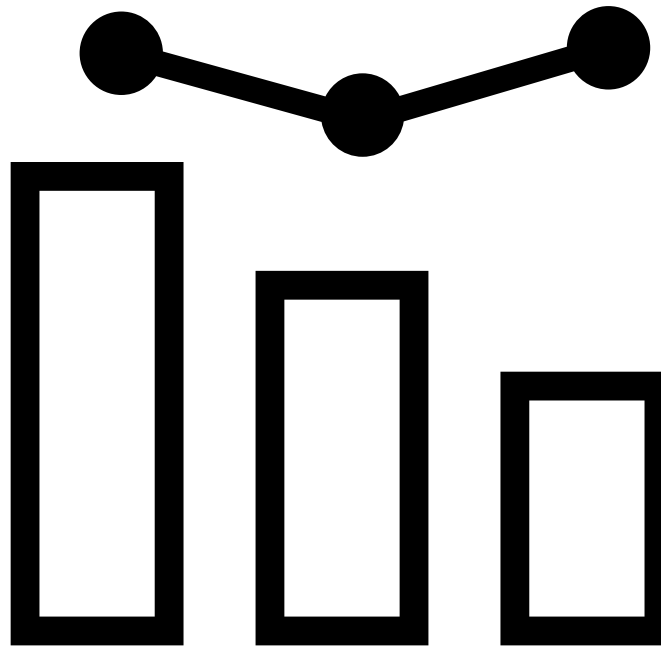




Markt: trends & thema's

Juni 2025

'Het einde van Amerika', of is het nog niet zover?

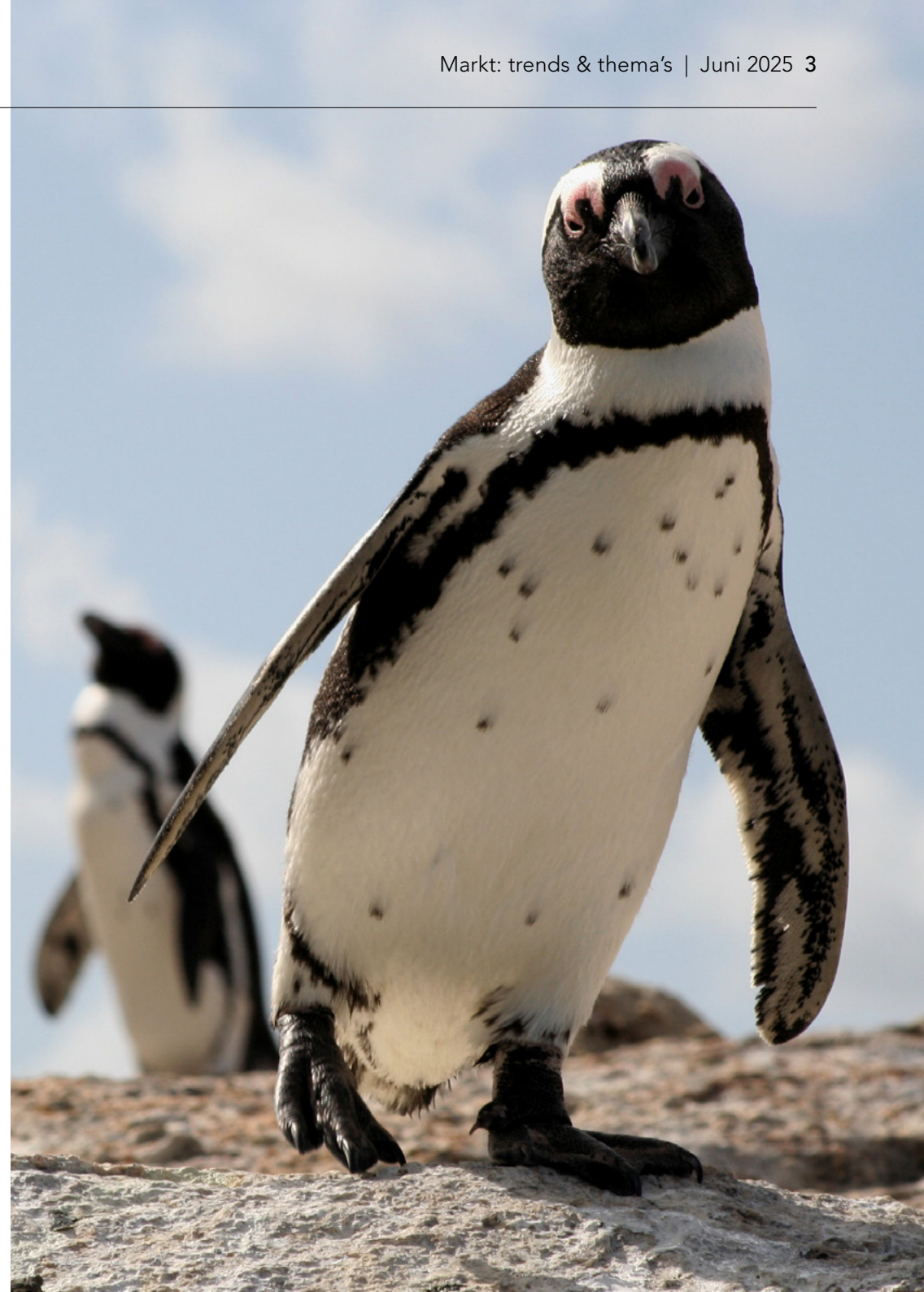
Bij een eerste tussenbalans na 50 dagen Trump-2 in het Witte Huis constateerden we dat er, in ieder geval in de ogen van financiële markten, ruimte was voor verbetering. Inmiddels is ook de 100-dagen grens ruimschoots gepasseerd. Is het beeld nu inderdaad verbeterd? Wat handelstarieven betreft lijkt de soep niet zo heet te worden gegeten als die begin april werd opgediend, maar in hoeverre hebben de bokkesprongen van president Trump een deuk geslagen in het meer fundamentele idee van 'US exceptionalism'?



