

Macro Watch

Group Economics | 23 Juli 2024

Rogier Quaedvlieg, Senior VS Econoom | rogier.quaedvlieg@nl.abnamro.com

Macro-implicaties van de Amerikaanse verkiezingen - Trump-heffingen veroorzaken een recessie

- Een overwinning van de Democraten verandert het economische traject van de VS slechts marginaal, een overwinning van de Republikeinen beïnvloedt de economie drastisch.
- Volledige implementatie van de Trump-heffingen zal inflatie aanwakkeren en de VS in een recessie brengen.
- Permanente invoering van de importheffingen leidt tot permanente schade aan het BBP- en prijsniveau.
- Een verdeeld Congres verbetert economische uitkomsten t.o.v. een volledige overwinning.

De Amerikaanse presidentsverkiezingen naderen met rasse schreden. De plannen van de twee partijen voor de economie, zoals het belasting-, handels- en immigratiebeleid, lopen sterk uiteen. We simuleren het effect van het voorgestelde beleid op de Amerikaanse economie tijdens de volgende presidentiële termijn. We richten ons op economische uitkomsten op hoog niveau, zoals groei, inflatie, werkgelegenheid en de beleidsrente van de Fed op basis van geplande veranderingen in vennootschaps- en persoonlijke belastingen, importheffingen, overheidsuitgaven en immigratiebeleid.^{1,2} We maken voorspellingen voor de Amerikaanse economie afhankelijk van een bepaalde verkiezingsuitkomst, zonder de waarschijnlijkheid van dergelijke uitkomsten te wegen. Het doel van dit stuk is om objectief de implicaties van de voorgestelde economische plannen van de partijen te analyseren, niet om een directe voorspelling te geven voor de Amerikaanse economie tot 2028.

Onze aannames over de beleidsplannen van Trump zijn gebaseerd op zijn campagnewebsite, verschillende toespraken en interviews. We nemen de beleidsplannen van Project 2025 niet expliciet op, vanwege hun betwiste aard en omdat ze soms in strijd zijn met de communicatie van Trump zelf. President Joe Biden heeft net aangekondigd dat hij zich terugtrekt uit de presidentsverkiezingen. De huidige koploper om hem te vervangen, gesteund door Biden zelf, is vicepresident Kamala Harris. We denken niet dat de uiteindelijke kandidaat een drastisch ander economisch beleid zal voeren dan president Biden oorspronkelijk van plan was. Daarom baseren we onze aannames over de economische plannen van de Democratische kandidaat op het begrotingsvoorstel voor 2025. Mochten zich belangrijke veranderingen voordoen, dan zullen we deze analyse bijwerken. Aan het einde van dit document staat een overzicht van onze expliciete aannames over de beleidsplannen.

We beschouwen vier verschillende verkiezingsuitkomsten, die verschillen in wie de presidentsverkiezingen wint en welke partij de controle krijgt over de Senaat en het Huis van Afgevaardigden. Het Huis is momenteel Republikeins, terwijl de Senaat een Democratische meerderheid heeft. Dit is waarschijnlijk niet de uitkomst van de komende verkiezingen. Om de meerderheid in de Senaat te veroveren, hebben de Republikeinen slechts één van

¹ De analyse in dit document is gebaseerd op een grote Bayesiaanse VAR die speciaal ontworpen is om deze beleidsveranderingen te beoordelen. Onze officiële projecties zijn gebaseerd op een zorgvuldige afweging van verschillende scenario's en vallen niet samen met een van de individuele scenario's die hier worden gepresenteerd. Het referentiescenario in dit document is een scenario bij ongewijzigd beleid, in plaats van het basisscenario in onze projecties.

