

De waarschijnlijke overwinning van de Democraten in november kan grote beleidsveranderingen inluiden

Bill Diviney
Senior econoom
Tel.: 020 343 5612
bill.diviney@nl.abnamro.com

Met iets minder dan een maand te gaan tot de presidentsverkiezingen blijven de peilingen wijzen op een spannende strijd, maar Biden heeft in alle staten waar de strijd het hevigst is, een sterkere voorsprong op Trump dan Clinton had. Demografische veranderingen betekenen dat er zelfs een kans is dat sommige traditioneel republikeinse bolwerken naar de Democraten zouden kunnen gaan. Bidens voorsprong is nog sterker geworden sinds het eerste tv-debat en de coronavirusbesmetting van Trump

Massaal stemmen per post betekent dat vertragingen in de uitslag - en mogelijke geschillen - veel waarschijnlijker zijn dan bij de vorige verkiezingen. **Geschillen verhogen de kans op spanningen**, en volgens de peilingen zouden democratische kiezers eerder met woede reageren op een overwinning van Trump dan de republikeinse kiezers zouden doen als Biden wint. Geschillen en spanningen zouden een negatief effect op de markten hebben.

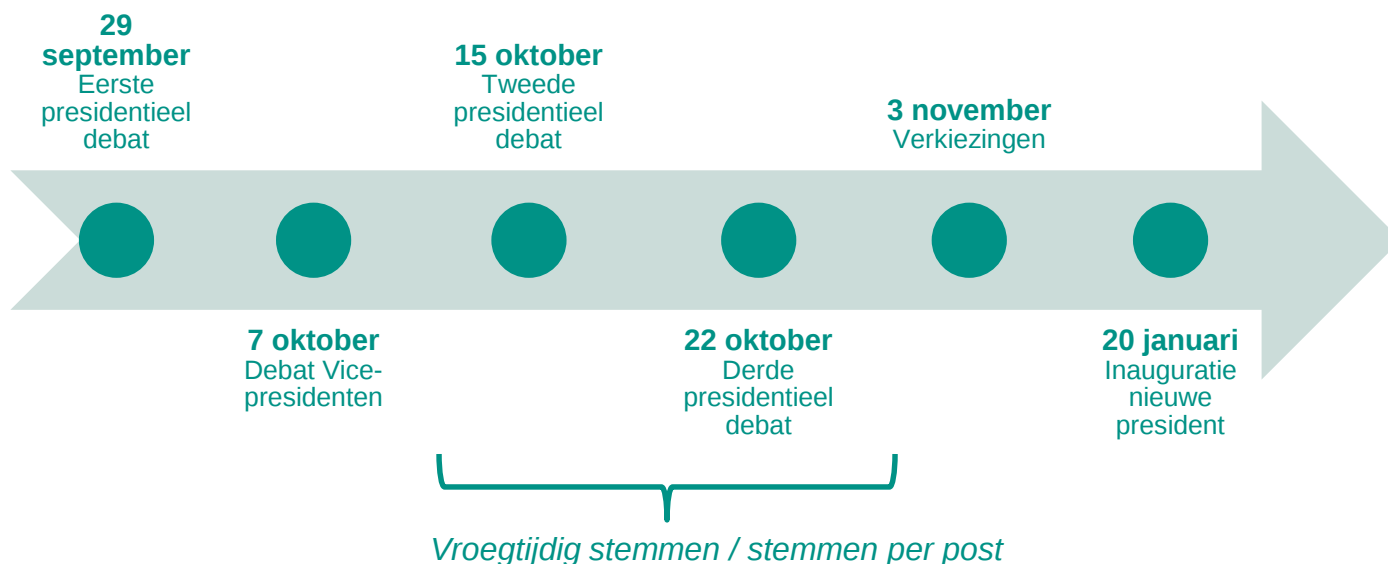
Op 3 november vinden er tevens congresverkiezingen plaats, die net zo cruciaal zouden kunnen zijn als de presidentsverkiezingen zelf. Volgens de peilingen behouden de Democraten de meerderheid in het Huis, en zouden ze de controle over de Senaat kunnen krijgen. Dit zou kunnen leiden tot dramatische beleidsveranderingen onder een 'volledig blauwe' leiding.

Een andere mogelijke scenario is echter dat **Biden het presidentschap wint, dat de Democraten de controle over het Huis behouden en dat de Republikeinen de controle over de Senaat behouden**. Dit betekent dat de Democraten compromissen moeten sluiten met de Republikeinen om wetgeving aangenomen te krijgen.

In elk verkiezingsscenario betekent het 'lower for longer' (langdurig lager)-adagium voor wat betreft de rentetarieven **de weg van de minste weerstand, die een continue dramatische stijging van de staatsschuld** inhoudt. Een regering onder leiding van Biden zou veel meer gaan uitgeven, terwijl een door Trump geleide regering de inkomsten- en winstbelasting zou verlagen.

Wij verwachten ook dat de ontkoppeling van de handel tussen de VS en China zich in alle scenario's voortzet, hoewel een regering onder Biden de betrekkingen met de traditionele bondgenoten zou herstellen en een meer multilaterale aanpak van handelsgeschillen zou hanteren.

