



Rabobank

Update financiële markten

27 februari 2017

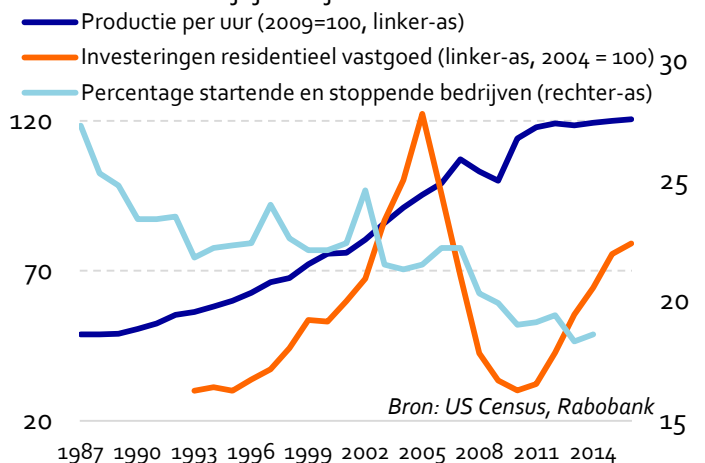
- *De productiviteitswinst van Donald Trump*
- *Te heet in de VS, precies goed daarbuiten*
- *Sterke nominale groei vooral door hogere inflatie*

Productiviteitspuzzel

Het kernprobleem van de Amerikaanse economie is de lage groei van de productiviteit volgens officiële cijfers. De afgelopen vijf jaar is de productie per uur niet gestegen. Trump heeft de verkiezingen gewonnen met de belofte dat hij de productie zal verhogen, maar bij volledige werkgelegenheid kan dat feitelijk alleen door de productiviteit te verhogen. Nu is productiviteit door de razendsnelle technologische ontwikkelingen moeilijk te meten. Tegenwoordig is er zo'n beetje een app voor alles en de productiviteitswinst is vooral zichtbaar in lagere prijzen (gratis of tegen een vast tarief) voor de consument. Overigens zijn er voldoende apps die ten koste gaan van de productiviteit. Afgezien van deze technologische ontwikkeling zijn er twee verklaringen voor de lage productiviteitsgroei. De eerste is dat deze een direct gevolg is van de lage binnenlandse investeringen in de afgelopen jaren. Tot aan de financiële crisis investeerden particulieren vooral in huizen. Dat had vrijwel geen effect op de productiviteit. Bedrijfsinvesteringen bleven wel op peil, maar een steeds groter deel daarvan kwam terecht buiten de VS. Dat was een direct gevolg van versnellende globalisering, dankzij Nafta en de toetreding van China tot de Wereldhandelsorganisatie. De tweede verklaring voor de lage productiviteit in de VS is een sterk verminderde dynamiek in het bedrijfsleven. Er komen minder nieuwe bedrijven bij en er stoppen ook minder bestaande bedrijven. Deels is dat een gevolg van het monetaire beleid. Het ten koste van alles willen

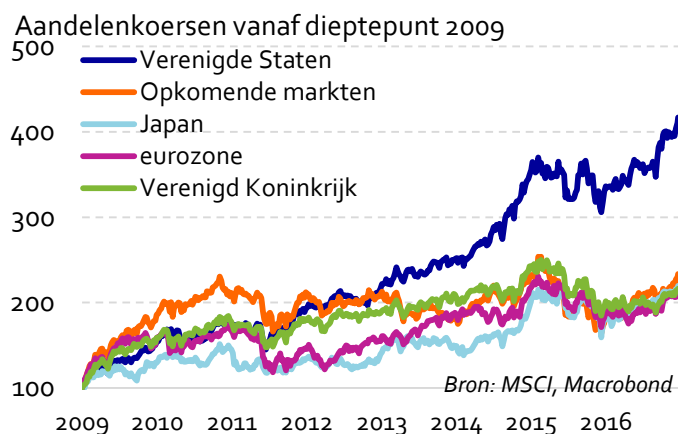
voorkomen van een recessie door de rente extreem laag te houden, zorgt er voor dat zogenaamde zombie-bedrijven (die eigenlijk failliet zouden moeten gaan) blijven leven. Daarnaast werkt complexere regelgeving in het voordeel van grotere (bestaande) bedrijven waardoor innoverende nieuwkomers moeilijker kunnen starten. Ook betalen grote bestaande bedrijven effectief veel minder belasting. De voor velen nog altijd verrassend positieve reactie van de aandelenmarkten op de overwinning van Trump is deels terug te voeren op het verwachte positieve effect daarvan op de productiviteit. Doordat de Republikeinen een meerderheid hebben in het parlement en niet worden geconfronteerd met een democratische president, kunnen wetten worden aangenomen die een positief effect hebben op de productiviteitsgroei van arbeid en kapitaal. Meer investeringen, deregulering, lagere belastingen (maar hogere belastingen voor multinationals) en zelfs een kleinere rol van de Fed zorgen voor een productiviteitsimpuls. En dat is prettig voor aandeelhouders.