² Een groot deel van het beleid van de partijen is herverdelend van aard, wat een andere maatstaf biedt om het beleid te evalueren. Hoewel we belastingen en kredieten in verschillende delen van de inkomensverdeling opnemen als onderdeel van het beleid in ons model, richten we ons alleen op de geaggregeerde macro-uitkomsten.

de vijf zetels nodig waar de peilingen wijzen op een krappe race. In het Huis moeten de Democraten vier extra zetels veroveren om een meerderheid te behalen. Huidige peilingen suggereren dat dit geen onmogelijke uitkomst is. Op basis van deze overwegingen is er sprake van een *Volledige Republikeinse overwinning*, waarbij Trump het presidentschap wint en de Republikeinen zowel het Huis als de Senaat in handen hebben. Bij een *Gedeeltelijke Republikeinse overwinning* behalen de Democraten de meerderheid in het Huis. In een dergelijk scenario zal Trump meer moeite hebben om plannen door te zetten die hij niet kan uitvoeren met 'Executive Orders,' in het bijzonder het belastingbeleid. Hij zal niet slagen in zijn voorgenomen importheffingsbeleid, maar genoeg moeten nemen met een zwakkere en niet-universele heffing. Bij een *Volledige Democratische overwinning* winnen de Democraten het presidentschap en hebben ze meerderheden in het Congres, waardoor ze het volledige fiscale voorstel kunnen uitvoeren. Als de Senaat Republikeins wordt, zal het opnieuw vooral het belastingbeleid zijn dat moeilijk uit te voeren zal zijn. We vergelijken deze scenario's met een *referentiescenario* waarin het huidige beleid gehandhaafd blijft.

De bevindingen kunnen in grote lijnen als volgt worden samengevat. Een *Volledige Republikeinse overwinning*, en in het bijzonder de invoering van de universele importheffing, zal de VS in een recessie doen belanden. De inflatie zal aanzienlijk stijgen en het grootste deel van de presidentiële termijn hoog blijven. Het strengere immigratiebeleid leidt tot een zwakker arbeidsaanbod juist wanneer de vraag door de recessie daalt, zodat het effect van de recessie op de werkloosheid relatief klein is. Hierdoor heeft de Fed geen reden om af te zien van renteverhogingen en bestrijdt ze de inflatie. De handelsbalans verbetert aanvankelijk, maar verslechtert op de lange termijn. In het geval van een overwinning van de Democraten zet de economie grotendeels haar huidige traject voort. De inflatie zal zoals verwacht dalen tot het streefcijfer en de Fed zal de rente verlagen. De verhoging van de vennootschapsbelasting tempert de groei enigszins, maar heeft als voordeel dat de verhouding tussen de staatsschuld en het BBP niet toeneemt tijdens het presidentschap. Tegen het einde van de termijn liggen BBP-groei, inflatie, werkloosheid en de Fed-rente op vergelijkbare niveaus voor de scenario's, maar het BBP-niveau, het prijsniveau en de totale werkgelegenheid zijn aanzienlijk slechter in het geval van een Republikeinse overwinning. Een volledig overzicht van de ramingen volgens de vijf scenario's staat aan het einde van dit document.

Een Republikeinse overwinning

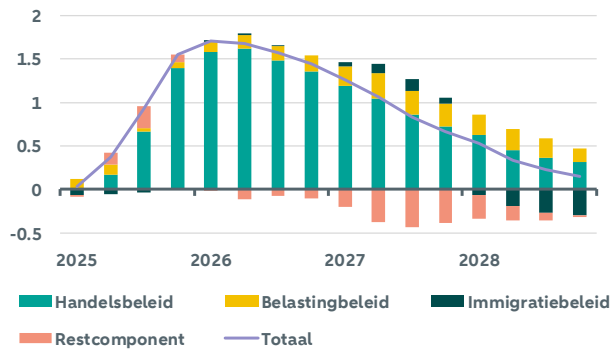
We beginnen met de implicaties van het Republikeinse Overwinningsscenario, dat leidt tot drie grote beleidsveranderingen. Ten eerste komt er een universele importheffing van 10%.³ Ten tweede wordt de vennootschapsbelasting verlaagd naar 15% en ten derde wordt de immigratie aanzienlijk teruggedrongen. De impact van de universele importheffing is groot. Er is een onmiddellijk effect op de inflatie. De hogere kosten van geïmporteerde goederen zullen geleidelijk worden doorberekend in de eindproducten. De inflatie stijgt met 1,7% ten opzichte van het referentiescenario, bijna volledig toe te schrijven aan de importheffingen. Er is extra inflatoire druk door de fiscale stimulans van de belastingverlagingen, maar een beperkte impact van het zwakkere arbeidsaanbod als gevolg van het strengere immigratiebeleid, aangezien de economie in een vergelijkbaar tempo vertraagt. Het dempende effect dat in de restcomponent is opgenomen, omvat onder andere de indirecte effecten van een appreciatie van de wisselkoers. De importheffingen bereiken hun beleidsdoel van verbetering van de handelsbalans niet. Aanvankelijk verminderen ze de invoervraag voldoende om het Amerikaanse handelstekort te verminderen, maar naarmate de wisselkoersen reageren en er vergeldingsheffingen worden ingevoerd, verslechtert de totale handelsbalans ten opzichte van het referentiescenario.

