



EERSTE KWARTAALVERSLAG 2020

APRIL 2020

HANS BETLEM - CIO
REINDER WIETSMA - PORTFOLIO MANAGER
JOHANNES SMIT - INVESTMENT ANALYST
EDO SCHOLTS - INVESTMENT ANALYST



IBS
capital
allies

“History and societies do not crawl. They make jumps. They go from fracture to fracture, with a few vibrations in between. Yet we (and historians) like to believe in the predictable, small incremental progression.”

- Nassim Nicholas Taleb

Was het coronavirus een Zwarte Zwaan?

In 2007 publiceerde Nassim Taleb zijn boek *The Black Swan: The Impact of the Highly Improbable*. Hierin gebruikte hij de Zwarte Zwaan om een gebeurtenis aan te duiden die drie belangrijke kenmerken vertegenwoordigde:

1. De gebeurtenis is onvoorspelbaar. Want niets in de geschiedenis van de mensheid wees erop dat we er rekening mee konden houden.
2. De gebeurtenis richt grote schade aan.
3. Achteraf verzinnen we verhalen waardoor het net lijkt alsof de gebeurtenis wel voorspelbaar was.



In een recent artikel [\[1\]](#) weerlegt Nassim Taleb dat de coronapandemie een Zwarte Zwaan is. Hij hekelt daarin mensen die claimen dat de uitbraak van het

virus onvoorspelbaar was en het gebruiken als excuus om er niet op voorbereid te zijn.

In het artikel stelt Taleb dat hij in zijn boek schreef dat een pandemie juist een voorbeeld is van een Witte Zwaan: iets wat met grote zekerheid zal gebeuren.

En dat klopt, want virologen waarschuwen ons al jaren voor zo'n pandemie.

Op 11 maart 2019 zei de directeur-generaal van de Wereldgezondheidsorganisatie (WHO), Dr. Tedros Adhanom Ghebreyesus:

*“The on-going risk of a new influenza virus transmitting from animals to humans and potentially causing a pandemic is real. The question is **not if** we will have another pandemic, **but when**. We must be vigilant and prepared – the cost of a major influenza outbreak will far outweigh the price of prevention.”*

En in 2015 gaf Bill Gates al een TED talk met de titel “The next Outbreak? We’re not ready.”