De race naar het Witte Huis - belangrijke data

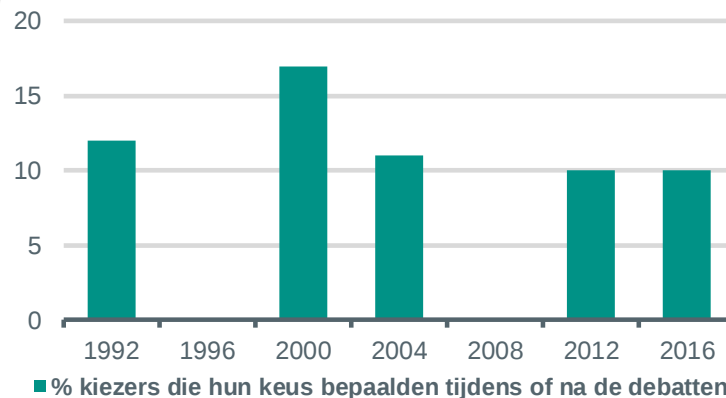
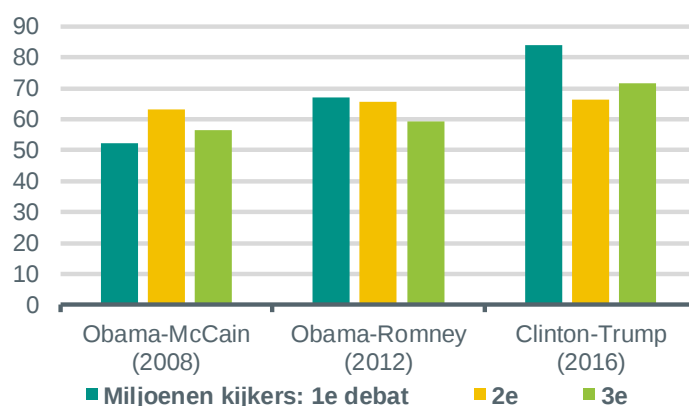


Voor de meeste kiezers is de campagne waarschijnlijk tegen half oktober zo goed als voorbij:

- Vroegtijdig stemmen is rond medio oktober toegestaan in bijna elke staat
- Stembiljetten per post indienen is voor elke kiezer toegestaan in alle staten op vijf na
- 1 op de 5 kiezers ontvangt stembiljetten per post zonder dat ze er zelfs maar om vragen

Deze maatregelen zijn bedoeld om een betere social distancing tijdens de verkiezingen mogelijk te maken.

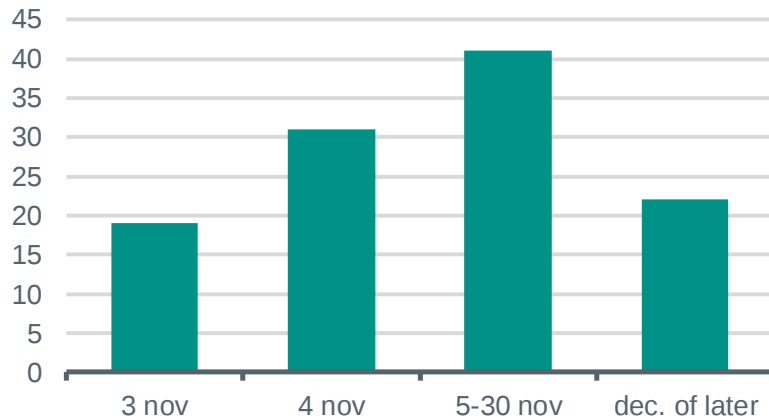
Het aantal kijkers van het tv-debat is bij de afgelopen verkiezingen aanzienlijk gestegen en dit zou cruciaal kunnen zijn bij de bepaling van de uitslag



Risico op betwiste uitkomst en burgerlijke onrust is groot

Wedkantoren zien een relatief grote kans op een vertraagde uitslag

% impliciete waarschijnlijkheid dat resultaat bekend wordt gemaakt



Aangezien deze verkiezing waarschijnlijk gekenmerkt gaat worden door het massaal stemmen per post, is het risico van een vertraagde (en vervolgens betwiste) uitslag groot. President Trump heeft voortdurend twijfels geuit over de geldigheid van stemmen per post, en hij zou dit kunnen gebruiken als reden om de uitslag te betwisten.

Ondertussen, tegen de achtergrond van de onrust van afgelopen zomer, is een overwinning van Trump de meest waarschijnlijke aanleiding voor burgerlijke onrust; peilingen voorspellen dat de Democraten waarschijnlijk met meer woede reageren dan de republikeinse kiezers als Biden wint. Er is een groter risico op onrust als Trump de “stem van het volk” verliest maar de verkiezingen wint (zoals in 2016 is gebeurd).

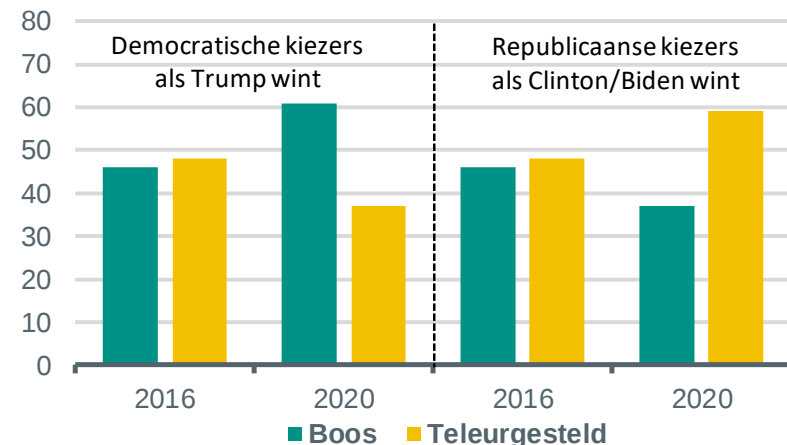
Journalist: Zult u zich inzetten voor een vreedzame machtsoverdracht?

President Trump: “De stembiljetten zijn uit de hand gelopen... doe de stembiljetten weg, en er zal geen overdracht zijn, eerlijk gezegd, er zal een voortzetting zijn.”

