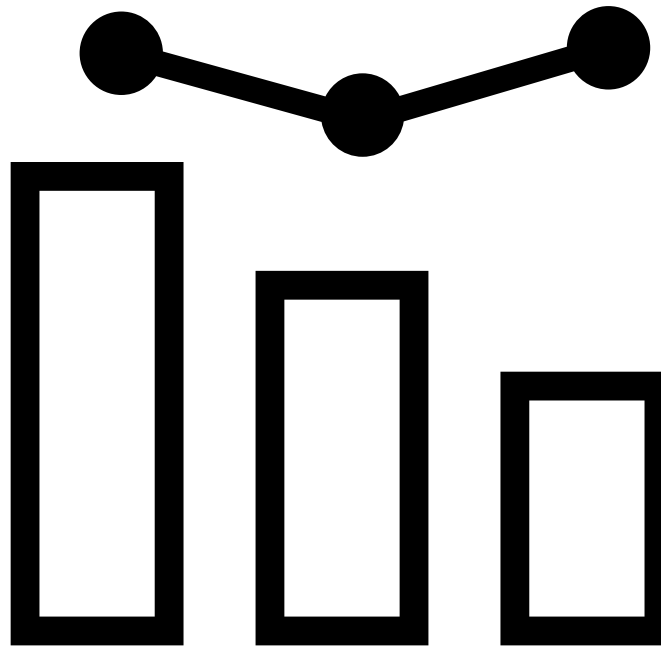




Markt: trends & thema's

VS Exeptionalism

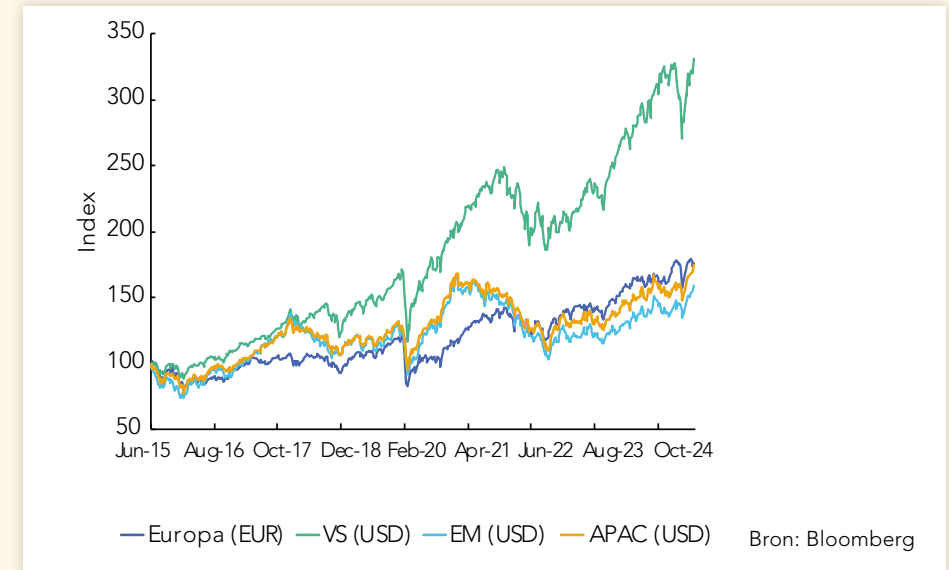
Is het definitief gedaan met 'US exceptionalism' op de aandelenmarkten?

Amerikaanse aandelen waren de afgelopen jaren oppermachtig:

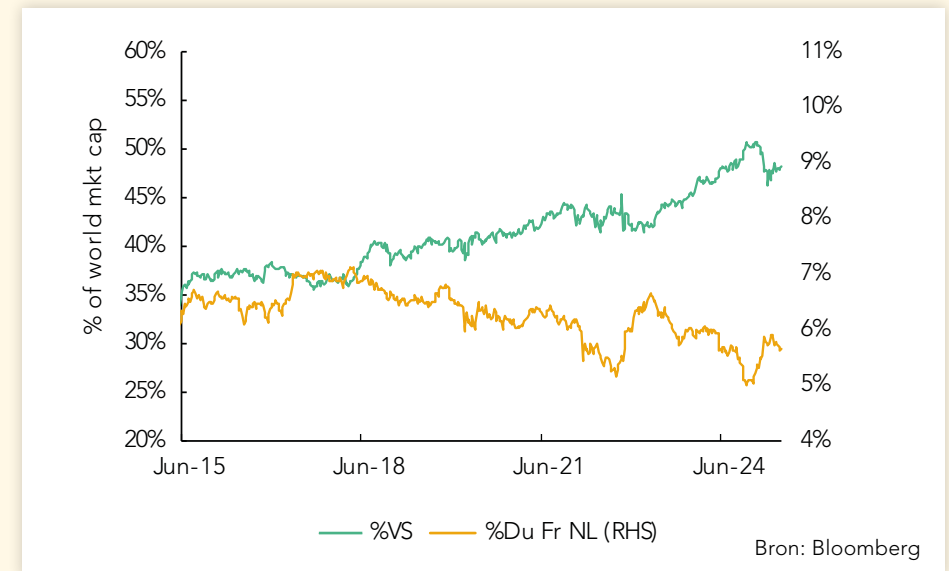
Wie het afgelopen decennium in Amerikaanse aandelen heeft belegd kan met tevredenheid terugkijken op uitstekende resultaten. Het jaarlijkse rendement van Amerikaanse aandelen bedroeg over de afgelopen tien jaar 12%, terwijl Europese aandelen in dezelfde periode minder dan 6% per jaar wisten te noteren. Omdat Amerikaanse bedrijven doorgaans minder dividend uitkeren dan bedrijven uit andere regio's, is het overgrote deel toe te schrijven aan waardeinstijgingen. Dit heeft als resultaat dat het percentage marktkapitalisatie dat verhandeld wordt op Amerikaanse beurzen als percentage van de wereldwijde marktkapitalisatie ook fors is toegenomen. Op het moment van schrijven wordt 49% van de wereldwijde marktkapitalisatie verhandeld op Amerikaanse beurzen, waar dit tien jaar geleden nog 35% was.

