

GEOPOLITIEKE SCHOKKEN: EEN SCHERPER PERSPECTIEF OP 2020 IS NODIG!

Door Leonhardt van Efferink en Gerben Jorritsma

Eind vorig jaar werden beleggers wederom overstelt met voorbeschouwingen op de beleggingskansen en -risico's in 2020. Opvallend daarbij was dat in vrijwel alle gepresenteerde vooruitzichten geopolitieke onzekerheden, zoals de handelsoorlog tussen de VS en China, Brexit, spanningen in het Midden-Oosten en klimaatverandering, de boventoon voerden. Dit is opmerkelijk, omdat juist de geopolitiek veelal wordt afgedaan als onvoorspelbaar en concrete beleidsaanbevelingen meestal achterwege blijven.

Naar onze stellige overtuiging kunnen beleggers beter op geopolitieke schokken inspelen door hun perspectief aan te scherpen. Deze aanscherping bestaat uit een beter inzicht in (1) het verschil tussen informatie en interpretatie; (2) het concept 'geopolitieke schok' en (3) hoe het concept van geopolitieke frames het gangbare proces van scenario-analyse kan verrijken.

1. HET VERSCHIL TUSSEN INFORMATIE EN INTERPRETATIE

De Efficiënte Markthypothese (EMH) veronderstelt dat alle beschikbare en

relevante informatie door beleggers in de koersen van financiële activa is verwerkt en nieuwe informatie vrijwel direct leidt tot een aanpassing van de evenwichtsprijs. De EMH is gebaseerd op het idee van de 'homo economicus' die volledig rationeel handelt; een concept dat reeds lang stevig bekritiseerd wordt door gedragseconomen. Kahneman en Thaler betogen bijvoorbeeld dat emotionele gedragsvoorkeuren ten grondslag liggen aan niet-rationele beslissingen. Deze gedragsvoorkeuren resulteren in persistente afwijkingen van modelmatige rationele evenwichtsprijzen op financiële markten.

De EMH gaat voorbij aan een belangrijk aspect: hoe gebruiken beleggers informatie bij het nemen van beslissingen? Na een geopolitieke schok interpreteren beleggers informatie hierover op verschillende manieren. Ook als er brede marktconsensus over de impact van een geopolitieke schok lijkt te bestaan, zullen verschillende interpretaties blijven ontstaan. Naast kennis van relevante informatie is ook inzicht in de mogelijke interpretaties essentieel.

2. GEOPOLITIEKE SCHOKKEN EN FRAMING

Om de interpretaties van geopolitieke schokken te kunnen duiden, dienen we eerst het begrip 'geopolitiek' te definiëren. Saul Cohen ziet geopolitiek als de interactie tussen politieke en geografische processen. Voor dit artikel kiezen wij voor een licht aangepaste definitie van Yves Lacoste. Volgens ons omvat geopolitiek de rivaliteit tussen landen over de controle van bepaalde gebieden, de lokale bevolking en de natuurlijke grondstoffen aldaar. Heden ten dage maakt, wat ons betreft, de rivaliteit over controle van bepaalde markten (geo-economie) overduidelijk deel uit van geopolitiek. Aansluitend definiëren wij een geopolitieke schok als een gebeurtenis waarbij de spanningen oplopen tussen landen die eenzelfde gebied of markt willen controleren.



Foto: Koos Groenewold

Leonhardt van Efferink



Foto: Archief Gerben Jorritsma

Gerben Jorritsma

Daarnaast zien wij een geopolitiek frame als een bepaald perspectief op de rivaliteit tussen landen die controle over eenzelfde gebied of markt nastreven. Deze laatste definitie is deels gebaseerd op publicaties van framing experts, waarvan Robert Entman de bekendste is. Het is een waardevol concept om de impact van verschillende interpretaties van dezelfde informatie beter te kunnen inschatten. Framing is vooral bekend als middel waarmee je doelbewust een ander kunt beïnvloeden. Framing is echter een breder proces en onlosmakelijk verbonden met het menselijke brein. Op individueel niveau helpen frames ieder mens gedachten en uitingen over de wereld te ordenen. Persoonlijke identiteit, belangen en waarden dragen sterk bij aan de vorming van zulke frames. Op sociaal niveau kan framing worden gezien als een voortdurende 'strijd' over de vragen wat waar en normaal is.

3. GEOPOLITIEKE SCHOKKEN EN SCENARIO-ANALYSE

Scenario-analyse wordt in de beleggingspraktijk breed toegepast om de impact van extreme maar realistische gebeurtenissen op de waarde van beleggingsportefeuilles te meten. Het kent vele verschijningsvormen, met in de deterministische variant een analyse van een helder omschreven gebeurtenis en de verwachte bijbehorende gevolgen. Veelal beperken deze gevolgen zich tot twee macro-economische kernvariabelen: economische groei en inflatie. Het nadeel van deze beperking is dat een dergelijke macro-economische benadering veelal leidt tot generieke conclusies omtrent de (on)aantrekkelijkheid van diverse beleggingscategorieën, zoals aandelen, obligaties, onroerend goed, grondstoffen en valuta's. Dit verklaart ook grotendeels het achterwege blijven van concrete beleidsaanbevelingen in de 2020 Outlook.