Handelstarieven: een korte samenvatting van het voorafgaande

De dreiging van een handelsoorlog hing ook bij '50 dagen Trump-2' al in de lucht, maar werd op 2 april, 'Liberation Day' volgens de Amerikaanse president zelf, een stuk reëler. Trump kondigde op die dag een onverwacht scherp pakket invoertarieven aan, gepresenteerd op een kartonnen bord, gebaseerd op een bijzonder dubieuze rekenmethode en gericht tegen bijna alle landen van de wereld, inclusief eilanden die alleen door pinguïns worden bewoond.

In de dagen en weken na 2 april reageerden verschillende landen op verschillende manieren op de aankondiging van Trump. China koos voor de tegenaanval, wat al snel leidde tot escalatie, maar in tweede instantie tot een tijdelijke wapenstilstand. Het VK koos ervoor snel tot een overeenkomst te komen met de VS, maar die lijkt bij nader inzien eerder op een 'akkoord op hoofdlijnen' dan op een uitgewerkte handelsovereenkomst. De EU wil proberen via een combinatie van onderhandelingen en een klachtenprocedure bij de WTO de schade te beperken, wat in ieder geval voor de korte termijn (dat wil zeggen tot het aflopen van een tijdelijke overeenkomst begin juli) gelukt lijkt. De pinguïns op de Heard en McDonald-eilanden hebben helemaal nog niet gereageerd, voor zover bekend.

