



George Raven



Jan Wirken

Samenvatting

In 2016 trokken twee verrassende politieke uitslagen sterk de aandacht. Eind juni stemden de Britten onverwacht in meerderheid voor het verlaten van de Europese Unie (de 'Brexit'), terwijl de Amerikanen begin november Donald Trump kozen als nieuwe president. De reactie van de aandelen- en obligatiemarkten op deze politieke verrassingen was veelzeggend. De aandelenmarkten reageerden enkele dagen negatief op de Brexit, om vervolgens volledig te herstellen of zelfs te stijgen naar nieuwe 'all-time highs', zoals in de VS gebeurde. De correctie in de aandelenmarkten die volgde op de verkiezing van Trump duurde zelfs geen dagen, maar slechts uren, waarna de Amerikaanse aandelenmarkt opnieuw steeg naar nieuwe historische hoogtepunten (zie grafiek 1). De reactie op de obligatiemarkten was zo mogelijk nog veelzeggender. Rond de Brexit bereikte de rente op de 10-jaars Amerikaanse staatsobligatie, 's werelds meest verhandelde obligatie, nog een nieuw historisch dieptepunt van beneden de 1,4%, om vervolgens rustig te herstellen tot circa 1,8%. Na de verkiezing van Trump verliep dit herstel echter explosief, zodat de Amerikaanse 10-jaars

rente het jaar besloot op het hoogste punt van tegen de 2,6% (zie grafiek 2). Door de sterke rentestijging verloren beleggers in de tweede jaarhelft in dollars meer dan 10% op deze 'veilige' staatsobligatie, wat bewees dat obligatieportefeuilles risicovoller zijn geworden dan de meeste beleggers beseffen, zoals wij stelden in onze vorige beleggingsvisie.

Hoewel het nog te vroeg is om met zekerheid te stellen, lijkt het er toch op dat bovengenoemde verrassingen het einde markeren van een tijdperk dat decennialang de financiële markten heeft gedomineerd. Een tijdperk van neoliberalisme, globalisering en agressieve monetaire politiek, waarin de belangrijkste centrale banken niet alleen de officiële korte rente verlaagden tot rond het nulpunt, maar ook voor gigantische bedragen obligaties opkochten, zodat de lange rentetarieven eveneens sterk daalden. Zowel in Groot-Brittannië als in de VS lijken de nieuwe regeringen zich willen afkeren van het agressieve monetaire beleid en meer te willen leunen op hogere overheidsbestedingen om de economische groei en de inflatie aan te zwengelen. Hoewel het zeer

twijfelachtig is dat hogere overheidsbestedingen zullen leiden tot hogere groei, is de toenemende afkeer van agressief monetair beleid zeer begrijpelijk daar dit beleid bijna pijnlijk ineffectief is gebleken in het aanzwengelen van groei en inflatie. Veelzeggend is dat zowel het Brexit referendum als de verkiezing van Trump in zeer korte tijd resulteerden in grotere stijgingen van de inflatieverwachtingen in Engeland en de VS dan vele jaren van extreem expansief monetair beleid hadden bewerkstelligd. De centrale banken van de eurozone en Japan blijven achter in deze ontwikkelingen, maar ook in Europa gaan meer en meer stemmen op om minder te leunen op monetair beleid en meer op overheidsbestedingen dan wel belastingverlagingen.

Hoewel het nog niet duidelijk is welke beleidswijzigingen president Trump precies zal kunnen doorvoeren, lijken de belangrijkste elementen belastingverlagingen en hogere overheidsbestedingen, naast initiatieven op het gebied van deglobalisering, zoals handels- en immigratiebeperkingen. Vrijwel alle beleidsplannen lijken inflationair en hebben reeds geleid tot de forse stijging van de rente op staatsobligaties zoals te zien is in grafiek 2. Belangrijker nog lijkt dat het optimisme onder consumenten en ondernemers sterk is gestegen door de verkiezing van Trump, waardoor de Amerikaanse economie in een zichzelf versterkende cyclus van aantrekkende groei terecht kan komen. Gezien de reeds lage werkloosheid lijkt de looninflatie hierdoor verder te kunnen stijgen, de belangrijkste motor van de algemene inflatie in een moderne diensteneconomie als de Amerikaanse. Verdere stijgingen van de rente zijn daardoor op termijn niet uit te sluiten, al lijken de risico's op korte termijn beperkt, na de zeer forse stijging van de rente in de tweede helft van 2016. Waar oplopende inflatie negatief



