

29 juli 2019

## De wegen naar een recessie

---

Bill Diviney  
Senior econoom  
Tel.: +31 20 343 5612  
bill.diviney@nl.abnamro.com

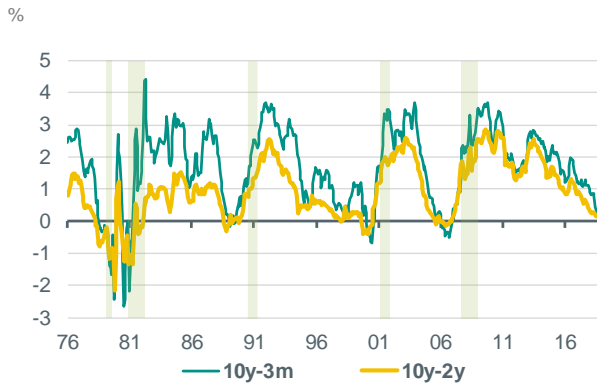
---

- **Bewegingen op financiële markten hebben de angst voor een recessie in de VS aangewakkerd**
- **De yield curve is namelijk omgekeerd – de lange rente ligt lager dan de korte rente – en in het verleden is gebleken dat dit een goede voorspeller is van een recessie**
- **De omgekeerde yield curve – aangedreven door de escalatie van de handelsoorlog – geeft waarschijnlijk uiting aan de hogere gevoeligheid voor een recessie, nu de Amerikaanse economie zich aan het einde van een opgaande conjunctuurgolf bevindt**
- **Recessies worden echter meestal veroorzaakt door het bereiken van de capaciteitsgrenzen van een economie in combinatie met een schok op de financiële markten of een beleidsschok**
- **De Amerikaanse economie draait bijna, maar nog niet helemaal, op volle capaciteit. Bovendien wordt de kostendruk afgezwakt door productiviteitsgroei.**
- **We inventariseren de belangrijkste potentiële bronnen van schokken die de economie de komende jaren kunnen raken**
- **Als de risico's uitblijven en de Fed het beleid verruimt, gaat de economische expansie waarschijnlijk nog even door - zij het in een lager tempo**

Het invers worden van de yield curve voor Amerikaanse overheidsleningen (de tienjaars- minus de driemaandsrente) heeft opschudding veroorzaakt onder marktpartijen en economen. Doordat dit gebeurde tijdens een periode van zwakte in de wereldwijde verwerkende industrie en een aanhoudende handelsoorlog, heeft het invers worden van de curve de ongerustheid over een mogelijke recessie in de VS weer aangewakkerd. Inverse yield curves hebben een indrukwekkend track record als voorbode van een recessie (zie kader op pagina 2). Hoewel een recessie op dit moment niet waarschijnlijk lijkt, zou het dan ook onverstandig zijn om het signaal dat de yield curve afgeeft te negeren. In deze publicatie onderzoeken we hoe groot de kans is op een recessie in de VS in de komende jaren, waarbij we een inschatting maken van waar we ons momenteel bevinden in

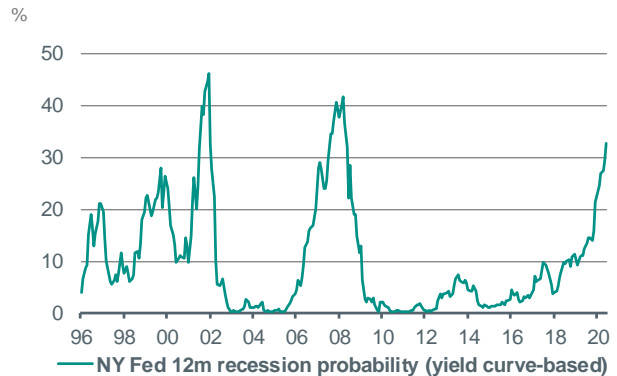
de economische cyclus en wat de triggers zouden kunnen zijn voor de volgende neergang.

#### Yield curves vlakker en zelfs omgekeerd...



Bron: Thomson Reuters Datastream, ABN AMRO Group Economics

#### ...wat kan wijzen op een naderende recessie



Bron: Thomson Reuters Datastream, ABN AMRO Group Economics

#### Kader: De yieldcurve en recessies - de grondbeginselen

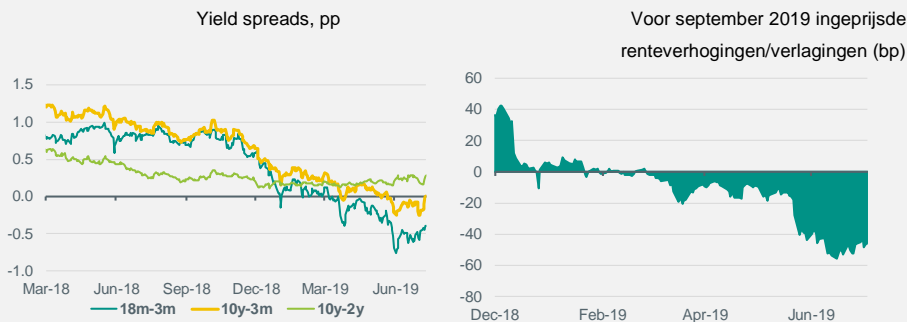
Het omkeren van de yieldcurve is een zeldzaam verschijnsel waarbij de lange rente lager wordt dan de korte rente. In het verleden is dit een betrouwbare voorbode van een dreigende recessie gebleken. In de afgelopen 50 jaar zijn zelfs *alle* recessies voorafgegaan door dit verschijnsel. We definiëren de yieldcurve als de 10-jaarsrente minus de 2-jaarsrente (maatstaf waaraan marktpartijen voorkeur geven) of de 10-jaarsrente minus de 3-maandsrente (voorkeur in de academische literatuur). Beide hebben een vergelijkbare voorspellende waarde en hoewel de 10-jaars-2-jaarscurve positief is gebleven, is de 10-jaars-3-maands curve sinds 22 mei zonder onderbreking omgekeerd. Historisch gezien is het niet voldoende als de curve korte tijd invers is; de curve moet ten minste een maand invers blijven om een betrouwbaar signaal af te geven, terwijl de aanlooptijd naar een recessie kan variëren van twee kwartalen tot wel drie jaar.