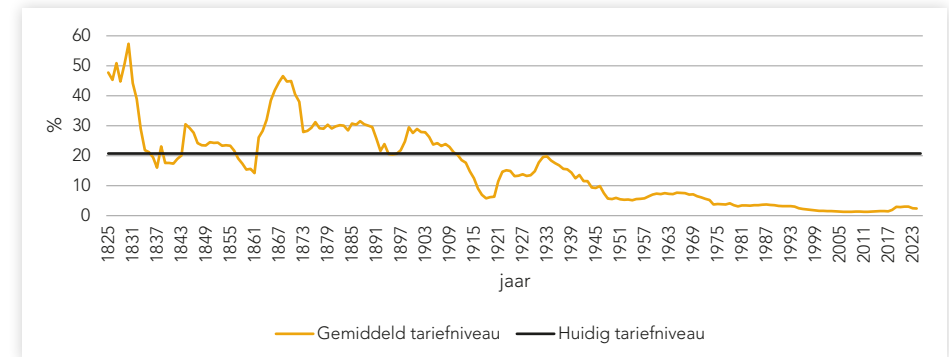


Schade van handelsoorlog lijkt nog beperkt, maar blijft dat ook zo?

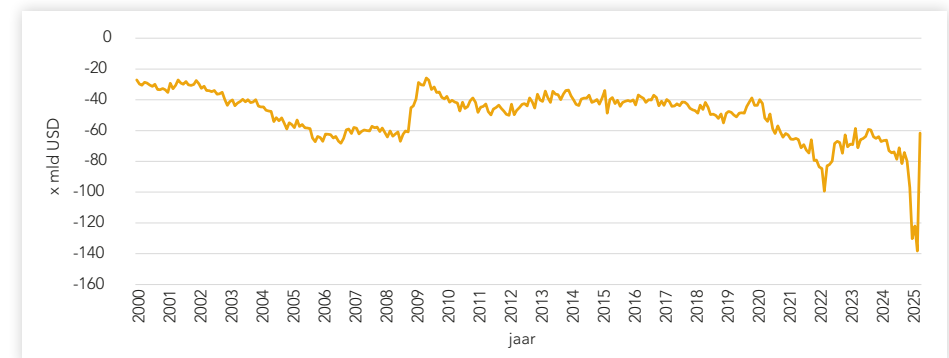
De diverse benaderingen hebben tot nu toe even zo diverse resultaten opgeleverd, maar er zijn in ieder geval twee voorlopige conclusies te trekken. De eerste is dat de situatie op het vlak van internationale handel nu slechter is dan vóór 2 april, en dat dat ook zo lijkt te blijven. Met wat tot nu toe bekend is, ligt het gemiddelde tariefniveau voor de VS nu hoger dan op enig moment sinds begin jaren '30 van de vorige eeuw. De tweede conclusie is dat de onzekerheid over hoe groot de schade uiteindelijk zal zijn nog wel even zal aanhouden. De kans lijkt groot dat de '90 dagen pauze' op handelsgebied die de VS met onder andere China en de EU is overeengekomen, te kort blijkt te zijn om tot definitieve overeenstemming te komen. Meest aannemelijk is dat deze pauzes verlengd zullen worden, maar hoe en voor hoe lang dan is nog onduidelijk, en ondertussen zijn ook genoeg andere scenario's denkbaar.

Voor de Amerikaanse economie begint de schade van de handelsoorlog van Trump al wel steeds zichtbaarder te worden. In het eerste kwartaal van 2025 was de economische groei al licht negatief, mede omdat veel bedrijven geplande importen naar voren hadden gehaald om een mogelijke handelsoorlog voor te zijn. Dat zal in het tweede kwartaal waarschijnlijk minder drukken op de groei, maar ondertussen zijn indicatoren voor zowel consumenten- als producentenvertrouwen wel gedaald. Voor zover dat de komende tijd ook tot lagere consumentenbestedingen en bedrijfsinvesteringen leidt, is het risico van een tweede kwartaal van negatieve economische groei, en daarmee een recessie, niet ondenkbaar.

Tegelijk neemt het risico van oplopende inflatiedruk toe, ervan uitgaande dat bedrijven in ieder geval een deel van de invoertarieven zullen proberen door te berekenen aan consumenten.



