

# Verkiezingen VS zetten economie op scherp

Sandra Phlippen, Chief Economist

Tel. +31 (0)20 628 1368 / [sandra.phlippen@nl.abnamro.com](mailto:sandra.phlippen@nl.abnamro.com)

*Het belooft een allesbehalve saai jaar te worden. We verwachten dat er in de eerste helft van 2020 een einde komt aan de vertraging van de wereldeconomie. In de tweede helft trekt de groei weer aan, zij het gematigd. Wel zien we enkele gebeurtenissen en problemen die we scherp in de gaten moeten houden. De presidentsverkiezingen in de VS in november worden het belangrijkste ijkpunt: de uitslag hiervan wordt een cruciale factor voor de meeste andere problemen en risico's die we voor de komende jaren voorzien.*

## **Komt de liberale wereldorde terug of verdwijnt deze?**

De enige gebeurtenis die mogelijk de richting van de wereldeconomie kan veranderen, is de verkiezing van een nieuwe Amerikaanse president op 3 november. Als de Democratische kandidaat de huidige president verslaat, dan wordt de liberale internationale orde die de wereld in de afgelopen 30 jaar heeft gevormd, wellicht hersteld. Mocht de huidige president worden herverkozen, dan wordt ons multilateraal systeem verder ontmanteld: de goederenketens gaan verschuiven, de technologische integratie komt tot stilstand en de wereldwijde voorziening van publieke goederen komt in gevaar omdat de verantwoordelijke instellingen de hiervoor benodigde steun zien afbrokkelen.

We hebben Trump leren kennen als een president die lak heeft aan de internationale order. Of het nu om handelsovereenkomsten via de Wereldhandelsorganisatie (*World Trade Organization – WTO*) gaat, om het klimaatakkoord van Parijs of om instellingen zoals de Amerikaanse centrale bank (*Federal Reserve – Fed*) die tot doel hebben de economie te stabiliseren; president Trump heeft systematisch geprobeerd deze te ondermijnen. Trump onderkent niet echt de voordelen van internationale instellingen en afspraken; hij is vooral geïnteresseerd in concrete akkoorden waarbij hij een transactiegerichte aanpak volgt.

Van de instellingen en afspraken die onder vuur kwamen te liggen, hebben sommige (Fed en klimaatakkoord van Parijs) beter stand gehouden dan andere (WTO). Nog eens vier jaar van politieke terugtrekking of ontwijking door Trump als president zou wel eens teveel kunnen worden voor de instellingen die de internationale orde overeind houden. Zo is vorig jaar december de beroepsinstantie van de WTO, die het eindoordeel over oneerlijke handelspartijen uitspreekt, ontbonden als gevolg van de weigering van Trump om nieuwe rechters te benoemen. Bovendien is de vrij nieuwe, door Trump geïntroduceerde praktijk om op grond van de nationale veiligheid handelstarieven op te leggen al in minstens zes andere gevallen toegepast.

## **Wie wordt de baas in de VS?**

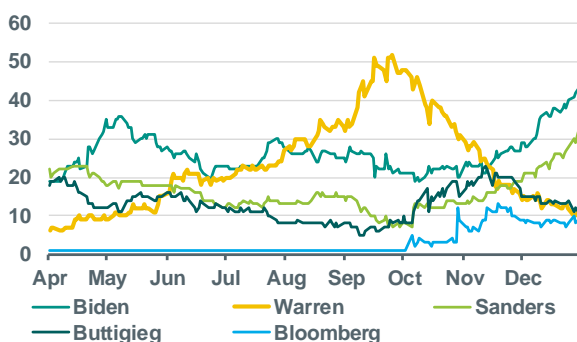
Op dit moment is volgens ons de kans dat Trump wordt herverkozen, iets groter dan de kans dat een kandidaat van de Democraten de verkiezingen wint. Dit is vooral gebaseerd op het feit dat in het verleden een zittende president uitsluitend niet werd herverkozen als de economie zich in een recessie bevond. Omdat we niet verwachten dat de economie dit jaar naar een recessie afglijdt, schatten we de kansen van Trump iets hoger in. De Democratische presidentskandidaat is nog niet bekend, dus alles kan nog veranderen. In de peilingen voor de Democratische nominatie

gaat Joe Biden aan de leiding. Hij wordt als de sterkste tegenstander van Trump gezien. De kans dat Biden de voorverkiezingen wint, is 43%.

