

Welke beleggingsrisico's brengt de autocratisering in de VS met zich mee?

EEN SCENARIO-ANALYSE GEEFT AAN DAT VALUTARISICO HET GROOTSTE RISICO IS

Jitzes Noorman

INLEIDING

Een belangrijk discussieonderwerp bij Nederlandse pensioenfondsen momenteel is de exposure naar Amerikaanse aandelen. Deze discussie wordt ingegeven door zorgen omtrent het hoge gewicht van de VS in aandelenportefeuilles, de hoge waardering, en het beleid van president Donald Trump. Voorts beginnen de Verenigde Staten meer autocratische trekken te vertonen. Dat laatste is onderwerp van dit artikel.

In dit artikel wordt na het behandelen van de definities van democratie en autocratie, het democratisch gehalte van de Verenigde Staten ingeschat op basis van enkele externe bronnen. Dan volgt een scenario-analyse van de risico's voor financiële instrumenten in het geval sprake is van autocratisering. Dat gebeurt vanuit een theoretisch alsook vanuit een empirisch perspectief. Het artikel sluit af met enkele nuanceringen.

DEFINITIES DEMOCRATIE EN AUTOCRATIE

Een **democratie** is een bestuursvorm waarin de macht bij het volk ligt. Deze bestuursvorm kenmerkt zich door vrije en eerlijke verkiezingen waarbij burgers hun vertegenwoordigers kunnen kiezen. Een fundamenteel principe is de scheiding der machten, waarbij de wetgevende, uitvoerende en rechterlijke macht onafhankelijk van elkaar functioneren. De rechtsstaat ("rule of law") vormt de basis, wat betekent dat iedereen gelijk is voor de wet en dat de overheid zich aan de wet moet houden. Daarnaast worden de vrijheid van meningsuiting en persvrijheid gewaarborgd, zodat burgers zich vrij kunnen uitdrukken en informatie kunnen delen. De bescherming van mensenrechten is een ander essentieel kenmerk, evenals de verantwoordingsplicht van overheidsfunctionarissen tegenover de burgers.

Een **autocratie** daarentegen is een bestuursvorm waarin de macht geconcentreerd is bij één persoon of een kleine groep. Dit systeem wordt gekenmerkt door de afwezigheid van vrije verkiezingen, waardoor burgers geen echte keuze hebben in hun leiderschap. Er is geen scheiding der machten, omdat de uitvoerende macht alle andere machten domineert. Burgerlijke vrijheden, inclusief de vrijheid van meningsuiting, zijn sterk beperkt. Autocratische regimes maken vaak gebruik van geweld of repressie om hun macht te behouden en er is geen verantwoordingsplicht van de leiders tegenover het volk.

AFNEMEND DEMOCRATISCH GEHALTE VS

Sinds President Trump is begonnen aan zijn tweede termijn staat de democratie in de VS onder druk en beginnen de Verenigde Staten steeds meer autocratische trekken te vertonen.

Er zijn verschillende belangrijke voorbeelden van acties die worden gezien als ondermijnend voor de Amerikaanse democratie. Zo is er sprake van politieke vervolging van tegenstanders, waarbij onder meer het ministerie van Justitie zou zijn ingezet tegen personen als James Comey en Adam Schiff. Daarnaast wordt de scheiding der machten aangetast door het marginaliseren van het Congres en het heralloceren van fondsen zonder de vereiste goedkeuring. Ook de rechterlijke macht ligt onder vuur, bijvoorbeeld door publieke aanvallen op rechters en pogingen om hun bevoegdheden te beperken. Verder is er sprake van mogelijk misbruik van presidentiële bevoegdheden door het intensief en verstrekend gebruik van executive orders. Tegelijkertijd worden

Jitzes Noorman RBA

DCIO & Investment Strateeg, Columbia Threadneedle Investments



vrije pers en civiele instellingen onder druk gezet via aanvallen op media en universiteiten, het intrekken van licenties en juridische stappen tegen kritische platforms. Ten slotte wordt verwezen naar de militaire actie in Venezuela die plaatsvond zonder voorafgaande goedkeuring van het Congres, wat de constitutionele controles verder onder spanning zet.

Volgens meerdere instituten is de VS formeel nog wel een democratie, maar is er wel sprake van zorgwekkende trends en verslechterende democratische scores:

Freedom House¹: dit instituut rapporteert jaarlijks over politieke rechten en burgerlijke vrijheden. Met een ‘Freedom of the World Index’ score van 0–100 worden landen geclassificeerd als Free (70-100), Partly Free (35-69), of Not Free (0-34). Het laatste oordeel over de VS is gebaseerd op informatie tot en met eind 2024. De VS kent de status “Free”. Met 84/100 scoort de VS boven de 70, maar wel lager dan bijvoorbeeld Finland (enige land ter wereld met een perfecte score van 100), Noorwegen (99), Nederland (97) en Duitsland (95). Aan de andere kant van het spectrum bevinden zich China (9) en Rusland (12). Beiden krijgen de status “Not Free” toegewezen.

