



# Markt: trends & thema's

Oktober 2024

## Trump of Harris: 'place your bets'?

Sinds de vorige keer dat we aandacht besteedden aan de Amerikaanse presidentsverkiezingen, afgelopen voorjaar, is de race om het Witte Huis danig opgeschud. Na een voor president Joe Biden desastreus verlopen verkiezingsdebat in juni en een mislukte aanslag op Donald Trump in juli, leek de Republikeinse kandidaat op een verkiezingsoverwinning in november af te stevenen. Dit beeld kantelde volledig toen de Democraten Biden als presidentskandidaat inruilden voor Kamala Harris, de huidige vice-president. Na een vlekkeloze Democratische partijconventie en een voor Harris gunstig verlopen debat met Trump, nam zij een duidelijke voorsprong in de peilingen. Deze voorsprong lijkt ze inmiddels echter weer grotendeels kwijt te zijn, zodat de verwachte uitslag op 5 november uiteindelijk toch weer net zo 'too close to call' blijft als een half jaar geleden. Ondertussen is wel meer duidelijk geworden wat beide presidentskandidaten voorstaan op economisch gebied, zodat dit een goed moment lijkt om te kijken wat een presidentschap van Harris of Trump voor de Amerikaanse economie, en daarmee ook voor beleggers, zou kunnen betekenen.



### **Van 'Reaganomics' naar 'Bidenomics' naar 'Trumponomics'**

Terwijl de uitslag van de presidentsverkiezingen nog onduidelijk blijft, is wel duidelijker geworden dat er in ieder geval op economisch gebied voor de Amerikanen echt iets te kiezen valt. In het geval van Donald Trump lijken zijn ideeën in een aantal opzichten niet echt veranderd ten opzichte van zijn eerste regeringstermijn. Die bouwden dan weer ten dele voort op 'Reaganomics', de dominante beleidslijn van Republikeinse presidenten sinds begin jaren '80 van de vorige eeuw, die zich vooral kenmerkt door een combinatie van lagere belastingen en deregulering. Waar Trump zich wel duidelijk onderscheidt van de gebruikelijke Republikeinse gedragslijn, is op het gebied van internationale handel. Terwijl de Republikeinen traditioneel staan voor vrijhandel, is Trump juist een voorstander van economisch protectionisme. Zoals op wel meer beleidsterreinen (bijvoorbeeld ook immigratie), laat hij zich daarover in de huidige campagne wel aanzienlijk extremer uit dan vier jaar en acht jaar geleden. Zo wil Trump op vrijwel alle invoer naar de VS nu importheffingen van 20% toepassen en op invoer vanuit China zelfs tarieven van 60%. Overigens is het niet zo dat protectionisme een onbekend fenomeen is voor de VS: in de 19e eeuw en de eerste helft van de 20e eeuw waren tarieven één van de pijlers waarop de Amerikaanse economie gebouwd werd.

Waar Trump zijn economische ideeën in ieder geval gedeeltelijk baseert op 'Reaganomics', bouwt Harris met haar plannen juist voort op het economische beleid van de huidige president Biden. Dit beleid, inmiddels ook wel 'Bidenomics' genoemd, lijkt dan weer in belangrijke geïnspireerd door de 'New Deal'-economie van Biden's verre voorganger Franklin D. Roosevelt. In de 'New Deal', in feite de dominante economische lijn in de VS van begin jaren '30 tot begin jaren '80 van de 20e eeuw, was een grote rol weggelegd voor de overheid in de economie: relatief zwaar gereguleerd, met hoge belastingen voor bedrijven en huishoudens met hogere inkomens, en lagere belastingen en subsidies voor de middenklasse en lagere inkomens.

