

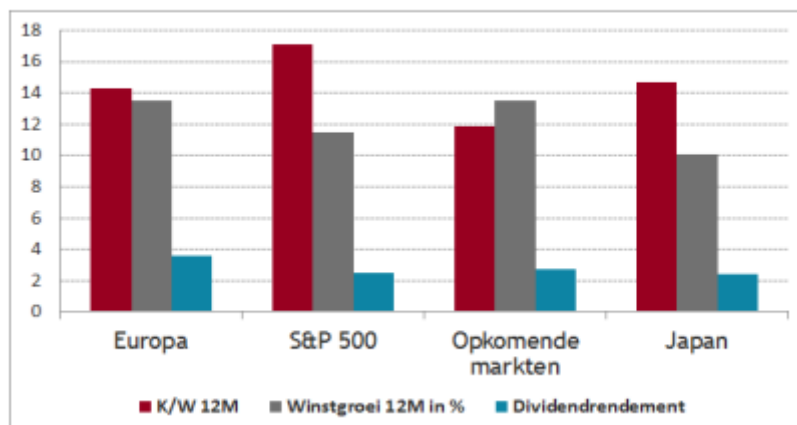
## Wat te doen bij toenemende politieke risico's

De afgelopen maanden is er weer bijzonder veel gebeurd. De belangrijkste gebeurtenissen hebben betrekking op de politiek. Vooraf werd gedacht dat veel van deze gebeurtenissen zeer negatief zouden zijn voor de wereldwijde beurzen (Brexit, referendum Italië, benoeming Trump). Tot nu toe is dit echter uitgebleven. Maar ook dit jaar blijft de politieke onzekerheid een grote rol spelen. In deze nieuwsbrief willen wij onze visie uiteenzetten hoe wij met deze onzekerheid om zullen gaan.

### Huidige economische situatie zonnig

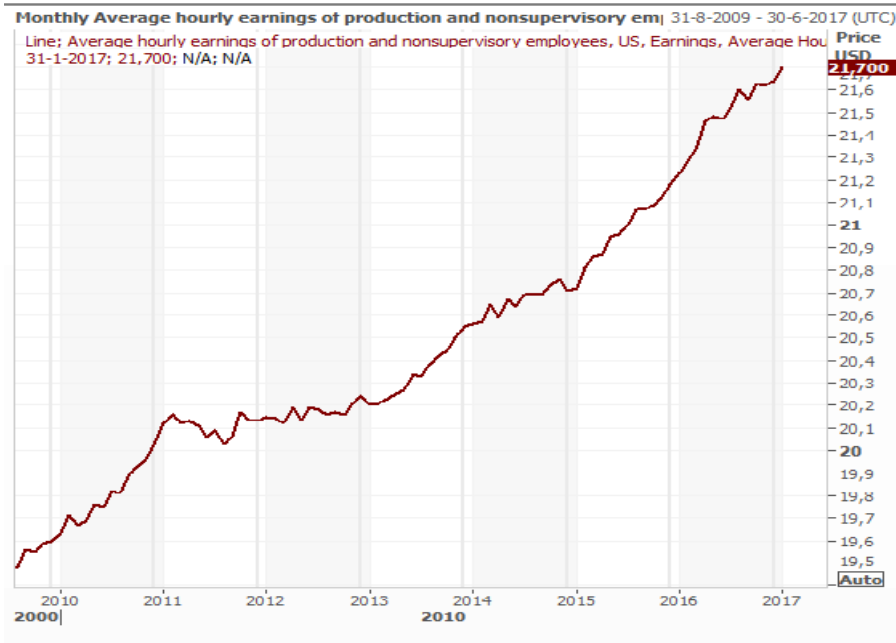
Aan het begin van elk jaar komen de ondernemingen met hun cijfers of het vierde kwartaal van het vorige jaar. Circa 70 % van de S&P 500 bedrijven heeft haar cijfers over 2016 bekend gemaakt. Bijna 80 % is beter dan verwacht. Dit is eigenlijk voor het eerst sinds jaren het geval. De gemiddelde winststijging tot nu toe in de VS bedroeg circa 8 % en in Europa bijna 10 %. Door deze winststijging en de beperkte koersstijgingen zijn de waarderingen licht gedaald. In de VS is de huidige K/W gedaald naar 16,7 en in Europa wordt nu gemiddeld keer de winst betaald voor een aandeel.