De toestand van de economie is altijd een belangrijke indicator van de verkiezingsuitslag geweest. Een stijging van de index van het consumentenvertrouwen met één procentpunt werd steeds gevolgd door een toename van de populariteit van de president met een half procentpunt. Deze voorspellende waarde is sinds 2008 volledig afwezig. Indien dit nu nog steeds zo is, zegt het huidige hoge consumentenvertrouwen niet veel over de uitslag van de komende verkiezingen.

### Joe Biden maakt grootste kans op nominatie

Impliciete winstkans Democratische nominatie, %



Bron: *PredictIt.org*, Bloomberg, ABN AMRO Economisch Bureau

### Populariteit Trump is licht gestegen

Populariteit, %



Bron: *RealClearPolitics*, Bloomberg, ABN AMRO Economisch Bureau

## Gevolgen voor wereldhandel

De uitslag van de Amerikaanse presidentsverkiezingen zal een sterke stempel drukken op de ontwikkeling van de wereldhandel en de handelsconflicten. Bij een overwinning van Trump blijft het handelsconflict hoog op onze lijst met aandachtspunten staan, ondanks het Fase I-akkoord. Dit eerste fragiele deelakkoord is zeker positief, maar we zien het toch meer als een vermindering van de negatieve risico's voor de economische groei versus het alternatieve scenario van een verdere escalatie. Dit heeft voor een deel te maken met het feit dat het protectionistische beleid, waarvan de oplopende spanningen tussen de VS en China slechts een symptoom waren, nog steeds intact is. Het onvoorspelbare getwitter van Trump en de daadwerkelijke aanvallen op handelspartners creëren onzekerheid, tasten het mondiale ondernemersvertrouwen aan en vertragen de investeringsuitgaven en in het verlengde daarvan de wereldhandel en de groei van de wereldeconomie. Bovendien moeten de moeilijkste onderwerpen in de handelsbesprekingen met China – de handelspraktijken op het vlak van technologie – nog aan bod komen.

Als een Democraat de nieuwe president wordt, nemen de handelsspanningen tussen de VS en China vermoedelijk sterk af en wordt de dreiging van een toekomstig handelsconflict met Europa afgewend. Wel zien we voor de financiële markten een kortetermijnrisico. Mocht Elizabeth Warren of Bernie Sanders de strijd om de Democratische nominatie winnen, of zelfs tot president worden gekozen, dan ligt een negatieve marktreactie in de lijn der verwachting omdat de kans op hogere belastingen en strengere regelgeving toeneemt. Op dit moment is de waarschijnlijkheid van dit scenario relatief gering, maar het is nog vroeg.

## Problemen in China reiken verder dan de handel

De hervkiezing van Trump als president zou voor China de onzekerheid met zich meebrengen dat de spanningen aan het handelsfront weer oplopen. Maar los van een eventuele hernieuwde escalatie van het handelsconflict, kampt China met binnenlandse problemen. Het is van cruciaal belang of de Chinese autoriteiten het juiste evenwicht kunnen vinden tussen enerzijds een beheersbaar schuldniveau zonder een te sterke afkoeling van de groei en anderzijds voldoende

stimulering, indien nodig, om de economie te steunen. Tegelijkertijd streeft China naar een structurele verschuiving van het groeimodel van uitvoer en investeringen naar consumptie en diensten. Een drijvende kracht achter deze verschuiving is de vergrijzing die in China nog sneller dan in de westerse wereld gaat.