### **De Amerikaanse schuldenlast: 'he who shall not be named'**

Met alle verschillen en overeenkomsten lijkt de grootste gemeenschappelijke noemer op economisch vlak toch wel dat de plannen van zowel Trump als Harris de Amerikaanse overheid meer geld gaan kosten dan dat ze opleveren. Met andere woorden: de begrotingstekorten (nu al 6-7% van BBP) zullen eerder gaan oplopen dan dat ze kleiner worden. Dit is vooral problematisch gezien de toch al zeer aanzienlijke staatsschuld, die nu tegen 100% van het Amerikaanse BBP bedraagt en bij ongewijzigd beleid over 10 jaar op 125% van BBP zou uitkomen, volgens berekeningen van het Congressional Budget Office. Met de plannen van Harris zou de Amerikaanse staatsschuld naar verwachting alleen maar verder oplopen, tot ca. 133% van BBP, en met de plannen van Trump zelfs tot 142% van BBP. Aangezien een relatief groot deel van de Amerikaanse overheidsbegroting opgaat aan min of meer vastliggende ('mandatory') uitgaven (met name aan sociale zekerheid, ouderenzorg, defensie en in toenemende mate ook rentebetalingen



op de staatsschuld), stevent de Amerikaanse overheid zonder scherpe bezuinigingen en/of structurele hervormingen op termijn af op een mogelijke schuldencrisis. Zonder ingrijpen dreigt in ieder geval het huidige stelsel van sociale zekerheid ('Social Security') en ouderenzorg ('Medicare/Medicaid') over 10-12 jaar failliet te gaan. Hiervoor hebben geen van beide kandidaten tijdens de campagne ook maar een begin van een oplossing aangedragen.

Terwijl zowel Trump als Harris de schuldenlast behandelen als de Lord Voldemort van de Amerikaanse economie, is deze voor beleggers wel degelijk relevant, zeker op langere termijn. Met de unieke positie van de VS (en de Amerikaanse dollar) in de wereldeconomie ligt een schuldencrisis zoals in Griekenland in de jaren '10 misschien niet direct in de lijn der verwachting, maar op termijn kan de verslechterende schuldpositie van de VS de aantrekkelijkheid van Amerikaanse staatsobligaties als 'safe haven' voor beleggers wel ondermijnen. Dit zal dan wellicht als eerste terug te zien zijn in hogere rentes op Amerikaanse staatsobligaties. Zeker met de economische plannen van Trump, maar in mindere mate ook met die van Harris, neemt daarbij het risico van een 'stagflatie'-scenario voor de Amerikaanse economie toe. Een dergelijk scenario is voor zowel Amerikaanse staatsobligaties als aandelen in principe ongunstig. Daarbij kunnen vooral de plannen van Trump voor lagere belastingen voor bedrijven op korte termijn nog wel als tegenwicht voor Amerikaanse aandelen dienen.



## **Een Democratische president lijkt beter voor beleggers, maar waarom?**

Naast de vraag of een presidentschap van Trump of Harris gunstiger of minder gunstig zou zijn voor beleggers, kan de vraag natuurlijk ook zijn of het in het algemeen veel uitmaakt of een Republikein of een Democraat president wordt. Het korte antwoord op die laatste vraag is ja, en anders dan de veelgehoorde opvatting dat Republikeinse presidenten meer 'pro-business' zijn, en dus ook wel beter voor de beurs zullen zijn, blijkt juist het tegenovergestelde waar. Al in 2003 bleek uit [onderzoek](#) naar Amerikaanse aandelenrendementen over de 75 voorafgaande jaren dat de Amerikaanse beurs onder Democratische presidenten significant beter heeft gepresteerd dan onder Republikeinse presidenten, met bijna 10%-punt rendementsverschil per jaar. Een meer [recente versie](#) van dit onderzoek komt tot een vergelijkbare conclusie, maar merkt daarbij wel op dat de verschillen in de laatste jaren kleiner zijn geworden. Dit wordt dan weer bevestigd wanneer we de rendementen op de S&P500-index onder Trump en Biden vergelijken. Het gemiddelde aandelenrendement op jaarbasis in de Trump-jaren bedroeg ca. 13%. Dat is zeer vergelijkbaar met de rendementen in de Biden-jaren, met daarbij natuurlijk wel als kanttekening dat Biden nog enkele maanden te gaan heeft als president.

