



Vorbereiden op een populistische toekomst

Markten beseffen nog niet wat de gevolgen van een radicaal economisch beleid zijn

maart 2019

BELANGRIJKSTE PUNTEN

- Het hernieuwde populisme is waarschijnlijk een blijvend verschijnsel: de frustraties waardoor kiezers zich tegen de gevestigde politiek hebben gekeerd, gaan niet zomaar weg.
- Populistische regimes nemen vaak maatregelen die de onafhankelijkheid van de centrale bank, de bedrijfsvoering van ondernemingen en het eigendomsrecht rechtstreeks bedreigen.
- Het verleden leert dat dergelijke maatregelen leiden tot onhoudbare overheidstekorten en een hoge inflatie, wat uiteindelijk de vorming van kapitaal afremt.

De heropleving van het populisme heeft het wereldwijde politieke landschap in enkele jaren tijd drastisch veranderd. Wat betekent dit voor de economische groei en de financiële markten? Hoewel de markten meestal snel reageren op geïsoleerde gebeurtenissen, zoals de overwinning van een populistische partij, een belastingverlaging of een verhoging van de overheidsuitgaven, beseffen de meeste beleggers niet welke gevolgen een populistisch beleid op lange termijn voor de wereldeconomie kan hebben. En dat terwijl ze die kennis hard nodig hebben om hun portefeuilles de komende jaren doelmatig te kunnen positioneren.

Waarschijnlijk staan we pas aan het begin van het populistische tijdperk. De frustraties waardoor kiezers in veel landen zich tegen de gevestigde partijen hebben gekeerd, zullen niet vanzelf overwaaien en de populistische leiders die de afgelopen jaren aan de macht gekomen zijn, zijn vermoedelijk de eersten in een lange reeks. De belangrijkste oorzaak is waarschijnlijk de mondialisering. De vrijhandel en de

liberalisering van de kapitaalmarkten hebben veel landen rijker gemaakt, maar tegelijkertijd tot minder gelijkheid geleid. Volgens het World Inequality Report uit 2018 is de ongelijkheid in inkomen en welvaart sinds 1980 vrijwel overal toegenomen, terwijl die in de voorgaande decennia juist was gedaald. De afgelopen jaren zijn de prijzen van financiële activa zoals aandelen, obligaties en vastgoed zo sterk gestegen dat ze voor gewone mensen onbereikbaar zijn geworden.

De toenemende ongelijkheid is een vruchtbare voedingsbodem voor het populisme, dat de wereld doorgaans verdeelt in goede “gewone” mensen aan de ene kant en corrupte elites en buitenstaanders aan de andere kant. Door het systeem zijn de elites rijker geworden, zeggen de populisten, terwijl de gewone burger het gelag betaalt. De enige manier om het systeem weer eerlijk te maken, stellen ze, is een interventionistisch economisch beleid om de rijkdom te herverdelen, uitgevoerd door politieke leiders die spreken namens “het volk” in plaats van “de elite”. Deze boodschap



Nikolaj Schmidt
Chief International Economist

“..populistische bewegingen kunnen een sterke invloed op het beleid hebben zonder werkelijk aan de macht te zijn.

— Nikolaj Schmidt
Chief International Economist

(Figuur 1) Drie risico's van een populistisch beleid

De onafhankelijkheid van centrale banken, de bedrijfsvoering van ondernemingen en het eigendomsrecht kunnen bedreigd worden.
Per 31 januari 2019