Een reden om voorzichtig te zijn met het interpreteren van de recente ontwikkeling van de yield curve is de **termijnpremie** - de vergoeding die beleggers vragen voor het risico dat is verbonden aan het langdurig aanhouden van effecten. Een opvallende trend de afgelopen jaren is de structurele daling van de termijnpremie, afgaande op schattingen van de New York Fed. Een bizar gegeven is dat de termijnpremie voor 10-jaars staatsschuld de afgelopen jaren *negatief* is geweest. Beleggers *betalen* dus voor het langdurig aanhouden van schatkistpapier in plaats van een vergoeding te ontvangen. Een veelgehoorde verklaring voor dit fenomeen is dat dit komt door het versturende effect van de obligatie-aankopen door de Fed en andere centrale banken, evenals het spaaroverschot in opkomende markten. Het is mogelijk dat dit de lange rente kunstmatig laag houdt, waardoor de yield curve vlakker is dan anders het geval zou zijn. Het is verleidelijk om aan te voeren dat 'het deze keer anders is', maar daarbij moeten we bedenken dat de vorige keer dat de yield curve omdraaide, in 2006, vergelijkbare argumenten werden gehoord.

Tegelijkertijd komen er uit de markt andere signalen die niet worden verstoord door eventuele termijnpremie-effecten maar - als ze niet op een recessie wijzen - op zijn minst wijzen op een significante groeivertraging. Engstrom & Sharpe (2018) constateren bijvoorbeeld dat het omkeren van de termijnspreed aan de korte kant (18-maands forward rente minus 3-maandsrente) een betere indicator is van een recessie dan de yield curve voor de langere termijn en dat de logica hiervan bovendien intuïtiever is doordat hierin de marktverwachtingen ten aanzien van een verruiming van het monetaire beleid op korte termijn tot uiting komen. De korte termijnspreed is sinds begin maart onafgebroken invers geweest. Bovendien geven marktprijzen (de OIS-forwardrente) ook aan dat de markt sterk

rekening houdt met renteverlagingen in de komende maanden. Wij zijn van mening dat de naderende renteverlagingen door de Fed moeten worden gezien als verzekering zijn tegen neerwaartse risico's en niet het begin zijn van een langdurige verruimingscyclus uit angst voor een recessie. De verwachting in de markt dat het beleid ruimer gaat worden, duidt daarentegen wel op een aantoonbaar verhoogd recessierisico. Met andere woorden: hoewel 'het is deze keer anders' misschien wel opgaat voor de langere yield curve, wijst het feit dat andere markt signalen ook op rood staan op breed gedeelde zorgen voor een mogelijke recessie.

**Zowel de korte termijnsread als de verwachte renteverlagingen wijzen op meer angst voor een recessie**



Bron: Thomson Reuters Datastream, ABN AMRO Group Economics

**“Economische groei sterft niet van ouderdom,” maar door capaciteitsbeperkingen en schokken**

Een van de redenen waarom sommige beleggers zich zorgen maken over een recessie is simpelweg het tijdsverloop. Met 120 maanden is dit namelijk samen met de groei van de jaren '90 van de vorige eeuw de langste periode van economische groei uit de historie. Volgens deze redenering is het 'hoog tijd voor een recessie' en kan deze zich op elk moment aandienen.

**Recessies ontstaan meestal wanneer zich laat in de economische cyclus een schok voordoet**

Top	Dal	Duur in maanden	Duur expansie	Achtergrond/trigger
Nov-73	Mar-75	16	36	Oprichting OPEC en olieprijschok, hoge inflatie, hoge rente
Jan-80	Jul-80	6	58	Double-dip recessie na tweede olieprijschok. Hoge rente om inflatie te bestrijden
Jul-81	Nov-82	16	12	Piek olieprijs door Golfoorlog, hoge rente, schuldenlast jaren '80
Mar-01	Nov-01	8	120	Uiteenspatten internetzeepbel, restrictief monetair beleid
Dec-07	Jun-09	18	73	Uiteenspatten subprime hypotheekzeepbel, restrictief monetair beleid
<b>Volgende recessie?</b>	???		<b>120</b>	Mogelijke trigger: handelsoorlog, schuldafbouw bedrijven