Bloomberg TV, 23 september

Democratische kiezers reageren waarschijnlijk bozer op een overwinning van Trump

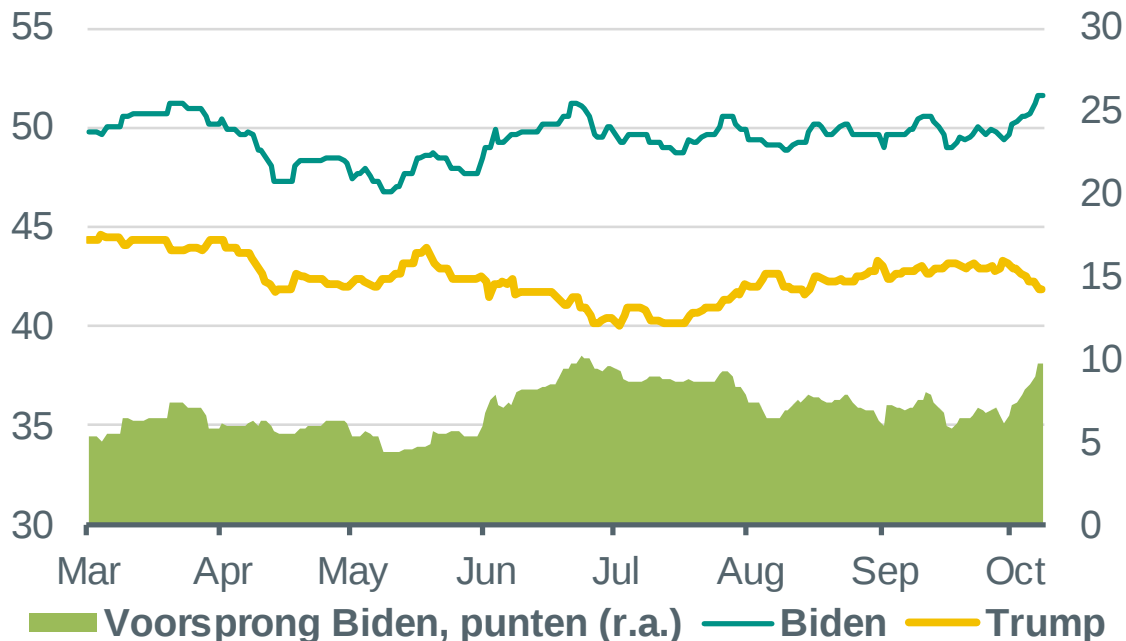
% reactie van kiezers op scenario's verkiezingsuitslagen



Joe Biden consistent op voorsprong in nationale opiniepeilingen

Biden heeft de afgelopen vier maanden 5+ punten gehaald...

Nationaal peilingsgemiddelde van de presidentskandidaten, %

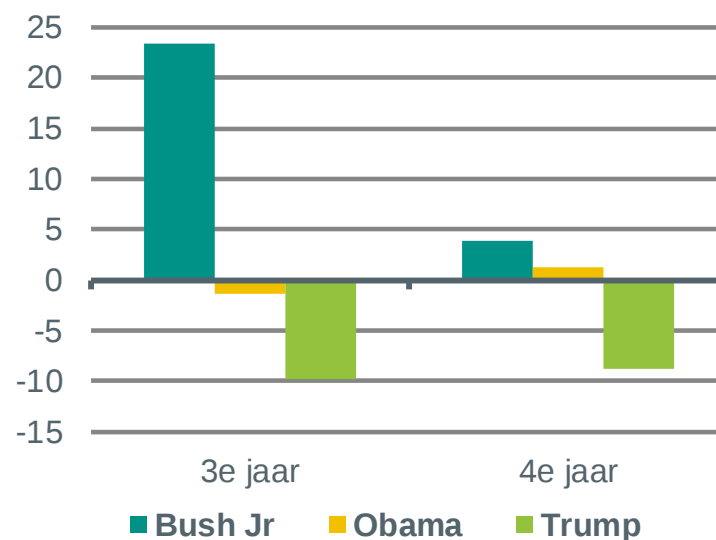


De steun van de kiezers voor Trump bereikte een dieptepunt in juli toen de tweede golf van de pandemie in de VS een piek bereikte. Sindsdien gaf de burgerlijke onrust na de dood van George Floyd de president (die op de protesten reageerde met een 'law and order'-boodschap) een steun in de rug. Desondanks blijft de steun aan hem nog steeds hardnekkig onder het niveau van voor de pandemie. Ondertussen is de steun voor Joe Biden sinds het begin van de zomer vrij stabiel rond de 50 gebleven. Sinds het eerste tv-debat en de coronavirusbesmetting van Trump is Bidens voorsprong verder toegenomen.

President Trump heeft slechts in de eerste week van zijn presidentschap, in januari 2017, een aanhoudend positief netto-waarderingscijfer behaald. Sindsdien is hij een historisch impopulaire president, met waarderingscijfers die ver onder die van Bush en Obama liggen in deze fase van het presidentschap. Maar dat gezegd hebbende, een solide basis van ongeveer 40% van de Amerikanen heeft continu steun voor hem laten zien.