Beleid	Risico	Voorbeelden
 Aantasting onafhankelijkheid centrale banken	 De onafhankelijke positie van centrale banken kan worden verzwakt, vooral ten aanzien van het inflatiebeleid.	Argentinië —van 2003 – 2015 gebruikten opeenvolgende links-populistische regeringen de centrale bank om de overheidsuitgaven te financieren. Verenigde Staten —president Trump oefent druk uit op de Federal Reserve om de rentes laag te houden.
 Inmenging in bedrijfsvoering	 De bedrijfsvoering kan worden geschaad als “nationale belangen” boven die van aandeelhouders worden gesteld.	Verenigde Staten —President Trump zet bedrijven onder druk om fabrieken en bijbehorende goedbetaalde banen in de VS te houden. Links-populistische senatoren Chuck Schumer en Bernie Sanders hebben voorgesteld bedrijven te verbieden eigen aandelen in te kopen tenzij ze hun werknemers onder meer eerst minstens USD 15 per uur betalen.
 Bedreiging eigendomsrecht	 Eigendomsrechten zijn normaal gesproken wettelijk beschermd, maar sommige meer extreme belastingmaatregelen die populisten voorstaan kunnen deze rechten bedreigen.	Venezuela —nadat Hugo Chavez in 1998 tot president was verkozen, werden veel bedrijven door de regering onteigend. Hongarije —de regering van Victor Orbán maakte in 2010 een einde aan de verplichte bijdragen aan particuliere pensioenfondsen en nationaliseerde vrijwel het gehele vermogen in het pensioenstelsel.

slaat aan en zal leiden tot ingrijpende beleidsmaatregelen die tot in lengte van jaren in de wereldeconomie zullen doorwerken. En juist die gevolgen voor de lange termijn worden door de markten nog steeds niet doorzien.

Herverdeling staat in het populistische denken centraal

Hoewel de tegenstelling tussen links en rechts populisme vaak dik aangezet wordt, zijn de overeenkomsten tussen beide in feite groter dan de verschillen. Het belangrijkste economische doel van beide bijvoorbeeld is herverdeling. Linkse populistten trekken een streep bij een bepaald inkomensniveau en rekenen iedereen die daaronder blijft tot “het volk”, om vervolgens de rijkdom onder het volk te herverdelen door middel van hogere belastingen voor de rijken en goedkopere, voor meer mensen beschikbare overheidsvoorzieningen. Rechts-populisten bedoelen met “het volk” doorgaans de middenklasse, met uitsluiting van immigranten, etnische minderheden en de allerarmsten. Terwijl links-populisten vaak vijandig staan tegenover het bedrijfsleven, willen de meeste rechts-populisten bedrijven concurrerender te maken door middel van belastingverlaging en deregulering om te voorkomen dat banen naar andere landen verdwijnen. Zowel

links- als rechts-populisten zijn tegen vrijhandel, die de werkgelegenheid en loonvooruitzichten van “het volk” zoals zij dat definiëren, zou aantasten.

Hoewel het streven om de ongelijkheid te verkleinen en de sociale mobiliteit te bevorderen lof verdient, leert het verleden dat het ruime begrotingsbeleid van populistische regimes vaak gepaard gaat met maatregelen die een rechtstreekse bedreiging vormen voor de onafhankelijkheid van de centrale bank, de bedrijfsvoering van ondernemingen en het eigendomsrecht. De economische gevolgen zijn meestal negatief, zoals onhoudbare begrotingstekorten en een hoge inflatie, die uiteindelijk het ondernemingsvertrouwen ondermijnen en daardoor de vorming van kapitaal remmen. Sommige van die maatregelen kunnen de groei aanvankelijk versterken, maar uiteindelijk wordt de economie erdoor verzwakt.

Deze beschrijving doet sterk denken aan de Amerikaanse economie in de jaren 1970: een decennium waarin de ongelijkheid sterk afnam om daarna, met het stijgen van de bedrijfswinsten, weer toe te nemen. Als gevolg van de oliecrisis werd het economische beleid in de jaren '70 gekenmerkt door een combinatie

“Hoewel de tegenstelling tussen links en rechts populisme vaak dik aangezet wordt, zijn de overeenkomsten tussen beide in feite groter dan de verschillen.

