

Markt: trends & thema's

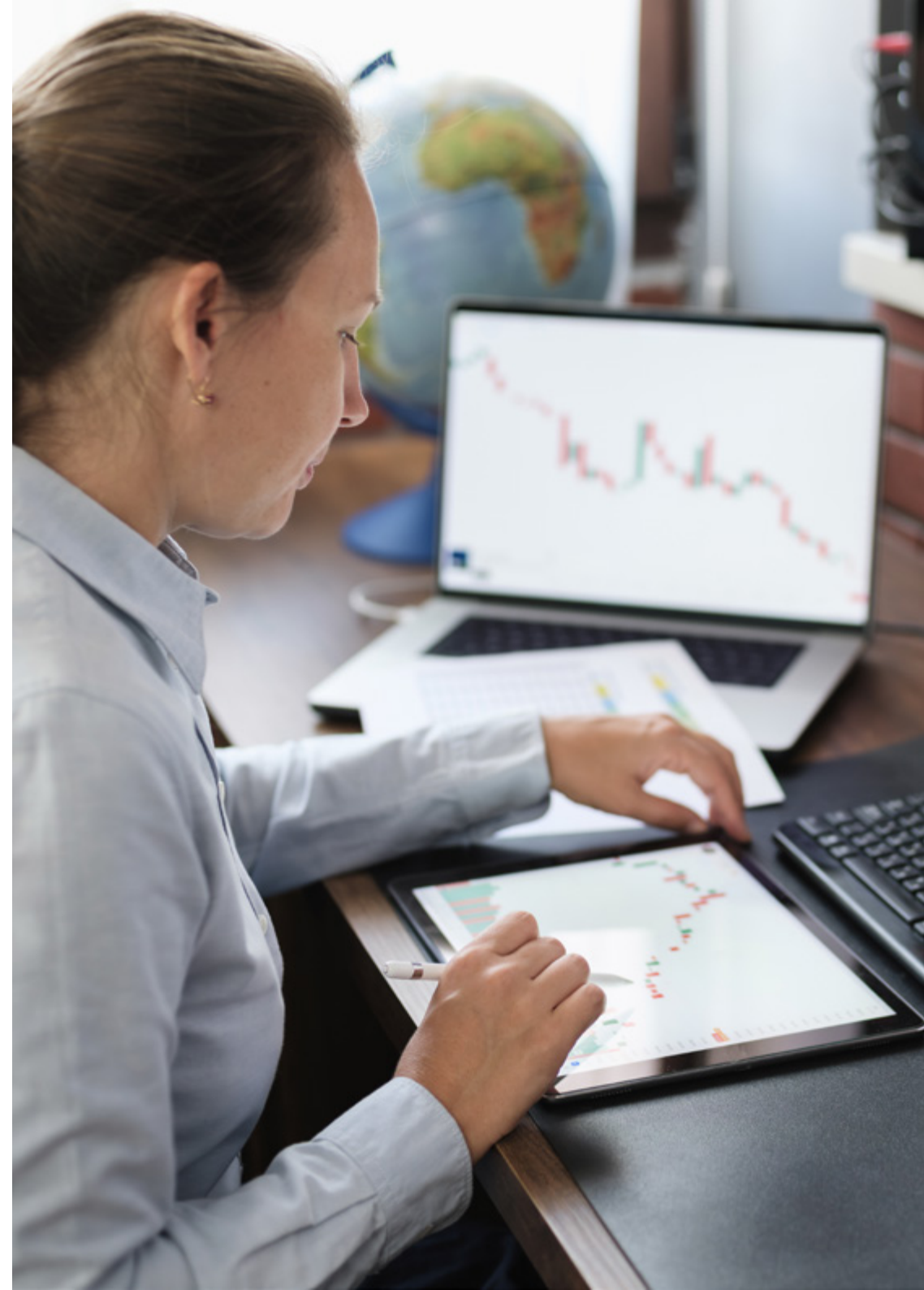
September 2024

Beleggen in tijden van opkomend populisme, deel 2: vier 'case studies'

Eerder dit jaar schreven we over de mogelijke gevolgen van opkomend populisme voor beleggers. Onze conclusie was toen dat dit wel een trend is om in de gaten te houden, maar niet direct van doorslaggevend belang bij het nemen van beleggingsbeslissingen. In dit artikel gaan we hier nader op in aan de hand van vier 'case studies': Italië, Hongarije, het VK en de VS.