De score van de VS is sinds 2021 stabiel (in 2024 was zelfs sprake van 1 punt stijging). Tijdens het eerste presidentschap van Donald Trump (januari 2017-januari 2021) is de score aanzienlijk gedaald. In het eerste jaar van 89 tot 86 (Freedom House noemde onder andere vermenging overheid en privé zaken, en executive orders) en in het laatste jaar van 86 tot 83 (Freedom House noemt onder andere de weigering van Donald Trump om zijn verkiezingsnederlaag te erkennen).

In het laatste rapport noemt Freedom House als zorgen de erosie van democratische instituten, politieke polarisatie, druk op het verkiezingsproces, het disfunctioneren van het strafrechtstelsel en het migratiesysteem, en groeiende verschillen in welvaart, economische kansen en politieke invloed.

V-Dem Democracy Report²: het “Varieties of Democracy (V-Dem)” instituut (onderdeel van de Universiteit van Göteborg, Zweden) onderhoudt een zeer gedetailleerde dataset voor alle landen (600+ indicatoren, sinds 1789). Dit gebeurt mede op basis van wereldwijde samenwerking tussen academici. Het doel is het doorgronden van democratie. V-Dem meet onder andere verkiezingsintegriteit, media-vrijheid, rechtsstaat en participatie. Het laatste rapport dat betrekking heeft op data uit 2024 geeft aan dat het democratisch gehalte wereldwijd al circa twintig jaar daalt.

Voor het eerst in twintig jaar zijn er nu minder democratieën (88) dan autocratieën (91), en leven drie op de vier personen wereldwijd nu in een autocratie.

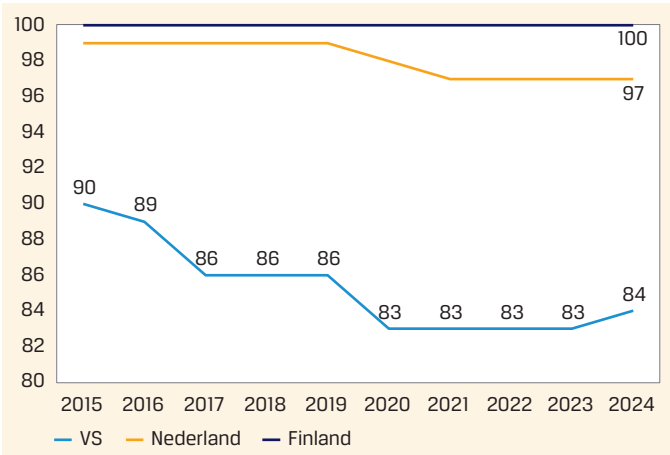
Op basis van 2024 data wijst V-Dem de Verenigde Staten toe aan de hoogste van de vier categorieën, namelijk “Liberal democracies”. De “Liberal Democracy Index (LDI)” score voor de VS is 0,75 (op een schaal van 0,00 tot 1,00). Ter referentie; Noorwegen, Nederland en Duitsland scoren respectievelijk 0,84, 0,79 en 0,76. China en Rusland scoren respectievelijk 0,04 en 0,06. Tien jaar geleden kende de VS een V-Dem score van circa 0,85. Deze daalde in 2017 – het eerste jaar van Donald Trump’s eerste presidentschap abrupt van 0,83 tot 0,74. Gedurende het presidentschap van Biden nadien is de score weer iets gestegen.

V-Dem geeft in het laatste rapport aan dat de VS een autocratiserend land is en dat recente zorgwekkende ontwikkelingen niet zijn weergegeven in de V-Dem gegevens welke betrekking hebben op data tot eind 2024. Zo bevat het rapport een speciale Box genaamd “USA – A democratic breakdown in the making?”, waarin wordt aangegeven dat de Verenigde Staten onder Trump’s tweede termijn de snelste autocratisering in de moderne geschiedenis doormaken, waarbij Trump met ongeken­de snelheid democratische instituties aanvalt via het ondermijnen van de rechtsstaat, het wegsturen van onafhankelijke ambtenaren en het beperken van persvrijheid.

Deze systematische aanvallen op “checks and balances” doen analisten vrezen voor een mogelijke democratische ineenstorting.

Protect Democracy / Authoritarian Threat Index³: een minder bekende, maar actuelere index is de “Authoritarian Threat Index”. Deze wordt gepubliceerd door “Protect Democracy” – een ideologische nonprofit groep – tezamen met (ruim 1000) onafhankelijke experts van de “Authoritarian Warning Survey”. Gebaseerd op zes perspectieven wordt een inschatting gemaakt van de mate van dreiging voor de democratie op een schaal van 1 (‘gezonde democratie’) tot 5 (‘totale dictatuur’). De Verenigde Staten scoren 3,4 (per oktober 2025). Ofwel, er is reeds sprake van ‘ernstige dreiging’ voor de democratie. Daarmee scoren de VS aanzienlijk slechter dan bijvoorbeeld Duitsland en Canada (allebei: 1,5) en grofweg gelijk aan India (3,5).

