

Guns N' Roses

Over 4 dagen kiest Amerika zijn 45^{ste} president. Sinds eind vorige week maakt Donald Trump een sterke comeback in de peilingen en lijkt het een nek-aan-nek race te worden. Vanaf dat moment is het sentiment op de beurs bedrukt en dalen de koersen. De markt prefereert de stabiliteit van Clinton boven de onvoorspelbare Trump. Wij zien nog steeds een grote kans dat Hillary Clinton zich de eerste vrouwelijke president van Amerika mag noemen. Vanochtend hebben wij een klein percentage niet-Amerikaanse aandelen toegevoegd aan de portefeuilles omdat deze verkiezingen niet leiden tot een wijziging van onze fundamentele visie.

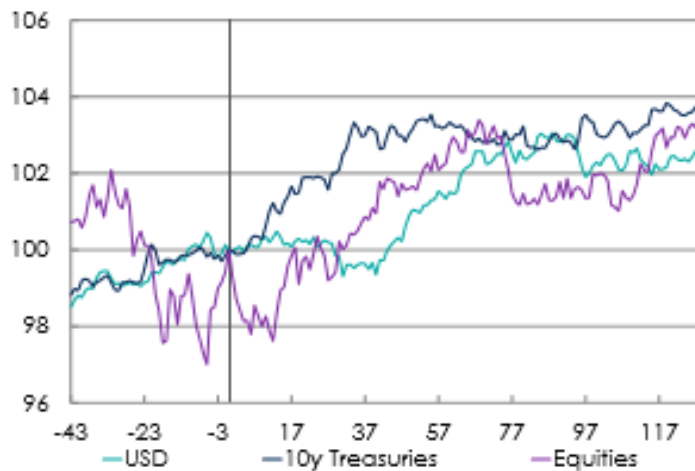
Inleiding

Aanstaande dinsdag vinden de 58ste Amerikaanse presidentsverkiezingen plaats. Tot nu toe is het een buitengewone campagne geweest. Wat opvalt in deze campagne is dat Trump (Guns) en Clinton (Roses) elkaar met name op de persoon aanvallen. Onthullingen over vernietigde emails van Hillary en vrouwonvriendelijk gedrag van Donald hebben de gemoederen hoog doen oplopen. Na drie debatten met Clinton als winnaar leken de kaarten geschud. Echter, afgelopen vrijdag kondigde de FBI een nieuw onderzoek aan naar de emails van Clinton wat leidde tot een comeback in de peilingen van Trump. Daardoor lijkt de weg naar het Witte Huis een nek-aan-nek race geworden. Met de Brexit verrassing nog vers in het geheugen maakt dit beleggers extra terughoudend. Amerikaanse aandelen zijn al 8 dagen op rij lager, de langste reeks van dalingen sinds oktober 2008.

In deze mailing bespreken we de historische impact van Amerikaanse verkiezingen op de financiële markten. Daarna kijken we welke kandidaat de voorkeur heeft van beleggers en hoe wij tegen de kansen van beide kandidaten aankijken. Tenslotte gaan we in op de portefeuillepositionering.

Impact van verkiezingen

Historisch zorgen de presidentsverkiezingen in de VS niet voor extreme schommelingen op de beurs. Onderstaande figuur toont de gemiddelde performance van Amerikaanse beleggingen gemeten over de laatste 11 verkiezingen (van 1972 tot en met 2012). Het plaatje laat zien dat vanaf anderhalve maand voor verkiezingsdag aandelen meestal een procent of 3 dalen tot kort voor de verkiezingen en dat staatsobligaties en de dollar een paar procent stijgen. Gemiddeld genomen staan Amerikaanse beleggingen een maand na de verkiezingen hoger dan op verkiezingsdatum.



Figuur 1: Performance van Amerikaanse beleggingen rondom presidentsverkiezingen (gemiddelde van alle perioden). Bron: Source research

De verkiezingen van 2016 vertonen tot dusver een vrijwel identiek beeld. Aandelen zijn -3,8% en de dollar is +1,2%. Alleen Amerikaanse 10-jaar staatsobligaties zijn niet gestegen maar gedaald (-1,2%). Dit komt doordat de Amerikaanse centrale bank op het punt staat de rente te verhogen. Normaal stijgt de beweeglijkheid (volatiliteit) van koersen altijd in de aanloop naar de verkiezingen omdat beleggers nerveuzer worden door de onzekerheid over de uitslag. Na de verkiezingen daalt de volatiliteit altijd. Ook dit jaar loopt de volatiliteit op. Kortom, hoe bijzonder deze campagnes en debatten ook mogen zijn, de bewegingen op Amerikaanse financiële markten volgen een relatief normaal patroon. Het is wel zo dat de Brexit flashback en de angst voor Trump het sentiment heeft beïnvloed en de afgelopen dagen gezorgd heeft voor grotere koersdalingen op markten buiten de VS.