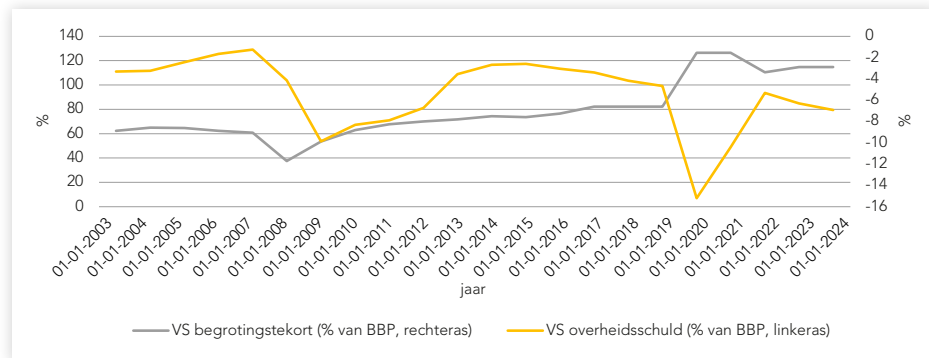
Grafiek: gemiddeld niveau handelstarieven VS
Bron: 'The Budget Lab', University of Yale



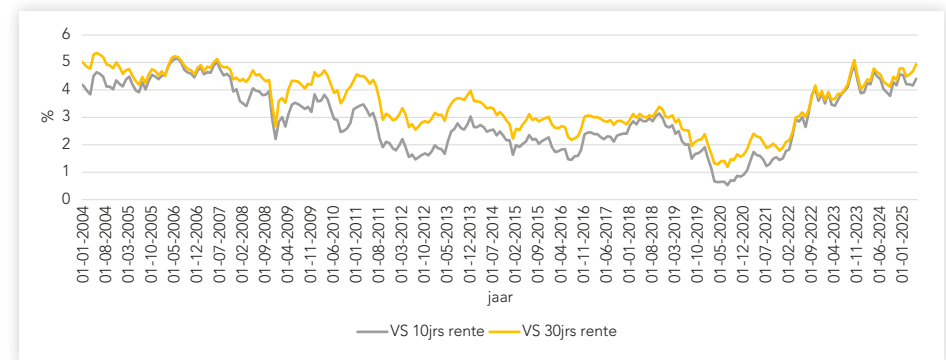
Grafiek: handelsbalans VS
Bron: Bloomberg

Begrotingsbeleid Trump nadelig voor obligatiebeleggers

Op korte termijn is de handelsoorlog wellicht de meest bepalende factor voor de groeiverwachtingen voor de Amerikaanse economie, maar op langere termijn zijn andere, minder direct in het oog springende, factoren minstens zo belangrijk. Zo vormen de nu al niet al te solide overheidsfinanciën een belangrijke risicofactor, zoals ook 'rating agency' Moody's recent concludeerde toen het de VS de 'AAA'-status ontnam. Met een huidig begrotingstekort van bijna 7% en een staatsschuld van ruim 100% van BBP, is de ruimte voor extra overheidsbestedingen of belastingverlagingen zeer beperkt. Dit lijkt nog niet doorgedrongen tot de regering-Trump, die met het voorstel voor 'One Big Beautiful Bill (OBBB)' vooral meer belastingverlagingen en andere voordelen voor bedrijven en de rijkste Amerikanen belooft, maar ondertussen ook het begrotingstekort en de staatsschuld alleen maar verder uit de hand laat lopen.



Grafiek: begrotingstekort VS en staatsschuld VS
Bron: Bloomberg



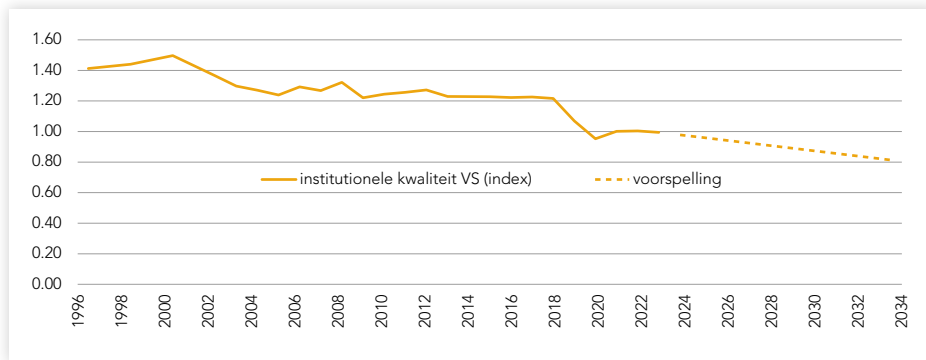
Grafiek: VS 10- en 30-jaars rente
Bron: Bloomberg