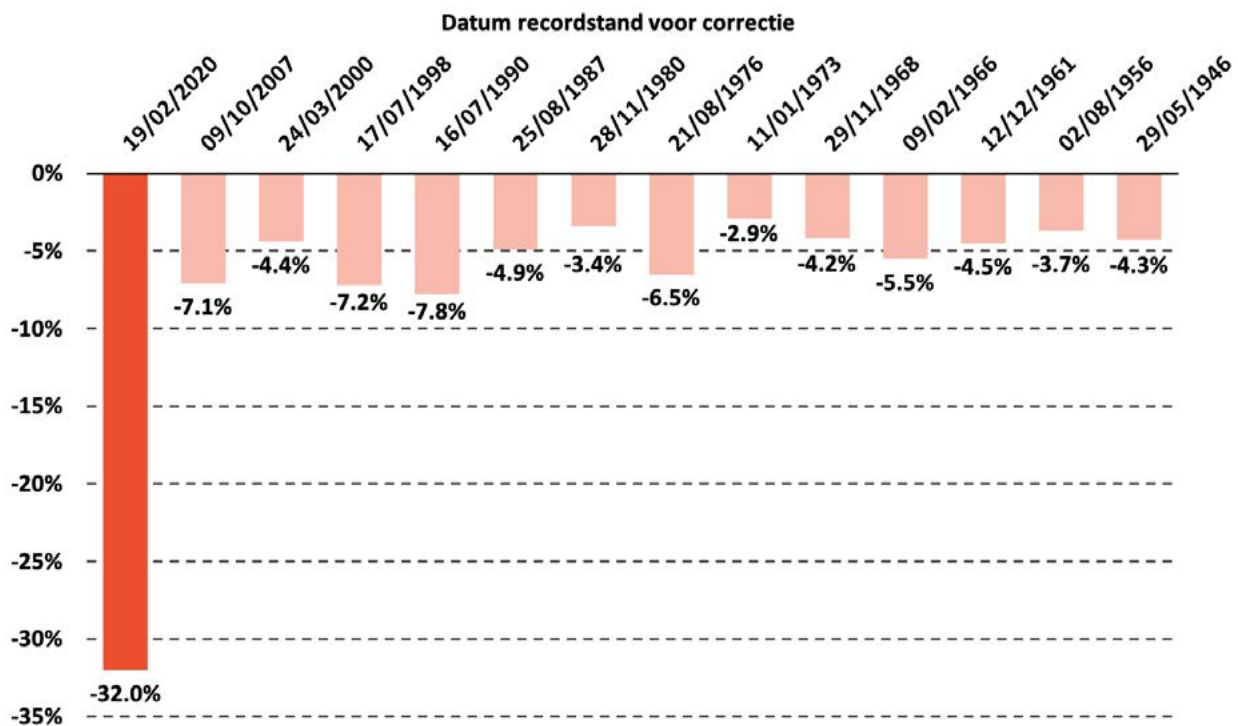


Risico is het grootst als we onvoorbereid zijn.

Het is een goed idee om ons te beschermen tegen risico's waarvan we ons bewust zijn. Zoals het dragen van een helm op de motor. Maar het zijn de risico's die we niet zien, waar niemand over spreekt en die niet in de krant staan, die ons flink kunnen raken.

En we waren zeker niet voorbereid op een pandemie. Kijk maar eens hoe snel de Amerikaanse S&P 500 index daalde. In slechts 22 dagen tijd daalde de index met 32 procent. Geen enkele na-oorlogse bear market [\[ii\]](#) kwam in de buurt van de snelheid waarmee de index dit keer instortte.

% DALING VANAF DE TOP VAN DE S&P 500 NA 22 DAGEN



De geschiedenis kenmerkt zich door een aaneenschakeling van verrassende gebeurtenissen. Die door niemand voorspeld waren. En daarom is het zo moeilijk om van die geschiedenis te leren. Psycholoog Daniel Kahneman zei het zo:

“Whenever we are surprised by something, even if we admit that we made a mistake, we say, ‘Oh I’ll never make that mistake again.’ But, in fact, what

you should learn when you make a mistake because you did not anticipate something is that the world is difficult to anticipate. That’s the correct lesson to learn from surprises: that the world is surprising.”

Wij willen zo graag dezelfde fout niet nog eens maken. Maar dat werkt niet altijd in de financiële markten.



In de negentiger jaren waren beleggers zo druk met het voorspellen van de volgende crash van 1987 dat ze de internetzeepbel negeerden.

Na de internetzeepbel zeiden ze tegen elkaar: "daar trappen we niet nog een keer in." En besteedden we geen aandacht aan de huizenzeepbel in de Verenigde Staten en de wanorde op de balansen van de banken.

En de afgelopen tien jaar zorgden we ervoor dat de banken zich goed gedroegen en negeerden we het coronavirus. Dat was immers een 'Chinees probleem' en een 'gewoon' griepje.

Economieën en beurzen werken niet met voorspelbare patronen. Financiële markten zijn complex en passen zich continu aan. Dus wat ons gisteren pijn deed, is waarschijnlijk niet wat ons morgen pijn zal doen. Daarom kunnen we ons leven lang leren van de geschiedenis, zonder dat die lessen tot betere resultaten leiden.

Het coronavirus en de pogingen om het virus onder controle te krijgen hebben geleid tot grote schade aan de economie en de financiële markten. Hieronder treft u een overzicht aan:

" PROGRESS HAPPENS TOO SLOWLY FOR PEOPLE TO NOTICE; SETBACKS HAPPEN TOO FAST FOR PEOPLE TO IGNORE. "