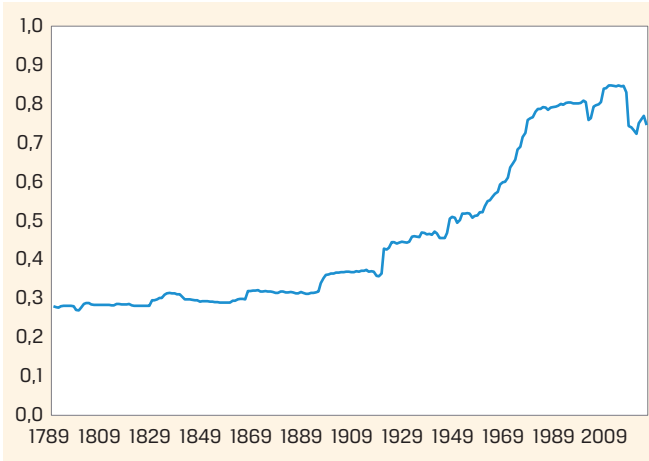
Figuur 1
Freedom House scores afgelopen tien jaar



Bron: Columbia Threadneedle Investments, Freedom House, 2025

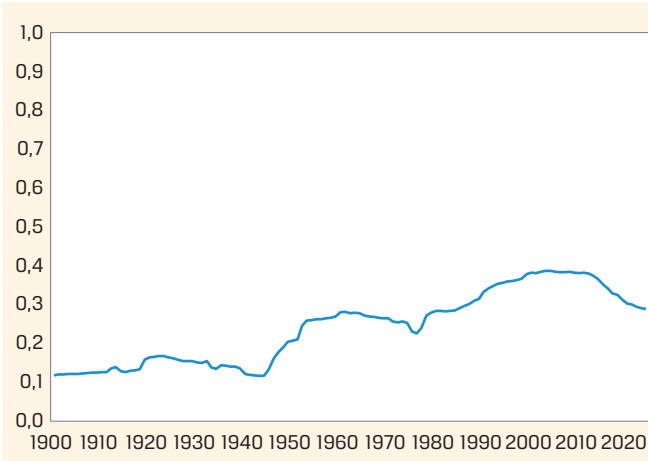
Figuur 2
V-Dem "Liberal Democracy Index" score (t/m 2024)

Verenigde Staten



Bron: Columbia Threadneedle Investments, V-Dem Institute, 2024

Wereld (populatie-gewogen)



RISICOANALYSE – AANDELEN IN EEN AUTOCRATISCH SCENARIO

Gezien de toenemende risico's voor de democratie in de VS, is het de vraag welke risico's een transitie naar een autocratie met zich meebrengt voor Amerikaanse financiële instrumenten. In deze sectie wordt die vraag behandeld vanuit een theoretisch perspectief en een empirisch perspectief.

THEORIE

Een transitie van een democratie naar een autocratie brengt in theorie risico's met zich mee voor beleggingen in Amerikaanse aandelen. Een verzwakking van de rechtsstaat ondermijnt het vertrouwen in de rechtspraak en daarmee het investeringsklimaat. Dat leidt doorgaans tot lagere economische groei en lagere waarderingen – factoren die beide drukken op aandelenkoersen. Ook een beperking van persvrijheid en transparantie heeft negatieve consequenties. Wanneer informatie minder betrouwbaar wordt, stijgt de vereiste risicopremie en wordt kapitaal minder efficiënt gealloceerd. Dat is eveneens nadelig voor beurswaarderingen.

Daarnaast kan politieke instabiliteit leiden tot hogere volatiliteit, oplopende risicopremies en zelfs kapitaalvlucht. Ook kan autocratisch beleid handelsbeperkingen of consumentenboycots uitlokken, met negatieve gevolgen voor de exportpositie en winstgevendheid van Amerikaanse multinationals, en daarmee voor hun aandelen. Verder nemen ESG-risico's toe wanneer een autocratisch regime mensenrechten schendt of milieuschade veroorzaakt. Dat kan buitenlandse investeerders ertoe bewegen om hun kapitaal terug te trekken, wat de aandelenmarkt extra onder druk zet.

Tot slot kunnen in zo'n scenario zowel de US-dollar als Amerikaanse staatsobligaties onder druk komen te staan. Een uitstroom van kapitaal leidt in theorie tot een zwakkere dollar en hogere lange rentes. Als bovendien de onafhankelijkheid van de Federal Reserve wordt aangetast, kan dat deze

dynamiek verder versterken. Hogere rentes en een zwakkere valuta wegen vervolgens op de winstmarges van Amerikaanse bedrijven en vormen daarmee een extra tegenwind voor aandelenkoersen.

Kortom, in theorie zou een transitie naar een autocratie negatief kunnen uitpakken voor Amerikaanse aandelen, Amerikaanse staatsobligaties en de US-dollar.

EMPIRIE

In deze sectie komen enkele relevante historische voorbeelden van landen aan bod die transformeerden van democratie naar autocratie. Daarbij komen de consequenties aan bod die dit had voor het economisch beleid en financiële activa.