Voor buitenlandse beleggers bevat de OBBB, diep weggestopt in 'Section 899', nog een potentieel onaangename verrassing in de vorm van mogelijk extra belastingheffing op inkomsten uit investeringen in de VS. Hoe dit onderdeel van de OBBB precies moet worden geïnterpreteerd, is nog onduidelijk. Ook of de OBBB ongeschonden door de Senaat (en daarna weer door het Huis van Afgevaardigden) komt, is nog lang niet zeker. Wat wel zeker is, is dat nog grotere begrotingstekorten, een verder oplopende staatsschuld en de dreigende faillissementen van het Amerikaanse stelsel van sociale zekerheid en gezondheidszorg (Social Security en Medicare) niet bijdragen aan een positieve stemming onder beleggers in Amerikaanse staatsobligaties. Voor zover zij niet stemmen met hun voeten, zoals China en Japan, zorgen de hogere rentevergoedingen die zij inmiddels eisen op hun obligaties ter compensatie van de toegenomen risico's voor nog grotere druk op de Amerikaanse overheidsbegroting. In het ergste geval kan dit leiden tot een neerwaartse spiraal van steeds hogere rentes, verder oplopende begrotingstekorten en vertrouwensverlies onder beleggers.

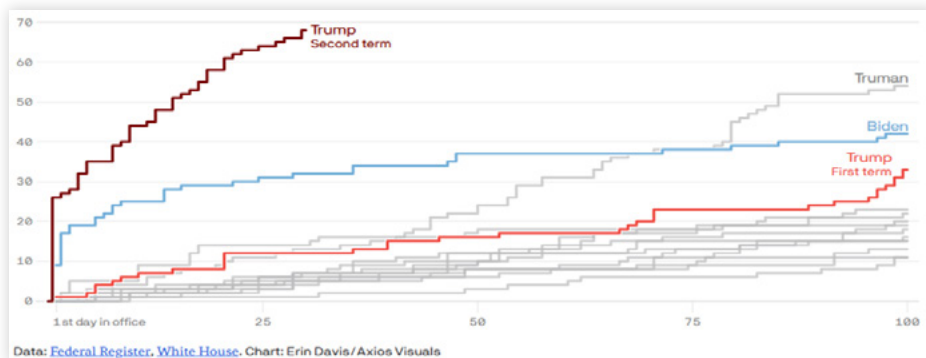
Binnenlands en buitenlands beleid van Trump ondermijnt stabiliteit VS

Twee aspecten van de regeerstijl van Trump die minder direct van invloed zijn op de Amerikaanse economie, maar op lange termijn wel bepalend kunnen zijn voor de positie van de VS als economische grootmacht, zijn de binnenlandse politieke verhoudingen in de VS en het buitenlandse beleid. Binnenlands lijkt Trump de voorkeur te geven aan regeren per 'executive order' in plaats van via de gebruikelijke parlementaire weg: geen president heeft in zijn eerste 100 dagen meer 'executive orders' uitgegeven dan Trump in zijn tweede regeringstermijn. Daarmee zet hij niet alleen het Huis van Afgevaardigden en de Senaat grotendeels buitenspel, maar (over-) belast hij ook de rechterlijke macht, de derde pijler van de 'trias politica'. Veel 'executive orders' zijn of worden inmiddels aangevochten in rechtbanken, maar in de praktijk laat de regering-Trump zich weinig gelegen liggen aan rechterlijke uitspraken. Deze ondermijning van de rechtsstaat wordt nog versterkt door voortdurende aanvallen op de onafhankelijkheid van onder andere de centrale bank en universiteiten. Overigens is de verzwakking van de 'institutionele kwaliteit' van de VS niet iets van de laatste maanden of jaren. Een index die de Wereldbank daarvoor bijhoudt, laat al sinds 2000 een gestage daling zien. Opvallend is dat die daling wel grotendeels plaatsvond onder de vorige twee Republikeinse presidentschappen, die van George W. Bush (2001-2009) en Trump-1 (2017-2021).