Mocht de handelsoorlog opnieuw escaleren en voor sterke tegenwind zorgen, dan wordt het herstel van de economische groei in China lastiger dan in de twee voorgaande opgaande conjunctuurfases in 2010-11 en 2016-17. De stimulering verloopt nu meer stapsgewijs dan in vorige periodes als gevolg van bepaalde restricties die op de langere termijn spelen, zoals de noodzaak om de totale schuld niveaus in de hand te houden en een zeepbel op de huizenmarkt te voorkomen.

### China: M1-geldhoeveelheid

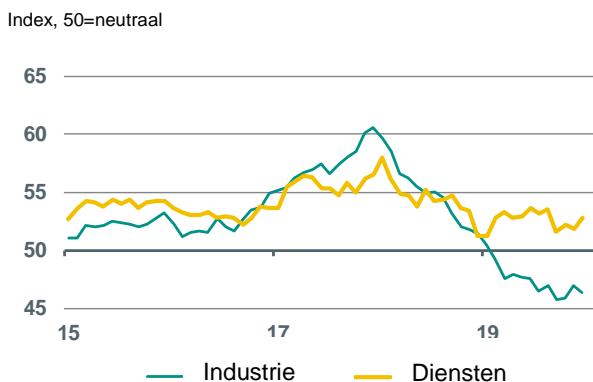


Bron: Bloomberg

Uitgaande van de veronderstelling dat de handelsoorlog het komende jaar niet opnieuw escaleert en de autoriteiten stapsgewijze stimulering blijven toepassen, vooral gericht op de private sector, verwachten we dat de economische groei dit jaar stabiliseert. De totale schuld niveaus lopen inmiddels weer op, zij het niet zo snel als in het verleden (zie ook [Visie op China 2020: Groei stabiliseert in Jaar van de Rat](#)).

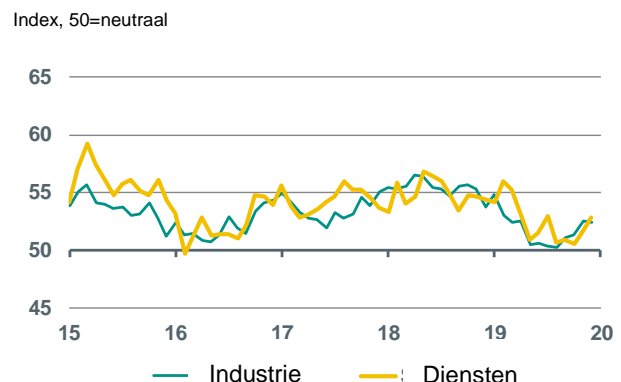
In zowel de VS als de eurozone is de dienstensector opmerkelijk goed op peil gebleven, terwijl de verwerkende industrie sterk inzakte (vooral in Europa) naarmate de handelsoorlog verergerde. Als de zwakte van de industrie langer aanhoudt, zal dit de banengroei uiteindelijk vertragen en daarmee het consumentenvertrouwen, de consumptie en de bredere economie, inclusief de dienstensector, aantasten.

### Eurozone: PMI



Bron: Thomson Reuters Datastream

### VS: PMI



Bron: Thomson Reuters Datastream

Indien de dienstensector de pijn van een terugval in de industrie als gevolg van het handelsconflict kan verzachten of in ieder geval voor zich uit kan schuiven, dan maakt het volgens ons mogelijk minder uit wie de volgende president van de VS wordt. De weerbaarheid van de dienstensector is dus iets om alert op te zijn.

### Fundamentele herevaluatie door ECB wordt urgenter bij herverkiezing van Trump

De uitslag van de verkiezingen in de VS is ook relevant voor de Europese Centrale Bank (ECB) en de evaluatie van haar beleid. Indien na de herverkiezing van Trump de onzekerheid aan het handelsfront toeneemt en economieën hierdoor slecht draaien, zal de ECB de teugels verder moeten laten vieren. In deze situatie worden de vragen die de ECB zich bij haar beleidsevaluatie stelt, belangrijker. Hoe ver kunnen de rentes worden verlaagd voordat het omslagpunt wordt bereikt en ze geen stimulerende maar een remmende werking hebben? Hoe moet de ECB inspelen op een structureel te lage inflatie? Is een bandbreedte voor de inflatiedoelstelling een optie? En mag de inflatie dan boven deze bandbreedte uitstijgen als deze eerder eronder lag?