Deze structurele outperformance van Amerikaanse aandelen wordt vaak aangeduid als "US Exceptionalism" - een term die verwijst naar de politieke theorie dat de unieke positie van de VS als baken van democratie en vrijheid haar rol als mondiale scheidsrechter rechtvaardigt. Later werd deze term dus ook gebruikt om de ontkoppeling van economische groei, en aandelenrendementen met de rest van de wereld te rechtvaardigen.

(1) Total return outperformance VS (100 = 06/2015)



(2) Dominantie marktaandeel VS



Zoals we in een eerdere [blog](#) al beschreven roept de tweede termijn van Trump de vraag op in hoeverre deze analogie nog standhoudt. Niet alleen het protectionistische beleid in de vorm van importheffingen, maar ook het ondermijnen van de rechtsstaat door via 'executive orders' te regeren, de voortdurende aanvallen op universiteiten, en de aantasting van de onafhankelijkheid van de centrale bank zetten deze vergelijking namelijk duidelijk onder druk. Aandelenbeleggers namen begin 2025 dan ook een voorzichtige houding aan ten opzichte van de VS, zichtbaar in de outperformance van Europese aandelen in lokale valuta. Omdat de dollar tegelijkertijd onder druk stond, mede doordat beleggers minder onvoorwaardelijk vertrouwden op de stabiliteit en uitzonderingspositie van de VS, werd het rendementsverschil in euro's verder vergroot.

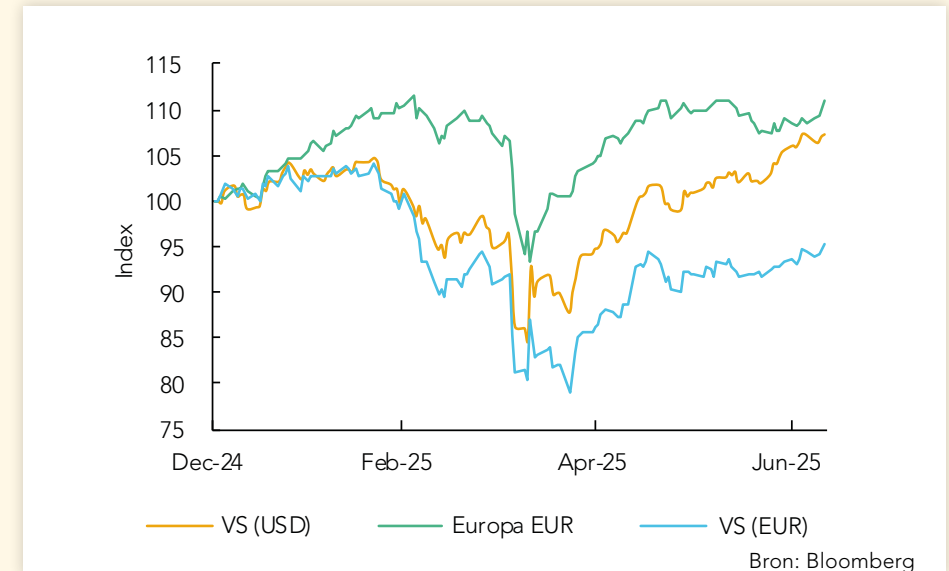
Desondanks zijn aandelenbeleggers nog niet bereid om het idee van "US Exceptionalism" volledig bij het grof grof vuil te zetten. Vanaf eind april begon het rendementsverschil tussen Europese en Amerikaanse aandelen, gemeten in euro's, weer te convergeren. Aan het einde van de eerste helft van 2025 werden Amerikaanse aandelen daarmee gewaardeerd op 18 keer de toekomstige winst, tegenover 14 keer voor Europese aandelen. Beleggers blijven dus bereid om meer te betalen voor Amerikaanse winsten, wat erop wijst dat zij ook voor de komende jaren op hogere winstgroei in de VS rekenen.



Amerikaanse aandelen handelen echter traditioneel op hogere waarderingen dan Europese aandelen, maar ook in vergelijking tot het eigen historische gemiddelde handelen Amerikaanse aandelen op hoge waarderingen. De z-scores van Amerikaanse aandelen zijn, gemeten in koers-winst-verhoudingen, koers-boekwaardeverhoudingen, en koers-omzet-verhoudingen hoger dan die van andere regio's¹. De markt is weliswaar voorzichtiger geworden, maar blijft dus nog geloven in de uitzonderingspositie van de VS.

