



In de afgelopen dagen hebben we, net als aan het begin van dit jaar, het risico in de portefeuilles sterk verlaagd. Anticiperend op wijzigingen later dit jaar, hebben we nu alvast aandelen verkocht zodat we de ontwikkelingen rustig af kunnen wachten. De aanstaande Amerikaanse presidentsverkiezingen en de reactie van Europese overheden op een toename van het aantal Corona besmettingen zijn de aanleiding voor onze acties. Bij positieve ontwikkelingen zoals ook de komst van vaccins, zijn we klaar om net als in maart op te schakelen. We blijven namelijk voor de lange termijn zeer positief.

Inleiding

We zijn alweer beland in het vierde kwartaal van een zeer bijzonder jaar. Onze actieve aanpak leidde aan het begin van het jaar tot het reduceren van risico in twee stappen om vervolgens in maart in drie stappen weer aandelen toe te voegen. Zo bouwden we de portefeuilles om voor de eerste fase na de door de lockdown veroorzaakte recessie. Sindsdien hebben we geen echte wijzigingen meer gemaakt omdat de economie sterk aan het herstellen was, overheden en Centrale Banken groot doorkwamen met stimuleringen en beleggers onderwogen zaten in risicovolle beleggingen. We vonden dit de juiste condities voor een bovengemiddelde risicopositionering. De afgelopen dagen hebben we hier verandering in aangebracht. We hebben ongeveer 30% van de aandelen in de portefeuilles verkocht en tijdelijk geparkeerd in defensieve obligaties en cash. In deze publicatie zullen we uitleggen waarom we voor de tweede keer dit jaar het risico in de portefeuilles aanzienlijk hebben verlaagd.

Notorious RGB

In onze laatste publicatie '[Machtswisseling](#)' (30 juli) gingen wij voor het eerst in op de aankomende Amerikaanse presidentsverkiezingen van 3 november. We lieten zien dat Joe Biden een duidelijke voorsprong in de peilingen had op Donald Trump en volgens ons de grootste kans om te winnen. Een overwinning van Biden is in onze ogen goed voor beleggingen buiten de VS terwijl een overwinning van Trump beter is voor Amerikaanse beleggingen. De uitkomst is dus van groot belang voor de samenstelling van de portefeuilles.

We hebben de laatste jaren gezien dat grote politieke gebeurtenissen zorgen voor verhoogde volatiliteit. We denken niet dat het dit keer anders is, omdat er veel op het spel staat. Biden handhaaft nog steeds zijn duidelijke voorsprong in de peilingen en bij de bookmakers. Het chaotische debat van afgelopen dinsdag heeft daar niets aan veranderd maar laat wel zien hoe Trump in de wedstrijd zit. Daar schuilen risico's in die we niet kunnen negeren. Anticiperend op wijzigingen die we waarschijnlijk later dit jaar in de portefeuilles zullen maken hebben we nu alvast aandelen verkocht zodat we de ontwikkelingen rustig af kunnen wachten.

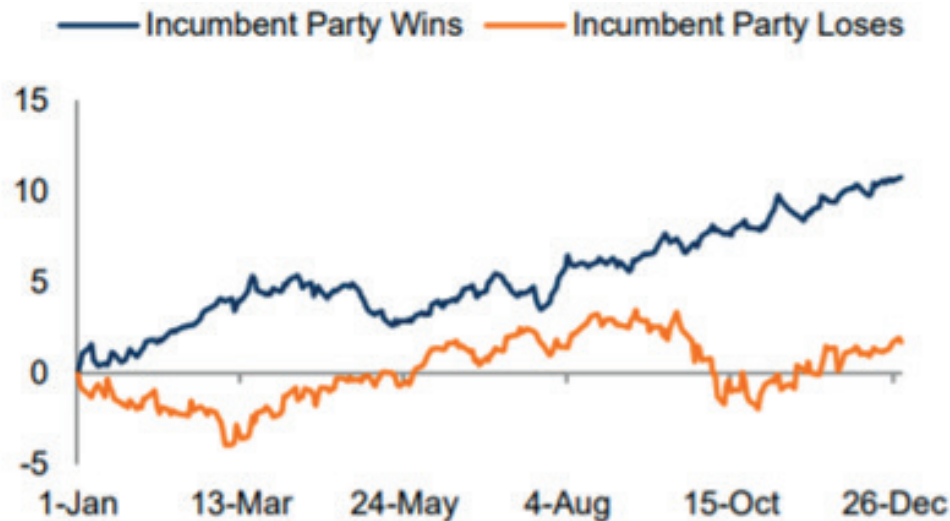
De eerste vraag van het debat van deze week ging over de invulling van de vacante plek in het Hooggerechtshof. Op 18 september overleed Ruth Bader Ginsburg, de iconische Democratische opperrechter. Zij stond bekend als 'Notorious RBG', zeer progressief en een voorvechter voor gelijke rechten. In die zin durven wij RBG wel te omschrijven als een Vrouwe Justitia, de personificatie van het recht. Haar overlijden maakte veel los bij het Amerikaanse volk door haar betekenis voor vrouwenrechten, abortus en minderheden. Rechters van het Hooggerechtshof (voor het leven benoemd) worden door de president voorgedragen waarna een stemming in de Senaat volgt. Door deze methode is de samenstelling van het 9-koppige hof een combinatie van Republikeinen en Democraten. De verdeling is van groot belang bij belangrijke beslissingen en meestal wordt er langs partijlijnen recht gesproken.