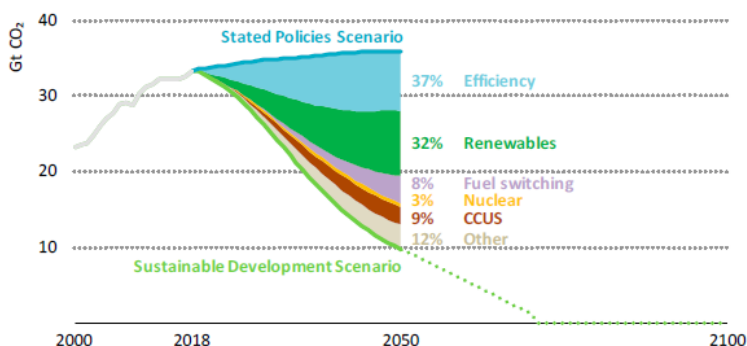
Een bijkomend verschijnsel van een herverkiezing van Trump is dat hij, met het oog op zijn populariteit, mogelijk politieke druk blijft uitoefenen om de economie te stimuleren. Dit zou de publieke perceptie van de onafhankelijkheid van centrale banken kunnen ondermijnen.

Tot slot rest de vraag of de ECB haar activa-aankoopprogramma aan klimaatbeleid moet koppelen. Deze vraag wordt relevanter indien regeringen zich minder voor het klimaat willen inzetten. De opzegging van het klimaatakkoord van Parijs door de VS betekende een grote terugslag. Als Trump wordt herverkozen, komt hierin geen verandering.

### Kunnen ontkenning en uitstel de klimaatactie doen ontsporen?

Nog eens vier jaar Trump als president vertaalt zich vermoedelijk in onvoldoende of zelfs helemaal geen nationaal klimaatbeleid in de VS. Trump gelooft niet in klimaatverandering door toedoen van de mens. Omdat de VS zichzelf carte blanche op klimaatgebied heeft gegeven, neemt de kans toe dat ook veel andere landen klimaatactie niet serieus nemen. Hierdoor zal beleid om de opwarming van de aarde onder 2 graden Celsius te houden steeds verder uiteenlopen.

#### Vermindering CO<sub>2</sub>-uitstoot in Sustainable Development Scenario versus Stated Policies Scenario, 2010-2050



Bron: IEA, 2019

Als het noodzakelijke klimaatbeleid lang wordt uitgesteld en er vervolgens plotseling een inhaalslag moet worden gemaakt, kan dit tot economische ontwrichting leiden. Volgens het Europees Comité voor systeemrisico's (*European Systemic Risk Board* – ESRB) kan dit scenario van 'te laat, te plotseling' significante nadelige gevolgen voor het Europese financiële stelsel hebben (zie kader hieronder).

**Hoe ziet een scenario van ‘te laat, te plotseling’ er uit?**

Dit scenario doet zich voor bij een late en abrupte transitie weg van fossiele brandstoffen, waarbij de situatie nog wordt verergerd door relatief geringe investeringen in infrastructuur voor alternatieve energie en onderzoek & ontwikkeling. In een dergelijk scenario leidt de onderliggende politieke economie tot een late en plotselinge invoering van beperkingen voor het gebruik van CO<sub>2</sub>-intensieve energie. Met als gevolg een sterke stijging van de energiekosten, een tijdelijk ontoereikende energievoorziening, een plotselinge economische veroudering van bedrijfsmiddelen, een abrupte herwaardering van reserves van fossiele brandstoffen en een aanpassing van de marktwaarde van ondernemingen afhankelijk van hun gebruik van CO<sub>2</sub>-intensieve middelen, grondstoffen of technologieën (bron: ESRB, 2016). De gevolgen van een harde landing zouden worden versterkt door de feedbackloops vanuit de macro-economie en de financiële markten.