Rusland (2000-2012)

Politieke ontwikkelingen: na de val van de Sovjet-Unie in 1991 was sprake van een democratie in Rusland. In 2000 won Poetin de presidentsverkiezingen. Freedom House classificeerde Rusland van 1991 tot 2004 als "Partly Free". Door het onderdrukken van onafhankelijke media en oppositie partijen hanteert Freedom House sinds 2005 "Not Free" voor Rusland onder leiding van Poetin. Sinds 2007 bestempelen de meeste politologen Rusland als volledige autocratie. De relatie met de rest van de wereld verslechterde door de annexatie van de Krim in 2014 en de invasie van Oekraïne in 2022.

Economisch beleid: Vanaf 2000 was sprake van een relatief conservatief begrotingsbeleid, mede dankzij olie-inkomsten. Wel is de schuldquote afgelopen jaren iets opgelopen door sancties en fors stijgende defensie-uitgaven. Toch bedraagt de schuld (per 2024) nog steeds niet meer dan 20% van het BBP. De inflatie bedroeg gemiddeld grofweg 10% sinds 2000 met pieken van 17% in 2015 en 2022. Tot 2014 was het valutabeleid gericht op een koppeling met een mandje harde valuta's. Na de invasie van de Krim is overgegaan op een zwevende wisselkoers om kapitaalvlucht tegen te gaan en zo de reserves te behouden. De centrale

Box: Is internationale inkomsten-exposure goed of slecht?

Exposure naar Amerikaanse aandelen

Eerder is met pensioenfondsen gesproken over de exposure naar Amerikaanse aandelen. Dat werd ingegeven door zorgen omtrent het gewicht van de VS in aandelenportefeuilles, de hoge waardering, en het beleid van President Trump. Op basis van beleggings-overtuigingen, praktische uitvoerbaarheid, en enkele nuanceringen hebben de meeste pensioenfondsen besloten het (marktgewogen) gewicht van de VS in de aandelenportefeuilles niet aan te passen.

Eén van de nuanceringen was dat de landengewichten van aandelen op basis van marktkapitalisatie niet overeen komen met economische exposure. Zo generen veel grote Amerikaanse bedrijven hun inkomsten buiten de VS, en wordt 35% van de inkomsten van bedrijven in de MSCI ACWI Index gegenereerd in de VS. Dat is aanzienlijk lager dan het 63% gewicht van de VS op basis van marktkapitalisatie.

Dat nuanceerde de zorgen omtrent het hoge gewicht van de VS in aandelenindices in combinatie met eventuele negatieve economische consequenties van het beleid van President Trump. Het feit dat Amerikaanse bedrijven veel inkomsten buiten de VS genereren maakt ze minder kwetsbaar voor een eventuele recessie in Amerika door toedoen van beleid van de VS.

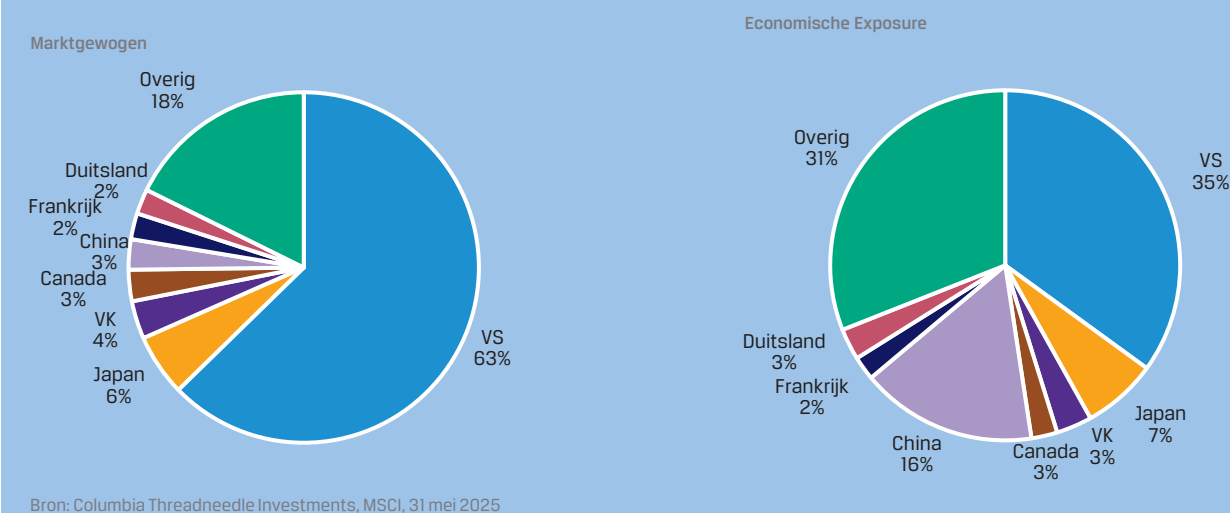
Vanuit het perspectief van deze publicatie – een eventuele transitie naar een autocratie – kan de grote afhankelijkheid van inkomsten buiten de VS Amerikaanse aandelen juist kwetsbaar maken. Een (staart)risico is namelijk dat juist die buitenlandse inkomsten 'at risk' zijn, mocht de VS het mikpunt worden van sancties door andere landen, of in geval van een boycot van Amerikaanse producten diensten door consumenten of overheden.