Grafiek: institutionele kwaliteit VS
Bron: Wereldbank



Grafiek: 'executive orders' in 1e 100 dagen presidentschap
Bron: Wereldbank

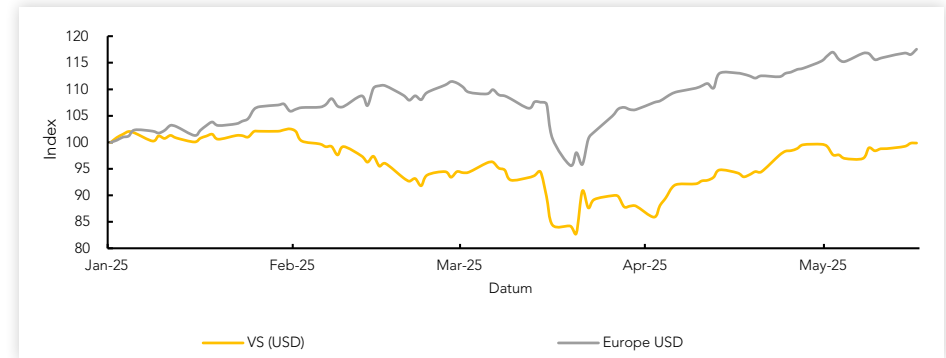
mogelijke nieuwe brandhaarden), maar het mogelijk wegvallen van de VS als de 'politieman van de wereld' vormt niet alleen een bedreiging voor de stabiliteit van de wereldeconomie, maar kan uiteindelijk ook nadelig uitpakken voor de VS zelf. De huidige situatie lijkt in dat opzicht enigszins op een eerdere periode waarin de VS koos voor 'zelf-isolatie', in de jaren '30 van de vorige eeuw. Volgens historicus Charles Kindleberger was het ontbreken van de VS op het wereldtoneel ('the Kindleberger Gap') een belangrijke reden waarom de Grote Depressie jarenlang kon aanhouden. In de woorden van H  l  ne Rey van de London Business School dreigt nu een 'New Kindleberger Gap', met de VS als 'zelf-destructieve hegemoon'.

Voor zover er een rode draad in het buitenlandse beleid van de regering-Trump te ontdekken valt, lijkt deze vooralsnog te wijzen op een meer terughoudende rol van de VS op het wereldtoneel en in internationale organisaties, in plaats van de leidende rol die de VS in ieder geval sinds de Tweede Wereldoorlog internationaal heeft gespeeld. Het valt nog te bezien of en hoe lang de VS in staat zal blijven zich afzijdig te houden in internationale conflictsituaties, zoals in Oekraïne en het Midden-Oosten (en/of

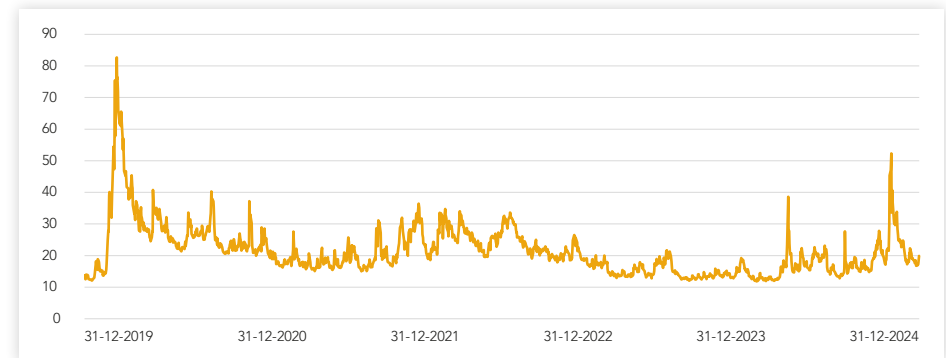
Einde van 'US exceptionalism' in zicht?