Er wordt wel gezegd dat de markt altijd gelijk heeft. Wij zijn het niet altijd met de markt eens, maar op dit moment zou de markt het nog wel eens bij het juiste eind kunnen hebben. Ja, op korte termijn brengt het beleid van Trump onmiskenbaar meer onzekerheid met zich mee, wat het definitieve einde van "US exceptionalism" zou kunnen inluiden. Toch behoudt de VS op de lange termijn structurele groeivoordelen die zelfs door Trump moeilijk klein te krijgen zijn. In een eerdere blog concludeerden we al dat het stoplicht voor "US Exceptionalism" op oranje staat. Bij oranje kun je nog steeds oversteken, maar het is wel verstandig om dat dan voorzichtiger te doen.

(3) Rendement in EUR & USD sinds begin 2025



(4) Z-scores waarderingsratio's per 30-06

Regio	P/E	P/B	P/S
VS	1,6	2,2	2,2
Europa	0,5	2,0	1,3
APAC	0,0	1,9	0,9
EM	0,3	1,1	0,3

Bron: Bloomberg

¹ De Z-score geeft aan hoe de huidige waardering in P/E, P/B, en P/S zich verhoudt tot het historische gemiddelde (2009 in dit geval), gecorrigeerd voor de volatiliteit van de reeks. De Z-score wordt berekend als $z = \frac{(X - \mu)}{\sigma}$, waar x de huidige waardering is, μ het historische gemiddelde, en σ de standaard deviatie.

Waarom schrijven we US Exceptionalism nog niet volledig af?

In theorie is de waarde van een aandelen index gelijk aan de verdisconteerde waarde van toekomstige kastromen beschikbaar voor aandeelhouders, wat nauw samenhangt met bedrijfswinsten.

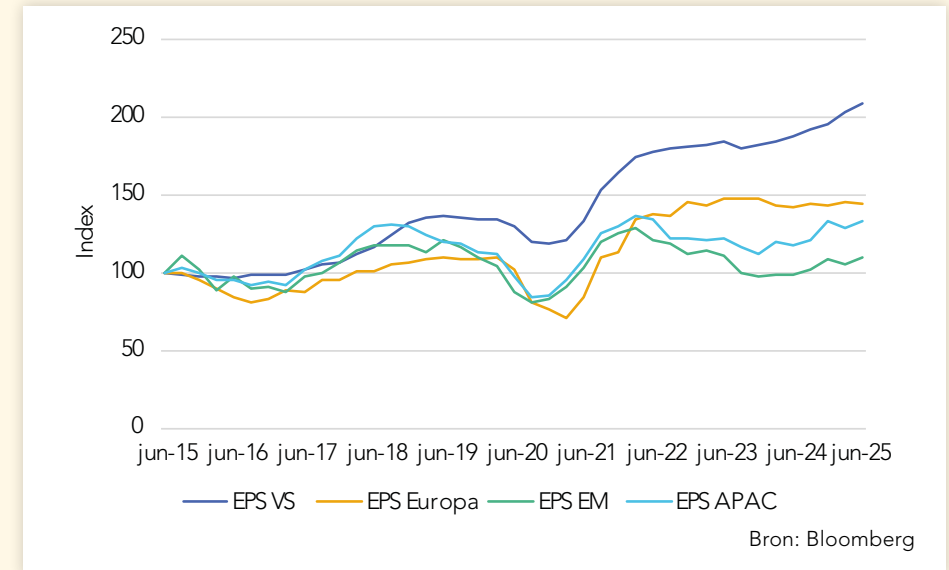
Die bedrijfswinsten per aandeel zijn in de VS fors opgelopen, zeker in vergelijking met Europa. Hoewel de directe relatie tussen BBP-groei en aandelenrendementen op zijn minst discutabel is, bestaat er op de lange termijn wel een positieve relatie tussen jaarlijkse BBP groei, en de gerealiseerde winstgroei per aandeel.² Zeker voor Amerikaanse bedrijven is de groei van binnenlandse consumptievraag relevant. 77% van hun omzet komt uit de "binnenlandse" markt, terwijl dat aandeel in Europa met 40% significant lager ligt. Of de Amerikaanse winstgroei haar outperformance kan behouden, hangt daarmee in belangrijke mate af van het groei-potentieel van de Amerikaanse economie.

Hoewel de groeivoorspellingen voor de Amerikaanse economie in de loop van 2025 stapsgewijs naar beneden zijn bijgesteld, blijven ze nog altijd hoger dan die voor Europa. Zo schat het IMF de groei van de VS op 1,8% in 2025 en 1,7% in 2026, tegenover respectievelijk 0,8% en 1,2% voor Europa.

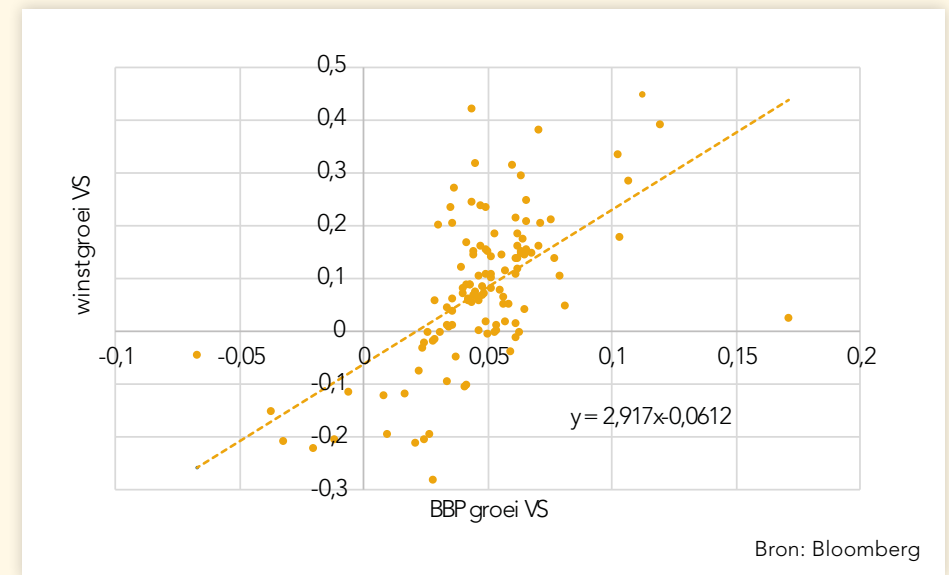
Een manier om dit verschil te verklaren is door het Solow-model erbij te pakken. Volgens dit model komt economische groei voort uit; (1) meer arbeid, (2) meer kapitaal, of (3) door arbeid en/of kapitaal productiever in te zetten.