Kortom, het antwoord op de vraag of het feit dat Amerikaanse bedrijven veel inkomsten buiten de VS genereren 'goed' of 'slecht' is hangt af van het perspectief. Is de belegger bevreesd voor het onvoorspelbare economische beleid van Trump en is de voornaamste vrees een Amerikaanse recessie, of is de vrees dat de VS autocratischer en imperialistischer wordt?

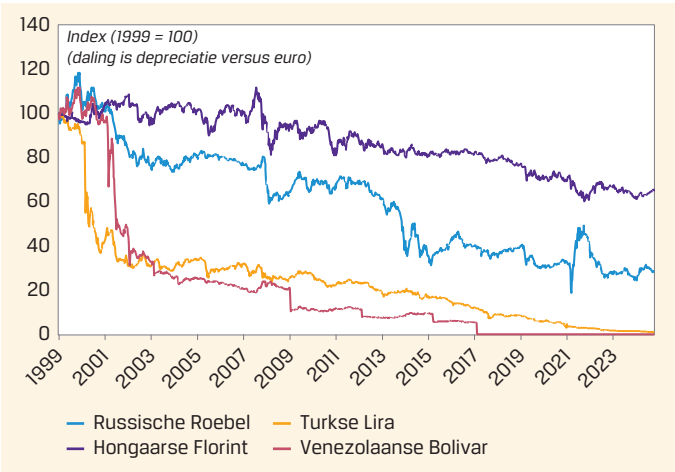
Wat zijn de alternatieven voor marktgewogen aandelenportefeuilles?

Mocht een belegger wensen af te wijken van een marktgewogen aandelenportefeuille en het gewicht van de VS wensen te verlagen, dan opent dat wel een deur naar een reeks operationele en methodologische vragen. Wordt via één fonds in aandelen ontwikkelde markten belegd bijvoorbeeld dan kan het gewicht van de VS niet zomaar worden aangepast. Er zal dan een "MSCI World ex. USA" fonds of bijvoorbeeld een 'Europa' fonds moeten worden toegevoegd, om het gewicht van de VS te verlagen op totaalniveau. In het geval van een discretionair mandaat is dat makkelijker te verwezenlijken. Maar ook dan resteren enkele arbitraire keuzes, namelijk: welke limiet dient gehanteerd te worden voor het gewicht van de VS (50%?)? Of wordt er gekozen voor een alternatieve wegingsmethodiek? Zo zijn er naast de reguliere marktgewogen 'MSCI World Index' ook "GDP-weighted" en "Equal-weighted" varianten beschikbaar van de MSCI World Index. Deze sluiten echter niet altijd goed aan bij de beleggings-overtuigingen. Ook hebben deze alternatieve indices afgelopen tien jaar lager gerendeerd, terwijl wel sprake was van een hogere volatiliteit alsook hogere omloopsnelheid. Kortom, afwijken van marktgewichten kent de nodige obstakels.

Figuur 3
Samenstelling MSCI ACWI Index o.b.v. verschillende maatstaven



Figuur 4
Valutaontwikkelingen ten opzichte van de euro



Bron: Columbia Threadneedle Investments, Bloomberg, oktober 2025

bank hanteert geen kunstmatig lage rente, maar richt zich op inflatiebestrijding en het voorkomen van kapitaalvlucht. Zo verhoogde de Russische centrale bank zowel in 2014 als in 2022 de rente kortstondig fors tot respectievelijk 17% en 20% (momenteel 17%).

Financiële markten: de Russische roebel heeft sinds Poetin aan de macht kwam in 2000 grofweg –70% van zijn waarde verloren ten opzichte van de euro. De yield op Russische staatsobligaties in de JPM EMBI index liet sinds 2000 tot 2021 wegens de begrotingsdiscipline een daling zien van 15/25% tot circa 3% met tijdelijke pieken van circa 8% tot 12% in 2008 (GFC) en 2014 (Krim). In februari 2022 echter –na de Russische invasie in Oekraïne – stelde de EU sancties in, met een verbod voor EU-beleggers om te handelen in nieuwe Russische staatsobligaties. Daarna volgden indexproviders met de boodschap dat Rusland uit obligatie-indices werd gehaald. Obligatiekoersen kelderden. En veel beleggers konden hun posities niet verkopen. Veel beleggers hebben hun Russische obligaties uiteindelijk op nul gewaardeerd.