Trend van opkomend populisme intact, ook na recente verkiezingen

In een eerdere bijdrage schreven we over de invloed van opkomend populisme op economie en financiële markten. Dat was aan de vooravond van de Europese parlementsverkiezingen afgelopen juni. De uiteindelijke uitslag van die verkiezingen leverde geen grote verrassingen op, met vooral winst voor partijen aan de flanken (met name aan de radicaal-rechtse zijde) en verlies voor traditionele middenpartijen, en dan met name links van het midden. De christen-democratische EPP-fractie bleef wel de grootste fractie en daarmee kon ook voorzitter van de Europese Commissie Ursula von der Leyen haar positie behouden. Fracties ter rechterzijde van de EPP behaalden ongeveer 30% van de stemmen, tegen ca. 20% in 2019. Vanwege onderlinge strubbelingen heeft daarbij wel een herschikking van deze fracties plaatsgevonden. Met drie radicaal-rechtse fracties (en enkele 'onafhankelijke' partijen) is de slagkracht aan die zijde van het politieke spectrum in Brussel niet perse groter geworden, ondanks het toegenomen aantal zetels.



Al met al leek de uitslag van de Europese parlementsverkiezingen geen verrassingen op te leveren voor financiële markten, maar dat was buiten de Franse president Emmanuel Macron gerekend. Hij kondigde al op de verkiezingsavond van 9 juni aan dat hij in de voor hem en zijn partij Renaissance tegenvallende uitslag aanleiding zag om op zeer korte termijn verkiezingen uit te schrijven voor het Franse parlement. Op onze visie op de uitslag van die verkiezingen en op de kans op een Franse schuldencrisis zijn we in een eerdere bijdrage al ingegaan. Hier volstaan we er daarom mee te constateren dat na de Europese parlementsverkiezingen ook de Franse parlementsverkiezingen verlies voor middenpartijen en winst voor de 'flanken' opleverden, zowel op links als op rechts. Recente deelstaatverkiezingen in Duitsland gaven een vergelijkbaar beeld, met winst voor de radicaal-rechtse AfD en de radicaal-linkse Bündnis Sahra Wagenknecht.

Wat betekent populisme voor economie en financiële markten?: vier voorbeelden

Vooralsnog lijkt de trend naar meer populisme in de politiek dan ook nog volledig intact, in ieder geval op het vasteland van Europa. Daarbij lijken rechts-populisten op dit moment meer de wind in de zeilen te hebben dan links-populistische partijen. In ons eerdere artikel over de invloed van opkomend populisme op economie en financiële markten concludeerden we dat dit voor beleggers wel een trend is om in de gaten te houden voor de langere termijn, maar op kortere termijn en in de Europese context geen factor van doorslaggevend belang lijkt te zijn.

In dit artikel willen we wat dieper ingaan op die laatste constatering, aan de hand van vier 'case studies' van landen die recent ervaring hebben opgedaan met regeringen waarin (rechts-) populistische partijen een belangrijke stempel op het beleid drukken (of drukten): het Italië van Giorgia Meloni

en haar 'Broeders van Italië', 'Brexit Britain' onder de Conservatieven van met name Boris Johnson en Liz Truss, de VS ten tijde van de regering-Trump en Hongarije onder leiding van Viktor Orbán en zijn partij Fidesz. Wat vertellen deze vier voorbeelden ons over de relatie tussen populistische partijen en economie en financiële markten?

Italië: geen 'Italiaanse toestanden' onder Meloni

Ten tijde van de eurocrisis, inmiddels alweer ruim 10 jaar geleden, speelde Italië naast Griekenland een weinig opbeurende hoofdrol. Twijfels over de houdbaarheid van overheidsschulden en sterk oplopende rentes leidden ertoe dat vooral in noord-Europese landen de vraag steeds luider gesteld werd of Italië (en Griekenland, en eigenlijk ook Spanje en Portugal) nog wel thuis hoorden in de eurozone. Uiteindelijk maakte toenmalig ECB-voorzitter (en Italiaan) Mario Draghi met zijn 'whatever it takes'-toespraak hier in de zomer van 2012 korte metten mee: de ECB zou alles doen wat nodig was om een uiteenvallen van de eurozone te voorkomen. Beleggers lieten zich overtuigen, de renteversillen tussen Italië en Duitsland namen weer af tot acceptabele niveaus en de eurocrisis was bezworen.