² Aandelenrendementen verklaren middels BBP-groei wordt bemoeilijkt door (1) verwatering/terugkoop van aandelen, (2) non-listed bedrijven die wel impact hebben op economische groei, maar niet op de index, (3) bedrijfswinsten uit het buitenland, en (4) sector-verschuivingen.

(5) 12m forward EPS groei VS & Europa (100 = 06/2015)



(6) Positief verband economische groei en winstgroei



Arbeid

De kwantiteit van arbeid wordt op zijn beurt door drie componenten bepaald; (1) groei van de bevolking, (2) arbeidsparticipatie, en (3) arbeidsuren.

De bevolking van de Verenigde Staten is relatief jong en groeit sneller dan die van Europa of China. In 2024 groeide de Amerikaanse bevolking met 1,0%, tegenover slechts 0,4% in de EU, en -0,1% in China. Daarnaast is de bevolking van de VS minder vergrijsd met een gemiddelde leeftijd van 38,5 jaar in vergelijking met 44,7 jaar in de EU. Dat zorgt voor een hoger percentage natuurlijke aanwas waarmee bevolkingsgroei beter op peil kan blijven. De World Bank projecteert dat de bevolking in de VS de komende 10 jaar met 4,3% zal groeien, terwijl deze in de Eurozone met 1,7% zal afnemen.

Box: risico beleid Trump - Arbeid

De sterke groei van de bevolking was zonder immigratie nooit mogelijk geweest: van de 1,0% bevolkingsgroei in de VS kwam 84% voor rekening van immigranten. Het aanscherpen van het immigratiebeleid zet een rem op de bevolkingsgroei. Daarnaast zal het deporteren van naar schatting tussen de 10 en 12 miljoen ongedocumenteerde immigranten actief bijdragen aan het terugdringen van de beroepsbevolking.

Een kanttekening daarbij is dat niet elk additioneel persoon mag, wil, of kan werken. Beter is het om de groei van de beroepsbevolking (iedereen op werkbare leeftijd die werkt, of actief op zoek is naar werk) met elkaar te vergelijken. Die groep is bij uitstek harder gegroeid in de VS dan in vergelijkbare regio's. Omdat het percentage werklozen in de VS structureel



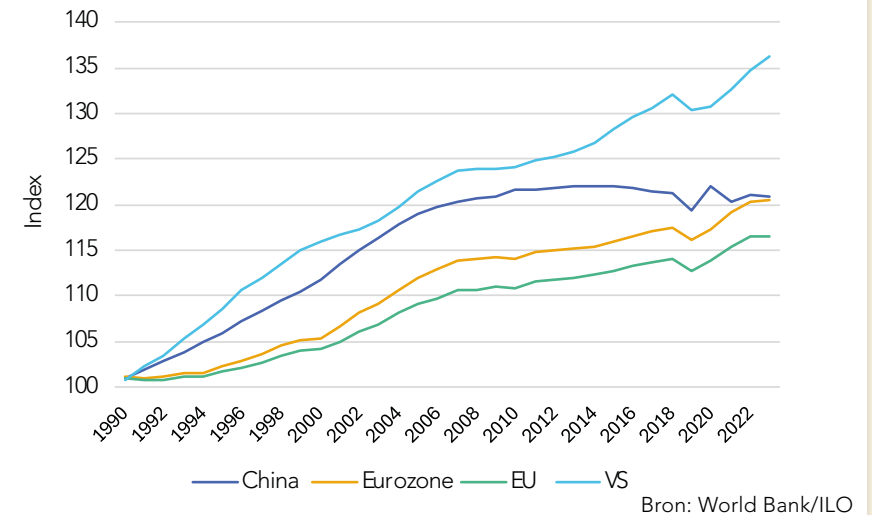
lager is dan in de eurozone (zo ook op dit moment met 4,2% t.o.v. 6,2%) is het verschil uitgedrukt in werkzame beroepsbevolking nog groter.

Werkloosheid ligt in de VS structureel lager dan in de eurozone, omdat de arbeidsmarkt flexibeler is. Door onder andere minder sociale zekerheid voor werklozen en minder strikte werknemersbescherming, zijn werklozen sneller genoodzaakt om te gaan werken, en werkgevers minder terughoudend om werknemers in dienst te nemen. Daarnaast is de binnenlandse arbeidsmobiliteit in de VS hoger, omdat er geen taalbarrières zijn en de fiscale en regelgevende verschillen tussen staten relatief beperkt blijven.