Bron: NBER (data recessies), ABN AMRO Group Economics

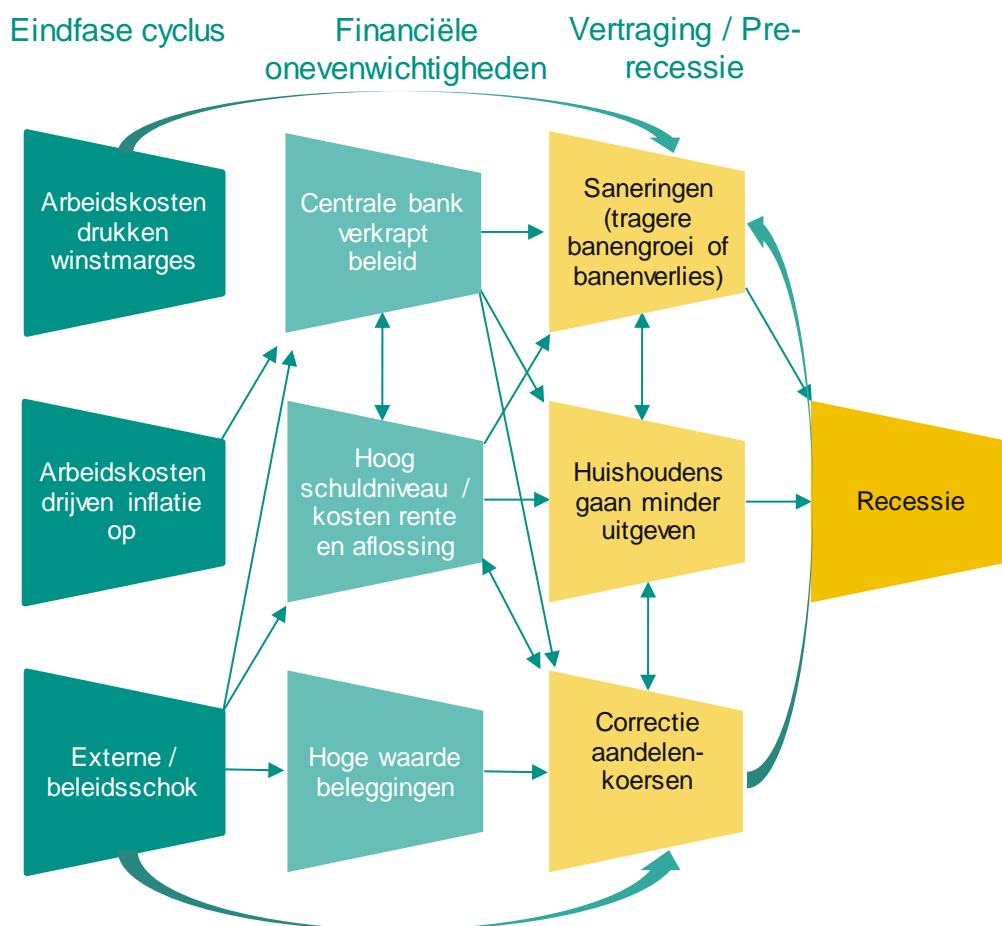
De geschiedenis leert ons echter dat niet de *duur* van economische groei een recessie veroorzaakt, maar het feit dat de economie tegen capaciteitsgrenzen aanloopt, in combinatie met een of andere schok. Dit kan een schok van de aanbodkant van de economie zijn (bijv. een snel oplopende olieprijs), maar in het meer recente verleden is de opeenstapeling van financiële excessen de belangrijkste trigger geweest. Het kan echter geen toeval zijn dat recessies bijna altijd plaatsvinden als de capaciteitsgrenzen van de economie in zicht zijn. Dit

weerspiegelt waarschijnlijk de toegenomen *gevoeligheid* van de economie voor schokken, doordat de groei een smallere basis heeft en de ruimte voor groei kleiner is dan tijdens eerdere groeifases. In dit stadium beginnen bedrijven te bezuinigen en dit proces wordt over het algemeen versterkt door schokken.

**Hoe zit een recessie in elkaar?**

Het patroon dat we vaak voorafgaand aan een recessie zien is dat naarmate de arbeidsmarkt krappere wordt, de loonkosten per eenheid product (p.e.p.) omhoog gaan en dit uiteindelijk leidt tot bezuinigingen door bedrijven. Dit gebeurt omdat de marges krappere worden of doordat bedrijven hogere kosten doorberekenen in de prijzen (inflatie), wat tot een restrictiever monetair beleid leidt. Ook, of daar bovenop, zie we vaak dat de financiële onevenwichtigheden tegen het eind van de cyclus toenemen. Deze ontwikkelingen maken de economie kwetsbaar voor schokken, wat uiteindelijk een recessie veroorzaakt.

**Een gestileerde weergave van de anatomie van een recessie**



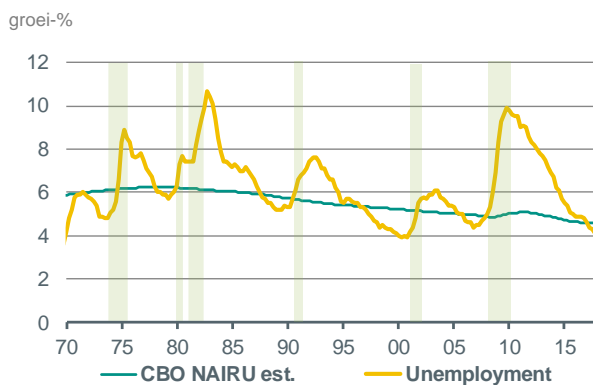
Hoe zien de huidige macro-economische omstandigheden eruit in historisch perspectief? De VS begint volgens sommige maatstaven capaciteitsgrenzen te benaderen, maar nog niet in zodanige mate dat er inflatiedruk ontstaat. Hierdoor blijft de rente, ondanks de beleidsverkrapting door de Fed, op of onder het niveau van de geraamde neutrale rente. We verwachten bovendien dat de rente in de komende 6-9 maanden met in totaal 75 basispunten wordt verlaagd, waardoor het

beleid weer heel duidelijk verruimend wordt. Verder zijn er weinig tekenen die wijzen op (aankomende) saneringen door bedrijven, hoewel er een aantal financiële kwetsbaarheden dreigt (vooral met betrekking tot het vreemd vermogen van ondernemingen). De consumptie van particuliere huishoudens ontwikkelt zich goed en het schuldniveau is stabiel op een niveau dat ruim onder de toppen van vóór de crisis ligt. We gaan nu nader in op elk van de belangrijkste voorwaarden voor een recessie.