Met het aantreden van een regeringscoalitie onder leiding van de populistische '5 Sterren Beweging' in 2018 vreesden beleggers even weer terug bij af te zijn, maar opnieuw trad Mario Draghi naar voren als reddende engel, in ieder in de ogen van financiële markten, deze keer als premier van Italië. Na een premierschap van minder dan twee jaar, wat voor Italiaanse begrippen overigens nog wel altijd bovengemiddeld lang is, werd hij opgevolgd door Giorgia Meloni. Zij is leider van de rechts-populistische 'Fratelli d'Italia'-partij, die voortkomt uit de post-fascistische Nationale Alliantie, en is als premier leider van de meest rechtse Italiaanse regeringscoalitie sinds de Tweede Wereldoorlog.

Ondanks aanvankelijke bedenkingen van beleggers heeft de regering-Meloni sinds haar aantreden in oktober 2022 laten zien dat een combinatie van wankelende overheidsfinanciën en een (rechts-) populistische regering niet direct problematisch hoeft te zijn voor economie en financiële markten. Sinds het dieptepunt van de coronacrisis in 2020 heeft de Italiaanse economie een bovengemiddeld economisch groeiherstel laten zien in vergelijking met andere Europese landen. In eerste instantie was dit wellicht mede te danken aan de regering-Draghi (2021-2022), maar de 'outperformance' van de Italiaanse economie houdt ook onder de regering-Meloni aan, terwijl Italië in de jaren '10 juist een achterblijver was binnen de eurozone. De inflatiepiek na de Russische inval in Oekraïne was in Italië wel hoger dan het gemiddelde van de eurozone, maar de inflatie is de afgelopen tijd sterk afgenomen tot minder dan 1%, ruim onder het eurozone-gemiddelde.

Ook voor financiële markten is de regering-Meloni niet problematisch gebleken, in ieder geval tot nu toe. Een belangrijke indicator, het verschil tussen de Duitse en de Italiaanse 10-jaars rente, is al sinds de eurocrisis rond 2012 sterk afgenomen, onder opeenvolgende regeringen, maar is sinds het aantreden van de regering-Meloni in oktober 2022 verder verkleind, na een kortstondige opleving tijdens de inflatiecrisis van 2022. Opvallend is ook dat sinds het aantreden van Meloni de koersen van Italiaanse aandelen met zo'n 60% zijn opgelopen, tegen minder dan 50% voor het Europese beursgemiddelde. In de periode 2010-2022 was het beeld nog omgekeerd: toen steeg de Italiaanse aandelenmarkt met gemiddeld krap 1% per jaar, tegen ca. 2,5% voor de EuroStoxx50-index.



Verenigd Koninkrijk: 'Brexit Britain' is geen succes

Hoe populistisch regeringsbeleid ook anders kan uitpakken, heeft het Verenigd Koninkrijk de afgelopen jaren wel bewezen. Onder druk van rechts-populisten als Nigel Farage en ook van 'hardliners' binnen zijn eigen partij, riep de Conservatieve premier David Cameron in 2016 een referendum uit over het EU-lidmaatschap van het VK. Het verrassende resultaat van dat referendum en de daaropvolgende chaotische opmaat naar de feitelijke 'Brexit' in 2020, kostte niet alleen Cameron het premierschap, maar vormden ook een struikelblok voor zijn opvolgers May, Johnson, Truss en Sunak. Het falende beleid rond Brexit lijkt een belangrijke verklaring voor de grote verkiezingsnederlaag van de Conservatieven tegen de Labour-partij van Keir Starmer in 2024, acht jaar na het Brexit-referendum.

Voor de Britse economie is Brexit ook geen succes gebleken. In de jaren voor het Brexit-referendum van 2016 groeide de Britse economie harder dan die van de eurozone, maar dat was daarna voorbij. Volgens de meest recente schattingen is de Britse economie sinds Brexit 4-6% achtergebleven bij de eurozone, en zal de economische impact ook de komende jaren negatief blijven. Daarbij zijn de prijzen in het VK sinds 2016 cumulatief 6-8% harder gestegen dan in de eurozone. Vooral voedselprijzen zijn relatief hard gestegen, mede door de kosten van extra invoercontroles en importinflatie (door het zwakke pond). Financiële markten lijken ook al niet enthousiast over Brexit. In de jaren na het Brexit-referendum bleef het rentever verschil tussen het VK en Duitsland nog redelijk stabiel, maar sinds de feitelijke uittreding (en de uitbraak van de coronacrisis) begin 2020 is de Britse rente harder gestegen dan de Duitse, vooral sinds de inflatiecrisis (en de mislukte regeerperiode van premier Truss) van 2022.