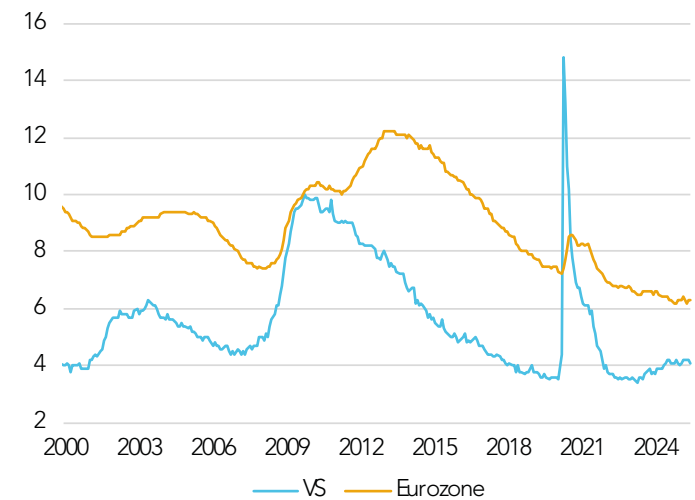
Naast een sneller groeiende beroepsbevolking en structureel lagere werkloosheid, steekt de gemiddelde werkzame Amerikaan ook nog eens meer uren in zijn of haar werk dan de gemiddelde Europeaan. Volgens de OECD besteedde een Amerikaan in 2023 gemiddeld 1804 uren aan werk, waar een arbeider uit de Europese unie 1571 uur werkte. Daarmee produceert de VS in theorie 15% meer per werknemer, bij gelijkblijvende productiviteit.

Het demografische momentum, de flexibiliteit van de arbeidsmarkt, en de werkcultuur zijn structurele voordelen die niet in één presidentsperiode verdwijnen.

(7) Groei beroepsbevolking (100=1990)



(8) Werkloosheidspercentage VS & Eurozone



Kapitaal

Sinds circa 1990 is de kapitaalintensiteit per werknemer (capital deepening) sneller toegenomen in Europa dan in de VS. Hierdoor beschikt de gemiddelde Amerikaanse werknemer nu over minder kapitaal dan de gemiddelde Europese werknemer, uitgedrukt in koopkrachtpariteit. Dit komt doordat de Amerikaanse economie gericht is op diensten en technologie, terwijl de eurozone zich meer toelegt op kapitaalintensieve productie.

BEA-data toont aan dat de sector professionele dienstverlening in 2023 ruim 13% van het totale Amerikaanse BBP voor haar rekening nam, terwijl de sector hiervoor slechts 1,8% van het beschikbare kapitaal benodigd had. Ter vergelijking: de maakindustrie leverde circa 10% aan BBP-bijdrage, maar had hiervoor 8,5% van het totale kapitaal nodig. De maakindustrie is dus relatief kapitaal inefficiënt en vormt een groter deel van de economie in de eurozone dan in de VS (grafiek 10).

Omdat de VS beschikt over een diepe en goed functionerende kapitaalmarkt, waar spaargeld snel en effectief zijn weg vindt naar productieve investeringen, wordt kapitaal productiever ingezet dan in Europa, waar kapitaalmarkten gefragmenteerd en minder efficiënt zijn. Dat de VS relatief dominant is in kapitaalefficiënte sectoren is dus niet zo verwonderlijk.



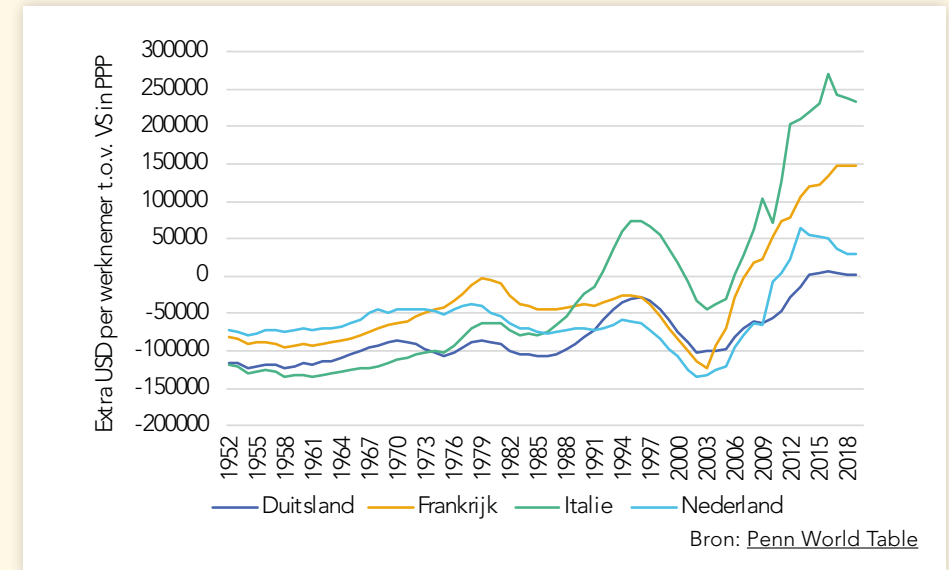
Dat heeft als bijproduct dat de marginale bijdrage van een eenheid kapitaal aan de BBP-groei in de VS met circa 40% (in 2019) hoger is dan in Duitsland (36% in 2019) en Frankrijk (38% in 2019), en vergelijkbaar is met Nederland (40% in 2019)³.