De combinatie van enerzijds uitstel van en verschil in klimaatbeloftes en -acties en anderzijds het groeiende succes waarmee klimaatprocessen worden aangespannen, is naar onze mening een risico dat we in 2020 goed in de gaten moeten houden.

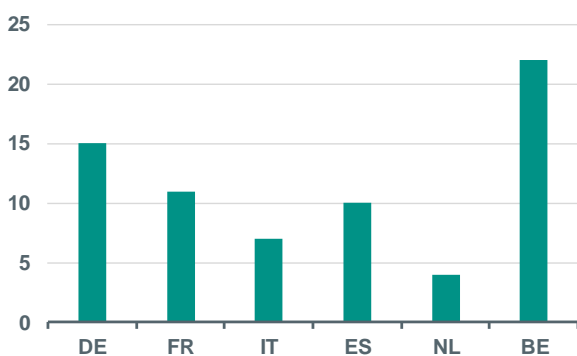
**Uitstel in Europa**

Ook in Europa zijn de verschillen tussen doelstellingen en huidig beleid opmerkelijk. Zo blijven projecties op basis van het huidige beleid duidelijk achter bij de ambitieuze en bindende doelstellingen voor de vermindering van de uitstoot van broeikasgassen (-40% in 2030 ten opzichte van 1990).

Als de huidige beleidsdoelen worden gerealiseerd, loopt de EU28 in 2020 naar schatting 6% achter op de doelstelling. De onderstaande tabel laat zien dat de kloof tussen doelstellingen en actueel beleid (indien volledig gerealiseerd) na 2021 snel groter wordt (zie ook: <https://insights.abnamro.nl/en/2020/01/euro-watch-green-bond-issuance-to-explode/>).

**Analyse concept Nationaal Energie- en Klimaatplan**

Emissie broeikasgassen niet-ETS (% reductiedoelstelling)  
Kloof tussen projecties op basis van bestaande beleidsmaatregelen en EU-verplichtingen (pp)



Bron: Europese Commissie

We nemen minstens twee factoren waar die in de nabije toekomst tot verder uitstel kunnen leiden. Ten eerste zal het, als gevolg van de uiteenlopende belangen van individuele landen, niet eenvoudig zijn om beleidsinitiatieven gericht op een gereguleerde vermindering van de emissie, zoals het Europees systeem voor de handel in emissierechten (*EU Emissions Trading System* – EU ETS), te implementeren. In 2019 stabiliseerden de EU ETS prijzen rond EUR 25 per ton. Indien de EU de prijzen verder wil opdrijven om de CO<sub>2</sub>-uitstoot sneller terug te dringen, moet zij haar ETS-beleid aanpassen. Omdat niet alle landen op één lijn zitten, gaat dit mogelijk langer duren dan wenselijk is.

Een tweede factor die uitstel kan veroorzaken, betreft capaciteitsbeperkingen. Her en der binnen de EU zien we dat de opschaling van zonne- en windenergie tot opstoppingen in het elektriciteitsnet leiden. De investeringen in het elektriciteitsnet zijn ontoereikend om de groei van duurzame energie bij te benen. Hierdoor worden mogelijk suboptimale oplossingen toegepast of moet de invoeding van duurzame energiebronnen in het net tijdelijk deels worden stopgezet. Tegelijkertijd zien we dat de vraag naar energie nog altijd sneller groeit dan de capaciteit van duurzame energie.