#### WAARDERINGEN LOPEN OP, MAAR WINSTGROEI EVENEENS



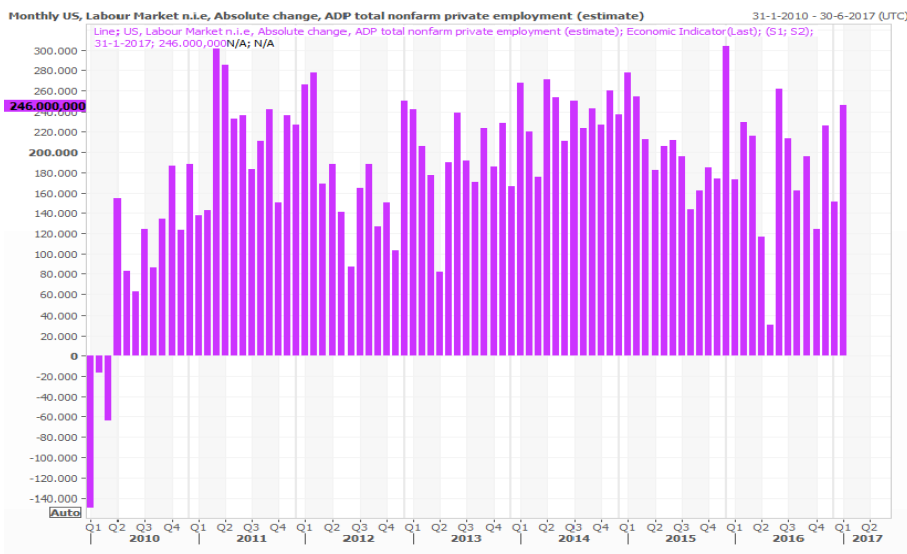
Bron: Theodoor Gilissen

De economie van Amerika is grotendeels afhankelijk van de binnenlandse consumptie. Deze consumptie is weer deels afhankelijk van de arbeidsmarkt. Hoe meer mensen een baan hebben en hoe hoger het loon, hoe hoger de consumptie en hoe hoger de economische groei. De afgelopen jaren gaat het steeds beter met de arbeidsmarkt. Het gemiddelde uurloon is nu gestegen tot \$ 21,70 nadat dit uurloon vooral in de jaren 2010 – 2013 nauwelijks steeg.