Aandelen	Q1 2020	Vanaf 19 Feb
MSCI Wereld	-19,6%	-24,7%
Eurostoxx 50	-25,3%	-27,8%
S&P 500	-19,6%	-23,5%
Nikkei 225	-19,3%	-18,4%
Shanghai Composite	-9,8%	-7,6%
MSCI Emerging Markets	-23,6%	-22,9%
Obligaties		
Citigroup EuroBIG Index	-1,2%	-3,2%
Overheidsobligaties	0,2%	-2,2%
Bedrijfsobligaties	-6,2%	-7,4%
Inflatie-linked obligaties	-3,5%	-7,8%
Alternatieven		
Vastgoed (aandelen)	-23,1%	-26,3%
Grondstoffen	-42,3%	-37,3%
Emerging Market Debt	-13,0%	-15,2%
High Yield Debt	-15,1%	-16,1%



De coronacrisis heeft voor vijf schokgolven gezorgd.

Een wereldwijde **uitval van de vraag**. Omdat we met z'n allen binnen zitten, kopen we alleen nog maar de meest noodzakelijke levensbehoeften.

Een wereldwijde **uitval van het aanbod**. 'Social distancing' zorgt voor het stilvallen van de productie van veel goederen en diensten.

Een **negatieve 'wealth' schok**. Vanwege de forse daling van de wereldwijde beurzen, voelen mensen zich minder rijk en houden ze de hand op de knip.

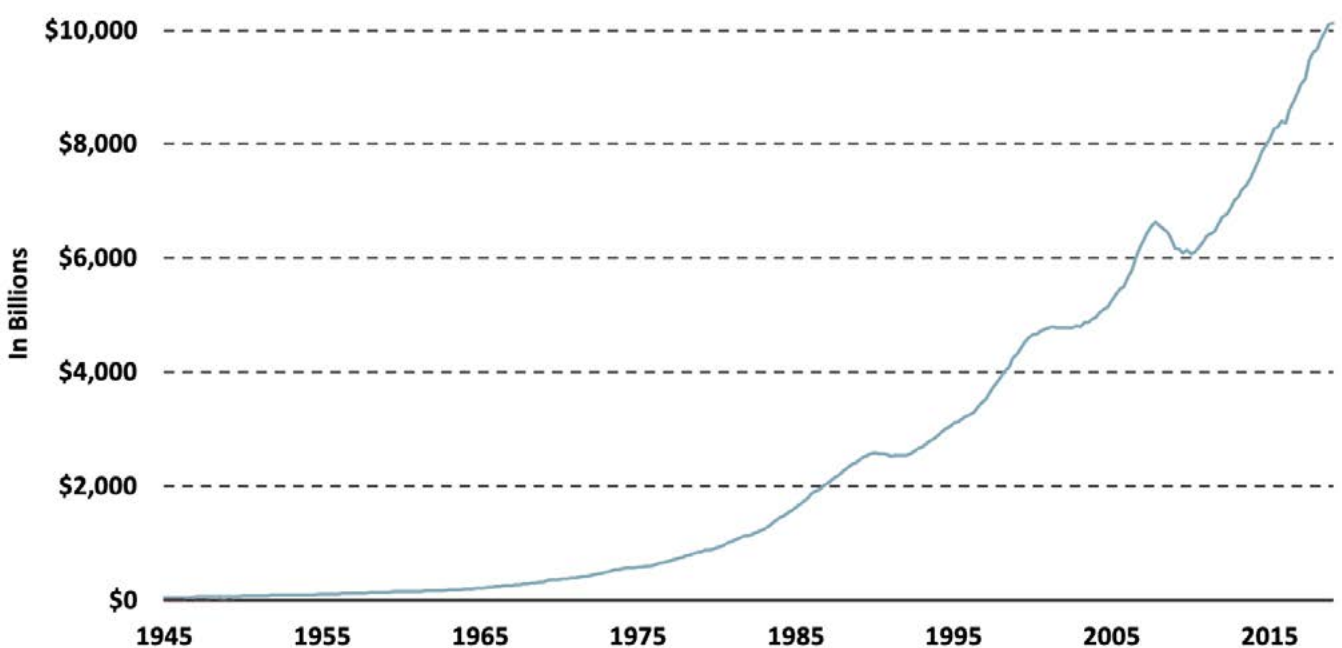
Een **olieschok**. De crash in de prijs van olie als gevolg van het conflict tussen Saoedi-Arabië en Rusland, zorgt voor veel problemen bij olieproducenten. Met

name die in de Verenigde Staten. En zelfs als dit conflict wordt opgelost, lost dit de problemen niet op. Want de opslagruimte voor olie raakt op.