— Nikolaj Schmidt

Chief International Economist

170 miljoen

Aantal Europeanen die worden geregeerd door een kabinet waar minstens één populist in zit.¹

van prijsmaatregelen om de inflatie te beperken en stijgende overheidsuitgaven om de groei van het reële inkomen te ondersteunen. Volgens een studie van Romer en Romer uit 2002, "The Evolution of Economic Understanding and Postwar Stabilization Policy", nam de US Federal Reserve in die jaren een "passieve" houding tegenover inflatie aan: de Fed-bestuurders vonden het monetaire beleid geen geschikt instrument om de inflatie te sturen – een opstelling die niet veel verschilt van die van een centrale bank die het monetaire beleid onder politieke druk te soepel houdt.

De belangrijkste gevolgen van dit beleid voor de financiële markten in de jaren 1970 waren:

Aandelen—Terwijl de inflatie ruim 7% bedroeg, steeg de S&P met circa 1,5% per jaar. Dat de aandelenmarkt de inflatie niet kon bijhouden kwam waarschijnlijk gedeeltelijk doordat de winstmarges slonken als gevolg van de oplopende loondruk.

Obligaties—De nominale rentes stegen, maar de reële rentes daalden. Zo begon de rente van de 10-jarige US Treasury note in deze periode op 7,75% en eindigde op 12,75%. Tegelijkertijd zakte de reële rente (nominale rente minus de waargenomen inflatie) van circa 1,5% naar -0,25%..

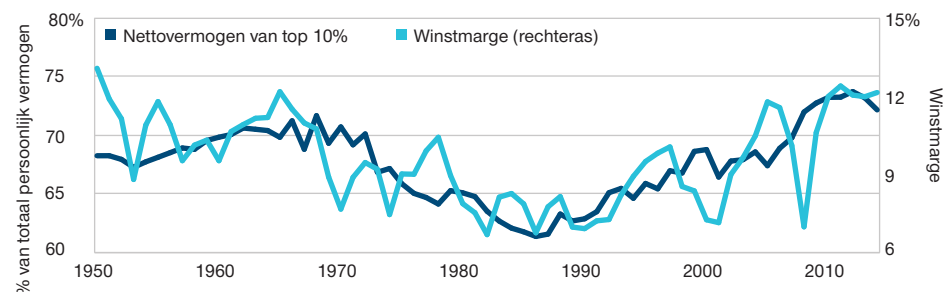
Valuta—Gedurende de hele periode daalde de US dollar in waarde ten opzichte van andere belangrijke valuta's.

Deze cijfers laten zien wat we kunnen verwachten van populistische regeringen die onrealistische verkiezingsbeloftes proberen waar te maken. Druk op de centrale banken om een soepel monetair beleid te voeren leidt uiteindelijk tot hogere inflatieverwachtingen, steilere rentecurves, lagere reële rentes en depreciatie van de valuta. Tegelijkertijd hebben de maatregelen om het inkomen te herverdelen en de lonen te verhogen tot gevolg dat de winstmarges van bedrijven dalen wat, in combinatie met oplopende macro-economische onzekerheid, de aandelenwaarderingen onder druk zet. Bovendien zullen de creditspreads van zowel staats- als bedrijfsobligaties normaal gesproken oplopen wanneer regeringen inzetten op begrotingsexpansie terwijl hun begrotingsruimte beperkt is.

De eerste elementen van het hierboven geschetste beleidstype zijn al op verschillende plaatsen waarneembaar. Zo financierde president Trump zijn belastingverlaging met een begrotingstekort, en ruziet de Italiaanse populistische regering met de Europese Unie over verhoging van de overheidsuitgaven. De overheidsfinanciën van Hongarije en Polen zijn sinds het aantreden van een rechts-populistische regering structureel verslechterd, en voor Mexico rekenen de markten al op een verslechtering van de overheidsfinanciën onder de nieuw verkozen linkse president Andrés Manuel López Obrador. Het is zorgwekkend dat de meeste populistische regeringen die een expansief begrotingsbeleid voeren, de begrotingsruimte missen om dat te doen.