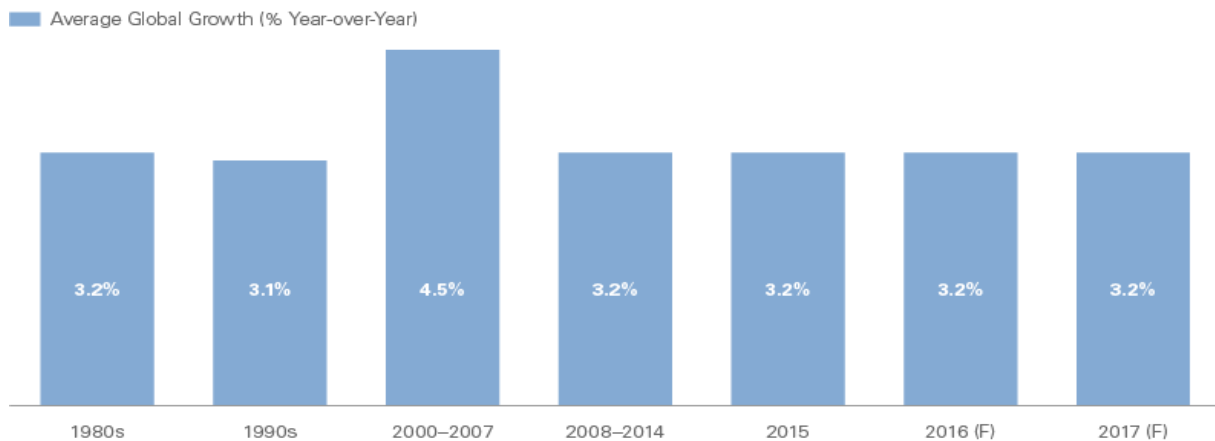


Bron: Reuters datastream

Maar ook het aantal nieuwe banen dat elke maand in de VS gecreëerd wordt blijft hoog. Maandelijks komen er nu circa 188.000 banen bij. Hierdoor kan er wel krapte op de markt komen, waardoor de lonen nog verder zullen stijgen en er dus inflatie gaat komen. Hierdoor zal de rente verder stijgen en de dollar verder aantrekken. Voorlopig blijft de arbeidsmarkt en de consumptie goed liggen. Gelukkig is ook in de eurozone de werkloosheid aan het dalen. In december daalde het werkloosheidpercentage naar 9,6 %, het laagste niveau sinds mei 2009. De economische groei over het vierde kwartaal in de eurozone kwam uit op 1,8 %. Wat ons betreft prima cijfers.



Kijken we naar de wereldwijde groei dan gaat het de afgelopen jaren eigenlijk ook prima. In onderstaande grafiek hebben wij de wereldwijde groei afgebeeld sinds begin 1980. De huidige economische groei komt keurig overeen met het langjarige gemiddelde.



Bron: JP Morgan

### Staartrisiko's nemen toe

Zoals hierboven weergegeven is op dit moment de economie redelijk zonnig. De goede cijfers van Randstad en Manpower (vooral de arbeidsmarkt in Spanje, Duitsland en Frankrijk groeit goed met bijna 10 %) onderstrepen dit nog eens extra. Wij gaan er vanuit dat de huidige goede economie en goede bedrijfscijfers ook de voornaamste redenen zijn van de relatief hoge beurs.

### Politieke risico's

Helaas vinden wij de nabije toekomst erg lastig te voorspellen en bestaat er een groter wordende kans op grote tegenspoed. Deze donkere wolken hangen met name samen met de politiek. Het voornaamste risico in de VS is dat Trump handelsbeperkingen gaat opleggen aan niet-Amerikaanse ondernemingen die naar de VS willen exporteren. Op het eerste gezicht heeft Trump echter wel een punt. Hij wil buitenlandse ondernemingen dezelfde belasting of importtarieven berekenen als zij Amerikaanse ondernemingen berekenen. Op zich is hier niets mis mee, hoewel dit voor veel ondernemingen tot hogere prijzen in de VS zal leiden en waarschijnlijk tot een lagere afzet. Volgens de WTO (World Trade Organisation) betalen Amerikaanse exporteurs een gemiddeld belastingtarief in het buitenland van tussen de 4 en 6,5 %. Niet-Amerikaanse ondernemingen betalen gemiddeld een handelstarief van slechts 1,5 % als zij naar de VS exporteren. Een verhoging van tussen de 2,5 % en 5 % is dus niet merkwaardig. Wij denken dan ook dat het waarschijnlijk is dat de handelstarieven voor niet-Amerikaanse ondernemingen met dit soort percentages zal stijgen. Het lijkt ons niet waarschijnlijk dat dit tot een handelsoorlog zal leiden, aangezien de VS slechts een gelijk speelveld willen. Aangezien deze percentages gemiddelden zijn, kan dit voor sommige sectoren en ondernemingen wel tot aanzienlijke problemen leiden. Vooral Aziatische ondernemingen krijgen hier last van. Hoewel een handelsoorlog wat ons betreft niet het meest waarschijnlijke scenario is, zal een

verdubbeling van de importtarieven wel degelijke een behoorlijk negatief effect hebben op de wereldhandel.

Niet alleen de kans op negatieve gevolgen is toegenomen, maar ook de kans op positieve uitschieters is toegenomen. Trump wil de gemiddelde belastingdruk voor ondernemingen flink verlagen. In de VS betalen ondernemingen gemiddeld circa 40 % belasting. In de OESO is dit gemiddeld 25 %. Mocht hij zo'n verlaging voor elkaar krijgen, dan zullen de winsten fors stijgen. De beurs is hier al (deels) op vooruit gelopen. Nadeel hiervan is echter dat de staatsschuld ook flink zal stijgen, dan wel dat hij deze belastingverlaging gaat financieren door middel van hoge importheffingen (zie hierboven).