Een **kredietschok**. Veel bedrijven krijgen problemen met het aflossen of doorrollen van hun schulden. Als ze failliet gaan, kan dit voor een deflatoire schokgolf zorgen. Want de schuld van de een is het bezit van een ander.

Met name in de Verenigde Staten zijn de schulden van het bedrijfsleven hoog. De rente was immers laag en sommige bedrijven financierden de inkoop van de eigen aandelen daarom met de uitgifte van obligatieleningen. In de VS bedragen de schulden van het bedrijfsleven inmiddels tien biljoen dollar. Dat is ongeveer 45 procent van de omvang van de Amerikaanse economie.

C O R P O R A T E D E B T U N I T E D S T A T E S



Bron: fred.stlouisfed.org



Om de verspreiding van het virus te vertragen, heeft de overheid besloten om een groot deel van de economie plat te leggen.

En dat is een probleem.

Veel bedrijven hebben nu geen omzet, maar wel kosten. Ze moeten hun personeel doorbetalen, de huur betalen en hun leningen aflossen. En als die lockdown te lang duurt gaat uiteindelijk ook het eigen vermogen eraan.

Geen enkel bedrijf overleeft een langere periode van nul omzet.

En faillissementen tasten uiteindelijk de herstelkracht van de economie aan. Want het kost tijd om nieuwe bedrijven op te richten en mensen aan te nemen.

De economie heeft dus geld nodig om lockdown te overleven. En snel ook!

Hoe hebben de monetaire en fiscale instanties gereageerd?

De Centrale Banken hebben twee belangrijke acties ondernomen:

Ten eerste schroeven de Centrale Banken hun opkoopprogramma's op. Zij kopen massaal staatsleningen en kwalitatief goede bedrijfsleningen op. De ECB besteedt hier maar liefst 870 miljard euro aan. Zo voorkomen zij dat de rentes oplopen en dat de markten voor obligaties **illiquide** worden.

Het effect van het opkoopprogramma is al goed te zien op de balans van de Amerikaanse Centrale Bank (FED).

F E D B A L A N C E S H E E T



Ten tweede willen de Centrale Banken de solvabiliteit van de commerciële banken beschermen. Want zowel de bezittingen als de winsten van de banken komen onder zware druk te staan. De banken krijgen niet alleen te lijden onder faillissementen, maar de Centrale Bank verwacht ook dat ze hun klanten een moratorium verlenen op het aflossen van schulden en het betalen van rente.

De ECB leent daarom ongeveer 2,3 biljoen euro aan de banken van de Eurozone.

Deze initiatieven van de Centrale Bank zorgen ervoor dat de financiële markten goed blijven functioneren.

De overheden hebben ook actie ondernomen:

Zij trekken heel veel geld uit om ondernemers die

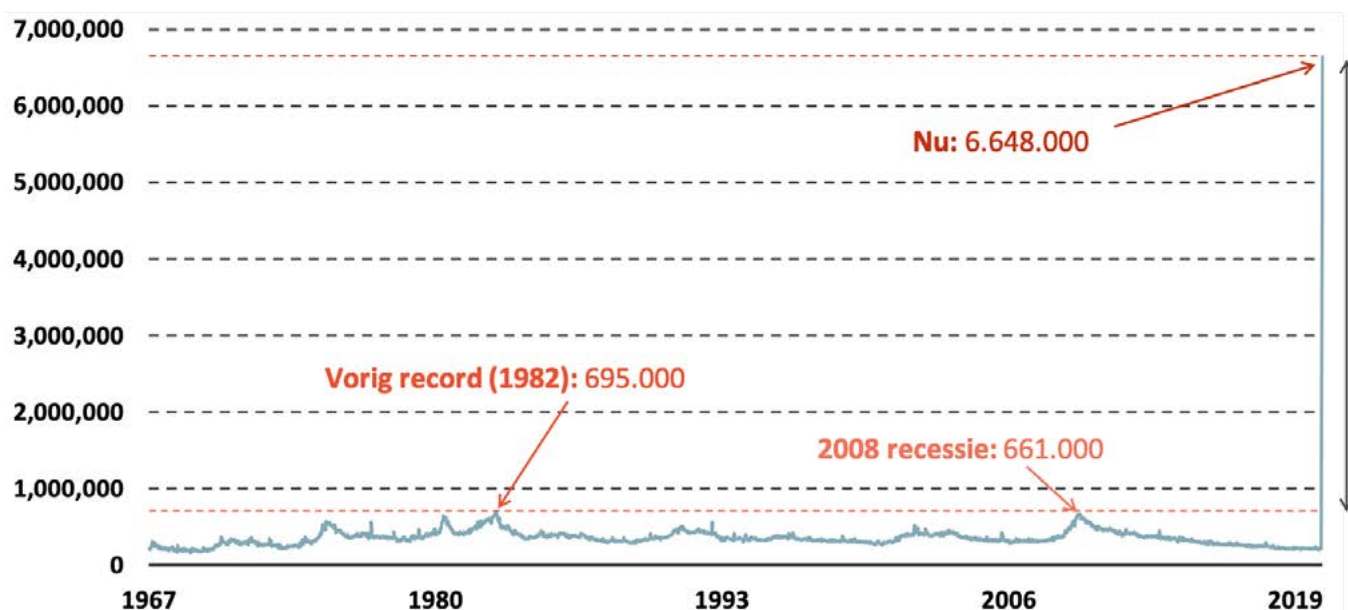
gedwongen zijn om hun zaak te sluiten te ondersteunen. Zodat ze hun werknemers niet hoeven te ontslaan en de huur kunnen betalen. Bovendien verleent de overheid uitstel van het betalen van belastingen.

De Verenigde Staten trekt hier maar liefst twee biljoen dollar voor uit.

Hoe zal het economisch herstel er uit zien?

De wereldeconomie is in een recessie beland. Zo veel is wel duidelijk. De ongekende stijging van de aanvragen voor een werkloosheidsuitkering in de Verenigde Staten geven de ernst van de situatie weer.

INITIAL UNEMPLOYMENT INSURANCE CLAIMS



Deze explosie wijst op een stijging van het werkloosheidspercentage van drie en een half procent naar tien procent... In één maand tijd!

Wanneer treedt het herstel in en hoe gaat dat herstel eruit zien?

Krijgen we een V-vormig herstel? Hmm... dat lijkt op dit moment onwaarschijnlijk. Want een shutdown van 70 procent van de economie, die we onszelf hebben opgelegd, hebben we nog nooit eerder uitgeprobeerd. Dit is een experiment waarvan we de gevolgen nog niet kunnen overzien. En die gevolgen zijn aanzienlijk: economisch, financieel, sociaal, politiek en misschien ook wel juridisch.

Het gevolg is dat we mensen vertellen dat ze niet mogen werken, bedrijven platleggen, verhuurders opdracht geven om hun huren voorlopig niet te innen en banken vragen om aflossingen en rentebetalingen op te schorten.

Dit heeft consequenties. Want de lening van de een is het bezit van een ander en de kosten van de een zijn de cash flow van een ander.

Bovendien weten we nog helemaal niet wanneer we van het coronavirus af zijn. Een vaccin kan nog wel eens 12 tot 18 maanden op zich laten wachten. Al doet [Bill Gates](#) zijn best om het proces te versnellen.

Dus we zullen voorlopig nog wel te maken krijgen met bepaalde vormen van social distancing.

En dat bevordert het herstel van de economie niet.

Heeft IBS een alles-veilig indicator?

Was de wereld maar zo eenvoudig...

Niemand kan de bodem van de beurs of het einde van de recessie voorspellen. Daarom hebben wij een Tactisch Asset Allocatie (TAA) model. Dit model is opgebouwd uit een viertal objectieve indicatoren die een hoge correlatie hebben met het absolute rendement op aandelen.

Er is echter één indicator waar onze speciale aandacht naar uitgaat: **Credit Spreads**.