...en Trump is historisch impopulair in deze fase van het presidentschap

Waarderingscijfers president, punten

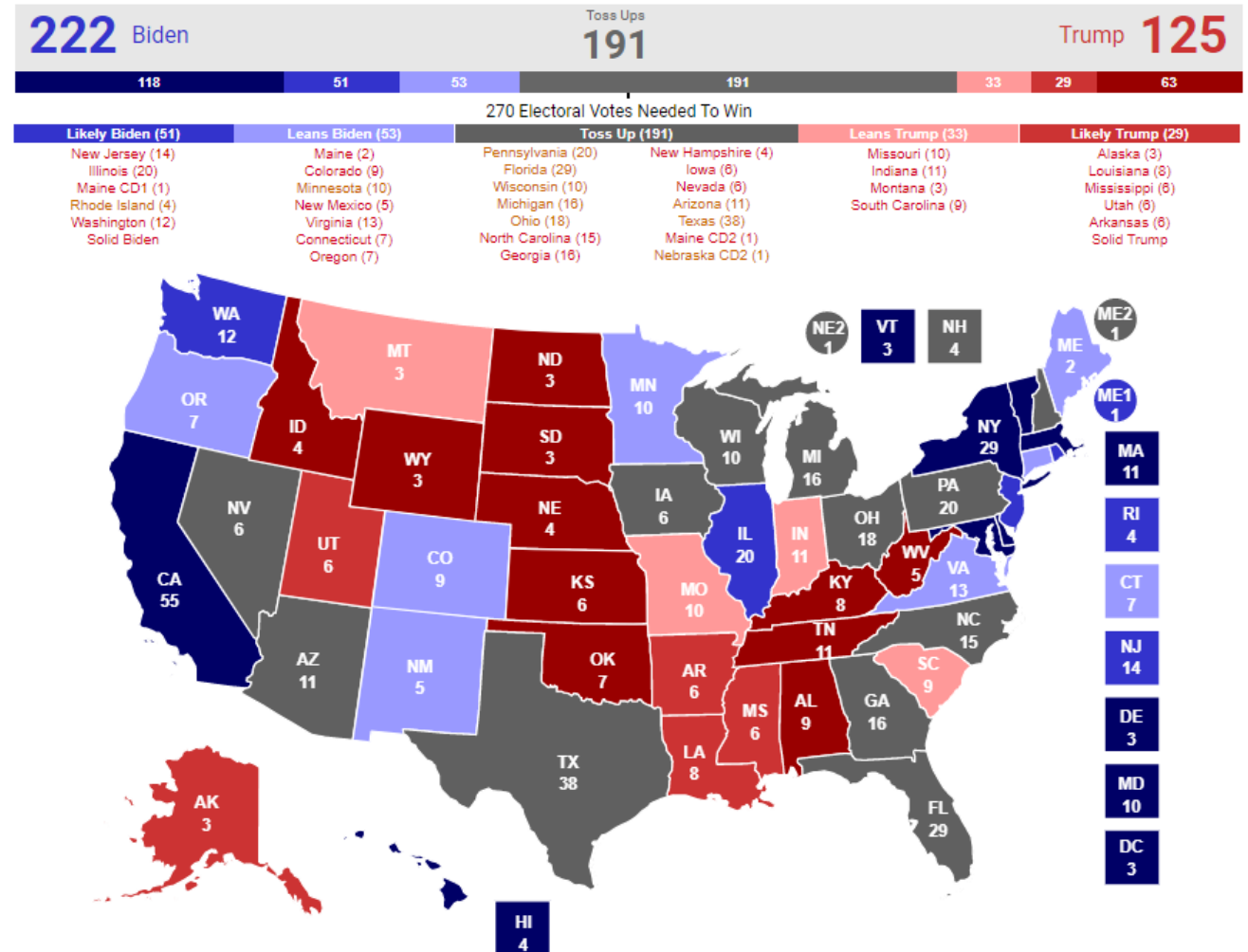


270 stemmen van kiescollege benodigd om voorzitterschap te winnen

De peilingen wijzen erop dat staten met een hoger aantal kiescollegestemmen meer neigen naar Biden dan naar Trump in dit stadium, wat Biden een bescheiden voorsprong oplevert.

Joe Bidens solide voorsprong in de peilingen suggereert dat hij de “stem van het volk” gaat winnen. De Amerikaanse presidentsverkiezingen worden echter niet met nationale meerderheden gewonnen, maar worden bepaald door het systeem van het kiescollege, waarbij de kandidaten stemmen verzamelen door per staat te winnen. Er staan in totaal 538 stemmen op het spel, waarbij een pluraliteit, nl. 270 stemmen, nodig is om te winnen. Dit betekent dat een kandidaat het presidentschap nog steeds kan verliezen, zelfs als hij een meerderheid van de nationale stemmen behaalt, zoals in 2016 is gebeurd.

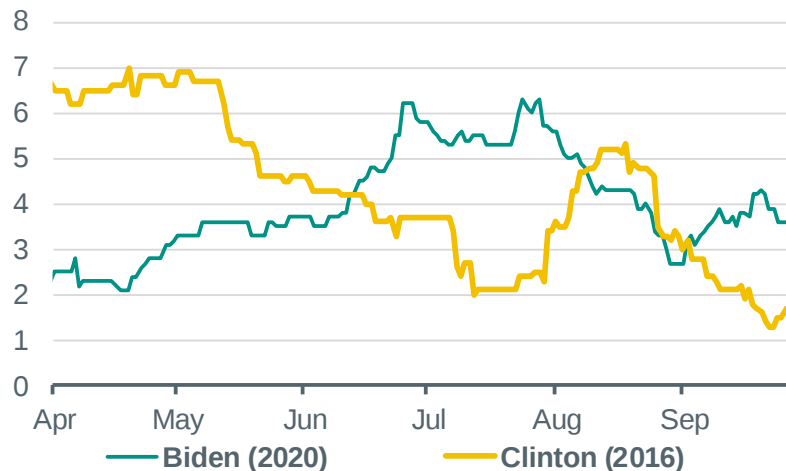
Daarom zijn het de zogenaamde 'battleground/toss-up' staten (waar geen van beide partijen een duidelijke voorsprong heeft) de staten waar de verkiezingen worden gewonnen of verloren. In 2020 zal meer dan 1/3 van de stemmen van het kiescollege afkomstig zijn van deze staten. In dit stadium in de race wijzen opiniepeilingen op het niveau van de staten erop dat Biden een iets betere kans heeft om te winnen, aangezien hij minder van de battleground-staten moet winnen dan Trump om de vereiste 270 stemmen te behalen.



Battleground-staten: Biden doet het beter dan Clinton in 2016

Bidens voorsprong is in dit stadium groter dan die van Clinton

% punt voorsprong op Trump in battleground-staten in dit stadium van de



Als deze staten worden toegevoegd aan de bestaande telling van staten die 'neigen naar Biden', zou hij de verkiezingen waarschijnlijk comfortabel winnen als die vandaag zouden plaatsvinden; we schatten dat hij ten minste 307 kiescollegestemmen zou krijgen, veel meer dan de 270 stemmen die nodig zijn.