Russische aandelen maakten sinds de jaren '90 onderdeel uit van de MSCI Emerging Markets Index, maar werden in maart 2022 verwijderd uit deze index na de invasie in Oekraïne en EU-sancties. De handel op de beurs in Moskou werd opgeschort voor niet-ingezetenen, en veel Europese fondsen hebben hun Russische aandelenexposure afgeschreven tot nul. Toch was het rendement op Russische aandelen vanaf 2000 tot de Russische invasie in februari 2022 positief geweest, in een tijd dat het land veranderde in een totale autocratie onder Poetin. Geannualiseerd was het rendement ruim 12% in lokale termen en bijna 7% in euro termen (zonder valuta-afdekking). Dat was ook hoger dan het rendement van de brede MSCI EM-index over die periode van grofweg 6% (geannualiseerd, “euro unhedged”). Ofwel, de Russische invasie in Oekraïne en de EU-sancties hebben tot een desastreus aandelenrendement geleid, en niet de transitie naar een dictatuur onder Poetin.

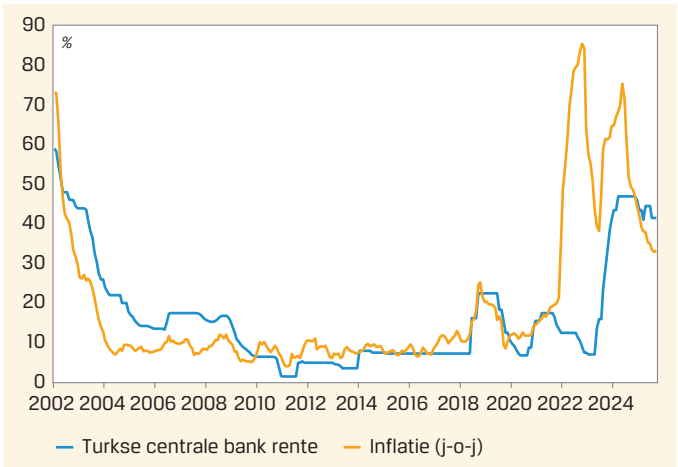
Turkije (2002-2017)

Politieke ontwikkelingen: via vrije verkiezingen komt het AKP in 2002 aan de macht in Turkije, waarna Erdogan in 2003 premier werd en sinds 2014 president. Onder zijn bewind kwam de democratie onder druk (machtsconcentratie, zuiveringen in justitie en leger), en na de mislukte staatsgreep in 2016 volgde een grondwetsreferendum in 2017 dat de presidentiële macht drastisch uitbreidde. Sindsdien is sprake van een autocratie. Freedom House degradeerde Turkije in 2017 van “Partly Free” tot “Not Free”.

Economisch beleid: de begrotingstekorten onder Erdogan fluctueerden van –1% tot –4% BBP, maar de staatsschuld (momenteel grofweg 25% BBP) bleef beheersbaar wegens de hoge groei cijfers (gemiddeld circa 5%). De centrale bank opereerde aanvankelijk relatief onafhankelijk, maar sinds 2018 was sprake van inmenging door Erdogan met kunstmatige lage rentes en het ontslag van meerdere centrale bankiers. Dat heeft tot enkele forse inflatieschokken geleid (25% in 2018 en 85% in 2022). Ook de Turkse lira is hierdoor fors gedeprecieerd, ondanks ingrepen in de valutamarkt sinds 2018 via kapitaalrestricties en valutagaranties. Sinds 2023 is sprake van een ommeezwaai en heeft de centrale bank de rente verhoogd en wordt minder geïntervenieerd in de valutamarkt.

Financiële markten: de Turkse lira is sinds eind 2017 met maar liefst –90% gedeprecieerd versus de euro. De 10-jaars staatsrente is sinds Turkije een autocratie is fors hoger – variërend tussen 10% en 35% – dan in de periode daarvoor. Turkse staatsobligaties hebben sinds eind 2017 tot en met november 2025 een cumulatief rendement opgeleverd van –70% (“euro hedged” basis). De kredietwaardigheid (van S&P) bedraagt BB-. Aandelenkoersen zijn in lokale termen sinds eind 2017 aanzienlijk gestegen wegens inflatie. Aandelen van ondernemingen in Turkije maken onderdeel uit van de MSCI Emerging Markets (EM) Index. Uitgedrukt in euro’s op “unhedged” basis bedraagt het rendement van de MSCI Turkey Index –5% cumulatief.

Figuur 5
Turkije: inflatie en monetair beleid sinds Erdogan tijdperk



Bron: Columbia Threadneedle Investments, Bloomberg, oktober 2025

Dat valt in absolute termen mee, maar relatief is de index achtergebleven bij de MSCI EM Index welke circa +50% heeft gerendeerd cumulatief (uitgedrukt in euro's zonder valuta-afdekking). Gedurende de transitieperiode tot 2017 wisten Turkse aandelen wel gelijke pas te houden met de MSCI EM Index.

Hongarije (2010-2020)

Politieke ontwikkelingen: Onder Viktor Orbán en zijn Fidesz-partij zijn sinds 2010 institutionele instanties in Hongarije uitgehold. In 2020 gaf een wet Orbán uitgebreide macht om bij decreet te regeren. Freedom House bestempelt Hongarije sinds 2020 niet meer als “Free”, maar als “Partly Free” en de Europese Unie sprak in 2022 officieel uit dat Hongarije niet langer kan worden beschouwd als een volwaardige democratie.