Een credit spread is niets anders dan een risico-opslag die bedrijven moeten betalen als ze een obligatie uitgeven. Die risico-opslag is het verschil tussen de rente die een bedrijf moet betalen op een obligatie en de rente die de overheid moet betalen.

En die credit spreads zijn niet stabiel. Ze fluctueren over tijd. Als de economie groeit krimpen ze. Hierdoor is het voor bedrijven makkelijk om aan kapitaal te komen.



In een recessie of een crisis blazen de credit spreads op. Een teken dat het moeilijk is voor het bedrijfsleven om aan kapitaal te komen. En dat is nu het geval.

Als de credit spreads weer krimpen, is dat voor IBS een belangrijk signaal dat de economische omstandigheden normaliseren.

En dus een aanleiding om meer risico toe te voegen aan de portefeuille.

Op dit moment zijn de credit spreads iets afgenomen:

CREDIT SPREADS BBB VERENIGDE STATEN



Euforie zaait paniek. Paniek doet hetzelfde in omgekeerde richting.

Niets ontkomt aan de derde wet van Newton:

$$actie = -/- reactie$$

Met andere woorden, elke kracht lokt een even-grote reactie uit in de tegenovergestelde richting. Euforie maakt beleggers zelfgenoegzaam, aandelen duur en bedrijven kwetsbaar. Pas als we terugkijken, realiseren we dat die krachten ons langzaam tegenwerkten.

Hetzelfde gebeurt na een crash. Beleggers zijn zich beter bewust van de risico's die ze nemen en bedrijven zoeken naar manieren om productiever te worden. En aandelen zijn goedkoper waardoor ze in de toekomst een hoger verwacht rendement hebben.

De situatie kan zeker nog verslechteren. Maar elke stap naar beneden resulteert in een hoger verwacht rendement. Kijk maar eens mee.



TOEKOMSTIG RENDEMENT NA DE GROOTSTE CORRECTIE

Top	Bodem	Correctie	Stijging na 5 jaar	Jaarlijks rendement
September 1929	Juni 1932	-86,2%	344,8%	34,8%
September 1932	Februari 1933	-40,6%	154,6%	20,6%
Juli 1933	Oktober 1933	-29,8%	87,3%	13,4%
Februari 1934	Maart 1935	-31,8%	84,9%	13,1%
Maart 1937	Maart 1938	-54,5%	84,5%	13,0%
Oktober 1939	Juni 1940	-31,9%	118,8%	17,0%
November 1940	April 1942	-34,5%	144,9%	19,6%
November 1968	Mei 1970	-36,1%	42,2%	7,3%
Januari 1973	Oktober 1974	-48,2%	117,5%	16,8%
Augustus 1987	December 1987	-33,5%	121,7%	17,3%
Maart 2000	Oktober 2002	-49,1%	105,1%	15,4%
Oktober 2007	Maart 2009	-53,8%	181,6%	23,0%

In een tijd als deze is het onmogelijk om al het nieuws bij te houden. Daarvoor gaat het te snel. In plaats daarvan kunnen we ons maar beter richten op de dingen waarvan we weten dat ze altijd waar zijn:

Laat me er twee noemen.

Noodzaak is de moeder van de uitvinding. Kapitalisme werkt omdat winst een motief is om beter te worden. Als dat motief overleven wordt, gaat deze kracht in de vijfde versnelling.

Lees maar eens wat geschiedkundige Frederick Lewis Allen schreef over de wetenschappelijke vooruitgang na de Tweede Wereldoorlog:

What the government was constantly saying during the war was, in effect: "Is this discovery or that one of any possible war-value? If so, then develop it and put it to use, and damn the expense!"

Is het mogelijk dat de uitbraak en de gevolgen van het coronavirus dezelfde impact hebben op de medische innovatie?

Onze angst voor pijn is stressvoller dan de pijn zelf.

We vinden het makkelijker om te veronderstellen dat iets gebeurt dan de kans uit te rekenen dat het ook daadwerkelijk gebeurt. We overschatten de kans om de staatsloterij te winnen net zo makkelijk als de kans om doodgebeten te worden door een haai.