(Figuur 2) Toenemende ongelijkheid

Nettovermogen top 10% vs. winstmarges bedrijven
Per 31 januari 2019



Bronnen: World Inequality database, Bureau of Economic Analysis, en T. Rowe Price

¹Dagblad *The Guardian*.

“Druk op de centrale banken om een soepel monetair beleid te voeren leidt uiteindelijk tot hogere inflatieverwachtingen, steilere rentecurves, lagere reële rentes en depreciatie van de valuta.

— Nikolaj Schmidt

Chief International Economist

Hoe zal het aflopen?

Het ziet er niet naar uit dat de huidige generatie populistische politici in staat zal zijn de inkomensherverdeling en sociale mobiliteit tot stand te brengen die hun achterban wenst. Banen die naar andere landen zijn verplaatst, zijn niet zo gemakkelijk terug te halen en een extreem ruim begrotingsbeleid leidt steevast tot afname van het ondernemingsvertrouwen, wat de vorming van kapitaal en de schepping van werkgelegenheid beperkt. Anders gezegd: deze initiatieven remmen de groei en maken het juist moeilijker in plaats van gemakkelijker de inkomensverdeling en sociale mobiliteit te verbeteren.

Maar wie denkt dat het mogelijke falen van een populistische politicus betekent dat het gedaan is met het populistisch beleid, vergist zich. De roep om meer gelijkheid en sociale kansen van de gemiddelde kiezer zal pas verstommen als deze eisen zijn vervuld; en als de eerste gekozen populistische regering die beloften niet waarmaakt, stemmen kiezers eerder op een volgende populistische kandidaat dan op gevestigde partijen. Daarom kunnen we de verkiezing van Donald Trump in de VS, Victor Orbán in Hongarije, Andrés Manuel López Obrador in Mexico, Jair Bolsonaro in Brazilië en de coalitie van Vijfsterrenbeweging en de Lega in Italië niet afdoen als eenmalige gebeurtenissen: ze zijn eerder de eerste in een lange reeks.

Bovendien beloven niet alleen populistische, “alternatieve” kandidaten meer gelijkheid en mobiliteit: ook gevestigde politici zijn geneigd hun standpunt aan te passen om hun populistische rivalen de pas af te snijden.

Daarvoor zullen ze echter wel een overtuigend alternatief moeten bieden; anders gezegd, centrum-rechtse partijen zullen verder naar rechts, en centrum-linkse partijen moeten verder naar links moeten opschuiven. Op deze manier kunnen populistische bewegingen een sterke invloed op het beleid hebben zonder werkelijk aan de macht te zijn.

Vooraf in de eurozone wordt de politieke situatie steeds nijpender. In Noord-Europa hebben de rechts-populisten weinig op met de zuidelijke lidstaten, die in hun ogen op de zak van de Noord-Europese belastingbetalers teren. In Zuid-Europa dwingt de links-populistische retoriek de gevestigde politiek in de traditionele herverdeling van rijk aan arm vorm te geven door middel van de kwijtschelding van schulden. De toenemende steun voor de populistische partijen in Noord- en Zuid-Europa zal de politieke breuklijnen alleen maar verdiepen. In deze omstandigheden lijkt handhaving van de status quo in plaats verdere integratie voor Europa het hoogste haalbare.

We weten niet wat de toekomst brengt. Voor beleggers is het echter zaak om in elk geval rekening te houden met de mogelijkheid dat het populisme een structureel, blijvend verschijnsel is. Als dat zo is, zullen we waarschijnlijk nog vele jaren te kampen hebben met de ingrijpende gevolgen van het populisme op economieën en financiële markten. En in dat geval is actief beheer – met een sterke nadruk op diepgaand onderzoek, lokale kennis en de flexibiliteit om posities snel aan te passen – waarschijnlijk de meest effectieve strategie om de komende jaren goed door te komen.