Economisch beleid: onder Orbán is sprake van overheids-tekorten (mede door infrastructuur uitgaven), maar dat was ook al het geval voordat hij aantrad. Tot de COVID-pandemie in 2020 was sprake van een dalende staatsschuldquote door een groeiende economie. Daarna is deze gestegen tot 75% (2025) door oplopende tekorten en lage groei. De inflatie steeg tijdens de energiecrisis in Europa tijdelijk tot 25% begin 2023, maar was in de overige jaren niet buitensporig. De centrale bank opereert formeel onafhankelijk, maar wel heeft Orbán openlijk kritiek geuit op het te hoge renteniveau, en ook via benoemingen heeft hij invloed. Ten aanzien van de forint is sprake van een flexibele wisselkoers.

Financiële markten: de Hongaarse forint is sinds het aantreden van Orbán in 2010 grofweg –30% in koers gedaald versus de euro (oktober 2025). De 10-jaars Hongaarse staatsrente daalde in de periode 2010-2020 van grofweg 8% tot 2% in lijn met de centrale bankrente, een dalende schuldquote en internationale rentebewegingen. Sinds de inflatieschok en de oplopende tekorten is de rente inmiddels wel gestegen tot 6,76%. De kredietwaardigheid (van S&P) bedraagt BBB-, gelijk aan toen Orbán aantrad.

Aandelen van ondernemingen in Hongarije maken onderdeel uit van de MSCI Emerging Markets Index. Sinds Orbán in april 2010 aan de macht is gekomen, heeft de MSCI Hungary Index in lokale termen 300% cumulatief opgeleverd (9,4% geannualiseerd). Uitgedrukt in euro's zonder afdekking van het valuta-risico was het rendement geannualiseerd +6,6%. Dat was hoger dan de brede MSCI EM index (+5,7% geannualiseerd, “euro unhedged”). En ook sinds Hongarije als slechts “Partly Free” wordt beschouwd heeft de MSCI Hungary Index de brede MSCI EM Index verslagen (geannualiseerd 22% versus 11%).

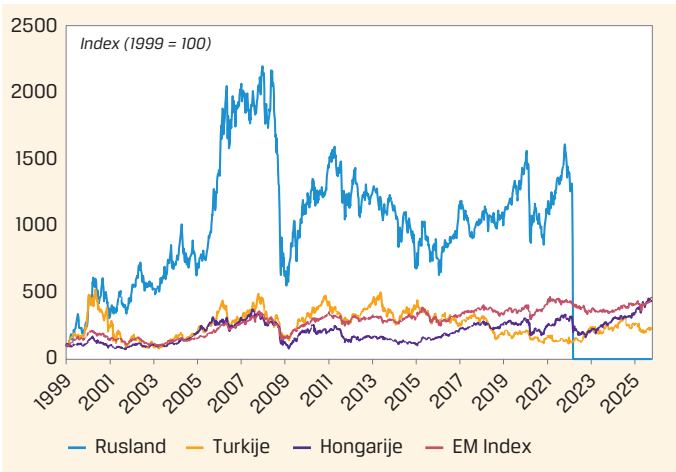
Venezuela (1999-2017)

Politieke ontwikkelingen: tot 1999 gold Venezuela als een democratie met sterke instituties. Toen Hugo Chavez aan de macht kwam bewoog het land geleidelijk richting een autocratie. Dat versnelde in 2013 toen Nicolas Maduro na zijn dood aan de macht kwam en onder meer protesten met geweld onderdrukte. In 2015 werd de oppositie ondanks een meerderheid buiten spel gezet. Freedom House classificeert Venezuela sinds 2017 als “Not Free”, en de Europese Unie erkent Maduro sinds 2019 niet meer als legitieme president. [En op 3 januari 2026 werd middels een militaire actie van de VS president Maduro overgebracht naar de VS om daar berecht te worden].

Economisch beleid: onder Chavez en Maduro was sprake van forse overheidsuitgaven voor sociale programma's. De olie-inkomsten waren niet voldoende om dit te dekken, waardoor ook veel schuld uitgegeven moest worden en eveneens geldcreatie werd ingezet. Het verlies van de onafhankelijkheid van de centrale bank, kunstmatig lage rentes en de explosieve geldgroei zorgden voor hyperinflatie. Er was sprake van valutacontroles, met als gevolg grote verschillen tussen officiële en zwartemarktkoersen, en uiteindelijk meerdere devaluaties van de Venezolaanse bolivar.