De groei lijdt onder het restrictievere Fed-beleid en de zwakkere vraag, wat leidt tot een milde recessie in de eerste helft van 2026. Als de Fed geconfronteerd wordt met een recessie terwijl de inflatie boven de doelstelling ligt, zou ze normaal gesproken in een moeilijke situatie terechtkomen. Maar door een vermindering van de immigratie, en zelfs actieve deportatie, groeit de beroepsbevolking in een sterk gereduceerd tempo en wordt de stijging van het

³ Trump heeft voorgesteld om zelfs een importheffing van 60% te heffen op alle goederen die uit China worden geïmporteerd. Het lijkt ons onwaarschijnlijk dat zo'n groot tarief abrupt wordt ingevoerd, maar eerder in oplopende stappen. Het universele tarief van 10% kan daarom worden geïnterpreteerd als een conservatieve eerste implementatie..

Importheffingen wakkeren inflatie aan

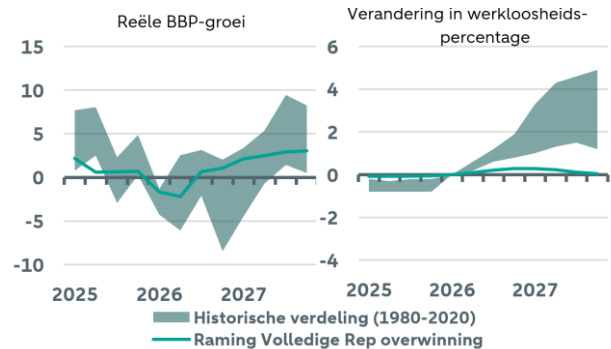
PCE kerninflatie t.o.v. referentiescenario, j/j%



Bron: LSEG, ABN AMRO Group Economics

Ongebruikelijke recessie door verminderde immigratie

lhs: SAAR BBP groei %, rhs: verandering in werkloosheidspercentage t.o.v. 2026 Q1



Bron: LSEG, ABN AMRO Group Economics

werkloosheidspercentage gedempt. De Fed start opnieuw een renteverhogend traject om de inflatie terug te dringen, omdat deze veel verder van het doel verwijderd is dan de werkgelegenheid.

Tegen 2028 zijn de BBP-groei en de inflatie weer grotendeels in lijn met het referentiescenario bij ongewijzigd beleid. Deze convergentie in tempo komt echter zonder een herstel van de initiële schok. Het niveau van het reële bbp ligt 3% onder het niveau van het referentiescenario en de prijsniveaus liggen 4% hoger. Het werkloosheidspercentage is vergelijkbaar, maar er zijn ongeveer 3,25 miljoen banen minder. Bovendien zal de staatsschuld aanzienlijk stijgen als gevolg van de door begrotingstekort gefinancierde verlagingen van de vennootschapsbelasting, aangezien de heffingsinkomsten onvoldoende zijn om de kosten te dekken. Het budget voordeel dat is verkregen door de vermindering van klimaatgerelateerde uitgaven in de IRA, gaat verloren door de afbouw van strengere handhaving door de IRS. De vermindering van investeringen in schone energie zal waarschijnlijk gevolgen hebben na de ambtstermijn van de president.