Een goede verklaring voor de 'outperformance' van Democratische presidenten hadden de onderzoekers in 2003 nog niet, reden waarom zij hun artikel 'The Presidential Puzzle' noemden. In de jaren daarna hebben diverse onderzoekers zich over deze 'puzzel' gebogen. De tot nu toe meest aannemelijk verklaring, naar voren gebracht in een [onderzoek](#) uit 2017, lijkt dat de risicoperceptie van kiezers (en beleggers) een cruciale factor is. De theorie is dan dat wanneer de risicobereidheid laag is, zoals tijdens een economische crisis, kiezers geneigd zijn een Democratische president te kiezen, omdat ze daar meer 'sociale zekerheid' van verwachten. Deze 'risico-aversie' onder Democratische presidenten vertaalt zich in hogere 'risicopremies', en daarmee hogere rendementen, op aandelen.

## Economische groei, maar ook inflatie hoger onder Democratische presidenten

De gemiddeld hogere aandelenrendementen onder Democratische presidenten doen vermoeden dat het economisch gezien dan ook beter zou moeten gaan. Uit het al eerder genoemde onderzoek blijkt dat dat inderdaad het geval is: in de periode 1930-2015 bedroeg de economische groei onder Democratische presidenten gemiddeld 4,9% per jaar en onder Republikeinse presidenten 'maar' 1,7%, een statistisch significant verschil. Deze trend heeft zich de afgelopen jaren in ieder geval voortgezet. Tijdens het presidentschap van de Republikein Trump (2017-2020) bedroeg de gemiddelde economische groei 1,2% en onder de Democraat Biden tot nu toe (2021-2023) 3,5% per jaar. Overigens blijkt niet alleen de economische groei, maar ook de inflatie onder Democratische presidenten gemiddeld significant hoger uit te komen dan onder Republikeinse presidenten, en ook dat zien we terug in de Trump/Biden-jaren: onder Trump kwam de inflatie in de VS gemiddeld rond 2% uit, maar onder Biden tot nu toe op gemiddeld ruim 5% op jaarbasis.

Bij de cijfers over de jaren sinds 2017 moet natuurlijk wel worden opgemerkt dat die sterk beïnvloed worden door de coronapandemie. Deze brak uit in het laatste jaar van het presidentschap van Trump en veroorzaakte een recessie, die de gemiddelde economische groei onder Trump aanzienlijk omlaag trok. Het daaropvolgende sterke groeiherstel in 2021 viel in het eerste regeringsjaar van Biden, wat de gemiddelde groeicijfers onder zijn bewind aanmerkelijk ten goede kwam. Ook de 'inflatiegolf' van 2021-2023 lijkt in belangrijke mate toe te schrijven aan de coronapandemie, en daarnaast ten dele ook aan de gevolgen van de Russische inval van Oekraïne in 2022 (met name voor energieprijzen).





### Goed draaiende economie pleit voor Harris...

Deze kanttekeningen illustreren ook wel de beperkingen van de genoemde onderzoeken op basis van historische statistieken. Het is opvallend dat veel wisselingen van de presidentiële wacht samenvallen met economische en/of financiële crises: de coronapandemie in 2020, de kredietcrisis in 2008 en het klappen van de 'dotcom'-bubbel in 2000, om maar een paar voorbeelden te noemen. De vraag is wel in hoeverre die crises zijn toe te schrijven aan de dan zittende presidenten, of dat het meer een geval is van 'time and chance happen to all'. Of, zoals de Britse premier Harold Macmillan gezegd zou hebben toen hem gevraagd werd wat hem als premier het meest bezig hield: 'events, dear boy, events'.

Een andere interessante vraag is in hoeverre de eerder genoemde hypothese dat 'risicoperceptie' onder kiezers bepalend is voor de uitslag van de presidentsverkiezingen voorspellende waarde heeft voor de verkiezingsuitslag van dit jaar. De Amerikaanse economie draait op dit moment nog altijd bovengemiddeld goed, de werkloosheid blijft historisch laag en de aandelenbeurs bereikt bijna dagelijks nieuwe recordniveaus. Dit duidt op een hoge risicobereidheid onder kiezers, en dat zou volgens de theorie de Republikeinse kandidaat in de kaart moeten spelen. Daar staat dan wel weer een andere 'beurswijsheid' tegenover: wanneer aandelenkoersen op de Amerikaanse beurs stijgen in de drie maanden voorafgaand aan de presidentsverkiezingen, is dit gunstig voor de partij van de zittende president, en omgekeerd. Aangezien de beurs het over het afgelopen kwartaal goed heeft gedaan, zou dit juist eerder pleiten voor de Democratische kandidaat.