Liever Roses dan Guns

De geschiedenis toont weinig verschil tussen de rendementen van Amerikaanse beleggingen onder een Republikeinse of Democratische president. Het is dus niet automatisch zo dat de kleur van de partij grote invloed heeft. De economische ontwikkelingen gedurende de 4-jarige ambtstermijn zijn doorslaggevend voor de performance van beleggingen.

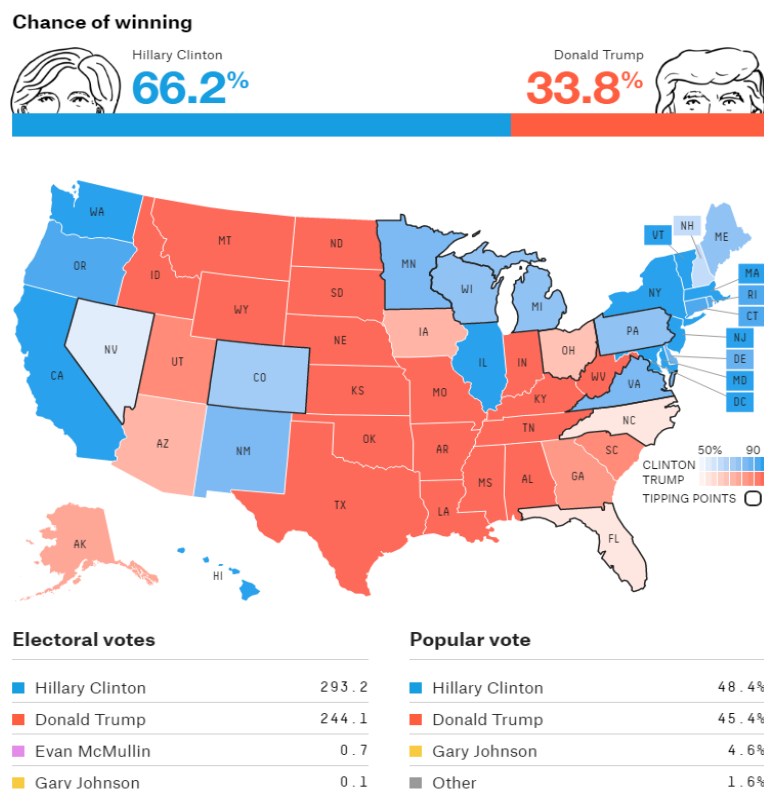
Zowel Trump als Clinton zijn als persoon niet geliefd bij de kiezer, dus worden deze verkiezingen vooral gezien als het kiezen van de minst kwade. Er heerst ook in Amerika algemene onvrede over het functioneren van de overheid, een gevoel waar Trump handig gebruik van maakt. We weten nog niet heel veel van de plannen die Trump uiteindelijk zal doorvoeren, omdat hij inhoudelijk niet veel details heeft verstrekt en bovendien zijn plannen regelmatig wijzigt (=onzekerheid). We weten wel dat hij veel geld wil gaan uitgeven en de belastingen wil verlagen. Zo lijkt hij twee keer zo veel in infrastructuur projecten te willen steken dan Clinton (\$550mrd vs \$275mrd). Dit kan goed uitwerken voor de economie, maar verslechtert de schuldenpositie van de Amerikaanse overheid. Zijn ideeën met betrekking tot immigratie zijn controversieel net als zijn visie op de vrijhandel (protectionisme). Trumps uiteindelijke beleid zullen we moeten afwachten, maar het karakter van Trump, zijn onconventionele ideeën en zijn gebrek aan ervaring zorgen voor grote politieke en economische onzekerheid.

De plannen van Clinton zijn veel meer vastomlijnd. Naast investeringen in infrastructuur wil zij een verhoging van het minimumloon. Verder zal zij de lijn van Obama volgen waardoor de economische effecten van haar beleid beter zijn in te schatten dan van Trump. De ambtstermijnen van Obama gingen gepaard met goede rendementen op Amerikaanse aandelen en obligaties. Het is daarom geen verrassing dat de financiële markten een voorkeur voor Hillary Clinton hebben. Een overwinning van Clinton zorgt voor meer zekerheid.