Zou de uitkomst wezenlijk anders zijn als de Democraten een meerderheid in het Huis zouden hebben? Om het Congres te omzeilen zal Trump een noodtoestand voor nationale veiligheid moeten uitroepen om zijn handelsbeleid op te leggen. Het is onwaarschijnlijk dat deze noodtoestand standhoudt bij een gerechtelijke toetsing voor een universele heffing, maar voor China en een paar andere landen kan het wel standhouden, wat leidt tot een aangenomen handelsgewogen gemiddeld tarief van 5%. Trump zal ook meer tegenstand ondervinden in het kostbare proces om immigranten actief te deporteren, en de netto immigratie zou in mindere mate afnemen. Hij zal niet in staat zijn om voldoende steun in het Congres te vinden voor de verlaging van de vennootschapsbelasting. De uitkomst is een mildere variant van het hierboven beschreven scenario van de volledige Republikeinse overwinning. De inflatie zou minder dramatisch stijgen, de groei zou vertragen, maar een recessie zou worden afgewend. Tegelijkertijd zou de werkloosheid stijgen naar een hoger niveau omdat de beroepsbevolking sneller groeit. De Fed zal een hoger voor langer beleid voeren, zonder extra rentestijging. Wat het overheidsbudget betreft, vermindert de regering de strengere handhaving van de IRS, maar slaagt er niet in de klimaatgerelateerde voorzieningen te verminderen. De schuldquote van de overheid stijgt nog steeds, maar minder sterk dan in het volledige overwinning-scenario, omdat de vennootschapsbelastingen niet worden verlaagd.

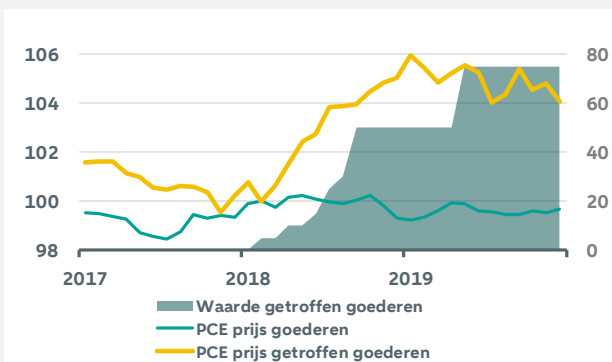
Importheffingen in de eerste Trump-regering

De importheffingen die werden geïmplementeerd in de vorige Trump-administratie vormen een interessant kader om de verwachte impact van de universele heffingen beter te begrijpen. Omdat de heffingen niet-universeel waren, kunnen we de inflatie en consumptiepatronen van de getroffen goederen vergelijken met de ontwikkelingen voor niet-beïnvloede goederen. In januari 2018 kondigde de Trump-administratie Section 201 aan, dat gevolgen had voor de invoer van zonnepanelen en wasmachines. In maart 2018 werd Sectie 232 geïntroduceerd met heffingen voor staal en aluminium. In april werd Section 301 geïntroduceerd, dat zich voornamelijk richtte op een verscheidenheid aan Chinese importproducten. Deze wetsvoorstellen werden na verloop van tijd gewijzigd. Toen de handelsoorlog begon te escaleren, in reactie op de vergeldingsheffingen, werden ze uitgebreid met meer producten en hogere tarieven.