OM IN DE GATEN TE HOUDEN:

Vooruitlopend op de Europese verkiezingen in mei lijkt de populistische regering in Italië zijn retoriek aan te scherpen en de gevestigde orde in de EU uit te dagen. In Brazilië kondigde Eduardo Bolsonaro, lid van het Congres en zoon van president Jair Bolsonaro, onlangs aan dat hij Zuid-Amerika gaat vertegenwoordigen in The Movement, het consortium dat is opgericht door Trumps voormalige campagneleider Steve Bannon. Als de impasse over de Brexit in het VK tot nieuwe verkiezingen leidt, wordt het interessant te kijken hoe de Labourpartij van Jeremy Corbyn het ervan afbrengt.

INVEST WITH CONFIDENCESM

T. Rowe Price focuses on delivering investment management excellence that investors can rely on—now and over the long term.

T.RowePrice®

Belangrijke informatie

Dit materiaal wordt uitsluitend verstrekt voor algemene informatiedoeleinden. Het materiaal vormt of verstrekt geen advies van welke aard dan ook, met inbegrip van fiduciair beleggingsadvies, en potentiële beleggers moeten onafhankelijk juridisch, financieel en fiscaal advies inwinnen voordat ze een beleggingsbeslissing nemen. De ondernemingen uit de T. Rowe Price groep, met inbegrip van T. Rowe Price Associates, Inc. en/of gelieerde ondernemingen, ontvangen inkomsten uit de beleggingsproducten en -diensten van T. Rowe Price. **In het verleden behaalde resultaten bieden geen garantie voor de toekomst.** De waarde van een belegging en de daaruit verkregen inkomsten kunnen zowel dalen als stijgen. Het is mogelijk dat beleggers minder terugkrijgen dan het belegde bedrag.

Het materiaal is geen gift, aanbod, uitnodiging, persoonlijke of algemene aanbeveling of verzoek om effecten te verkopen of te kopen in enig rechtsgebied, of om specifieke beleggingsactiviteiten te ondernemen. Het materiaal is in geen enkel rechtsgebied beoordeeld door een toezichhoudende autoriteit.

De weergegeven informatie en standpunten zijn verkregen of afgeleid uit bronnen die betrouwbaar en actueel worden geacht; wij kunnen echter geen garantie geven ten aanzien van de juistheid of volledigheid van de bronnen. Er is geen garantie dat prognoses werkelijkheid worden. De opvattingen in dit document gelden per de datum van dit document en kunnen zonder kennisgeving veranderen; deze opvattingen kunnen afwijken van die van andere ondernemingen en/of gelieerde ondernemingen van de T. Rowe Price groep. Het is in geen geval toegestaan het materiaal geheel of gedeeltelijk te kopiëren of verder te verspreiden zonder toestemming van T. Rowe Price.

Het materiaal is niet bestemd voor gebruik door personen in rechtsgebieden waarin de verspreiding van het materiaal verboden of aan beperkingen gebonden is, en in sommige landen worden dit materiaal alleen verstrekt na een verzoek hiertoe.

Het is niet bestemd voor verspreiding onder particuliere beleggers in welk rechtsgebied dan ook.

EER ex VK—Tenzij anders vermeld is dit materiaal uitgegeven en goedgekeurd door T. Rowe Price (Luxembourg) Management S. à r. l. 35 Boulevard du Prince Henri, L-1724 Luxembourg, dat is toegelaten door en onder toezicht staat van de Luxemburgse Commission de Surveillance du Secteur Financier. Alleen voor professionele klanten.

© 2019 T. Rowe Price. Alle rechten voorbehouden. T. ROWE PRICE, INVEST WITH CONFIDENCE / BELEGGEN MET VERTROUWEN, en het Bighorn Sheep-logo zijn, gezamenlijk en/of afzonderlijk, handelsmerken van T. Rowe Price Group, Inc.