### Capaciteitsgrenzen: nog niet bereikt

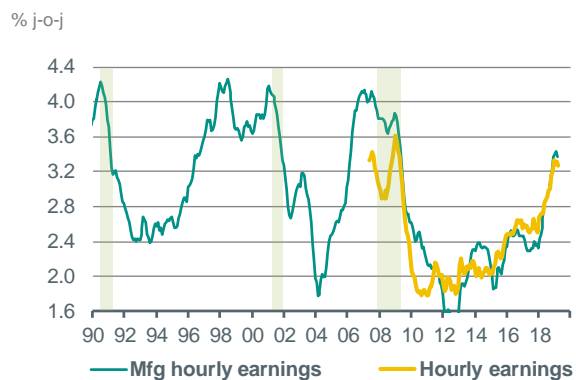
In het verleden was in vrijwel alle periodes die vooraf gingen aan een recessie de werkloosheid laag terwijl de loongroei zich op het hoogste niveau van de cyclus bevond. Hoe staan de zaken er nu voor? De arbeidsmarkt *lijkt* inderdaad krap. Het werkloosheidspercentage is met 3,6% lager dan het in een aantal decennia is geweest en de loongroei is versneld (hoewel die de afgelopen tijd weer is vertraagd). Door het lage werkloosheidspercentage wordt de rek die nog

#### Werkloosheid is historisch laag...



Bron: Thomson Reuters Datastream, ABN AMRO Group Economics

#### ...maar loongroei nog onder de toppen van voor de crisis



Bron: Thomson Reuters Datastream, ABN AMRO Group Economics

aanwezig is binnen de arbeidsmarkt waarschijnlijk echter onderschat - en wel om twee belangrijke redenen. Ten eerste stijgt de arbeidsparticipatie van de meest actieve leeftijdsgroep (25-54 jaar) nog steeds, maar is deze nog niet terug op het hoogste niveau van voor de crisis. Dit wijst erop dat er nog steeds arbeidsaanbod is dat niet wordt benut. Ten tweede is de werkloosheid aanzienlijk lager dan de huidige evenwichtswerkloosheid, ofwel de NAIRU (door het CBO geraamd op 4,6%), maar kan de werkelijke evenwichtswerkloosheid lager - en misschien wel aanzienlijk lager - zijn dan de ramingen aangeven (dit onderwerp wordt nader besproken in onze publicatie [Where is the wage growth?](#))

Als gevolg van dit resterende arbeidsaanbod dat waarschijnlijk nog beschikbaar is, bevindt de loongroei zich - ondanks een versnelling - nog steeds onder het eerder bereikte hoogtepunt en is deze in de afgelopen maanden weer afgekoeld. Terwijl de groei van het totale uurloon in juni, met 3,1% j-o-j, niet ver onder de top van vóór de crisis zat (top 2008: 3,6%), zit de loonstijging in de industrie - een veel gezaghebbender cijferreeks - daar tot nu toe verder vanaf (3,4% tegenover een top van 4,2% in 2006). Als de NAIRU inderdaad aanzienlijk lager is dan geraamd, dan kan het langer duren voor de loongroei deze vroegere topniveaus weer heeft bereikt.

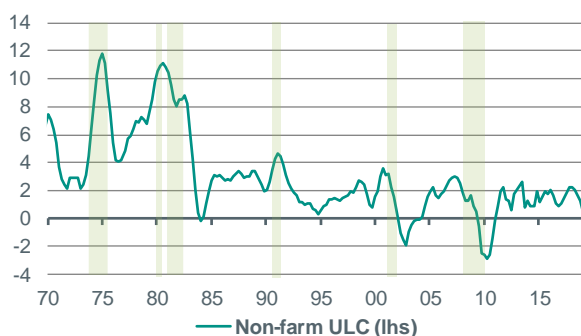
### Inflatiedruk: nog steeds bescheiden

In het verleden hebben we ook gezien dat de inflatiedruk voorafgaand aan een recessie meestal toeneemt, doordat capaciteitsbeperkingen leiden tot een cyclus van hogere looneisen - waarvan de kosten uiteindelijk worden doorberekend aan consumenten - en hogere inflatieverwachtingen. Een versnelling van de loongroei hoeft op zich echter niet per se een inflatoir effect te hebben. Het is mogelijk dat een gelijktijdige toename van de productiviteitsgroei de versnelling van de loongroei financiert of compenseert. Als dat gebeurt, stijgen de arbeidskosten p.e.p. voor bedrijven niet, waardoor de inflatie stabiel blijft.

In dit opzicht zijn de huidige omstandigheden heel anders dan tijdens eerdere periodes die vooraf gingen aan een recessie. De productiviteitsgroei is in het afgelopen jaar versneld en hierdoor is de stijging van de loonkosten p.e.p. *vertraagd*; in het eerste kwartaal van 2019 nam de geannualiseerde productiviteitsgroei toe met maar liefst 3,5% k-o-k, terwijl de loonkosten p.e.p. met 1,6% daalden. De cijfers op kwartaalbasis zijn vaak volatiel, maar zelfs als hierover gecorrigeerd namen de loonkosten p.e.p. in het afgelopen jaar met slechts 0,5% toe. Dit is minder dan het gemiddelde van 1,3% sinds de crisis en veel minder dan de stijging van rond 3% in de periodes voorafgaand aan vorige recessies.