We construeren prijs- en consumptie-indexen op basis van subcomponenten van de PCE die werden beïnvloed door heffingen in 2018 en 2019, gewogen naar hun bijdrage aan de nominale PCE-inflatie. De linkergrafiek laat zien dat de prijzen van de goederen waarop de heffingen van invloed waren, zich vóór de invoering van de heffingen begin 2018 op vergelijkbare wijze ontwikkelden t.o.v. alle andere goederen. Na de aankondiging en invoering van de heffingen schoten de prijzen van de getroffen goederen omhoog met bijna 6%, terwijl de prijzen in de algemene goederenindex daalden. Het grote inflatoire effect toont aan dat de kosten van de heffingen werden doorberekend aan de consument. De geschatte impact van deze eenvoudige oefening komt goed overeen met de geschatte impact van de universele heffingen in de hoofdttekst. Het gewogen gemiddelde tarief op de betrokken goederen bedroeg ongeveer 15%, wat leidde tot een inflatie van 6% in de betrokken categorieën, terwijl het universele tarief van 10% over de hele linie neerkomt op 4% hogere prijzen. De rechter grafiek laat zien dat de hogere prijzen leiden tot een daling van de reële consumptie van ongeveer 7% ten opzichte van alle goederen tot 2020. Deze omvang is iets groter dan wat we verwachten in termen van reële BBP-groei voor een universele heffing, wat kan worden verklaard door het feit dat er minder ruimte is voor substitutie uit de getroffen goederen.

De prijzen van getroffen goederen stegen dramatisch ...

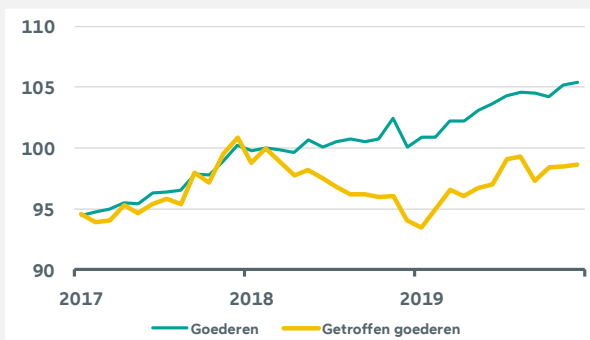
lhs: Prijsindex (Feb 2018 = 100), rhs: waarde getroffen goederen, miljarden



Bron: LSEG, ABN AMRO Group Economics

... en de consumptie daalde

Reële persoonlijke consumptie-index (feb 2018 = 100)



Bron: LSEG, ABN AMRO Group Economics

Een overwinning van de Democraten

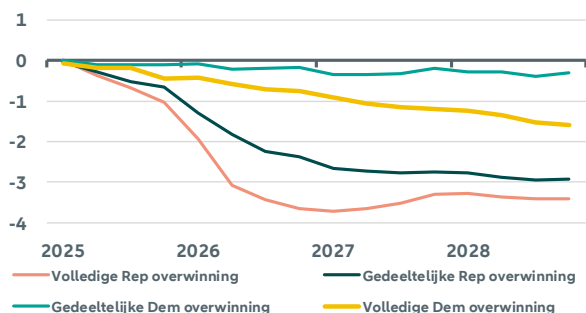
In het geval van een *Volledige Democratische overwinning* gaat de economie grotendeels door op de huidige koers. De verhoging van de vennootschapsbelasting naar 28% en een pakket verhogingen van de persoonlijke belastingen voor huishoudens met hogere inkomens helpen om de begroting in evenwicht te brengen en de toename van de staatsschuld te beperken. Deze maatregelen volstaan om de schuldquote te stabiliseren, die in het referentiescenario verder stijgt. De verhoging van de vennootschapsbelasting gaat echter ten koste van een groeivertraging van ongeveer een half procentpunt per jaar, zoals te zien is in de grafiek linksonder. Deze vertraging helpt om de kerninflatie van de PCE iets sneller omlaag te krijgen, maar heeft geen wezenlijke invloed op het beleid van de Fed, die, net als in het referentiescenario, in de loop van 2025 versoepelt en daarna op de neutrale rentestand blijft.

In het geval van een gedeeltelijke overwinning van de Democraten slaagt de regering er niet in om het vennootschapsbelastingtarief te verhogen en een vermogensbelasting in te voeren. Ze slagen er wel in om het persoonlijke belastingtarief in de hoogste schijf te verhogen omdat de 'Trump tax cut' vervalt, terwijl ze de

belastingverlaging voor huishoudens met lagere inkomens verlengen. Het resultaat is dat we in een scenario terechtkomen dat heel dicht bij het referentiescenario van geen verandering ligt, met slechts een kleine impact van enkele gerichte importheffingen. Er is nog steeds een verbetering van de overheidsbegroting en de schuld/BBP-ratio vertoont slechts een kleine stijging tijdens het presidentschap. Dit scenario resulteert in een iets lagere gemiddelde groei vergeleken met het referentiescenario, maar de hoogste totale groei van de vier verkiezingsscenario's. We verwachten ook dat dit scenario de meeste banen zou creëren, zelfs meer dan in het referentiescenario.