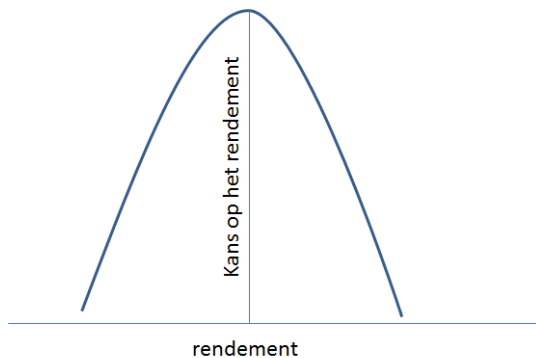
In Europa zijn het ook met name de politieke risico's die roet in het eten kunnen gooien. Dit jaar zijn er meerdere verkiezingen in Europa. De partijen die anti-immigratie en anti-Europa zijn, worden steeds populairder. Dit geldt met name in Frankrijk en Nederland. Het is niet ondenkbeeldig dat er op een bepaald moment zo'n partij gaat regeren en daardoor wellicht nog een land uit de EU stapt. Dit kan heel de EU in gevaar brengen, waardoor ook de interne markt verdwijnt.

Naast deze politieke risico's blijven er uiteraard ook nog de "normale" problemen op de achtergrond spelen. Te denken valt hierbij vooral aan de schulden crisis in Griekenland en de hoge bankschulden in Italië. Los hiervan blijven de wereldwijde schulden ook bijzonder hoog. Uit een onderzoek van het Institute of International Finance blijkt dat de wereldwijde schulden circa 325 % van het wereldwijde bruto binnenlands product bedragen. In de eerste 9 maanden van 2016 groeide deze schuld van huishoudens, bedrijven, financiële instellingen en overheden met \$ 11.000 naar een totale schuld \$ 217.000 miljard. Deze toename is voor de helft toe te schrijven aan overheden. Bij de huidige lage rente is dit nog wel te overzien. Een flink hogere rente kan echter voor aanzienlijke betalingsproblemen zorgen waar vooral banken weer last van hebben. En als tweede-ronde effect zal de economie hier ook onder te leiden hebben.

Opvallend is dat sinds Trump is verkozen de kans op normale uitslagen in de economie/politiek en dus de beurs is afgenomen en de kans op uitersten toeneemt. Het uiterste kan positief zijn als hij extra gaat stimuleren, de belastingen gaat verlagen en de importtarieven alleen gelijk trekt. Echter, het uiterste kan ook zeer negatief zijn als hij de importtarieven veel verder gaat verhogen en de rest van de wereld hier weer op gaat reageren. Dit kan leiden tot een handelsoorlog met alle schade van dien.

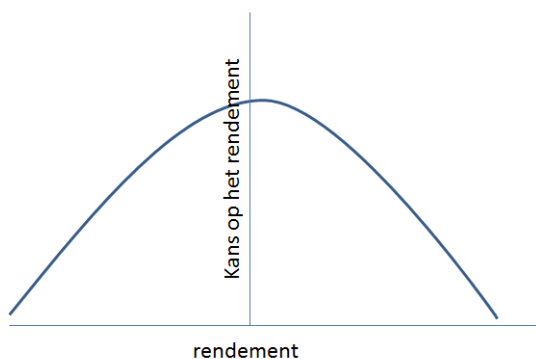
Hieronder hebben wij geprobeerd dit in grafiekvorm uit te beelden. Allereerst de oude situatie. Hier was de kans op een klein positief/negatief rendement bijzonder hoog en de kans op grote uitslagen (positief of negatief) zeer klein. De grafiek was smal en relatief hoog.