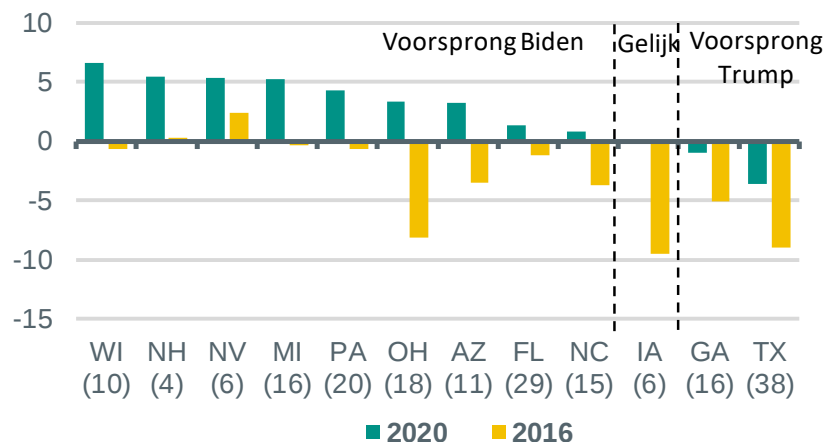
Tegelijkertijd zijn er nu een aantal staten die tot voorheen stevig republikeins waren (zoals Georgia en zelfs Texas) die nu een rol gaan spelen, met aanzienlijk kleinere marges ten gunste van Trump dan in 2016.

De voorsprong van Biden op Trump in de battleground-staten is momenteel 3,6 punten, volgens het *RealClearPolitics*-gemiddelde van de belangrijkste battleground-staten (Wisconsin, Michigan, Pennsylvania, North Carolina, Florida, Arizona). Dit is vergelijkbaar met Hillary Clintons 1,7 punt voorsprong op Trump op hetzelfde moment in de race (35 dagen voor de verkiezingsdag).

Dit houdt echter waarschijnlijk niet genoeg rekening met de voorsprong van Biden in de verkiezing; sommige van deze staten zijn aantoonbaar niet langer een 'battleground', maar neigen naar Biden (met name Wisconsin en Michigan, waar zijn voorsprong ver boven de foutmarge ligt (+/- 3%)).

Biden doet het beter in alle battleground-staten versus 2016

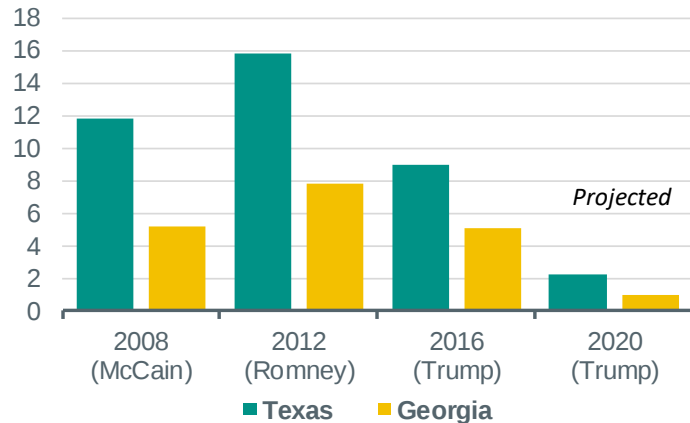
%-punt voorsprong op Trump, per staat (electorale stemmen tussen haakjes)



Battleground-staten: Zou de democratisch partij in Georgia of Texas de overhand kunnen krijgen?

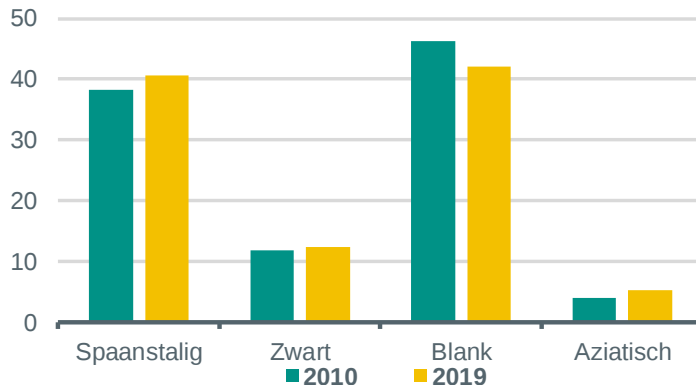
Voorsprong Republikeinen in Georgia en Texas in 2016 aanzienlijk gedaald, en deze staten zouden in 2020 zelfs democratische staten kunnen worden

% voorsprong republikeinse kandidaat in elke verkiezing



Hispanics (Spaanstaligen) halen in Texas blanken in als grootste groep

% aandeel bevolking in Texas



Georgia - stemmen Electoraal College: 16

Texas - stemmen Electoraal College: 38

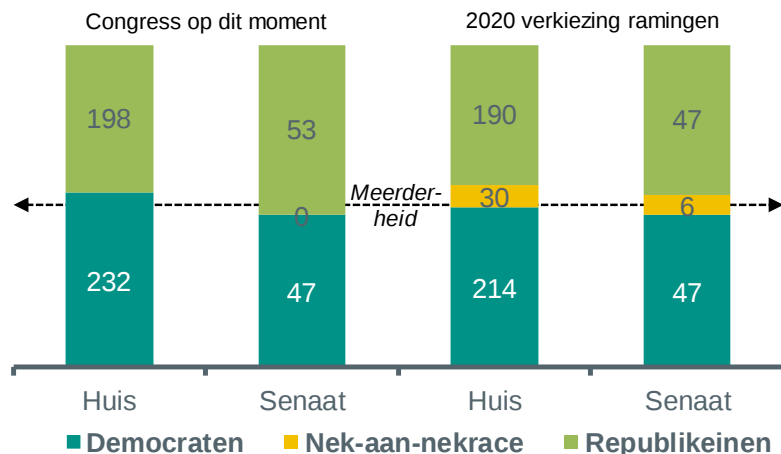
Georgia en Texas worden niet beschouwd als traditionele battlefield-staten, maar als solide republikeinse bolwerken. Georgia stemde voor het laatst democratisch in 1992, toen Bill Clinton (een mede-zuiderling) meedeed in de verkiezingen. Texas stemde meer dan veertig jaar geleden voor het laatst democratisch in 1976. Demografische factoren (waaronder een groeiend aandeel van Hispanics, de verstedelijking en een hoger percentage academici) leiden echter tot structurele verschuivingen in deze staten. Dergelijke trends hebben vaak een positief effect voor democratische kandidaten, en de peilingen hebben de afgelopen tien jaar inderdaad voor de Republikeinen een gestage daling laten zien.

