



# Markt: trends & thema's

Maart 2024

## VS: aftellen naar de presidentsverkiezingen

Met 'Super Tuesday' en andere voorverkiezingen grotendeels achter de rug, lijken de kaarten voor de Amerikaanse presidentsverkiezingen in november geschud. Dat wil zeggen: in ieder geval lijkt nu wel duidelijk welke kandidaten het dan tegen elkaar gaan opnemen. Maar is dat ook echt zo, en wat maakt het uit voor beleggers?

### 'Oh no, not again...'

Met de opgave van Nikki Haley in de Republikeinse 'primaries' lijkt het onvermijdelijke nog wat onvermijdelijker geworden, namelijk dat dezelfde twee oude heren die in 2020 opgingen voor het Amerikaanse presidentschap het ook nu weer tegen elkaar zullen opnemen. In 2017 was Donald Trump met zijn 70 jaar de oudste nieuw aantredende president. In 2021 werd dat record ruimschoots verbroken door Joe Biden, die op dat moment al 78 was. Het belangrijkste verschil met vier jaar geleden lijkt dat beide kandidaten nu nog eens vier jaar ouder zijn. Dit gegeven was voor tijdschrift 'the Economist' aanleiding uit te zoeken wie de grootste kans heeft om nog eens vier jaar als president te overleven. Kort gezegd was de conclusie dat beide kandidaten een kans van ongeveer 75% hebben om in 2029 levend het Witte Huis te verlaten. Een andere, maar misschien nog belangrijkere vraag is hoe zij er tegen die tijd aan toe zijn. Cognitieve competenties, zoals geheugencapaciteit, nemen op hoge leeftijd, zeg vanaf 70-75 jaar, in versneld tempo af. Dat was voor de Britse oud-minister van Buitenlandse Zaken (en neuroloog)



David Owen de belangrijkste reden om recent, eveneens in the Economist, te pleiten voor een leeftijdsgrens van 70 jaar voor aantredende presidenten, een regel die voor topmensen in het bedrijfsleven al vaak gehanteerd wordt. Amerikaanse kiezers lijken het van harte met het betoog van Owen eens te zijn. In een recente peiling gaf bijna 60% van de ondervraagden aan beide kandidaten te oud te vinden, en daarnaast nog eens 30% een van beide kandidaten (meest Biden).

Ook al zijn Trump en Biden nu vrijwel verzekerd van de kandidatuur voor hun respectievelijke partijen, en ook als we ervan uitgaan dat beide kandidaten in ieder geval tot de verkiezingsdatum van 5 november overeind blijven, dan nog zal de breed gedeelde onvrede onder Amerikanen over beide kandidaten voor aanhoudende onzekerheid over het verloop van de verkiezingen blijven zorgen. Die onvrede uitte zich tijdens de 'primaries' al in de aanzienlijke minderheid van ca. een kwart van de Republikeinen die Nikki Haley achter zich wist te krijgen, al was ze daarmee alsnog kansloos tegen Trump. Bij de Democraten moet Biden zich vooral zorgen maken over de 'blanco' stemmers, die op die manier hun onvrede uiten over Biden en/of zijn beleid en bijvoorbeeld in staten als Michigan, Minnesota en Hawaii 10-30% van de Democratische stemmen vertegenwoordigden.

### Ruimte voor 'een derde weg'?

De onvrede binnen beide partijen maakt de uitslag van de verkiezingen in november lastig te voorspellen, ook al omdat deze ruimte laat voor een mogelijke derde kandidaat die niet aan een van beide grote partijen is verbonden. De geschiedenis leert dat een onafhankelijke presidentskandidaat nooit een echte bedreiging heeft gevormd voor de gevestigde partijen. Toch kan een dergelijke kandidaat doorslaggevend zijn voor de uitslag, zelfs met maar een paar procent van de stemmen. Zo zal Al Gore, de Democratische presidentskandidaat in 2000, nog wel eens zweetend wakker worden bij de gedachte aan Ralph Nader. In 1992 wist Ross Perot bijna 20% van de stemmen naar zich toe te trekken, maar de deskundigen verschillen nog altijd van mening of dat George Bush sr. de verkiezingswinst heeft gekost tegen Bill Clinton.