#### Stijging arbeidskosten veel lager dan voor eerdere recessies

% j-o-j, 4kw. Voortschrijdend gemiddelde



Bron: Thomson Reuters Datastream, ABN AMRO Group Economics

#### Inflatie blijft bescheiden

% j-o-j



Bron: Thomson Reuters Datastream, ABN AMRO Group Economics

Zoals past bij een zwakke groei van de loonkosten p.e.p., is ook de inflatie opvallend bescheiden tegen de achtergrond van het lage werkloosheidspercentage. De inflatie is in de afgelopen maanden zelfs wat vertraagd, al kwam dat mede door een aantal tijdelijke factoren met een remmende werking; de kern-CPI inflatie is gedaald ten opzichte van het meest recente hoogtepunt van 2,4% van vorig jaar augustus, naar 2,1% in juni, terwijl de kern-PCE inflatie (de favoriete maatstaf van de Fed) is vertraagd van 2,0% in december naar 1,8% in mei.

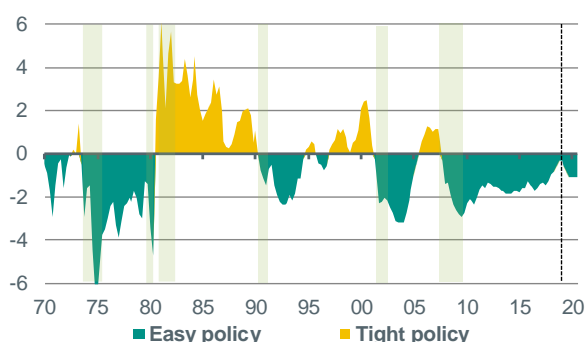
### Monetair beleid en financiële omstandigheden worden ruimer

Naarmate de capaciteitsgrenzen van de economie dichterbij komen, wordt het monetaire beleid vaak preventief verkrapt. In het verleden is de inflatie voorafgaand aan een recessie meestal zo sterk toegenomen dat de rente in

reactie hierop zo sterk werd verhoogd dat dit een verkrappend effect had. Om te bepalen of de rente 'accommoderend' of 'restrictief' is, moeten we weten wat de 'neutrale' rente is, d.w.z. bij welk renteniveau het monetaire beleid de economische groei niet stimuleert maar ook niet afremt (voor nadere informatie over dit onderwerp verwijzen we naar [The neutral rate: What it means for Fed policy and bond markets](#)). De neutrale rente wordt niet waargenomen, maar moet geraamd worden. Op basis van de vaak gebruikte ramingen van de New York Fed, zien we dat in vrijwel alle periodes die vooraf gingen aan een recessie, de rente als restrictief werd beoordeeld.

### Rente is voorafgaand aan een recessie meestal restrictief

Fed funds rate, pp boven of onder raming neutrale rente NY Fed



Bron: Thomson Reuters Datastream, ABN AMRO Group Economics

### Rentelasten en aflossing blijven relatief laag

Rente en aflossing als % van het inkomen

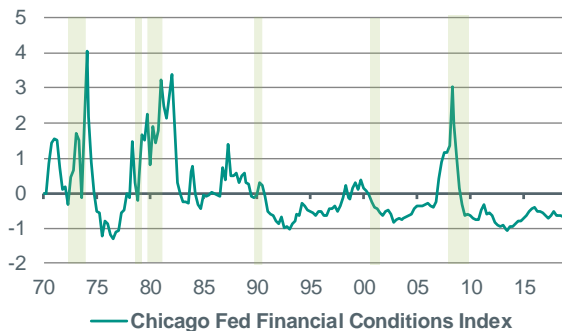


Bron: Thomson Reuters Datastream, ABN AMRO Group Economics

Hoe staat het er nu voor? De beoogde bandbreedte voor de Federal funds rate is op dit moment 2,25%-2,50%, terwijl de Fed de neutrale rente raamt op 2,5%-3,0%. Hieruit kan worden opgemaakt dat het monetaire beleid nog steeds licht verruimend is en waarschijnlijk nog verruimender zal worden (wij verwachten in de komende 6-9 maanden drie renteverlagingen van elk 25 basispunten). Aangezien er onzekerheid bestaat over de ramingen van de neutrale rente, kunnen we ter controle kijken naar de rentelasten en aflossingen, die voor een deel een functie zijn van het schuldniveau, maar ook worden bepaald door de rentecyclus. Hoewel de rentelasten en aflossingen als percentage van het bedrijfsinkomen onder de vorige historische hoogtepunten liggen, zijn deze ratio's wel sterk gestegen ten opzichte van het dieptepunt. In de afgelopen twee jaar zijn ze echter stabiel gebleven rond 41% (top tijdens voorgaande cyclussen: 46% in 2001 en 44% in 2008). De rente en aflossingen voor huishoudens bevinden zich daarentegen op een historisch dieptepunt van minder dan 10% en zijn sinds 2012 stabiel gebleven dankzij de afbouw van het schuldniveau na de crisis. Over het geheel genomen geven de rente en aflossingen dan ook aan dat de rente nog niet zo sterk is gestegen dat deze een significante last oplevert voor huishoudens of, in mindere mate, bedrijven. Dit bevestigt de visie dat de rente nog niet restrictief is. En aangezien de rente binnenkort weer naar beneden gaat, wordt het monetaire beleid in het komende jaar *meer*, en niet minder, verruimend.

### Financiële omstandigheden blijven verruimd

Index (negatieve waarden zijn verruimd, positieve zijn verkrappend)



Bron: Thomson Reuters Datastream, ABN AMRO Group Economics

### Sterke correlatie tussen consumentenvertrouwen en aandelenkoersen

Correlatie Conference Board Consumer Confidence en S&P 500 (8kw.)