Voor het overlijden van RBG was de verdeling 5-4 in het voordeel van de Republikeinen. De ontstane vacante positie werd direct een extra onderwerp dat de verkiezingen nog belangrijker maakt. De Democraten vinden dat de winnaar van de verkiezingen een nieuwe rechter mag voordragen. Een meerderheid van het Amerikaanse volk deelt deze mening. Trump wil echter deze plek al voor 3 november invullen met een Republikeinse rechter om zo het numerieke voordeel snel te vergroten naar 6-3. Vorige week schoof hij de aartsconservatieve Amy Coney Barrett naar voren die qua opvattingen haaks staat op de, vooral door vrouwen, zo geliefde Vrouwe Justitia.

Extreme polarisatie

De issue over het Hooggerechtshof heeft de extreme verdeeldheid in de VS onder het vergrootglas gelegd. Met het Huis van Afgevaardigden in Democratische handen en een Republikeinse meerderheid in de Senaat is het nu nog moeilijker om overeenstemming te bereiken over een nieuw stimuleringspakket, waar al weken over onderhandeld wordt. We zijn daarom sceptisch dat er op korte termijn een akkoord komt. De beurs hoopt al weken op een deal, dus het uitblijven ervan zal waarschijnlijk een negatieve impact hebben.

Een nog sterkere bovenliggende positie van de Republikeinen in de 'Supreme Court' kan een doorslaggevende rol spelen in de verkiezingen als er in sommige staten een hertelling zou moeten plaatsvinden. Trump hint al lang op fraude met stembiljetten die per post worden gedaan en heeft aangegeven een voor hem negatieve uitslag te betwisten of niet te accepteren. Bij hertellingen, zoals in 2000 tussen Bush & Gore, doet uiteindelijk de Supreme Court een bindende uitspraak over de ontstane situatie waardoor Trump en de Republikeinen daar een duidelijk voordeel bij hebben.
















Figuur 1: Ontwikkeling S&P 500-index rendementen in verkiezingsjaren (bron: State Street)

Een betwiste uitslag is niet goed voor de beurs. In 2000 leidden de hertellingen tot weken van onzekerheid. In die periode daalde de Amerikaanse S&P 500-index met bijna 10%. Omdat het duidelijk is dat Trump een nederlaag niet snel zal accepteren is dit een serieus risico. Historisch gezien doet de aandelenmarkt het sowieso slecht in de weken voor de verkiezingen als het eruit ziet dat de zittende president niet herkozen gaat worden (zie bovenstaande figuur). We hebben eerder geschreven over het 'Superforecasting' platform waar wij ook al jaren aan bijdragen. Op dit moment geven de Superforecasters aan dat de kans dat Biden wint bijna 80% is. Alles afwegende vinden wij het logisch om met minder risico de uitslag van de verkiezingen af te wachten. Afhankelijk van die uitslag kunnen we dan mede bepalen hoe we de portefeuilles gaan positioneren voor de langere termijn.