Ook dit jaar hebben al diverse derde kandidaten zich gemeld. Zo doet bijvoorbeeld namens de Groenen Jill Stein weer mee, die in 2016 met haar paar procent van de stemmen Hillary Clinton uit het Witte Huis gehouden zou hebben. De grootste kanshebber om de 'Ross Perot' van 2024 te worden, lijkt echter Robert F. Kennedy junior. RFK jr. (inderdaad de zoon en de neef van) had zich eerst als Democratische kandidaat gemeld, maar lijkt nu als onafhankelijke kandidaat (en met een flink aantal bepaald niet conventionele opvattingen) populairder bij een deel van de Republikeinse kiezers.



### Verkiezingen 2024: opnieuw lang 'too close to call'?

De onvrede bij een groot deel van de Amerikaanse kiezers over zowel Trump als Biden en de mogelijke ruimte die daardoor is ontstaan voor een derde, onafhankelijke kandidaat, zouden niet zoveel uitmaken als de Republikeinse of de Democratische kandidaat nu al duidelijk voor zou liggen in de peilingen, maar dat is niet het geval. In de meeste peilingen van de afgelopen tijd heeft Trump een lichte voorsprong op Biden, maar de verschillen zijn zo klein, en de verkiezingen zijn nog zo ver weg, dat dat niet veel zegt over de uiteindelijke uitslag. Waarschijnlijk lukt het in ieder geval tot de partijconventies in de zomer (juli voor de Republikeinse en augustus voor de Democratische) geen van de kandidaten om een overtuigende voorsprong op te bouwen, maar nog waarschijnlijker is het dat (net als in 2020) tot de verkiezingsdag, of zelfs daarna, onduidelijk blijft wie de winnaar is.

Wat de uitslag extra onvoorspelbaar maakt, is dat niet de kandidaat met de meeste stemmen (de winnaar van de 'popular vote') president wordt, maar de kandidaat met de meeste kiesmannen achter zich. Daardoor is de uitslag in maar een handvol staten waarschijnlijk doorslaggevend. In 2020 waren Georgia en Arizona de staten die het langst 'too close to call' bleven. Ook in 2024 staan die weer in het korte lijstje 'swing states', maar dit keer zouden vooral enkele staten in het midwesten (met name Wisconsin, Pennsylvania en Michigan) wel eens doorslaggevend kunnen blijken.



## Trump of Biden: wat maakt het uit voor beleggers?

Ervan uitgaande dat de strijd tussen Trump en Biden zal (blijven) gaan, is voor beleggers uiteindelijk vooral de vraag of het veel uitmaakt wie van beide president wordt. Voor een antwoord op die vraag is het in ieder geval een voordeel dat beide kandidaten bepaald geen onbekenden zijn. Sterker nog, het is voor het eerst sinds 1912 dat een zittende én een voormalige president het tegen elkaar opnemen (overigens won toen geen van beide, en ging Woodrow Wilson er namens de Democraten met de winst vandoor). Er valt dus al wel een en ander af te leiden uit hun beider eerste termijnen als president. Een nadeel is dat in ieder geval van de Republikeinse kandidaat nog geen samenhangend economisch plan voor een eventuele nieuwe regeringstermijn bekend is. Van de Democratische kandidaat zijn de plannen tot nu toe beperkt gebleven tot diens begrotingsvoorstel voor 2025, dat hij al eerder had samengevat in enkele 'one-liners' in zijn recente 'State of the Union'-toespraak.

In zijn 'State of the Union' manifesteerde Biden zich op economisch gebied als een typische 'tax-and-spend'-Democraat, met hogere uitgaven, vooral aan sociale zekerheid, te financieren met hogere belastingen voor bedrijven en de 'ultra-rijken'. Voor de Republikein Trump lijkt, mede gebaseerd op de ervaring uit zijn eerste termijn, de economische focus juist meer te liggen op lagere belastingen, deregulering en een kleinere overheid. Wat dat betreft lijkt er voor Amerikanen echt wat te kiezen, maar de realiteit is dat voor beide kandidaten de ruimte om een stimulerend begrotingsbeleid te voeren hoe dan ook beperkt is. De realiteit is namelijk ook dat onder zowel Trump als Biden het Amerikaanse begrotingstekort is opgelopen. In de periode van begin 2017 tot het begin van de coronapandemie in het voorjaar van 2020