De Britse aandelenbeurs laat een vergelijkbaar beeld zien. Van 2016 tot begin 2020 presteerde de Britse FTSE 100-index in lijn met de EuroStoxx50-index, maar sinds die tijd is deze in lokale valuta's in totaal ca. 20%-punt achtergebleven bij de Europese beursindex.

Verenigde Staten: Trump of Biden, what's the difference?

Naast de uitslag van het Brexit-referendum leverde 2016 nog een verrassende verkiezingsuitslag op: de overwinning van Donald Trump bij de Amerikaanse presidentsverkiezingen van dat jaar. De vier jaar van zijn presidentschap bood volop politiek drama, met de bestorming van het Capitool op 6 januari 2021 als dieptepunt en (voorlopig) slotstuk, maar voor de Amerikaanse economie waren de Trump-jaren weinig spectaculair, in ieder geval op het eerste gezicht. Tijdens het presidentschap van Trump liet de Amerikaanse economie per saldo een licht bovengemiddelde groei zien en een licht benedengemiddelde inflatie. De cijfers over zijn laatste regeeringsjaar (2020) werden sterk beïnvloed door de coronapandemie, maar dat gold wereldwijd voor economische cijfers, zodat een 'Trump'-effect daarin moeilijk te isoleren is.

Ook voor Trumps opvolger Joe Biden geldt dat economische groei en inflatie tijdens zijn regeerperiode sterk beïnvloed werden door de coronacrisis en de naweeën daarvan, met aanvankelijk een sterk groeiherstel maar daarna ook extreem hoge inflatie. Al met al is de invloed van factoren als de coronacrisis, de oorlog in Oekraïne en 'Bidenomics' op groei en inflatie lastig te onderscheiden, en is het daarmee ook lastig te beoordelen in hoeverre Trump en Biden actief hun stempel op de economie hebben gedrukt of vooral werden geleid door de omstandigheden.

Ook op financiële markten is het lastig een duidelijk 'Trump'- (of 'Biden'-) effect te herleiden. Tijdens het presidentschap van Trump bleef de langjarige neerwaartse trend in de Amerikaanse lange rente aanhouden, terwijl sinds het aantreden van president Biden begin 2021 de 10-jaars rente is gestegen van minder dan 1% naar ruim 4%. De Amerikaanse aandelenbeurs beleefde weliswaar goede jaren onder president Trump, met koersstijgingen van gemiddeld 14% per jaar, maar dit was vrijwel identiek aan de gemiddelde koersstijging onder zijn voorganger Obama, en niet veel hoger dan onder zijn opvolger Biden (gemiddeld ca. 12% per jaar)

Hongarije: hoge pieken, diepe dalen

Een van de meest uitgesproken rechts-populisten met regeringsmacht in Europa is Viktor Orbán. Vooral sinds het begin van zijn tweede regeerperiode als premier van Hongarije in 2010 is zijn opstelling steeds conservatiever en eurosceptischer geworden. Voor de Hongaarse economie heeft het beleid van Orbán en zijn partij Fidesz wisselende resultaten opgeleverd. In de jaren '10 groeide de Hongaarse economie harder dan die van de eurozone: tot het uitbreken van de coronacrisis in 2020 met ca. 3% per jaar, tegen 1-1,5% voor de eurozone. Sinds eind 2022 lijkt de rek er echter uit te zijn, en blijft Hongarije juist achter bij het eurozone-gemiddelde. Ondertussen lag onder Orbán de inflatie in Hongarije lange tijd boven het gemiddelde niveau in de eurozone. Tijdens de inflatiecrisis van 2022 dreigde met een inflatie van ruim 25% zelfs even hyperinflatie, maar o.a. door limieten in te stellen op voedsel- en energieprijzen werd het tij gekeerd.