Productiviteit al vijf jaar zijwaarts



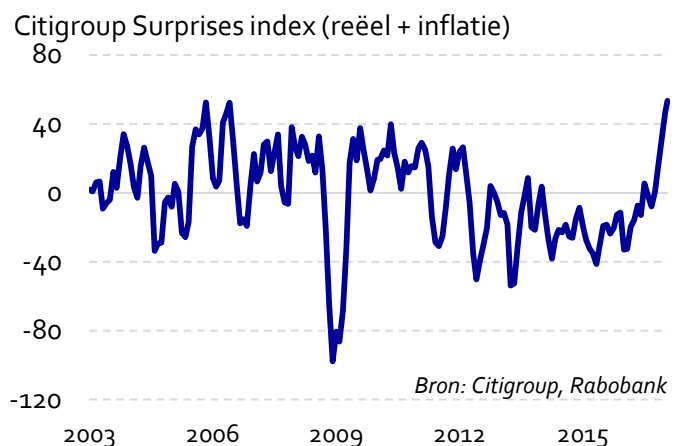
Beleggen buiten de VS

De maatregelen van de Republikeinen onder Trump hebben een positief effect op de economie. Zelfs wie twijfels heeft over de effecten van het beleid op de reële economie in de vorm van hogere productiviteit, weet dat stimulerende fiscale maatregelen bij volledige werkgelegenheid een garantie zijn voor hogere inflatie. Protectionisme en handelsoorlogen zorgen mogelijk ook voor hogere prijzen op korte termijn, maar de jaren dertig hebben geleerd dat dit zal eindigen in economische krimp en deflatie. Maar het congres en lobbyende bedrijven remmen het protectionisme van Trump. Zoals het er nu naar uitziet, wordt protectionisme verpakt in een belastingmaatregel. Via de Border Adjustment Tax (BAT) is er een belastingvoordeel op export en een nadeel op import van 20%. Als het daarbij blijft, zullen de Mexicanen en de Chinezen daarmee kunnen leven. Dat betekent dus dat de stimulerende maatregelen er vooral voor zullen zorgen dat de Amerikaanse economie nominaal sterker zal groeien. Mogelijk dat groeipercentages van rond de 5% haalbaar zijn. Daarbij past geen tienjaarsrente van 2,5%. De 35-jarige bullmarkt in Amerikaanse obligaties is daarmee vorig jaar definitief geëindigd. De Amerikaanse economie wordt te heet voor obligatiehouders en mogelijk zelfs te heet voor aandeelhouders. Daarbuiten is de temperatuur precies goed. Niet te warm en niet te koud, net als in de VS de afgelopen jaren. Het wordt tijd voor een inhaalslag voor aandelenmarkten buiten de VS.



Surprise, surprise

De synchrone versnelling van de wereldeconomie startte niet met de overwinning van Trump, maar viel wel samen met de stabilisatie en daarna het herstel van de Chinese economie. Sinds de zomer van vorig jaar zijn zowel economische cijfers als inflatiecijfers veel beter dan waar de markt op had gerekend. Gecombineerd hebben we zo'n mix van positieve verrassingen de afgelopen tien jaar niet meer gezien. Het betekent ook dat, ondanks de gestegen rente, er nog altijd volop sprake is van reflatie. Wij definiëren reflatie als een economische nominale groei (dus reëel plus inflatie) die structureel hoger ligt dan de korte en de lange rente. De eerste indicaties van de inkoopmanagers vorige week, lieten zien dat economische cijfers nog altijd in positieve zin verrassen. Dit lijkt in Europa niet goed te rijmen met het algemene crisisgevoel. Maar waar de eurocrisis van 2011 vooral een financiële crisis was die kon worden opgelost door ECB, is de huidige crisis met Brexit, Trump en het opbreken van de eurozone vooral een politieke crisis. Toch mag ook voor de politiek het belang van de economie, zeker in verkiezingstijd, niet worden onderschat. Het is niet voor niets dat uitspraak 'It's the economy, stupid' van Bill Clinton bij zijn overwinning op Bush in 1992 zo vaak wordt aangehaald. Gelet op de Europese verkiezingsagenda kan in ieder geval worden gesteld dat economische tij mee zit. Daardoor neemt de kans op een extreme verkiezingsuitkomst op het Europese continent af. Minder politiek risico door een beter draaiende economie.



Rabobank

De Coöperatieve Rabobank U.A. is geregistreerd als beleggingsonderneming bij de Autoriteit Financiële Markten te Amsterdam. De informatie in deze publicatie is gebaseerd op door ons betrouwbaar geachte bronnen en publieke informatie. Wij staan echter niet in voor de juistheid en volledigheid hiervan. Daarom zijn wij niet aansprakelijk voor eventuele schade die hier uit voortvloeit. De informatie in deze publicatie moet niet worden opgevat als een aanbod en ook niet als een uitnodiging tot het doen van een aanbod tot het kopen of verkopen van financiële instrumenten. De publicatie is ook niet bedoeld om een recht of verplichting te creëren.

De informatie in deze publicatie moet niet worden opgevat als een beleggingsaanbeveling. Een goed beleggingsproduct is geen garantie voor een goed rendement. Het genoemde product kan een geschikt instrument zijn als onderdeel van een gespreide beleggingsportefeuille. Het daadwerkelijke rendement hangt af van de ontwikkeling van de financiële markten en andere factoren. Maakt u gebruik van deze informatie? Dan is dat op eigen risico. De waarde van uw belegging kan fluctueren. In het verleden behaalde resultaten bieden geen garantie voor de toekomst. De in deze publicatie opgenomen informatie kan op ieder moment zonder verdere aankondiging worden gewijzigd.