liep het begrotingstekort in de VS op van 3% van het BBP tot ca. 5%, vooral dankzij de belastingverlagingen van president Trump. Vervolgens liep het begrotingstekort in een jaar tijd volledig uit de hand, tot ruim 18% van het BBP, maar dat was grotendeels toe te schrijven aan maatregelen om de coronacrisis het hoofd te bieden. Met het wegebben van de gevolgen van de coronapandemie, is het begrotingstekort in de eerste anderhalf jaar van Biden's regeringstermijn weer 'genormaliseerd' tot ca. 4% van BBP. Vervolgens is het begrotingstekort de afgelopen anderhalf jaar toch weer opgelopen, van 4% in juni 2022 tot 6,5% van BBP per ultimo 2023. Dit kan in ieder geval ten dele op het conto van actief begrotingsbeleid van de regering-Biden worden geschreven, en dan met name de grootschalige (infrastructuur-) investeringen in het kader van de 'Inflation Reduction Act', wat toch wel een enigszins misplaatste benaming lijkt voor wat vooral een pakket fiscaal verruimende maatregelen was.

Al met al hebben de oplopende begrotingstekorten onder zowel Trump als Biden eraan bijgedragen dat de Amerikaanse overheidsschuld nu ruim 120% van het BBP bedraagt. Voor het uitbreken van de kredietcrisis in 2008 lag dit percentage nog op ca. 65% van het BBP. Zeker met de hogere renteniveaus van de afgelopen tijd zal het in de toekomst voor de VS steeds lastiger worden aan de betalingsverplichtingen op de overheidsschuld te voldoen. Wie op 20 januari 2025 ook het Witte Huis betreedt, ontkomt er dan ook bijna niet aan een aanzienlijk minder ruimhartig begrotingsbeleid te voeren dan zowel Trump als Biden in hun eerste termijn, tenzij diegene de optimistische redenering van president Reagan durft te volgen dat 'het begrotingstekort nu groot genoeg is om voor zichzelf te zorgen'. Reagan ging ervan uit dat de overheidsschuld min of meer vanzelf wel zou 'weginfleren', bijvoor-

beeld dankzij aanhoudend hoge economische groei en/of inflatie. Daarbij moet wel worden opgemerkt dat Reagan in 1981 een aanzienlijk betere startpositie had dan de presidentskandidaten van nu, met een overheidsschuld van 40% van het BBP (die wel was opgelopen tot 60% toen hij het Witte Huis in 1989 verliet).

### **Trend naar 'deglobalisering' zal niet snel verdwijnen**

Een ander onderwerp met economische raakvlakken, dat voor beleggers potentieel relevant is en waarop Trump en Biden zich proberen te onderscheiden, is 'deglobalisering', en dan meer concreet vooral de verhoudingen met China. In feite geldt hiervoor een enigszins vergelijkbaar verhaal als bij het begrotingsbeleid: op basis van de ervaringen van hun respectievelijke regeringstermijnen zijn de verschillen tussen beide kandidaten minder groot dan ze op het eerste gezicht lijken. Trump's 'America First'-beleid, en meer specifiek zijn anti-China retoriek, heeft er naar alle waarschijnlijkheid mede voor gezorgd dat de bijdrage van de VS aan de wereldhandel vanaf de tweede helft van zijn regeringstermijn is afgenomen. Wanneer we de verstoringen van de coronapandemie op de wereldhandel in 2020 en 2021 buiten beschouwing laten, zien we echter dat ook tijdens de tweede helft van de regeringstermijn van Biden de internationale handel van en naar de VS is gekrompen.

Beide presidentskandidaten hebben er tot nu toe geen blijk van gegeven sterk van gedachten te zijn veranderd over de rol van de VS in de internationale handel. Biden heeft in zijn recente State of the Union en bij andere gelegenheden meermalen aangegeven dat 'Made in America' en 'Buy American' belangrijke hoekstenen van zijn economische beleid zijn en zullen

blijven. In een duidelijke poging hem rechts in te halen, heeft Trump aangekondigd een importheffing van 10% op alle ingevoerde goederen en diensten te willen invoeren. De vraag is hoe reëel dit voornemen is, maar de meeste economen zijn het er wel over eens dat dit ten koste zou gaan van economische groei en tot hogere inflatie (en rentes) zou leiden, met andere woorden: een 'stagflatie'-scenario dichterbij zou brengen.