### Oude situatie



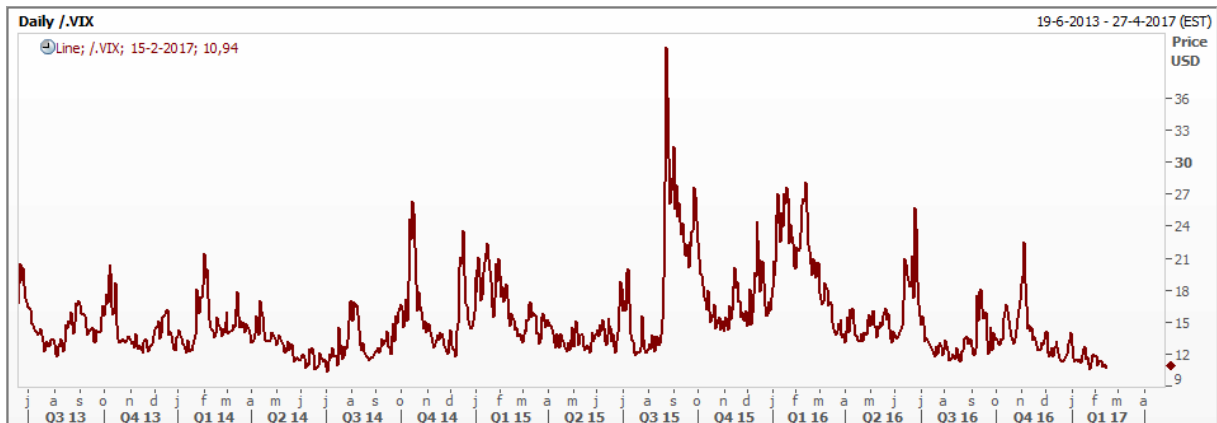
De opkomst van Trump en de anti-Europa partijen in Europa hebben dit beeld veranderd. De kans op zeer positieve of zeer negatieve rendementen is aanzienlijk toegenomen. Hiermee is uiteraard de kans op een normale, rustige economie en dus een normale, rustige beurs evenredig afgenomen.

### Nieuwe situatie



### Beurs schat risico nog laag in

Kijken we echter naar de aandelen- en obligatiebeurzen dan is het opvallend dat de beurs het (politieke) risico nu nog erg laag inschat. De beweeglijkheid (volatiliteit) van de markt is laag. Het lijkt wel alsof de aandelenmarkten de onzekerheid niet voelen. Een index die de beweeglijkheid en dus de onrust op de Amerikaanse aandelenmarkt weergeeft, is de VIX-index. Hoe hoger deze index, hoe groter de uitslagen en dus hoe risicovoller de markt. In onderstaande grafiek hebben wij deze VIX-index afgebeeld. Hieruit valt op te merken dat deze onrustmeter niet alleen laag staat, maar ook dat deze index bijna op het laagste niveau sinds 5 jaar staat. Gegeven alle onzekerheden in de wereld vinden wij dit merkwaardig.



Bron: Reuters

Maar niet alleen op de aandelenmarkten wordt op dit moment het risico laag ingeschat. Ook op de obligatiemarkt is het relatief rustig. Onderstaande grafiek geeft de risico opslag weer. Dit is het extra rendement dat beleggers eisen als zij een bedrijfsobligatie kopen ten opzichte van een staatsobligatie. Aangezien een bedrijf in theorie riskanter is dan de staat, wil een belegger hiervoor beloond worden in de vorm van extra rendement. In tijden van onrust is deze opslag hoog en in tijden van relatieve voorspoed is deze opslag laag. In onderstaande grafiek hebben wij de gemiddelde opslag van bedrijfsobligaties afgebeeld met een gemiddelde looptijd van 5 jaar. De bedrijfsobligaties zijn allemaal *investment grade*. Zoals te zien valt, is deze opslag nu nog steeds erg laag. Beleggers in bedrijfsobligaties eisen op dit moment een extra rendement van 0,74 % ten opzichte van staatsobligaties met dezelfde looptijd.



Bron: Reuters, Van Lieshout & Partners

### Cash aanhouden?

De grote vraag is uiteraard wat te doen. Doen we er verstandig aan vooral te kijken naar de huidige relatief goede economische situatie of juist naar de mogelijke zeer donkere wolken in de toekomst. Doen we dit laatste dan is het raadzaam veel beleggingen te verkopen en cash aan te houden. Dit wordt market timing genoemd. Echter, market timing is bijzonder moeilijk. Mis je namelijk de goede dagen, dan laat je zeer veel rendement liggen.