Bron: Thomson Reuters Datastream, ABN AMRO Group Economics

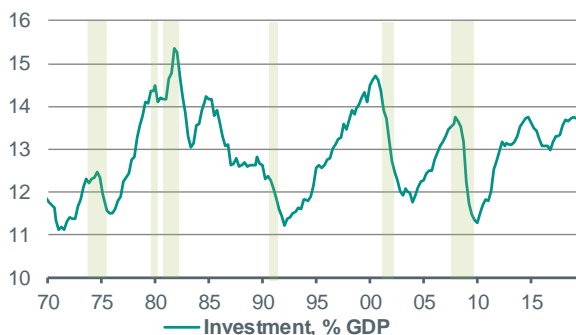
De rente is uiteraard slechts één aspect van de financiële omstandigheden die van invloed zijn op de economie. De groei kan ook worden beïnvloed door valuta- en aandelenkoersen. De Amerikaanse economie is minder afhankelijk van de export dan veel andere landen en daardoor minder gevoelig voor valutakoersen. Er zijn echter veel aandelenbezitters waardoor ontwikkelingen op de aandelenmarkten veel impact kunnen hebben op het vertrouwen. Het consumentenvertrouwen in de VS vertoont dan ook een sterke correlatie met de aandelenmarkt. Op dit moment geven bredere graadmeters voor de financiële omstandigheden (zoals de index van de Fed in Chicago) aan dat de omstandigheden over het algemeen nog steeds verruimd zijn. Er is echter een risico dat de escalerende handelsoorlog (zie pag. 9-10) leidt tot een plotselinge verkrapping van de financiële omstandigheden, die vervolgens het vertrouwen en de economische groei aantast.

### Saneringen door bedrijven: enkele vroege tekenen

Alle recessies waarnaar we hebben gekeken, werden voorafgegaan door enkele aanwijzingen van een sanering bij het bedrijfsleven; hetzij in de vorm van minder investeringen en/of een stagnerende werkgelegenheid. Dergelijke saneringen worden vervolgens geïntensiveerd zodra een neergang eenmaal een feit is, en

### Investeringen gaan in de komende kwartalen waarschijnlijk afnemen

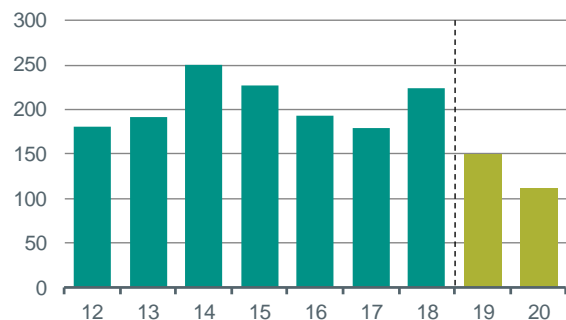
% van BBP



Bron: Thomson Reuters Datastream, ABN AMRO Group Economics

### Banengroei neemt af, maar wordt waarschijnlijk niet negatief

Maandelijkse gemiddelde netto banengroei, duizenden



Bron: Thomson Reuters Datastream, ABN AMRO Group Economics



werken een vicieuze cirkel in de hand. Lagere groeiverwachtingen leiden namelijk tot verdere bezuinigingen bij bedrijven.

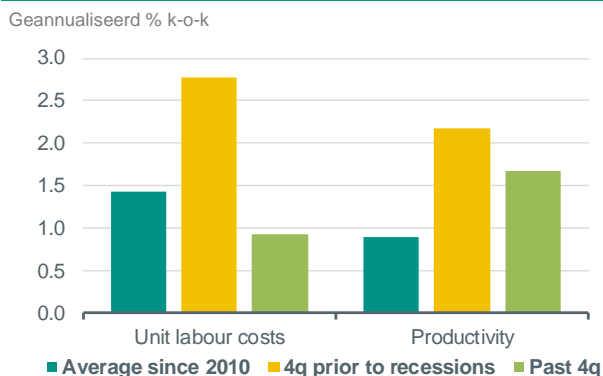
In de huidige cyclus zijn er al de eerste signalen van terughoudendheid bij bedrijven te bespeuren. Deze kunnen inderdaad toenemen naarmate de impact van de escalerende handelsoorlog sterker wordt. Zo is de investeringscyclus bijvoorbeeld al duidelijk gekenterd en de zwakke ontwikkeling van de mondiale verwerkende industrie impliceert waarschijnlijk een verdere afzwakking van de investeringen - en een periode van licht negatieve investeringsgroei. De investeringen hebben sinds de laatste recessie echter al een 'minicyclus' doorgemaakt en de economie is daar ongeschonden uitgekomen. Deze keer zouden we een vergelijkbaar patroon kunnen zien. Verder is de zeer sterke groei van de werkgelegenheid afgekoeld en verwachten we in de loop van het jaar een verdere vertraging, maar zijn er volgens ons weinig redenen om op korte termijn een daling van de lonen te verwachten.

### Zijn er waarschuwingen dat er grote saneringen aankomen?

Meestal zien we dat de winstmarges afnemen voordat er wordt gesaneerd. Dit kan komen doordat de groei van de ondernemingswinsten vertraagt of negatief wordt en/of doordat de kosten stijgen en bedrijven niet in staat zijn om deze kosten voldoende aan klanten door te berekenen. Op dit moment zijn de winstmarges nog steeds relatief hoog, waarschijnlijk dankzij de hogere productiviteitsgroei. Wanneer de investeringen negatief worden, kan deze productiviteitsspurts wel eens tot stilstand komen, maar ook nadat de productiviteitsgroei vertraagt en de loonkosten p.e.p. beginnen te stijgen hoeven de marges niet per se af te nemen. Ten eerste moeten bedrijven beslissen hoe ze gaan reageren op de snellere stijging van de loonkosten p.e.p.: met prijsverhogingen of door te bezuinigen. Dit hangt waarschijnlijk af van de actuele en verwachte consumptiegroei. Als bedrijven voldoende vertrouwen hebben om de prijzen te verhogen ter compensatie van de toegenomen kosten, dan kunnen de marges op peil blijven.