### Plotselinge beleidsactie

Stel dat beleidsmaatregelen zijn uitgesteld of niet toereikend zijn. Ligt het dan voor de hand dat regeringen – met name in de eurozone – plotsklap een inhaalslag maken en beleid implementeren dat een economische of financiële schok zou kunnen veroorzaken? Logischerwijs zijn de argumenten van economische tegenspoed die eerder werden aangevoerd om beleidsactie tegen te houden, later nog steeds van kracht. We zien echter twee factoren die een dergelijke radicale koerswijziging zouden kunnen bewerkstelligen: 1) waargenomen klimaatverandering (bijvoorbeeld natuurrampen) waardoor kiezers direct radicale maatregelen eisen, en/of 2) gerechtelijke uitspraken in klimaatprocessen die overheden dwingen om een inhaalslag te maken en eerdere beloftes na te komen.

Klimaatverandering is veeleer een langetermijnproces waardoor politici minder actief kunnen zijn dan zij wellicht zouden willen. Juridische procedures over klimaatkwesties zijn een groeiende trend. Vorig jaar hebben honderden niet-gouvernementele organisaties (ngo's) in Italië, Ierland, Duitsland en Nederland hun regering aangeklaagd omdat ze zich niet voldoende inspanden om hun burgers tegen de gevolgen van klimaatverandering te beschermen. De Nederlandse regering ging in cassatieberoep tegen de uitspraak en voerde daarbij aan dat het klimaatbeleid een zaak van de politiek en niet van de rechter is. Op 20 december bekrachtigde de Hoge Raad de uitspraak. Eerder in 2019 besloot de Europese Commissie dat de Nederlandse regering verantwoordelijk is voor het behoud van het milieu, zelfs indien dit betekent dat aan de bouw en het transport beperkingen moeten worden opgelegd. Dit leidde tot de stikstofcrisis, die volgens onze schattingen de bbp-groei minstens met een kwart procentpunt zal drukken ([zie Visie op Nederland 2020 – Groei economie onder druk?](#)).

### DISCLAIMER

*Dit document is samengesteld door ABN AMRO. Het heeft uitsluitend als doel om financiële en algemene informatie te verstrekken over de economie. ABN AMRO behoudt zich alle rechten voor met betrekking tot de informatie in het document en het document wordt uitsluitend aan u verstrekt voor uw informatie. Het is niet toegestaan dit document (geheel of deels) te kopiëren, distribueren, door te geven aan een derde of om het voor enig ander doel te gebruiken dan hier boven bedoeld. Dit document is informatief bedoeld en vormt geen aanbieding van effecten aan het publiek, of een uitnodiging om een aanbod te doen.*

*U mag niet om welke reden dan ook vertrouwen op de informatie, meningen, beramingen, en aannames in dit document noch dat het compleet, accuraat of juist is. Er wordt geen garantie gegeven, uitdrukkelijk of stilzwijgend, door of uit naam van ABN AMRO, haar directieuren, functionarissen, vertegenwoordigers, gelieerde partijen, groepsmaatschappijen of werknemers met betrekking tot de juistheid of volledigheid van de informatie in dit document, en geen enkele aansprakelijkheid wordt geaccepteerd voor enig verlies als direct of indirect gevolg van het gebruik van deze informatie. De opvattingen en meningen opgenomen hierin kunnen op enig moment aan verandering onderhevig zijn en ABN AMRO heeft geen enkele verplichting om de informatie in dit document na de datum hiervan te herzien.*

*Voordat u in enig product van ABN AMRO investeert, dient u zich te informeren over de verschillende financiële en andere risico's, alsmede mogelijke beperkingen voor u en uw investeringen als gevolg van toepasselijke wetgeving en regels. Indien u, na lezing van dit document, overweegt een investering te doen in een product, raadt ABN AMRO aan om een dergelijke investering met uw relatiemanager of persoonlijke adviseur te bespreken om nader te bezien of het relevante product – met inachtneming van alle mogelijke risico's – past bij uw investeringen. De waarde van beleggingen kan fluctueren. In het verleden behaalde resultaten bieden geen garanties voor de toekomst. ABN AMRO behoudt zich het recht voor wijzigingen in dit materiaal aan te brengen.*

*Alle rechten voorbehouden*