Box: risico beleid Trump - Kapitaal

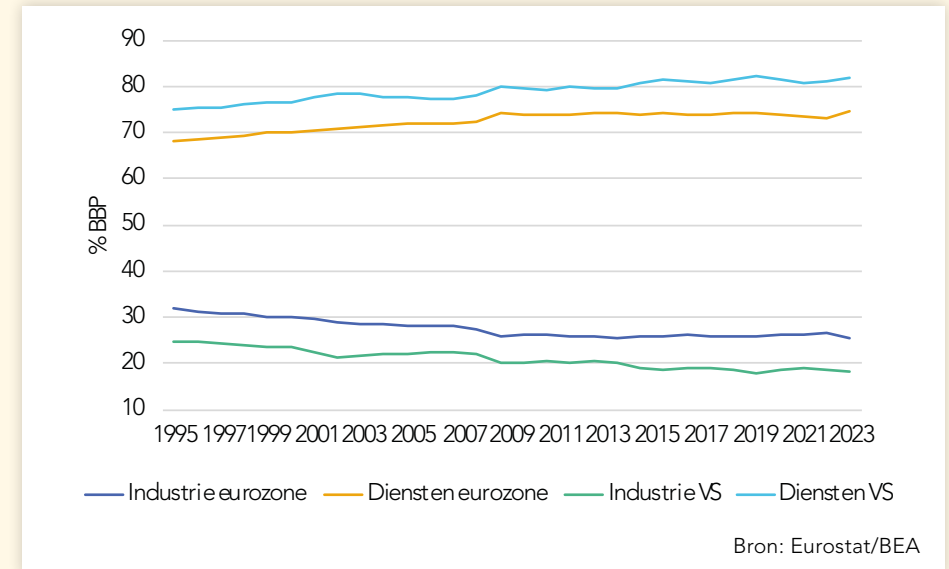
Het protectionistische beleid en het ondermijnen van het vertrouwen in een onafhankelijk opererende centrale bank tasten het vertrouwen in de dollar als wereldreservemunt aan, zoals ook zichtbaar is in de verzwakkende koers van de dollar. Daarnaast draagt het fiscale beleid, met een staatsschuld van ruim 120% van het BBP en een begrotings-tekort van 7%, niet bij aan de kracht van de dollar. Tot slot had de recent aangenomen begrotingswet een serieuze deuk kunnen slaan in de kwaliteit van de Amerikaanse kapitaalmarkt als sectie 899 - waarin werd voorgesteld om belasting te heffen op buitenlandse investeringen - niet op het laatste moment was geschrapt.

De diepe en efficiënte kapitaalmarkt van de VS blijft een stimulans voor economische groei. Op termijn kan dat voordeel afnemen, maar het is niet waarschijnlijk dat dit binnen één presidentstermijn zal gebeuren.

(9) Kapitaalwerknemer ratio - kapitaalwerknemer ratio VS (in PPP)



(10) BBP bijdrage VS & Eurozone

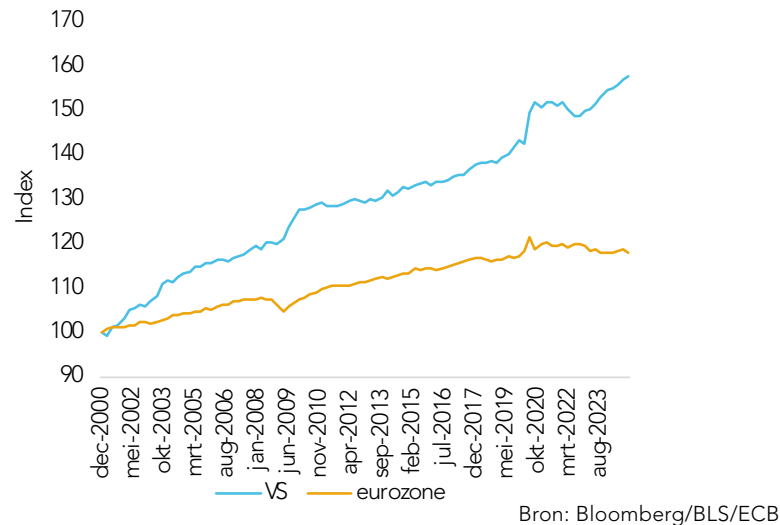


³ De marginale bijdrage van kapitaal aan het BBP laat zich benaderen door het aandeel van het kapitaalsinkomen in het totale BBP vast te stellen, of 1 - aandeel arbeidsinkomsten in het BBP te berekenen.

Productiviteit

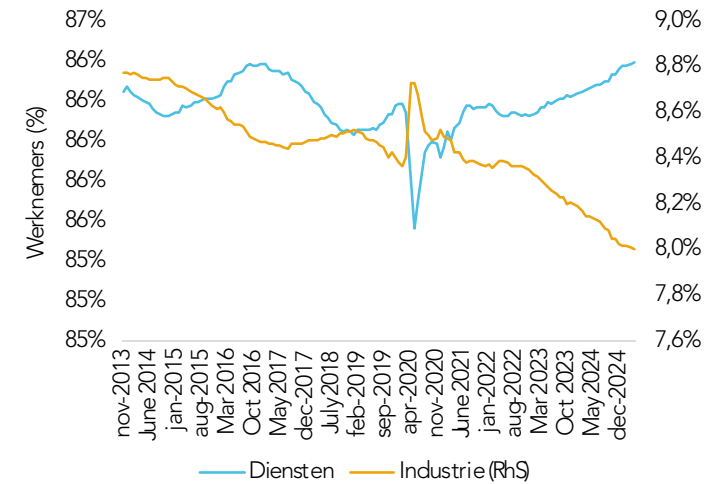
De arbeidsproductiviteit is in de VS de afgelopen jaren fors toegenomen, terwijl deze in Europa sinds de coronapandemie is gestagneerd. Dit verschil verklaart mede waarom de Amerikaanse economie harder is gegroeid. Volgens het IMF hangt dit grotendeels samen met het arbeidsmarktverloop, dat sinds de pandemie op stoom kwam. Mede door de eerder genoemde flexibele arbeidsmarkt, zijn werknemers overgestapt naar sectoren die ook voor de pandemie al hogere productiviteitsgroei lieten zien.