Hoe liggen de kansen?

De laatste dagen laten de peilingen een nek-aan-nek race zien. Volgens de 'poll average' van de gerenommeerde website realclearpolitics.com ligt Clinton nu slechts 1,5% voor (46.6 vs 45.1). Haar maximale voorsprong was op 18 oktober en bedroeg 7 punten. De peilingen waar de pers meestal over schrijft zijn uitslagen van de 'Popular Votes'. Hierin worden de stemmen van alle kiezers in alle staten opgenomen. Het is echter niet zo dat de meerderheid van deze stemmen bepalend is voor de verkiezingsuitslag. De stemmen in het Amerikaanse systeem worden **per staat** geteld en niet landelijk. Elke staat heeft, afhankelijk van het aantal stemgerechtigden, een bepaald aantal 'Electoral Votes'. Als een kandidaat een meerderheid krijgt in een staat dan gaan alle Electoral Votes van die staat naar de winnaar ('Winner takes all'). Het kan dus zo zijn dat een kandidaat op landelijk niveau meer stemmen krijgt dan zijn concurrent maar toch geen president wordt. Een voorbeeld hiervan is Al Gore die in 2000 op landelijk niveau ruim 500.000 stemmen meer kreeg dan George W. Bush.

Het is veel belangrijker te kijken naar de peilingen van de Electoral Votes dan naar de Popular Votes. Onderstaande figuur geeft een goed overzicht van de laatste stand volgens fivethirtyeight.com.



In deze methodiek worden de peilingen per staat vertaald naar een verdeling van de Electoral Votes. Op dit moment zou Clinton 293 votes hebben van de 538 en Trump 244. Voor een overwinning zijn 270 stemmen nodig. De peilingen van de Electoral Votes laten dezelfde golfbewegingen zien als de Popular Vote alleen heeft Clinton hier door het kiessysteem een grotere voorsprong. Uitgedrukt in percentages schat fivethirtyeight.com een 66,2% kans in dat Clinton wint. Dat is iets lager dan de 75% van vorige week maar aanzienlijk hoger dan je zou verwachten op basis van de peilingen van de Popular Vote. Waar de media en de beurzen zich laten leiden door de peilingen van de Popular Vote zijn wij van mening dat de kans op een Clinton overwinning nog steeds groot is.

Positionering van de portefeuilles

Wij hebben al eerder gecommuniceerd dat wij bijna geen Amerikaanse beleggingen in de portefeuilles hebben. Amerika is veel verder in de economische cyclus dan de rest van de wereld, beleggingen hebben veel hogere waarderingen en hebben al veel performance laten zien. We hebben ook nauwelijks blootstelling naar de dollar in de portefeuilles. De afgelopen 8 handelsdagen zijn beleggingen buiten de VS harder omlaag gegaan. Het besef dat Trump niet kansloos is heeft geleid tot het reduceren van risico. De daling na de onverwachte Brexit uitslag ligt bij iedereen nog vers in het geheugen. Daardoor vertonen markten een omgekeerd beeld met eind juni. Toen stegen koersen hard voorafgaand aan het Britse referendum waar er nu sprake is van aanhoudende koersdalingen. Mocht ook dit keer de underdog winnen dan zit er dus veel meer in de koersen verdisconteerd en zal de daling bij een verassing, in onze ogen, veel minder zijn dan na de Brexit. Het omgekeerde is ook waar. Bij een Clinton overwinning verwachten wij een aanzienlijke opluchting en een scherp herstel van koersen. Omdat wij, op basis van de peilingen van de Electoral Votes, de koersdalingen van de afgelopen dagen overdreven vinden, hebben we vanochtend een klein percentage niet-Amerikaanse aandelen toegevoegd aan de portefeuilles.

Tenslotte

Het besturen van Amerika is geen one-(wo)man show en beleid is onderworpen aan de balancerende werking van het Congres. Nieuw beleid implementeren kost ook tijd en zal niet eerder dan 2018 zichtbaar zijn. Financiële markten laten vaak een overreactie zien op politieke evenementen die snel wordt ingelopen. Goed voorbeeld daarvan is de Brexit van deze zomer. De wereldwijde economische fundamentals zijn uiteindelijk leidend en die zijn al een tijdje aan het verbeteren. De groei en inflatie trekken mondiaal aan. Wij denken dat een keuze voor Hillary of Donald deze ontwikkelingen niet wezenlijk zullen veranderen en houden dan ook vast aan onze beleggingsvisie.