Ook voor Hongaarse obligatie- en aandelenmarkten is het beeld wisselend. Het verschil tussen de Duitse en Hongaarse 10-jaars rente is sinds het (her-) aantreden van Orbán als premier in 2010 per saldo vlak gebleven, maar wel met grote tussentijdse schommelingen. Vooral tijdens de eurocrisis rond 2012 en de inflatiecrisis van 2022 namen de renteversillen tijdelijk sterk toe. Ook Hongaarse aandelen werden relatief hard getroffen door de eurocrisis en de inflatiecrisis. Per saldo heeft de Hongaarse aandelenbeurs over de hele periode van 2010 tot nu in lokale valuta gemeten een gemiddeld jaarrendement van ca. 2% behaald, tegen bijna 5% op jaarbasis voor de EuroStoxx50-index.

Effect van populisme op financiële markten is wisselend, maar effect op wisselkoersen is duidelijker

De genoemde voorbeelden van Italië, Hongarije, het VK en de VS laten zien dat de gevolgen van populistisch beleid voor economie en financiële markten heel verschillend kunnen zijn. Voor één markt lijkt het beeld wel wat eenduidiger, namelijk voor de valutamarkt. Zeker voor relatief 'kleine', open economieën met eigen valuta's blijkt populistisch beleid zich veelal te vertalen in verzwakking van de munt. Duidelijke voorbeelden hiervan zijn het al eerder genoemde Hongarije, waar de forint sinds het aantreden van premier Orbán in 2010 zo'n 30% in waarde is gedaald ten opzichte van de euro en ook Polen, waar de zloty tijdens het bewind van de rechts-conservatieve PiS-partij (van 2015 tot 2023) ca. 15% minder waard werd ten opzichte van de euro. Ook grotere economieën, zoals die van Turkije (95% waardedaling van de lira t.o.v. de euro sinds het aantreden van Recep Tayyip Erdogan als premier in 2003) en Argentinië (ruim 99% waardedaling van de peso onder diverse zowel links- als rechts-populistische regeringen sinds 2001) zijn, weliswaar extreme, voorbeelden hiervan

Bij echt grote economieën zoals die van de VS en het VK lijkt het stempel dat populistische regeringen drukken op valuta-ontwikkelingen beperkter of in ieder geval minder eenduidig dan bij relatief kleine (en/of minder ontwikkelde) landen. Zo is de Amerikaanse dollar t.o.v. de euro ca. 15% in waarde gedaald in 2017, het eerste jaar van het presidentschap van Donald Trump, vervolgens in de periode tot de coronacrisis begin 2020 weer naar de 'startwaarde' gestegen, maar in de laatste maanden van Trump als president opnieuw met 15% gedaald. Onder president Biden is een omgekeerde beweging te zien geweest: eerst een waardestijging van de dollar van ca. 20% en vervolgens weer een daling van ca. 10%. Met al deze koersbewegingen staat de dollar nu weer rond hetzelfde niveau als toen Trump gekozen werd in 2016. Voor het VK geldt dat het Britse pond in het eerste jaar na de onverwachte uitslag van het Brexit-referendum in 2016 ca. 15% in waarde daalde t.o.v. de euro, maar sindsdien is de wisselkoers per saldo niet veel meer veranderd (maar wel in een ruime bandbreedte van +/- 5%).

Bij opkomend populisme kan beheersing van valutarisico aan belang winnen

Waarom valutamarkten zo sterk lijken te reageren op populistisch regeringsbeleid is niet helemaal duidelijk. Enerzijds kan er sprake zijn van een 'schrik-effect', zoals bij de onverwachte uitslag van het Brexit-referendum en de al even onverwachte verkiezingsoverwinning van Donald Trump in 2016. In beide gevallen reageerden valutamarkten vooral in eerste instantie negatief, maar bleven daarna vlak of herstelden zelfs weer. Vooral bij kleinere economieën kan ook twijfel over de betrouwbaarheid en voorspelbaarheid van populistische regeringen de koersen van valuta's onder druk zetten, voor kortere of langere tijd.

Tenslotte kunnen lagere wisselkoersen een doelbewust oogmerk van populistische leiders zijn. Een 'goedkope munt' is goed voor de concurrentiepositie van het lokale bedrijfsleven, is een veelgehoorde redenering onder rechts-populisten, zoals Donald Trump. De vraag is echter of valutamarkten, zeker in een wereld van zwevende wisselkoersen, zich zo makkelijk laten sturen. De beleidsmaatregelen die Trump bijvoorbeeld voorstaat, zoals hogere invoertarieven en lagere belastingen, kunnen via oplopende (import-) inflatie en hogere rentes ook het tegenovergestelde van een goedkopere dollar bewerkstelligen. Daarbij is de vraag ook hoe wenselijk een goedkope munt daadwerkelijk is. Per saldo leert de ervaring dat een zwakke munt eerder een teken is van economische zwakte dan van economische kracht, zoals de Turken en Argentijnen ruimschoots hebben ondervonden.