Alle beleidsplannen beperken de groei ...

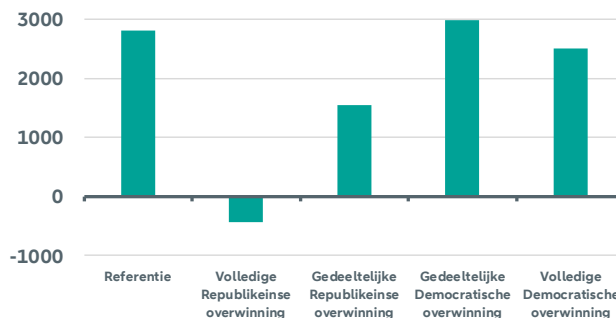
Cumulatief groeiverschil ten opzichte van het referentiescenario, in %



Bron: LSEG, ABN AMRO Group Economics

... en verschillen sterk in het creëren van banen

Veranderingen in 'non-farm payrolls' 2024-2028, duizenden



Bron: LSEG, ABN AMRO Group Economics

We concluderen dat de economische resultaten onder een mogelijk Republikeins presidentschap objectief slechter zijn. De verslechtering van de inflatie- en groeipatronen kan bijna volledig worden toegeschreven aan de importheffingen, terwijl lagere vennootschapsbelastingtarieven en een verminderde handhaving van de belastingdienst de staatsschuld opdrijven. Immigratie speelt een belangrijke rol omdat het ervoor zorgt dat de Fed zich opnieuw moet richten op inflatiebestrijding, waardoor de rentes langer hoger blijven. Het is niet ondenkbaar dat de mate van voorgestelde heffingen verkiezingsretoriek is en uiteindelijk in een veel zwakkere vorm zal worden geïmplementeerd, vergelijkbaar met het eerste presidentschap van Trump. Een Republikeins overwinningsscenario zonder de importheffingen is beslist gunstiger vanuit een groeiperspectief, maar nog steeds niet fiscaal sluitend. Als de Democraten het presidentschap winnen, zet de economie, misschien niet verrassend, grotendeels haar huidige traject voort.

Samenvatting van economische uitkomsten

	BBP - groei					PCE kerninflatie (j/j)				
	2025	2026	2027	2028	Gem.	2025	2026	2027	2028	Gem.
Referentie	2,1	2,0	2,2	2,4	2,2	2,2	2,1	2,2	2,3	2,2
Volledige Rep overwinning	1,0	-0,6	2,6	2,5	1,4	3,0	3,7	3,2	2,6	3,1
Gedeeltelijke Rep overwinning	1,4	0,3	1,9	2,3	1,5	2,7	2,9	2,6	2,4	2,6
Gedeeltelijke Dem overwinning	2,0	2,0	2,2	2,3	2,1	2,2	2,1	2,2	2,2	2,2
Volledige Dem overwinning	1,6	1,7	1,8	2,0	1,8	2,2	2,0	2,1	2,1	2,1
	Werkloosheidspercentage					Fed rente bovengrens				
	2025	2026	2027	2028	Gem,	2025	2026	2027	2028	Gem,
Referentie	4,4	4,1	4,0	4,0	4,1	4,2	3,0	3,0	3,0	3,3
Volledige Rep overwinning	4,4	4,6	4,6	4,4	4,5	4,8	5,0	4,0	3,4	4,3
Gedeeltelijke Rep overwinning	4,5	4,8	4,8	4,6	4,7	4,6	4,2	3,6	3,2	3,9
Gedeeltelijke Dem overwinning	4,4	4,1	4,0	4,0	4,1	4,2	3,0	3,0	3,0	3,3
Volledige Dem overwinning	4,3	4,0	3,9	4,0	4,0	4,2	3,0	3,0	3,0	3,3