Als deze staten omslaan in democratische staten zou dit een enorme politieke verstoring teweeg brengen (zoals toen Clinton Michigan en Pennsylvania verloor in 2016) en waarschijnlijk veranderingen in het republikeinse partijbeleid, wat dan in toekomstige verkiezingen best wel eens meer naar het centrum kan bewegen.

Het gaat niet alleen om het presidentschap; congresverkiezingen zijn ook belangrijk

Democraten houden waarschijnlijk het Huis; de strijd om de Senaat ligt nog meer open.

Aantal zetels in het Huis en de Senaat



Volgens wedkantoren zijn de kansen op een democratische Senaat gestegen.

Impliciete waarschijnlijkheid dat Democraten meerderheid krijgen in het Huis / de Senaat



Er zijn grenzen aan de presidentiële macht. President Trump heeft presidentiële decreten gebruikt voor verschillende beleidsterreinen, bijvoorbeeld om zijn handelsoorlog met China te kunnen voeren. Maar voor fundamentele binnenlandse beleidswijzigingen, bijvoorbeeld voor het zorgsysteem en het belasting- en uitgavenbeleid, moeten de wetsvoorstellen door het Congres worden goedgekeurd. Op dit moment hebben de Democraten een meerderheid in het Huis, terwijl de Republikeinen een meerderheid in de Senaat hebben. Dit betekent dat wetsontwerpen een tweeledige steun moeten hebben om wetgeving te kunnen worden (in de eerste twee jaar van het presidentschap van Trump hadden de Republikeinen zowel het Huis als de Senaat in handen).

Op 3 november zijn 35 van de 100 zetels in de Senaat en alle 435 zetels in het Huis te verdelen. Prognoses op basis van de huidige peilingen suggereren dat het zeer waarschijnlijk is dat de Democraten het Huis behouden, met een 50/50-kans dat ze de controle over de Senaat overnemen. Als de Democraten beide kamers van het Congres in handen krijgen, zou dit de potentiële President Biden maximale flexibiliteit voor beleidsvorming geven, waardoor hij al zijn ambitieuze uitgavenplannen zonder vrees voor republikeinse oppositie zou kunnen uitvoeren.

Aan de andere kant zal een voortdurend verdeeld congres voor het invoeren van grote beleidswijzigingen compromissen vergen van beide partijen. Hoewel de aan de pandemie gerelateerde stimuleringsmaatregelen lieten zien dat dit soms mogelijk is, is dit in afwezigheid van een crisis vaak veel lastiger.

Minder een verkiezing over “kwesties”, maar beleidsplatformen zijn nog steeds van belang

Belangrijkste beleidstoezeggingen van elke kandidaat

Joe Biden - 'Battle for the Soul of the Nation'

Het vlaggenschip van het economisch beleid van Biden is zijn 'Build Back Better'-plan. De belangrijkste beloftes zijn:

- Verhogen van het federale minimumloon naar \$15 per uur
- Terugdraaien van 'enkele' verlagingen van de vennootschapsbelasting door Trump (d.w.z. het VpB-tarief zal waarschijnlijk weer stijgen van 21% naar 28%)
- Uitvoeren van investeringsplan voor duurzame energie van \$2 biljoen (gedurende een periode van 4 jaar)
- Uitvoeren van infrastructuur-uitgavenplan van \$1,2 biljoen (gedurende een periode van meer dan 10 jaar)

De gevolgen voor de markt: Aanzienlijk hogere uitgaven zullen de groei stimuleren, hoewel de stijging van de vennootschapsbelasting dit in zekere mate zou kunnen tegenwerken. De markten zouden waarschijnlijk positief reageren op een democratische overwinning; verhoging van de uitgaven zal op minder weerstand stuiten. Een overwinning van Biden met een voortdurend verdeeld Congres zou waarschijnlijk marktneutraal werken.

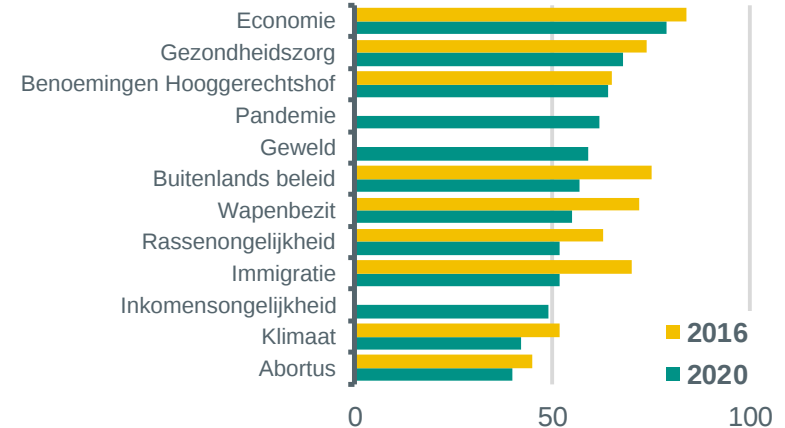
Donald Trump - 'Make America Great Again'

Opvallend weinig inhoudelijke zaken worden toegezegd. Trump heeft vaag gesproken over uitgaven aan infrastructuur en belastingenverlagingen, maar heeft geen concrete details verstrekt. Wij verwachten dat een door de Republikeinen geleid congres de belastingen verder zou verlagen - met de nadruk op inkomstenbelasting, aangezien de VpB-tarieven al laag zijn. Maar nogmaals, er zijn geen concrete toezeggingen gedaan.