### **Immigratie als verkiezingsthema**

Een derde onderwerp dat in de verkiezingsstrijd ongetwijfeld veel aandacht zal krijgen, is immigratie. De Amerikaanse economie heeft van oudsher veel te danken gehad aan instroom van immigranten, en ook in de afgelopen jaren hebben immigranten een wezenlijke bijdrage geleverd aan de sterke groei van de Amerikaanse economie. Sinds eind 2019 is het arbeidsaanbod in de VS met ca. 4% gestegen, wat grotendeels is toe te schrijven aan toegenomen immigratie. Dat heeft niet geleid tot problemen aan de vraagzijde van de Amerikaanse arbeidsmarkt, integendeel: wanneer we de corona-jaren 2020-2021 weer buiten beschouwing laten, is de werkloosheid in de VS ten opzichte van eind 2019 met 3,5-4% onveranderd laag gebleven.

Zowel Trump als Biden hebben aangegeven een rem te willen zetten op (vooral illegale) immigratie, maar ook hier gaat Trump met zijn voornemen illegale immigranten te zullen 'deporteren' een flinke stap verder dan Biden. Vanuit economisch perspectief lijkt dit in ieder geval geen bijzonder goed idee. Migranten zonder vaste verblijfsstatus maken naar schatting zo'n 5% van de Amerikaanse beroepsbevolking uit, en zeker bij de huidige krappe arbeidsmarkt kunnen die moeilijk gemist worden. Net als bij de voorgestelde importheffingen van Trump geldt dat immigratiebeperkende maatregelen



naar verwachting nadelig zullen uitpakken voor zowel economische groei (lager) als inflatie (hoger).

### **Trump of Biden: 'place your bets'?**

Op basis van de ervaringen van de afgelopen jaren en wat er tot nu toe bekend is over de plannen van de presidentskandidaten, lijken de verschillen in ieder geval vanuit economisch perspectief minder groot dan je op het eerste gezicht zou verwachten. Zoals ook op veel andere vlakken, lijkt Donald Trump op economisch gebied de meer uitgesproken, om niet te zeggen extreme kandidaat, maar hij heeft (nog) geen alomvattend economisch beleidsplan gepresenteerd. Dat maakt het voor beleggers lastig in te schatten hoe een eventuele tweede regeringstermijn van Trump zou uitpakken, hoewel datzelfde tot op zekere hoogte ook geldt voor Biden.

Hoe dan ook is het voor beleggers op dit moment lastig voor te sorteren op de verkiezingsuitslag in november. Op basis van recente opiniepeilingen lijkt de kansverdeling nog het meest op die aan de roulettetafel: bijna 50% kans op Biden danwel Trump, en een kleine kans op iemand anders. Daarbij moet worden opgemerkt dat ook als je nu wel zou weten wie de verkiezingen wint, niet gezegd is dat dat helpt bij het nemen van goede beleggingsbeslissingen. Zo was een van de veelgehoorde voorspellingen in 2020 dat een verkiezingsoverwinning van Biden gunstig zou zijn voor beleggingen in 'clean energy'. Dat heeft anders uitgepakt: wie na de verkiezingsoverwinning van Biden in een 'mandje' van 'clean energy'-aandelen had belegd, is sindsdien zo'n 40% van zijn of haar startkapitaal kwijt geraakt, terwijl de olieprijs in diezelfde periode bij benadering is verdubbeld.



## 2024 een herhaling van 2020, of van 2000...?

Om het voor beleggers nog wat onoverzichtelijker te maken: op 5 november wordt niet alleen een nieuwe president, maar ook een nieuw Huis van Afgevaardigden en een nieuwe Senaat gekozen. Op dit moment hebben de Republikeinen een kleine (en slinkende) meerderheid in het Huis van Afgevaardigden, en de Democraten een minimale meerderheid in de Senaat, maar volgens de huidige peilingen kan dat na 5 november ook zomaar andersom zijn. De kans op een 'divided government' lijkt op dit moment in ieder geval groter dan de kans op een 'unified government', waarin één partij de president levert én de meerderheid heeft in beide huizen van het Congres. Daarmee is het niet heel waarschijnlijk dat een van beide partijen een duidelijk stempel op het economische beleid kan drukken, zoals dat bijvoorbeeld tijdens de eerste twee regeringsjaren van zowel Trump als Biden wel het geval was. Een voordeel van een 'divided government' is dat de kans op extreme beleidsmaatregelen kleiner wordt, maar een nadeel is dat de kans op beleidsonzekerheid en bijvoorbeeld 'government shutdowns' toeneemt.