De keerzijde hiervan is echter dat dit leidt tot hogere inflatie, wat de Fed vervolgens dwingt om voor restrictiever beleid te kiezen, wat uiteindelijk saneringen noodzakelijk maakt. Dit proces kan echter een aantal kwartalen of zelfs jaren in beslag nemen. Zou de Fed na de beoordeling van het beleidskader

#### Hogere productiviteit beperkt stijging arbeidskosten



Bron: Thomson Reuters Datastream, ABN AMRO Group Economics

#### Winstmarges bedrijven blijven hoog



Bron: Thomson Reuters Datastream, ABN AMRO Group Economics

(waarvan de uitkomst in het eerste halfjaar van 2020 wordt verwacht) kiezen voor een gemiddelde inflatiedoelstelling, dan zal een reactie op hogere inflatie waarschijnlijk enige tijd op zich laten wachten, doordat de Fed de economie waarschijnlijk een tijdje warm laat lopen ter compensatie van de eerder achtergebleven inflatie. Dit kan zorgen voor verder uitstel van saneringen door bedrijven.

### **Welke mogelijke schokken kunnen de economie treffen?**

Zoals eerder besproken is het tegen capaciteitsgrenzen aanlopen *alleen* meestal onvoldoende om een recessie te veroorzaken; meestal is er een schok nodig om een recessie in gang te zetten. In de jaren '70 en '80 van de vorige eeuw bestonden deze schokken uit excessieve inflatie (olieprijsschokken) en excessieve monetaire verkrapping om de inflatie af te remmen (vooral ten tijde van het Fed-voorzitterschap van Volcker). Meer recent zijn deze schokken echter van financiële aard geweest: de recessie aan het begin van deze eeuw werd veroorzaakt door het uiteenspatten van de internetzeepbel en de recessie van 2008-2009 was het gevolg van de subprime-hypotheekencrisis.

Hoewel de Amerikaanse economie waarschijnlijk nog niet zo kwetsbaar is als tijdens eerdere periodes die direct voorafgingen aan een recessie, neemt die kwetsbaarheid in de komende kwartalen waarschijnlijk wel toe. Het is daarom belangrijk om vast te stellen welke schokken de economie zouden kunnen treffen. Schokken zijn per definitie onvoorspelbaar, maar met een terugblik naar eerdere recessies zou het mogelijk moeten zijn om excessen en onevenwichtigheden vast te stellen. Het voorspellen of/wanneer een dergelijke onevenwichtigheid een systemisch probleem kan worden is echter veel lastiger.

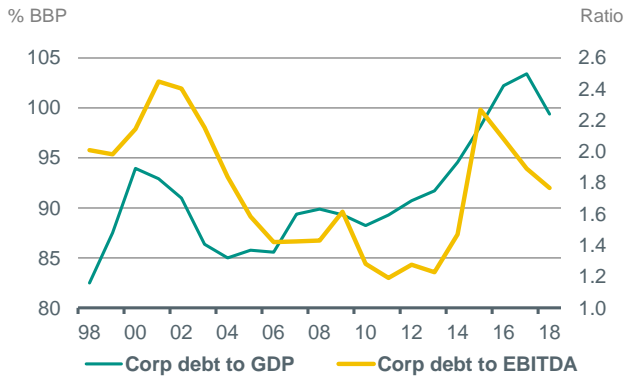
### **Bedrijfsschuld is een potentieel risico**

Bovenmatige bedrijfsschuld levert een aanzienlijk risico op. Zoals we hebben besproken in onze [US Outlook 2019](#), heeft de bedrijfsschuld als percentage van het BBP een nieuw recordniveau bereikt. Met name hefboomleningen zijn een punt van zorg. Dit zijn leningen aan kredietnemers met een hoge schuldenlast (d.w.z. de schuld/EBITDA-ratio is hoger dan 6). Dit segment is in 2018 met ruim 20% gegroeid naar ruim USD 1 biljoen (rond 10% van de bedrijfsschuld) en is in 2019 sterk blijven groeien. Bovendien worden de kredietvoorwaarden steeds soepeler, waardoor het risico van grote verliezen voor de institutionele beleggers die dit soort leningen verstrekken toeneemt. De wanbetalingspercentages zijn nog steeds laag en de groei binnen de economie in brede zin is heel sterk geweest, wat de winstgroei heeft ondersteund. Naarmate de groei vertraagt, komt de winst onder druk en gaan de wanbetalingspercentages waarschijnlijk wat omhoog.

De vraag is in hoeverre een golf van wanbetalingen een systemisch risico voor de economie zou vormen. Een stijging van het aantal wanbetalingen zou de markt onder druk zetten. Hierdoor kunnen de kredietkosten stijgen en dat kan weer een negatief effect hebben op investeringen en het aannemen van nieuwe werknemers. Dit probleem kan zich uitbreiden van hefboomleningen naar de markt voor bedrijfsobligaties in zijn algemeenheid, wat leidt tot verdere saneringen. Dit kan dan een rem op het vertrouwen zetten en leidt vervolgens tot een

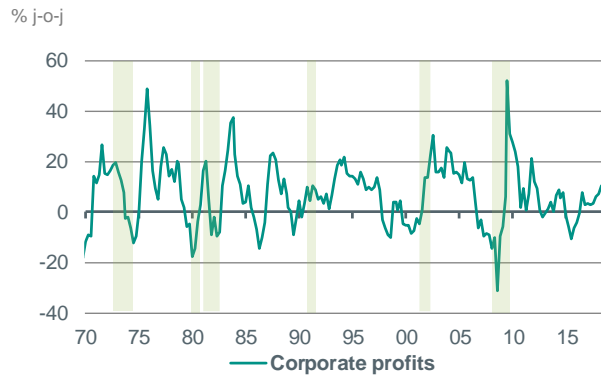
neerwaartse spiraal van dalende groei en afnemend vertrouwen en mondt uiteindelijk uit in contractie.

