmetalen zullen de tegenwind ondervinden van oplopende rentevoeten en een duurdere dollar, enigszins getemperd door een aantrekkende inflatie.

9) Samengevat, de beurscommentatoren zien over het algemeen een rotatie van de sectoren, regio's c.q. activaklassen alternatieve energie, ziekenhuisuitbaters, groeimarkten, staatsobligaties, goud en goudmijnen naar farma en biotech, olie en fossiele brandstoffen, bouw en bouwmaterialen, infrastructuur, industrie, defensie en banken. Sommigen verwachten in de aandelenmarkten zelfs een eindejaarrally. Het is immers voor het eerst sinds 1932 dat de Republikeinen zowel het presidentschap als de Senaat en het Huis van Afgevaardigden in handen hebben. Dat moet het theoretisch gemakkelijker maken nieuwe, groeigerichte initiatieven te nemen. *'Sentiment follows price'*, hoe meer de koersen wijzen op een nieuwe groeidynamiek, hoe meer beleggers erin gaan geloven.

**Het belangrijkste element in Trumps economische plannen is dat ze een breuk vormen met het Obama beleid, dat heeft geresulteerd in meer arbeidsplaatsen, hogere lonen en een gestage economische groei, maar ook in een sterk verhoogde inkomensongelijkheid** (het aantal mensen in de Verenigde Staten dat leeft van voedselbonnen is van 26 miljoen bij de aanvang van Obama's presidentschap gestegen tot 41 miljoen vandaag). Op economisch vlak een compleet andere richting inslaan, is echter geen garantie op succes. Essentieel in de visie van de president-elect is het uitvoeren van een programma van grote infrastructuurwerken, samen met het verlagen van de belastingen. Dit is een combinatie die met zekerheid leidt tot het sterk oplopen van de Amerikaanse begrotingstekorten en de overheidsschuld. In de slipstream hiervan is het best mogelijk dat de bbp groei aantrekt, maar tegelijkertijd riskeert inflatie tot een probleem uit te groeien.

Deze overwegingen hebben de voorbije week tot een heuse storm op de financiële markten geleid met oplopende rentevoeten, een stijgende USD, grote sectorrotaties op de aandelenmarkten en een terugval in de prijs van edelmetalen. Anderzijds mag men niet uit het oog verliezen dat de Amerikaanse economie al sinds 2009 onafgebroken groeit, weliswaar tegen een matig tempo. Het zou bijgevolg niet verbazen mocht ze in de komende kwartalen stoom aflat, zelfs indien verruimende budgettaire maatregelen er staan aan te komen.

**Vertaald naar de financiële markten, zal de USD wellicht verder verstevigen, kunnen de Amerikaanse beurzen onder leiding van de meer traditionele sectoren historische hoogtepunten bereiken, maar is er de onzekerheid dat de nieuwe economische politiek niet aanslaat en dat de overheidsschulden ontploffen.** Ook onder president Reagan trok de economie aan, maar de overheidsschuld verdrievoudigde bijna: ze liep op van 998 miljard USD in 1981 (het jaar dat hij aan de macht kwam) tot net geen 2.800 miljard in 1988 (zijn laatste volledig jaar als president). Het is pas onder president Bill Clinton dat er terug een begrotingsevenwicht kwam en de schuld werd teruggedrongen.

In deze context past het te herinneren aan een quote van Ronald Reagan van net voor hij president werd: *'The most terrifying words in the English language are: I'm from the government and I'm here to help.'* De quasi verdrievoudiging van de overheidsschuld tijdens zijn presidentschap bewijst dat de verschillen tussen woord en daad bijzonder groot kunnen zijn. Zal Trump een vergelijkbaar parcours volgen in zijn ambitie *'to Make America Great Again'* ?

14/11/2016 - Marc Peeters en Mark Scholliers, bestuurders FRD NV

©FRD NV. Alle rechten voorbehouden.

Dit document dient alleen ter informatie en is met de meeste zorg samengesteld. Er zal echter geen aansprakelijkheid worden aanvaard voor schade geleden door de lezer als gevolg van het gebruik van of het zich baseren op deze publicatie bij het nemen van investeringsbeslissingen. De in dit document vervatte informatie houdt geen enkele contractuele verbintenis in en is niet bedoeld als een commercieel aanbod of een advies van welke aard ook. De lezer gebruikt de inhoud van dit document naar eigen inzicht en op eigen risico.