Concrete uitkomsten zijn gebaseerd op 'de moeder' van de waardering van alle vermogenstitels: de netto-contante waarde van de bijbehorende toekomstige verwachte kasstromen. Het inschatten van de verandering in de toekomstige verwachte kasstromen (de teller van de

Figuur 1: Van geopolitieke schok naar beleggingsrendement



Bron: Van Efferink en Jorritsma, 2020; eigen visualisatie

contante waarde) en de bijbehorende disconteringsvoet (de rente in de noemer) biedt houvast voor een meer concrete benadering van geopolitieke schokken op basis van het concept geopolitieke frames.

Bij een geopolitieke schok zien we aanvankelijk een evenwichtssituatie op de financiële markten met min of meer stabiele geopolitieke risicopremies. Door een geopolitieke schok neemt evenwel de onzekerheid onder beleggers toe. Als gevolg hiervan verliezen de dominante geopolitieke frames hun overwicht. Nieuwe frames krijgen tijdelijk invloed op de beslissingen van beleggers, waardoor geopolitieke risicopremies volatiel worden, met uiteraard de mogelijkheid van zowel een stijgende als dalende risicopremie. Dit volatiele proces stopt op het moment dat een of enkele nieuwe dominante geopolitieke frames zich hebben ontwikkeld en een nieuw tijdelijk 'geopolitiek evenwicht' zich vestigt.

ONZE CONCLUSIE

In traditionele analyses van geopolitieke schokken wordt onvoldoende onderkend dat beleggers handelen op basis van interpretaties. Anders gesteld: beleggers kunnen de impact van nieuwe geopolitieke schokken op risicopremies beter inschatten door de analytische focus te verleggen van informatie naar interpretatie (zie Figuur 1).

Binnen de scenarioanalyse zijn de veranderingen van dominante geopolitieke frames momenteel de ontbrekende schakel. Drie vragen kunnen beleggers helpen deze schakel verder te specificeren:

1. Welke geopolitieke frames overheersen bij het bepalen van de eigen beleggingsstrategie en welke afwijkende geopolitieke frames beïnvloeden de strategieën van andere beleggers?
2. Welke geopolitieke frames krijgen of

behouden een dominante rol op financiële markten na een geopolitieke schok?

3. Wat is de invloed van de verandering van de dominante geopolitieke frames op de verwachte kasstromen van financiële activa, de geopolitieke risicopremie en bijbehorende waarderingen?

Ongetwijfeld zullen de door beleggingsstrategen en analisten gepresenteerde geopolitieke risico's in 2020 tot volatiliteit op de financiële markten leiden. Onze vurige wens daarbij is, dat een groter bewustzijn van geopolitieke frames bijdraagt aan meer concrete scenario-analyses door beleggers. «

Bronvermelding

- Cohen, S.B., *Geopolitics: The geography of international relations*, 2014.
- Entman, R. M., *Projections of power: Framing news, public opinion, and U.S. foreign policy*, 2004.
- Fama, Eugene F., *Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work*, *The Journal of Finance*, Vol. 25, No. 2, 1970.
- Kahneman D., J. Knetsch & R. Thaler, *Fairness and the assumptions of economics*, *Journal of Business* 59, 1986.
- Lacoste, Y., *Géopolitique: La longue histoire d'aujourd'hui*, 2012.
- Pan, Z. & G.M. Kosicki, *Framing as a strategic action in public deliberation*, in: S. D. Reese, O. J. Gandy & A. E. Grant (Eds.), *Framing public life: Perspectives on media and our understanding of the social world*, pp. 35-65, 2003.
- Thaler, Richard H., *The Winner's Curse: Paradoxes and Anomalies of Economic Life*, 1991.
- Van Efferink, L., *Geopolitics*, in: *Oxford Bibliographies*, doi: 10.1093/obo/9780199874002-0017, 2019

Dit artikel is geschreven door Leonhardt van Efferink, Trainer-Spreker bij Van Efferink Geopolitiek & Landenrisico, Docent aan Universiteit Maastricht, Hoofdredacteur ExploringGeopolitics en Gastdocent aan Nyenrode Business Universiteit en Gerben Jorritsma, Investment Consultant bij InvestmentEASE, Adviseur Risk & Investment Management voor pensioenfondsen bij IPFOS, Bestuurslid CFA Society VBA Netherlands en Docent Nyenrode Business Universiteit.