(11) Arbeidsproductiviteit VS & Eurozone (100 = 01/2000)

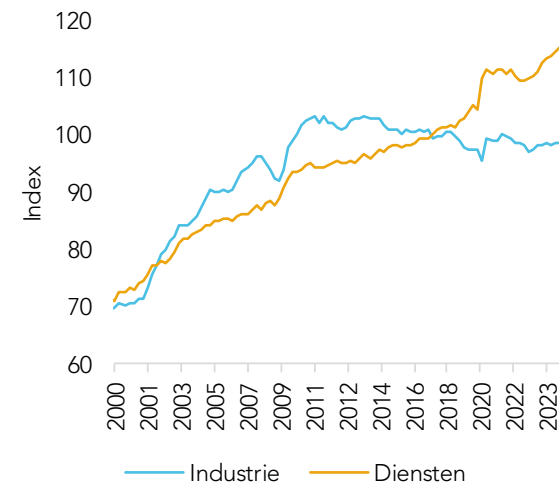


In grafiek 13 is duidelijk te zien dat de arbeidsproductiviteit in de industrie sinds circa 2010 is achtergebleven en zelfs licht is gedaald, terwijl de dienstensector juist de brede productiviteitsgroei heeft gedragen. Omdat er meer mensen in de dienstensector zijn gaan werken en deze werknemers gelijktijdig productiever zijn geworden, is de contributie van de dienstensector in het totale BBP van de VS toegenomen (zie grafiek 10).