### ... maar inflatiespook speelt Trump in de kaart

Ook bij de laatstgenoemde 'drie maanden'-beursindicator past wel weer een kanttekening. De enige keer dat deze niet heeft gewerkt in de afgelopen 50 jaar, was in 1980. Toen stegen aandelenkoersen in de aanloop naar de presidentsverkiezingen, maar verloor de zittende (en onlangs 100 jaar geworden) president Jimmy Carter toch de verkiezingen. Amerikaanse kiezers waren toen murw geslagen door torenhoge inflatie in de voorafgaande jaren, en beantwoordden de vraag van de Republikeinse presidentskandidaat Ronald Reagan "Are you better off today than you were four years ago?" dan ook in meerderheid met nee. Ook nu lijkt de hoge inflatie van de afgelopen jaren een factor van belang voor veel kiezers, wat potentieel in het nadeel is van Harris. Zij kan er wel op wijzen dat de inflatie in de VS inmiddels alweer is terugggevallen richting 2% en bovendien dat de lonen harder stijgen dan de prijzen, maar het is de vraag of dit ook de beleving is van de kiezers.

Al met al lijkt het er sterk op dat het tot 5 november onduidelijk blijft wie de nieuwe Amerikaanse president wordt, of zelfs nog dagen (zoals in 2020) of weken (zoals in 2000) daarna. Wat de vraag hoe de politieke verhoudingen in de VS na de verkiezingen komen te liggen, nog lastiger te beantwoorden maakt, is dat op 5 november niet alleen een nieuwe president, maar ook een nieuw Huis van Afgevaardigden en een nieuwe Senaat worden 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 daarbij wel iets groter dan de kans op een

'unified government', waarin één partij de president levert én de meerderheid heeft in beide huizen van het Congres. Een 'divided government' is zeker in de afgelopen decennia ook eerder regel dan uitzondering geweest, al beginnen nieuwe presidenten hun eerste termijn vaak wel met een 'unified government'. Dit gold niet alleen voor Joe Biden in 2021, maar ook voor Donald Trump in 2017, Barack Obama in 2009 en Bill Clinton in 1993.

### **'Place your bets', of toch maar niet...?**

Waar Amerikaanse (aandelen-) beleggers statistisch gezien een voorkeur lijken te hebben voor een Democratische president, is de voorkeur voor een 'divided government' boven een 'unified government' nog veel duidelijker, althans op basis van historische data. De gedachte hierbij is waarschijnlijk dat het proces van 'checks and balances' bij verdeelde machtsverhoudingen ervoor zorgt dat al te extreme beleidsvoornemens niet in daden kunnen worden omgezet, of minder politiek correct gezegd: dat politici dan vooral bezig zijn elkaar lastig te vallen in plaats van het bedrijfsleven.

Naast een 'divided government' lijkt een presidentschap van Kamala Harris voor (aandelen-) beleggers op langere termijn wellicht aantrekkelijker (d.w.z. vooral minder risicovol) dan een hernieuwd presidentschap van Donald Trump, mede gezien de economische plannen van beide kandidaten (en de historische statistieken). Daar staat wel tegenover dat Amerikaanse bedrijven (en aandelenkoersen) bij een presidentschap van Trump op korte termijn mogelijk kunnen profiteren van zijn plannen voor lagere belastingen en minder regulering. Voor obligatiebeleggers vormt vooral de grote en (zowel onder Trump als Harris) oplopende Amerikaanse overheidsschuld een bedreiging, zeker op langere termijn. In de komende weken vormt

daarnaast vooral oplopende volatiliteit een risico, wanneer de verkiezingsuitslag lang onduidelijk zou blijven of, zoals in 2021, zelfs tot maatschappelijke onrust zouden leiden. Met alle onzekerheid lijkt er echter toch nog wel één zekerheid: op 20 januari 2025 zal de 47e president van de Verenigde Staten geïnaugureerd worden, zoals sinds 1789 46 (of eigenlijk 45) presidenten vóór hem of haar.



## 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.

---

## **α.s.r. vermogensbeheer**

Archimedeslaan 10

3584 BA Utrecht

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

ASR Vermogensbeheer N.V. - KvK 30227237 Utrecht