Financiële markten: de Venezolaanse bolivar is sinds 1999 vrijwel zijn volledige waarde verloren versus de USD en de euro. De yield op Venezolaanse staatsobligaties (bron: JPM) liet aanvankelijk nog een daling zien van circa 14% in 1999 tot 7% in 2007. In 2017 werd echter een niveau bereikt van meer dan 50% en in 2022 tijdelijk zelfs meer dan 600%. Venezuela kwam in november 2017 haar betalingsverplichtingen op buitenlandse schuld niet meer na. S&P geeft sindsdien ook geen kredietwaardigheidsoordeel meer af. Aandelen van ondernemingen in Venezuela maakten tot 2018 onderdeel uit van de MSCI Emerging Markets Index. Daarna werd Venezuela geleidelijk uit de Index gehaald, eerst via een “standalone market” status en daarna volledig. In lokale termen toont de beurs in Caracas enorme koersstijgingen, maar uitgedrukt in harde valuta hebben Venezolaanse aandelen sinds 1999 bijna al hun waarde verloren door hyperinflatie en een implosie van de bolivar. (In de afgelopen twaalf maanden is overigens sprake van een forse rally in lokale termen (+700%) door dollarisering, versoepeling van kapitaalcontroles, en speculatie op politieke verandering.)

Figuur 6
Koersontwikkeling aandelenindices (euro-basis, unhedged)



Bron: Columbia Threadneedle Investments, Bloomberg, MSCI (EM, Hongarije, Turkije), FTSE (Rusland), oktober 2025

SAMENVATTING EMPIRISCHE ANALYSE

Het empirische perspectief wat betreft de impact op financiële activa van een transitie van een democratie naar een autocratie laat zich als volgt samenvatten:

Valuta's: in alle vier landen was sprake van een aanzienlijke depreciatie van de valuta's, variërend van –30% (Hongarije) tot vrijwel een totaal verlies (Venezuela).

Staatsobligaties: deze toonden uiteenlopende resultaten in landen bij transitie naar een autocratie, afhankelijk van de begrotingsdiscipline en eventuele internationale sancties en hyperinflatie. Staatsobligaties werden voor euro-beleggers waardeloos in het geval van Venezuela ("default") en Rusland (sancties). Turkse obligaties verloren fors aan waarde door inflatie en een depreciatie. Rentes op Hongaarse obligaties tot slot zijn relatief stabiel gebleven en daalden zelfs in de transitie periode.

Aandelen: deze presteerden in enkele gevallen nog positief tijdens de transitie van een democratie naar een autocratie, zoals bijvoorbeeld in Hongarije (absoluut en relatief versus de EM index), of in Rusland (ook absoluut en relatief tot het moment van de invasie in Oekraïne. Na de invasie werden Russische aandelen afgeschreven tot nul. Turkse aandelen rendeerden in lijn met de EM Index gedurende de transitie, maar sinds 2017 negatief (absoluut en versus de EM index). Venezolaanse aandelen tot slot verloren bijna al hun waarde voor buitenlandse beleggers door hyperinflatie en een valuta-implosie.

Een transitie van een democratie naar een autocratie vormt op basis van deze analyse het grootste risico voor valutamarkten. Dan volgen staatsobligaties en daarna pas aandelenmarkten. In hoeverre een autocratisering negatief uitpakt voor staatsobligaties en aandelen hangt in belangrijke mate af van in hoeverre de onafhankelijkheid van de centrale bank onder druk komt te staan en in welke mate de begrotingsdiscipline wordt losgelaten.

NUANCERINGEN

Hoewel het geschetste beeld voor Amerikaanse aandelen negatief is indien de VS verder afglijdt richting een autocratie zijn ook enkele nuanceringen op zijn plaats.

Zo zijn de Verenigde Staten economisch, financieel, technologisch en militair dermate belangrijk, dat sancties door de EU niet zeer waarschijnlijk zijn mocht de situatie verder verslechteren.

Ook zullen de gevolgen voor de VS bij een verdere autocratisering anders zijn dan voor kleine landen, wegens de sleutelrol die de Amerikaanse dollar en Amerikaanse staatsobligaties spelen in internationale reserves, in het wereldwijde financiële systeem, en in de internationale handel. En wegens de verwevenheid van internationale financiële markten en economieën, zal een eventueel verder afglijden naar een autocratie niet alleen Amerikaanse activa schaden, maar wereldwijd negatieve gevolgen kunnen hebben. Ofwel, met het verkopen van Amerikaanse aandelen zijn Europese beleggers niet immuun voor een eventuele verdere uitholling van de democratie in de VS. Tot slot is het vermeldenswaardig dat China zeer laag scoort als democratie, en door zowel Freedom House, de Economist Intelligence Unit als door V-Dem wordt aangemerkt als een volledige autocratie. Desondanks is er geen sprake van bijvoorbeeld sancties door de EU. Ook vormt het geen belemmering voor de opname van Chinese beleggingsinstrumenten in markt-gewogen aandelen en obligatie-indices van gerenommeerde index leveranciers zoals MSCI, FTSE en J.P. Morgan. Voorts zijn de meeste Europese institutionele investeerders belegd in Chinese aandelen en Chinese staatsobligaties.

Noten

- 1 <https://freedomhouse.org/about-us>.
- 2 https://v-dem.net/documents/61/v-dem-dr_2025_lowres_v2.pdf.
- 3 <https://protectdemocracy.org/threat-index/>.