Samenvatting van beleidsaannames

	Volledige Rep overwinning	Gedeeltelijke Rep overwinning	Gedeeltelijke Dem overwinning	Volledige Dem overwinning
President	Republikeins	Republikeins	Democratisch	Democratisch
Congres	Republikeins	Verdeeld	Verdeeld	Democratisch
Import-heffingen	Een universeel tarief van 10% op alle geïmporteerde goederen.	Meer afspraken maken, vergelijkbaar met het eerste voorzitterschap. Een handelsgewogen gemiddeld tarief van 5% op alle goederen.	Een aantal gerichte heffingen om Amerikaanse bedrijven te helpen in hun concurrentiestrijd met door de overheid gesteunde Chinese bedrijven. Het handelsgewogen gemiddelde tarief stijgt met 0,5%.	Een aantal gerichte heffingen om Amerikaanse bedrijven te helpen in hun concurrentiestrijd met door de overheid gesteunde Chinese bedrijven. Het handelsgewogen gemiddelde tarief stijgt met 0,5%.
Vennootschaps belastingen	Het vennootschaps belastingtarief wordt verlaagd naar 15%.	Het vennootschaps belastingtarief blijft op 21%.	Het vennootschaps belastingtarief blijft op 21%.	Het vennootschaps belastingtarief wordt verhoogd naar 28%. Gedeeltelijke verlenging van de 'Trump tax cuts' voor
Persoonlijke belastingen	Verlenging van 'Trump tax cuts'	Verlenging van 'Trump tax cuts'	Gedeeltelijke verlenging van 'Trump tax cuts' voor degenen die minder dan \$400k per jaar verdienen. Herstel Obama-niveau van 39,6% boven \$400k.	mensen die minder dan \$400k per jaar verdienen. Herstel van Obama-niveau van 39,6% boven \$400k. Een vermogensbelasting verbetert de begroting.
IRA	Klimaatgerelateerde bepalingen in de IRA worden gestopt. Strengere handhaving IRS verminderen.	Strengere handhaving IRS wordt verminderd.	Uitvoering zoals gepland.	Uitvoering zoals gepland.
Immigratie	Vermindering van de netto immigratie met 1 miljoen per jaar	Vermindering van de netto migratie met 500.000 per jaar.	De grenspatrouille wordt verhoogd. Nettomigratie keert terug naar het niveau van begin jaren 2000.	De grenspatrouille wordt verhoogd. Nettomigratie keert terug naar het niveau van begin jaren 2000.

DISCLAIMER

This document has been prepared by ABN AMRO. It is solely intended to provide financial and general information on economics. The information in this document is strictly proprietary and is being supplied to you solely for your information. It may not (in whole or in part) be reproduced, distributed or passed to a third party or used for any other purposes than stated above. This document is informative in nature and does not constitute an offer of securities to the public, nor a solicitation to make such an offer.

No reliance may be placed for any purposes whatsoever on the information, opinions, forecasts and assumptions contained in the document or on its completeness, accuracy or fairness. No representation or warranty, express or implied, is given by or on behalf of ABN AMRO, or any of its directors, officers, agents, affiliates, group companies, or employees as to the accuracy or completeness of the information contained in this document and no liability is accepted for any loss, arising, directly or indirectly, from any use of such information. The views and opinions expressed herein may be subject to change at any given time and ABN AMRO is under no obligation to update the information contained in this document after the date thereof.

Before investing in any product of ABN AMRO Bank N.V., you should obtain information on various financial and other risks and any possible restrictions that you and your investments activities may encounter under applicable laws and regulations. If, after reading this document, you consider investing in a product, you are advised to discuss such an investment with your relationship manager or personal advisor and check whether the relevant product – considering the risks involved- is appropriate within your investment activities. The value of your investments may fluctuate. Past performance is no guarantee for future returns. ABN AMRO reserves the right to make amendments to this material.

© Copyright 2024 ABN AMRO Bank N.V. and affiliated companies ("ABN AMRO")