is voor de waardering van obligaties is zij positief voor de waardering van aandelen, daar de bedrijfswinsten in nominale termen stijgen als gevolg van de hogere inflatie. Dit sterkt ons in onze overtuiging dat beleggers de komende jaren beter af zijn met het beleggen in aandelen dan in obligaties. Wij blijven daarom met onze gemengde beheerportefeuilles relatief zwaar inzetten op

beleggingen in aandelen, terwijl de beleggingen in obligaties zoveel mogelijk worden beperkt. In 2016 leverde deze strategie aanvankelijk geen succes op, maar na de omslag in de renteontwikkeling rond het midden van het jaar verbeterden de rendementen snel. Vooral tegen het einde van het jaar toen niet alleen de Amerikaanse aandelenmarkten goed presteerden, maar ook de Europese markten de weg omhoog vonden (zie grafiek 3).

In het wereldwijde herstel in de aandelenmarkten volgend op de kredietcrisis van 2008/2009 en de daaropvolgende bullmarkt hebben de Amerikaanse aandelenmarkt en de Amerikaanse dollar bijna voortdurend de kar getrokken. Wij denken dat dit tijdperk nog niet ten einde is en verwachten dat ook in 2017 de Amerikaanse aandelenmarkt relatief goed zal blijven presteren, gesteund door meevallende economische groei en bedrijfswinsten, in combinatie met een stimulerend fiscaal beleid en een nog steeds ruim monetair beleid. De Amerikaanse dollar zal naar verwachting sterk blijven ten opzichte van de meeste valuta, vooral doordat er een groot gat zal blijven bestaan tussen de rente in de VS en die in de andere ontwikkelde landen. Ook van de Europese aandelenmarkten verwachten wij positieve rendementen in 2017, vooral doordat de verwachtingen van beleggers voor Europa niet te hoog gespannen lijken te zijn, terwijl de economie zich positief blijft ontwikkelen. Hoopgevend is dat in de laatste maand van 2016 de Europese markten leken aan te haken bij de sterke stijging van de Amerikaanse aandelenmarkten eerder in 2016. De dollar zal mogelijk nog wat verder kunnen stijgen ten opzichte van de euro, met positieve gevolgen voor de Europese bedrijfswinsten. Minder hoopvol zijn wij gestemd over de vooruitzichten voor zowel de obligatie- als de aandelenmarkten van opkomende landen.



Deze markten reageerden de laatste maanden van 2016 al negatief op de verkiezing van Donald Trump met het oog op mogelijke handelsbeperkingen. Een verdere stijging van de dollar in combinatie met lagere prijzen voor olie en andere grondstoffen zouden een verdere negatieve uitwerking moeten hebben op deze markten. Waar wij per saldo positief gestemd zijn over het jaar 2017 als geheel, is het mogelijk dat er zich in het eerste kwartaal een terugslag voordoet in de markten, vooral in die sectoren (onder andere financiële waarden en aandelen van meer cyclische bedrijven) die na de Amerikaanse presidentsverkiezingen het meest in koers zijn gestegen. Beleggers lijken recent wat al teveel enthousiasme te hebben getoond voor deze beleggingen, zodat een correctie voor de hand ligt. Voor beleggers in obligaties lijkt ook 2017 een zeer uitdagend jaar te worden, waarin hopelijk wel opnieuw een bescheiden positief rendement kan worden behaald.