Al met al blijft wat ons betreft ook na analyse van de vier genoemde 'case studies' onze eerdere constatering overeind dat de opkomst van rechts-populisme voor beleggers wel een factor is om in de gaten te houden, maar niet direct een factor van doorslaggevend belang is bij beleggingsbeslissingen. De meest directe relatie tussen populistisch regeringsbeleid en financiële markten lijkt daarbij te lopen via valutamarkten, maar ook daarvoor geldt dat de ervaringen niet zodanig eensluidend zijn dat het aanbeveling zou verdienen om uitsluitend daarop beleggingsbeslissingen te baseren. Wel kan de conclusie zijn dat naarmate de opkomst van (rechts-) populisme verder doorzet, het actief beheren en beheersen van valutarisico in een beleggingsportefeuille in de toekomst aan belang zal toenemen.

Disclaimer

Dit document is samengesteld door ASR Vermogensbeheer N.V. (hierna a.s.r. vermogensbeheer). a.s.r. vermogensbeheer is een beheerder van Beleggingsfondsen en staat onder toezicht van de Autoriteit Financiële Markten ("AFM") te Amsterdam en beschikt over een vergunning voor het beheren van beleggingsinstellingen op grond van art. 2:65 Wft. Het is a.s.r. vermogensbeheer toegestaan om onder haar vergunning de volgende beleggingsdiensten te verlenen: het beheren van een individueel vermogen, het verstrekken van beleggingsadvies en het ontvangen en doorgeven van orders met betrekking tot financiële instrumenten. a.s.r. vermogensbeheer is opgenomen in het register als bedoeld in artikel 1:107 Wft.

De inhoud van dit document is gebaseerd op betrouwbaar geachte informatiebronnen. Er wordt echter geen garantie of verklaring gegeven omtrent de juistheid, volledigheid en actualiteit van die informatie, noch uitdrukkelijk, noch stilzwijgend. De verstrekte informatie is uitsluitend indicatief en aan verandering onderhevig. Prognoses vormen geen betrouwbare indicator voor toekomstige resultaten. Aan de inhoud van dit document, waaronder eventuele berekende waarden en weergegeven resultaten, kunnen geen rechten worden ontleend. De waarde van uw belegging kan fluctueren. In het verleden behaalde resultaten bieden geen garantie voor de toekomst.

Alle copyrights en overige informatie in dit document is eigendom van a.s.r. vermogensbeheer. De informatie is alleen bedoeld voor bepaalde (ontvangende) partijen en is vertrouwelijk. Dit document is niet bedoeld als beleggingsadvies, aangezien geen rekening wordt gehouden met de persoonlijke situatie van de klant en de presentatie ook niet is gericht op een individuele klant. De in/via dit document verstrekte informatie is bovendien geen aanbod of enigerlei financiële dienst.

De informatie is ook niet bedoeld om enig persoon of instantie aan te zetten tot het kopen of verkopen van enig financieel product, waaronder rechten van deelneming in een beleggingsfonds, of tot het afnemen van enige dienst van a.s.r. vermogensbeheer, noch is de informatie bedoeld als basis voor een beleggingsbeslissing.

Voor de toepasselijke voorwaarden en risico's van de in deze presentatie vermelde a.s.r. vermogensbeheer beleggingsfondsen wordt verwezen naar de prospectussen, fondsvoorwaarden en essentiële beleggersinformatie (EBI) van deze fondsen. Exemplaren hiervan en van de jaarverslagen zijn verkrijgbaar via www.asrvermogensbeheer.nl, waar ook alle gegevens van a.s.r. vermogensbeheer kunnen worden geraadpleegd. De producten van a.s.r. vermogensbeheer zijn alleen bedoeld voor professionele beleggers.

a.s.r. vermogensbeheer

Archimedeslaan 10

3584 BA Utrecht

www.asrvermogensbeheer.nl

ASR Vermogensbeheer N.V. - KvK 30227237 Utrecht