De gevolgen voor de markt: Een republikeinse overwinning zou de markten het meest ondersteunen, gezien de verwachting van belastingverlagingen. Een overwinning van Trump met een verdeeld congres zou marktneutraal zijn.

Belangrijkste beleidsprioriteiten voor de kiezers

% kiezers die zeggen dat elk van deze "zeer belangrijk" is voor hun stem



De rangschikking van de beleidsprioriteiten voor de kiezers is sinds 2016 verrassend weinig veranderd, ondanks alles wat er sindsdien is gebeurd. De breedste groep kiezers blijft de economie als "zeer belangrijk" voor hun stem beschouwen, maar het buitenlands beleid, het wapenbeleid en de immigratie zijn met name minder belangrijk voor de kiezers dan voorheen. Dit is waarschijnlijk een weerspiegeling van de relatieve afwezigheid van terroristische incidenten in de afgelopen jaren. Voor bijna elke kwestie is er echter een daling van het aantal kiezers dat dit als belangrijk aanvoeren. Dit suggereert dat de verkiezingen van 2020 waarschijnlijk nog meer over persoonlijkheid en ideologie zullen gaan dan over de inhoud van het beleid.

Wat betekenen de verkiezingen voor het beleid en de markten?

De verkiezingsuitslag heeft grote gevolgen voor de belastingen en de uitgaven, maar in elk scenario zal de overheidsschuld waarschijnlijk aanzienlijk blijven stijgen

In alle scenario's verwachten we dat er twee belangrijke beleidstrends blijven bestaan: 1) een aanhoudende stijging van de overheidsschuld in verhouding tot het bbp, en 2) de ontkoppeling van de handel tussen de VS en China. Het belangrijkste verschil tussen een presidentschap van Biden en Trump is waarschijnlijk de handelspolitiek. Biden zal waarschijnlijk de handelsbetrekkingen met de traditionele bondgenoten van de VS herstellen en multilateraal werken aan het tegengaan van de vermeende oneerlijke handelspraktijken van China. Biden heeft ook aanzienlijke investeringen toegezegd (\$2 biljoen over een periode van vier jaar) in groene energie in de VS, terwijl Trump weinig interesse heeft getoond in vermindering van de CO2-uitstoot. Investerings in infrastructuur zijn onder beide heren waarschijnlijk.

	Overwinning Democraten	Biden, verdeeld Congress	Trump, verdeeld Congress	Overwinning Republikein en
Waarschijnlijkheid (%)	35	40	20	5
Belastingen	+	-	-	--
Uitgaven	+++	++	+	+/-
Staatschuld	++	+++	++	++
Handel	+/-	+/-	-	-
Bbp groei	+	+	+/-	+
Inflatie	+	+	+/-	+/-
Dollar	+	+	+/-	+/-
Marktsentiment	+	+/-	+/-	+

1) Overwinning van de Democraten: Biden wint presidentschap, Democraten controleren Huis en Senaat - Democraten zouden de vrijheid hebben om hun volledige beleidsagenda te bepalen, met inbegrip van VpB-stijgingen, een minimumloon van \$15 per uur, en substantiële uitgaven aan groene doelen en infrastructuur. Het handelsbeleid zou minder strijdlustig zijn.

2) Biden wint het voorzitterschap, de Democraten controleren het Huis, maar de Republikeinen houden de Senaat - de Democraten zouden met sommige belastingverlagingen moeten instemmen (of geplande belastingverhogingen op een laag pitje zetten) om Republikeinse goedkeuring voor hun uitgavenplannen te krijgen. De uitgaven zouden nog steeds hoog zijn, maar niet zo agressief. Minder strijdlustig handelsbeleid.

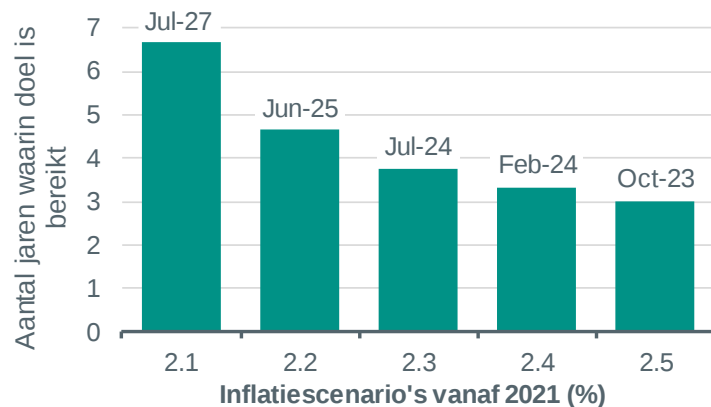
3) Trump wint het presidentschap, de Democraten houden het Huis, de Republikeinen houden de Senaat - de Republikeinen zouden met sommige uitgaven aan democratische prioriteiten (zoals infrastructuur) moeten instemmen om verlaging van de belastingen erdoor te krijgen. Het handelsbeleid is agressiever en chaotischer, met een mogelijk abrupte ontkoppeling van de handel met China.

4) Overwinning van de Republikeinen: Trump wint presidentschap, Republikeinen controleren het Huis en de Senaat - Agressieve belastingverlagingen en weinig zinvolle uitgavenverhoging. Het handelsbeleid is agressiever en chaotischer, met een mogelijk abrupte ontkoppeling van de handel met China.