(12) VS % werknemers in diensten & industrie



(13) VS arbeidsproductiviteit diensten & industrie

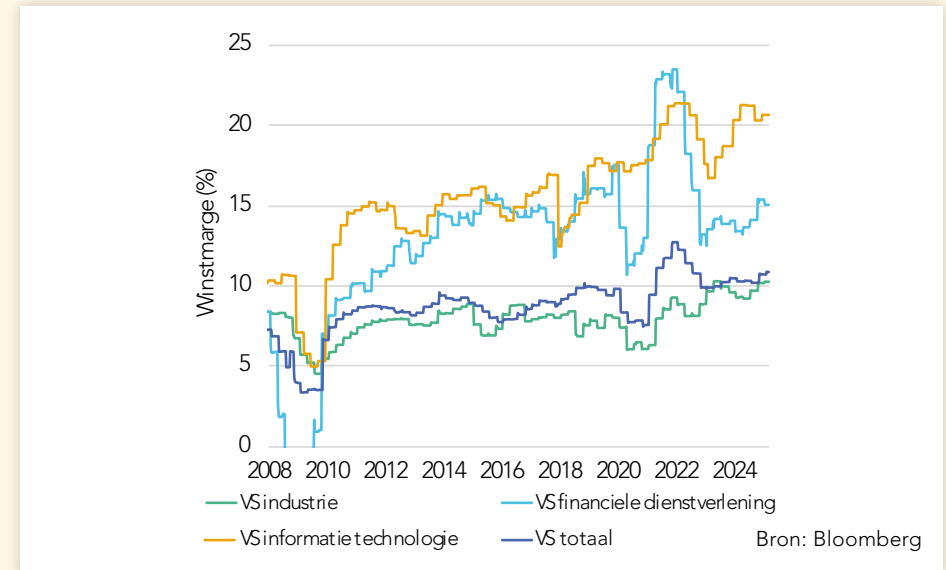


Box: risico beleid Trump - Productiviteit

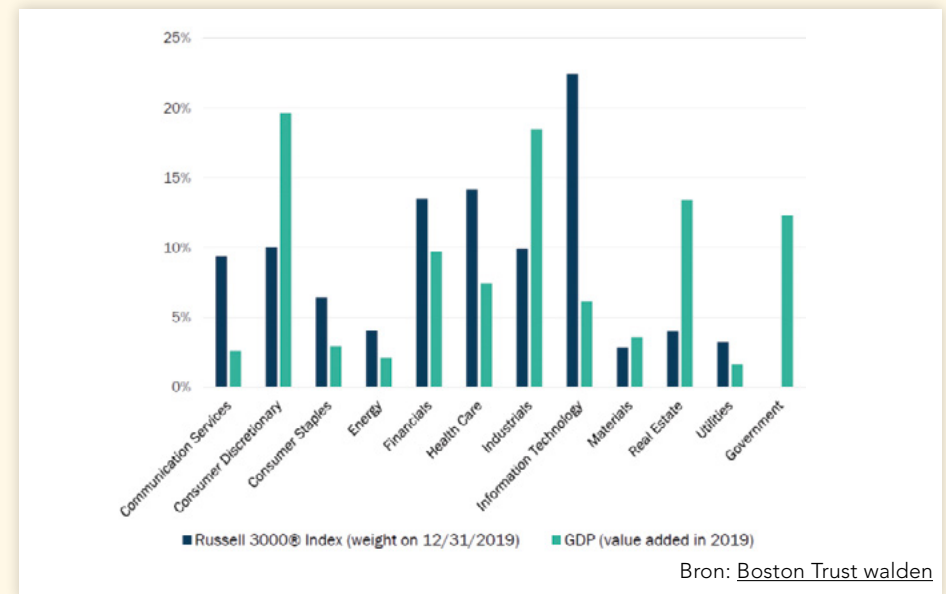
Lang is gedacht dat productiviteitsgroei van de industrie hoger is dan die van de dienstensector. Machines ontwikkelen zich namelijk sneller dan mensen. Veel dienstensectoren zoals informatie technologie & zakelijke dienstverlening zijn echter technologie-intensiever geworden en hebben het stokje overgenomen. Trump lijkt daar nog niet van overtuigd, en wil via importheffingen de binnenlandse industrie weer nieuw leven inblazen. Dit is de grootste spaak die Trump in het wiel van "US exceptionalism" dreigt te steken. Ondanks een toename van industrie R&D investeringen van 59% is de arbeidsproductiviteit van de sector de afgelopen 15 jaar niet toegenomen. Eerdere productiviteitswinsten kwamen namelijk voort uit baanbrekende ontwikkelingen zoals de verbrandingsmotor, (goedkope) elektriciteit, computerisering, en het optimaliseren van de werkvloer, en mogelijk is daarmee het laaghangend fruit al geplukt. Door vast te houden aan autonomie, allociert de VS schaarse⁴ arbeidskrachten naar sectoren die het volgens Ricardo's comparatieve voordeel beter kan blijven importeren. Daarnaast biedt de opkomst van AI, en de voorsprong van de VS op dit gebied, juist nieuwe kansen voor de dienstensector.

Naast dat het groeipotentieel van de economie afneemt, vertaalt BBP-groei in de industrie zich in mindere mate door in hogere marktkapitalisatie dan BBP-groei in de technologiesector. Dat komt omdat winstmarges van de dienstensector hoger zijn dan die in de industrie. Van één dollar omzet (waar zoals eerder beschreven minder arbeid voor nodig is) blijft in de sector informatie technologie, of financiële dienstverlening meer winst over. US Exceptionalism op de aandelenmarkt komt zo dus zeker in gevaar.

(14) VS winstmarges aandelensectoren



(15) VS indexgewicht sectoren vs bijdrage aan BBP



⁴ De VS kent historisch lage werkloosheid, terwijl het tegelijkertijd immigranten buiten de deur houdt en actief ongedocumenteerde migranten wil uitzetten.

Een tweede reden voor productiviteitsgroei (volgens het IMF) zijn de investeringen in intellectuele-eigendomsproducten. Dat Amerika gekenmerkt wordt door een innovatief ondernemingsklimaat blijkt ook uit de R&D bestedingen. Amerikaanse bedrijven besteedden met 3,4% in 2023 doorgaans een groter percentage van het BBP aan R&D in vergelijking met de 2,1% in de EU. R&D vormt de basis voor technologische vooruitgang en innovatie, waardoor Amerikaanse bedrijven hun concurrentievoordeel ten opzichte van andere regio's kunnen behouden. Dit draagt bij aan structurele economische groei via hogere totale factorproductiviteit (TFP), waardoor de economie kan blijven groeien zonder bevolkingsgroei of kapitaalsverdieping. Voorbeelden zijn de toepassing van het internet, of recenter de opkomst van AI, dat volgens het IMF positief zal gaan bijdragen aan economische groei.

Toch kan de wet van de remmende voorsprong dit proces verstoren: wanneer een land te lang vooroploopt, kan het vastlopen in bestaande structuren en technologieën, terwijl achterblijvers juist sneller nieuwe technieken en werkwijzen adopteren.

Box: risico beleid Trump - Productiviteit 2

De systematische aanvallen op Amerikaanse universiteiten en de bezuinigingen op hun begrotingen bedreigen de ontwikkeling van menselijk kapitaal en technologische innovatie, omdat ze de kwaliteit van onderwijs en onderzoek onder druk zetten. Dit kan op termijn het concurrentievermogen van de Amerikaanse economie aantasten.

Zolang arbeid en kapitaal in de VS blijven stromen naar productieve sectoren met hoge winstmarges, behoudt de Amerikaanse economie een structureel voordeel. De flexibele arbeidsmarkt en de relatief beperkte regeldruk ondersteunen deze dynamiek, die op de langere termijn zal blijven voorbestaan. Daarnaast zullen R&D investeringen onder het nieuwe bewind naar verwachting niet volledig in de ijskast gezet worden.

"US Exceptionalism" onder Trump: Bestand maar breekbaar.

Sinds de inauguratie van Trump is het onvoorwaardelijke vertrouwen in "US Exceptionalism" begrijpelijkerwijs aan het wankelen gebracht. Hoewel de president op korte termijn direct invloed op de Amerikaanse aandelenmarkt kan uitoefenen, is er meer voor nodig om de structurele groeivoordelen van de VS op lange termijn te ondermijnen. Voor nu kunnen we "US Exceptionalism" dus nog onderschrijven - zij het met enkele serieuze kanttekeningen.

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