Tweede golf met vaccins in zicht

Een andere reden om het risico in de portefeuilles te verlagen is de tweede golf in het aantal Corona besmettingen in Europa. Deze opleving heeft nog nauwelijks geleid tot een toename van opnames op de IC's en in het aantal dodelijke slachtoffers, maar het hoge aantal besmettingen leidt wel tot nieuwe restricties van overheden. We denken echter niet dat nieuwe beperkingen gaan leiden tot landelijke lockdowns zoals in maart. Andere gebieden met tweede golven laten zien dat het aantal ziekenhuisopnames en sterfgevallen veel lager ligt dan tijdens de eerste golf. Ook zijn behandelmethode veel effectiever en liggen er naar verhouding minder mensen op de IC. De nieuwe acties van overheden hebben wel een dempende invloed op de snelheid van het herstel van de economie. Dit herstel is sinds april sterk V-vormig geweest maar we zien nu veel ramingen voor het vierde kwartaal naar beneden bijgesteld worden. Met het zomerse weer achter de rug denken we dat het verstandig is om rekening te houden met een afzwakking van het herstel in de rest van dit jaar.

| | Clinical Stages / Sample Size | | | Next Steps | |
|------------------------------------|---|--|--|--|---|
| | Phase 1 Safety and Dosage (Small Group) | Phase 2 Expanded trials (100-1,000s) | Phase 3 Large-scale eff/safe (10,000-60,000) | Review Emergency Use Authorization | |
| Moderna | | | | |  |
| Pfizer / BioNTech | | | | |  |
| University of Oxford / AstraZeneca | | | | |  |
| Johnson and Johnson | | | | |  |
| Novavax | | | | |  |
| Sinopharm | | | UK only | |  |
| Sinovac | | | Ongoing | September |  |
| Gamaleya | | | Ongoing | July |  |
| Sanofi / GSK | | | Recruiting | August |  |
| Merck / Institut Pasteur | | | | |  |
| University of Queensland / CSL | | | | |  |
| CureVac | | | | |  |
| Clover / GSK | | | | |  |

Figuur 2: Overzicht van Covid-19 vaccins (bron: Goldman Sachs)

De nieuwe restricties van overheden komen op een moment dat we elke dag dichterbij een vaccin zijn. Vaccinatie is nodig om terug te keren naar een 'normale' wereld en zal leiden tot versnellende economische groei. In 'Odyssee' van 30 april voorspelden we dat er een vaccin zou zijn voor het einde van dit jaar. Inmiddels zijn er al vaccins gelanceerd, maar deze zijn met veel wantrouwen ontvangen omdat ze van Russische en Chinese makelij zijn. De volgende vaccins die op de markt verschijnen komen uit 'betrouwbare' landen. Bovenstaande figuur geeft een goed beeld van het tijdschema van de vaccins die op dit moment worden ontwikkeld en de fase waarin deze nu zitten. De eerste vijf van het plaatje zitten al in de laatste onderzoeksfase. Zij zijn zeer kansrijk om de komende maanden goedgekeurd te worden omdat gemiddeld genomen 85% van de vaccins in fase 3 succesvol gelanceerd worden.

Door nu de aandelenweging te verlagen, anticiperen we niet alleen op de risico's van de Amerikaanse verkiezingen maar ook op mogelijke negatieve effecten van een tweede golf. Zo creëren we ruimte om de portefeuilles aan te passen als vaccins een periode van langdurige groei inluiden. We denken dat de goedkeuring van verschillende vaccins niet lang op zich zal laten wachten.

Tenslotte

Het sterrenbeeld van oktober is de weegschaal, toevallig een van de symbolen van Vrouwe Justitia. Wij hebben de risico's afgewogen en vinden het verstandig om de aandelenweging sterk te verlagen ten faveure van defensieve obligaties en cash. Zo kunnen we de ontwikkelingen rustig afwachten. Na een duidelijke uitslag van de Amerikaanse verkiezingen en een goed zicht op het tijdstip dat meer vaccins Corona gaan terugdringen, kunnen wij overgaan tot een invulling van de portefeuilles die meer gericht is op groei.

We blijven voor de lange termijn zeer positief. Meer en meer is het beleid van Centrale Banken en overheden gericht op maximale werkgelegenheid en niet op het beheersen van inflatie. Dit zorgt ervoor dat de rente nog vele jaren heel laag blijft met als doel de economie te oververhitten. Zo blijven schuldenbergen beheersbaar en neemt de ongelijkheid tussen arbeid en kapitaal af. Zoals we al eerder stelden: 'uiteindelijk gaat het virus, blijven de stimuleringen en krijgen we een nieuwe langjarige periode van voorspoed'. Met meer duidelijkheid en het verbeteren van de vooruitzichten zullen beleggers hun defensieve stellingen (obligaties) gaan verlaten en meer risico (aandelen) gaan toevoegen. Zo ging het ook na de Grote Financiële Crisis en het is noodzakelijk om rendementsdoelstellingen te halen. Wij zullen, net als in maart, klaar zijn om op te schakelen als de omstandigheden zich positief ontwikkelen.