Uit een bekend onderzoek blijkt dat gemiddelde rendement van de S&P 500 in de VS van 1900 tot 2000 9,4 % per jaar bedroeg. Stap je regelmatig in en uit en mis je al de slechte dagen (100 % goed) dan kwam het gemiddelde rendement uit op 15,8 % exclusief transactiekosten. Time je 50 % van de gevallen goed (je mist dus 50 % van de negatieve handelsdagen) dan komt het gemiddelde rendement slechts uit op een 6,6 %. Volgens dit onderzoek moet je ten minste 71 % van de handelsdagen goed voorspelen om op hetzelfde rendement van 9,4 % uit te komen.

<b>1900 – 2000</b>	<b>S&amp;P 500</b>
<b>Buy and Hold</b>	<b>9,4 %</b>
<b>100 % goed</b>	<b>15,8 %</b>
<b>50 % goed</b>	<b>6,6 %</b>
<b>71 % goed</b>	<b>9,4 %</b>

Aangezien dit de Amerikaanse beurs betreft, hebben wij gekeken naar de AEX. Wij hebben hierbij onderscheid gemaakt tussen een zeer slecht beursjaar en een bijzonder positief beursjaar. In 1999 steeg de AEX met 24,1 %. Mis je echter de 10 beste beursdagen omdat je de aandelen hebt verkocht, dan komt je rendement op een verlies van 3,7 %. In 2001 was het rendement van de AEX negatief, te weten -18,7 %. Mis je wederom de 10 beste beursdagen dan komt het rendement op 57,5 % negatief uit.

#### Goed Beursjaar

<b>1999</b>	<b>AEX</b>
<b>Alle handelsdagen:</b>	<b>24,1 %</b>
<b>Minus 10 beste:</b>	<b>- 3,7 %</b>
<b>Minus 20 beste:</b>	<b>- 22,0 %</b>

#### Slecht Beursjaar

<b>2001</b>	<b>AEX</b>
<b>Alle handelsdagen:</b>	<b>- 18,7 %</b>
<b>Minus 10 beste:</b>	<b>- 57,5 %</b>
<b>Minus 20 beste:</b>	<b>- 83,3 %</b>

Daarnaast is het lastig om te schillen. Dit geldt vooral binnen een gematigd offensief profiel waarbij wij met verkochte call opties werken. Aangezien wij geen ongedekte calls willen verkopen, moeten er altijd 100 aandelen aanwezig zijn dat als onderpand kan dienen voor 1 verkochte call. Hierdoor is het niet mogelijk om elk aandeel met enkele procenten te schillen. Je houdt dan minder dan 100 aandelen over (of een veelvoud hiervan), waardoor je per saldo een ongedekte positie hebt.

#### **Waarheid in het midden laten**

Gegeven alle politieke onrust in de wereld en de zeer negatieve gevolgen van de mogelijke handelsbeperkingen, voelen wij onszelf comfortabel met een redelijke kasbuffer. Binnen de gematigd offensieve portefeuille hebben wij onder andere winst genomen op ASML en Activision Blizzard. Mede dankzij deze verkopen bedraagt de kaspositie circa 10 %. Daarnaast hebben wij op circa 90 % van de aandelen calls verkocht. Deze optiepremie dient als extra buffer. Ook binnen de andere profielen zullen wij extra liquide middelen aanhouden.

Hoewel de kaspositie, de defensieve sectorkeuze en de eventuele verkochte calls er voor zorgen dat het rendement achter blijft in een flink stijgende markt, zijn wij van mening dat gegeven alle politieke onrust in de wereld een behoorlijke kaspositie aan te raden is. Dit geld kan eventueel weer worden aangewend tijdens een zeer negatieve beurs.

Mocht u over bovenstaande nog vragen hebben, aarzel dan niet om contact met ons op te nemen. Uiteraard kunt u ook altijd met andere vragen dan wel opmerkingen bij ons terecht.

Met vriendelijke groet,

Richard de Jong  
Van Lieshout & Partners