Al met al lijkt de uitgangspositie voor de verkiezingen van dit jaar in veel opzichten op die van 2020, en niet alleen omdat de beide leidende kandidaten nu net als toen Trump en Biden heten. In ieder geval voor aandelenbeleggers is dat misschien nog niet zo slecht: onder zowel Trump als Biden is de Amerikaanse beurs gemiddeld ruim 10% per jaar gestegen. Wanneer we echter ook de waardering van Amerikaanse aandelen meenemen in de vergelijking, is een ander verkiezingsjaar wellicht relevanter: 2000. Niet alleen was de verkiezingsstrijd toen minstens zo spannend als in 2020 (en naar verwachting 2024), maar Amerikaanse (tech-) aandelen waren toen ook duur,

om niet te zeggen overgewaardeerd. Voor beleggers pakte dat niet goed uit. Al vanaf het voorjaar van 2000 waren beurskoersen hoogst volatiel, maar vanaf het najaar van 2000 halveerde de S&P 500-index in twee jaar tijd bijna in waarde. In hoeverre dit de 'schuld' was van president George Bush jr., en of het anders was gelopen als het Hooggerechtshof niet hem maar Al Gore tot winnaar had uitgeroepen? Niet heel aannemelijk, zou onze inschatting zijn. Zo belangrijk is 'de machtigste persoon ter wereld' nou ook weer niet...



## Disclaimer

Dit document is samengesteld door ASR Vermogensbeheer N.V. (hierna a.s.r. vermogensbeheer). a.s.r. vermogensbeheer is een beheerder van Beleggingsfondsen en staat onder toezicht van de Autoriteit Financiële Markten ("AFM") te Amsterdam en beschikt over een vergunning voor het beheren van beleggingsinstellingen op grond van art. 2:65 Wft. Het is a.s.r. vermogensbeheer toegestaan om onder haar vergunning de volgende beleggingsdiensten te verlenen: het beheren van een individueel vermogen, het verstrekken van beleggingsadvies en het ontvangen en doorgeven van orders met betrekking tot financiële instrumenten. a.s.r. vermogensbeheer is opgenomen in het register als bedoeld in artikel 1:107 Wft.

De inhoud van dit document is gebaseerd op betrouwbaar geachte informatiebronnen. Er wordt echter geen garantie of verklaring gegeven omtrent de juistheid, volledigheid en actualiteit van die informatie, noch uitdrukkelijk, noch stilzwijgend. De verstrekte informatie is uitsluitend indicatief en aan verandering onderhevig. Prognoses vormen geen betrouwbare indicator voor toekomstige resultaten. Aan de inhoud van dit document, waaronder eventuele berekende waarden en weergegeven resultaten, kunnen geen rechten worden ontleend. De waarde van uw belegging kan fluctueren. In het verleden behaalde resultaten bieden geen garantie voor de toekomst.

Alle copyrights en overige informatie in dit document is eigendom van a.s.r. vermogensbeheer. De informatie is alleen bedoeld voor bepaalde (ontvangende) partijen en is vertrouwelijk. Dit document is niet bedoeld als beleggingsadvies, aangezien geen rekening wordt gehouden met de persoonlijke situatie van de klant en de presentatie ook niet is gericht op een individuele klant. De in/via dit document verstrekte informatie is bovendien geen aanbod of enigerlei financiële dienst.

De informatie is ook niet bedoeld om enig persoon of instantie aan te zetten tot het kopen of verkopen van enig financieel product, waaronder rechten van deelneming in een beleggingsfonds, of tot het afnemen van enige dienst van a.s.r. vermogensbeheer, noch is de informatie bedoeld als basis voor een beleggingsbeslissing.

Voor de toepasselijke voorwaarden en risico's van de in deze presentatie vermelde a.s.r. vermogensbeheer beleggingsfondsen wordt verwezen naar de prospectussen, fondsvoorwaarden en essentiële beleggersinformatie (EBI) van deze fondsen. Exemplaren hiervan en van de jaarverslagen zijn verkrijgbaar via [www.asrvermogensbeheer.nl](http://www.asrvermogensbeheer.nl), waar ook alle gegevens van a.s.r. vermogensbeheer kunnen worden geraadpleegd. De producten van a.s.r. vermogensbeheer zijn alleen bedoeld voor professionele beleggers.

---

## **a.s.r. vermogensbeheer**

Archimedeslaan 10

3584 BA Utrecht

[www.asrvermogensbeheer.nl](http://www.asrvermogensbeheer.nl)

ASR Vermogensbeheer N.V. - KvK 30227237 Utrecht