"Langdurig lager" betekent dat de overheidsschuld waarschijnlijk blijft stijgen

De Fed zal waarschijnlijk de rente pas in 2025 of later verhogen

Data tonen aan wanneer de Fed haar doel zou bereiken in verschillende inflatiescenario's

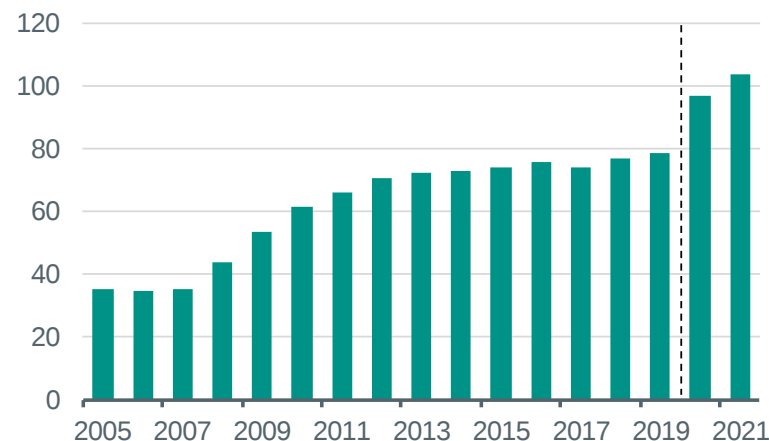


Lage tarieven voor een langere periode vormen een sterke stimulans voor het Congres om aanzienlijke nieuwe schulden te blijven aangaan. Of er nu een republikeinse of democratische overwinning komt, we verwachten dat hoge overheidstekorten een blijvend kenmerk van de komende jaren zullen zijn. Het verschil zit hem waarschijnlijk vooral in de samenstelling; een democratisch geleide regering zal meer uitgeven aan infrastructuur en hernieuwbare energie; een republikeins geleide regering zal de belastingen verlagen.

Het feit dat de Fed onlangs een gemiddelde inflatie-doelstelling heeft vastgesteld, duidt erop dat zelfs in een optimistisch scenario de tarieven nog enkele jaren laag zullen blijven. Een redelijk basisscenario is dat de tarieven pas in 2025-27 zullen stijgen. In een pessimistischer inflatiescenario zouden de tarieven voor *onbepaalde tijd* in de buurt van nul kunnen blijven.

Overheidsschuld blijft tot 2021 stijgen

Overheidsschuld als percentage van het bbp



Ontkoppeling VS-China gaat verder, zelfs onder presidentschap van Biden

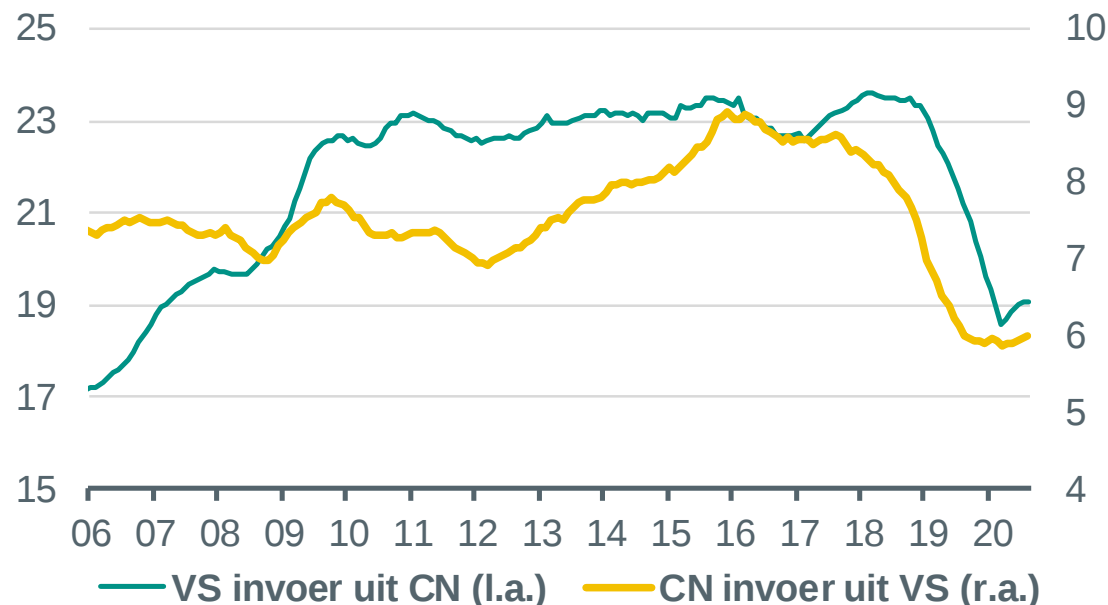
De 'Build Back Better'-verkiezingsbelofte van Biden omvat een nieuwe agressieve benadering van de handelsbetrekkingen met China, met inbegrip van "agressieve acties voor naleving van handelsovereenkomsten, en het aanpakken van buitenlandse pogingen om Amerikaans intellectueel eigendom te stelen".

De aanpak van Biden zou echter minder chaotisch en meer multilateraal zijn: "We bevinden ons in een positie waarin we, als we zelf de regels niet vaststellen, in feite China het laten bepalen (...) En dat is waarom je de wereld moet organiseren om het tegen China op te nemen, om de corrupte praktijken die aan de gang zijn, een halt toe te roepen."

In een artikel van het Brookings Institution (zeer invloedrijk in het kamp van Biden) wordt gesteld dat de constructievere benadering van de betrekkingen met China door Europa weinig heeft opgeleverd en dat "China niet bereid of niet in staat is om het soort samenwerking te leveren dat de EU voorstelt en Bidens critici zeggen te willen."

De ontkoppeling van de handel tussen de VS en China zal waarschijnlijk worden voortgezet

% aandeel in invoer, 12m voortschrijdend gemiddelde



De Democraten hebben ook de neiging om veel meer aandacht te besteden aan mensenrechtenkwesties, en de recente goedkeuring van de veiligheidswet in Hongkong zal waarschijnlijk voor nieuwe spanningen zorgen als Biden wordt gekozen. Trump is op dit onderwerp relatief ontspannen geweest, in overeenstemming met zijn transactionele benadering van diplomatie.

Positief is dat de handelsbetrekkingen met de buurlanden van de VS en de traditionele bondgenoten onder Biden waarschijnlijk zullen verbeteren. Er is ook een mogelijkheid tot heropleving van TPP.

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 2020 ABN AMRO Bank N.V. and affiliated companies ("ABN AMRO")