Voor beleggers roept het potentiële 'zelf-destructieve' beleid van de regering-Trump, zowel economisch als binnenlands en buitenlands politiek, de vraag op of daarmee een einde is gekomen aan een lange periode van 'US exceptionalism'. Voor beleggers is deze periode vooral goed zichtbaar geweest in de langjarige 'outperformance' van Amerikaanse aandelen ten opzichte van de rest van de wereld. In de aanloop naar de aankondiging van voorgestelde handelstarieven door Trump op 2 april en in de dagen daarna leek het tij inderdaad te zijn gekeerd. Amerikaanse aandelen bleven sterk achter bij andere aandelenregio's, wat nog werd versterkt door een sterke waardedaling van de Amerikaanse dollar ten opzichte van andere valuta's. Inmiddels hebben Amerikaanse aandelen echter alweer een gedeeltelijke inhaalslag gemaakt, maar overigens geldt dat niet voor de waarde van de dollar.

De vraag is of dit herstel zal aanhouden. Voor de korte termijn valt op dat de onzekerheid op aandelenbeurzen, zoals bijvoorbeeld gemeten met de 'VIX-index', weliswaar begin april kortstondig piekte op het hoogste niveau sinds de coronacrisis van 2020, maar inmiddels alweer terug is rond 'gemiddelde' niveaus. Dit laatste geldt echter bepaald niet voor indicatoren die de onzekerheid over economisch beleid meten. Zolang 'chaos agent' Trump verwarring blijft zaaien over zijn economische beleid, lijkt het risico van opnieuw oplopende volatiliteit op financiële markten (en daarmee lagere aandelenkoersen) groter dan de kans dat nu een duurzaam herstel is ingezet.



Grafiek: aandelenindices regio's
Bron: Bloomberg



Grafiek: VIX index
Bron: Bloomberg

Het stoplicht staat op oranje

Met een langere beleggingshorizon is het van belang te realiseren dat de langdurige 'outperformance' van Amerikaanse aandelen meer te danken is aan het 'duurder worden' (bijvoorbeeld gemeten in koers-winstverhoudingen) van Amerikaanse aandelen ten opzichte van de rest van de wereld dan aan structureel hogere economische groei- en winstverwachtingen, al dan niet dankzij de voorsprong van de VS op het gebied van 'tech' en 'AI'. Op langere termijn lijkt alleen al vanuit dit perspectief een correctie op zijn plaats, en daar draagt het beleid van de regering-Trump zeker niet aan bij.

Tegelijkertijd kan daarbij wel de kanttekening worden gemaakt dat de door Trump aangerichte schade (nog) niet onomkeerbaar is. Zijn populariteit is inmiddels sterk gedaald en bij onveranderd beleid valt te verwachten dat dat de Republikeinen niet zal helpen om hun meerderheid in het Congres te behouden bij de 'mid-term' verkiezingen van 2026. 'Het einde van Amerika' is al vaker afgekondigd, zoals door Robert Kaplan in 1998 en door Naomi Wolf bijna tien jaar later, aan de vooravond van respectievelijk de 'dot-com'-crisis en de 'kredietcrisis'. Tot nu toe is de VS steeds weer sterker uit elke crisis gekomen. Per saldo is het wat ons betreft dan ook te vroeg om te concluderen dat het tijdperk van 'US exceptionalism' definitief voorbij is, maar het stoplicht staat wel op oranje.



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 waardes 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, 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.

Archimedeslaan 10

3584 BA Utrecht

www.asrvermogensbeheer.nl

ASR Vermogensbeheer N.V. - KvK 30227237 Utrecht