De angst voor pijn is vervelend omdat het mensen zich meer zorgen laat maken dan achteraf nodig was. Over een tijdje zullen we ons dat realiseren.

In de tussentijd is het begrijpelijk dat we ons op dit moment zorgen maken en tegelijkertijd optimistisch zijn over de toekomst.



Onze positionering

Wij zijn **onderwogen** in aandelen.

Waarom?

In een crisis vinden wij het belangrijk om het vermogen van onze cliënten zoveel mogelijk te beschermen. Deze coronacrisis is geen uitzondering. Want:

1. We weten nog niet hoe het virus zich in de nabije toekomst gaat gedragen en hoe lang de wereldwijde lockdowns zullen duren.
2. Wij weten niet hoeveel schade de wereldwijde economieën zullen lijden. Want we hebben nog nooit eerder geëxperimenteerd met het vrijwillig stilleggen van een groot deel van de economie.
3. Wij weten daarom ook niet wat de schade zal zijn voor de individuele beursgenoteerde ondernemingen.

Wij beleggen in **duurzame** en **kwalitatief** goede ondernemingen: ondernemingen met een sterke competitieve positie.

Deze ondernemingen zijn in staat om op de lange termijn waarde te creëren en hebben onder meer de volgende kenmerken:

- Een competitief voordeel.
- Een hoog rendement op het geïnvesteerde kapitaal en een hoge cashflow conversie.
- Een aantrekkelijk lange termijn groeipotentieel in de eindmarkt. En die groei moet winstgevend zijn.
- Managers die blijven investeren in de competitieve positie van de onderneming. En gelijke belangen hebben met die van de aandeelhouders en de andere stakeholders.
- Een solide balans: weinig tot geen schuld en een positieve cash balans.

Wij stellen ons op als lange-termijn-aandeelhouders. En streven naar een lage turnover in de portefeuille.

Wij zijn **overwogen** in obligaties.

Wij hebben de opbrengst van de verkochte aandelenpositie belegd in veilige staatsleningen. Daarmee hebben wij dan ruimte om op een later tijdstip weer aandelen bij te kopen.

Wij zijn **overwogen** in alternatieven.

Dit betekent voor ons op dit moment Amerikaanse staatsleningen. Dankzij die Treasuries heffen wij onze onderweging in dollars op. Bovendien trachten wij zelfs te profiteren van de sterke dollar en de mogelijke verdere daling van de Amerikaanse rente.

I. Corporate Socialism: The Government is Bailing Out Investors & Managers Not You, Nassim Taleb, Mar 26, 2020

II. Een bear market is een beursdaling van minimaal 20 procent



CONTACTGEGEVENS

Wilt u meer weten of proactief op de hoogte gehouden worden? Laat het ons gerust weten:



De Cuserstraat 87
1081 CN Amsterdam



+ 31 20 51 41 780



info@ibsca.nl



www.ibsca.nl

Op onze website publiceren wij regelmatig over onze strategie en onze kijk op de ontwikkelingen in de markt.

VOLG ONS



www.linkedin.com/company/ibs-capital-management



[@IBSAMsterdam](https://twitter.com/IBSAMsterdam)



Schrijf u in op onze nieuwsbrief IBS Updates

Deze uitgave en de daarin vermelde informatie is eigendom van IBS Asset Management BV, tenzij anders aangegeven. Alle informatie die door IBS Asset Management BV in deze uitgave wordt verstrekt, is voor algemene en niet gepersonaliseerde informatiedoeleinden, en kan niet worden gezien als een aanbod of een uitnodiging tot het afnemen van producten en/of diensten en kan ook niet worden beschouwd als enige vorm van financiële dienstverlening. De informatie is uitsluitend bedoeld voor Nederlands ingezetenen. Nederlands recht is van toepassing op deze uitgave. Niets uit deze uitgave mag zonder voorafgaande schriftelijke toestemming van IBS Asset Management BV openbaar worden gemaakt, gekopieerd of gepubliceerd. Verwijzingen naar deze uitgave dienen voorzien te zijn van een duidelijke bronvermelding.

© IBS Asset Management BV, 2020