### Bedrijfsschuld is omvangrijk



Bron: Thomson Reuters Datastream, ABN AMRO Group Economics

### Tragere winstgroei kan leiden tot hogere wanbetalingspercentages



Bron: Thomson Reuters Datastream, ABN AMRO Group Economics

Hoewel er een risico bestaat dat een periode van schuldaufbouw uit de hand kan lopen, lijkt het financiële systeem beter bestand tegen dit soort stress dan in de periode vlak voor de financiële crisis. Ten eerste zijn de balansen van banken veel gezonder en beschikken banken over aanzienlijke kapitaalbuffers. Dit betekent dat banken kunnen inspringen en geld kunnen lenen aan bedrijven die moeite hebben om financiering aan te trekken in de markt. Ten tweede is de Fed nu waarschijnlijk veel pro-actiever met betrekking tot het aanpakken van stress in de markt en het voorkomen van besmetting dan tijdens de subprimecrisis. Ons basisscenario is dat de stappen die vorig jaar zijn genomen om de aftrekbaarheid van rente te beperken in combinatie met een over het geheel genomen krappere beleid van de Fed (niettegenstaande de verwachte versoepeling van het beleid), de groei van de ondernemingsschuld in de komende kwartalen in ieder geval geleidelijker doen afremmen.

Verder zien we weinig reden tot bezorgdheid met betrekking tot de factoren die in het verleden recessies hebben uitgelokt: inflatie/kramp monetair beleid en schulden van huishoudens. De inflatie is nog steeds opvallend bescheiden en we verwachten nu dat de Fed het beleid in de komende drie kwartalen gaat *versoepelen*. Zoals we hieronder bespreken, is de schuldsituatie van huishoudens - de oorzaak van de meest recente recessie - opvallend gezond. De schuld als percentage van het BBP is na de schuldaufbouw die sinds de crisis heeft plaatsgevonden over het geheel genomen onveranderd gebleven.

### Handelsoorlog zorgt voor groeivertraging...

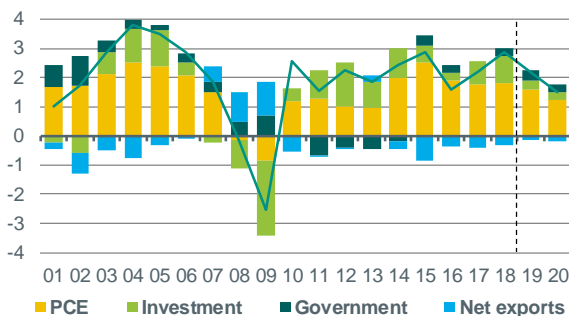
Het belangrijkste risico voor de toekomst houdt verband met het Amerikaanse handelsbeleid. De recente escalatie van de handelsoorlog tussen de VS en China en het feit dat president Trump het handelsbeleid inzette als wapen tijdens een immigratieconflict met Mexico hebben de onzekerheden voor het bedrijfsleven aanzienlijk vergroot. Er is een precedent gecreëerd waardoor de VS, met heel weinig voorbereidingstijd, invoerheffingen kan implementeren om concessies af te dwingen voor kwesties die niets met de handel te maken hebben. Een dergelijke

beleidsomgeving maakt het voor bedrijven uiterst lastig om te plannen en om investeringsbeslissingen te nemen die afhankelijk zijn van stabiele handelsafspraken. Hoewel er met Mexico een akkoord is gesloten om heffingen te voorkomen en de VS en China geen nieuwe heffingen zullen implementeren zolang de handelsbesprekingen lopen, verwachten we dat de dreiging van invoerheffingen wel blijft bestaan en dat dit het vertrouwen en de investeringen zal drukken.

We zien inderdaad al een significante vertraging binnen de verwerkende industrie: de vooruitziende ISM-index voor nieuwe orders is in juni gedaald naar het laagste niveau sinds eind 2015 en de productie is in de periode februari tot eind april met 3,3% op jaarbasis geslonken. Dit komt tot uiting in een zwakkere banengroei: de toename van het aantal banen binnen de verwerkende industrie is afgenomen van gemiddeld +55.000 in 2018 naar slechts 19.700 in de drie maanden tot juni. Een zwakkere banengroei heeft op korte termijn waarschijnlijk geen grote gevolgen voor de consumptie, maar we verwachten dat het effect in het vierde kwartaal en in 2020 wel zichtbaar wordt.

### Groei gaat significant vertragen in 2019-2020...

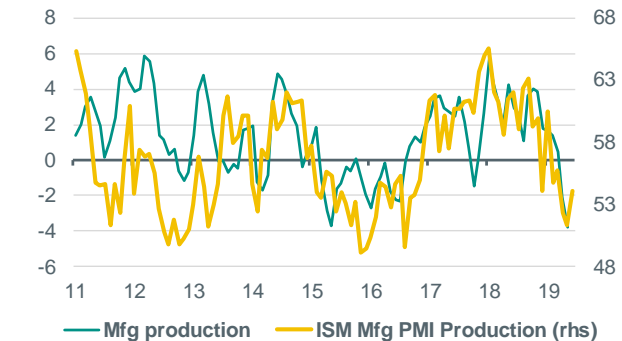
BBP-groei, % j-o-j, bijdrage in pp



Bron: Thomson Reuters Datastream, ABN AMRO Group Economics

### ...door zwakke gang van zaken binnen verwerkende industrie

% 3m/3m seizoensgecorrigeerd, jaarlijks Index



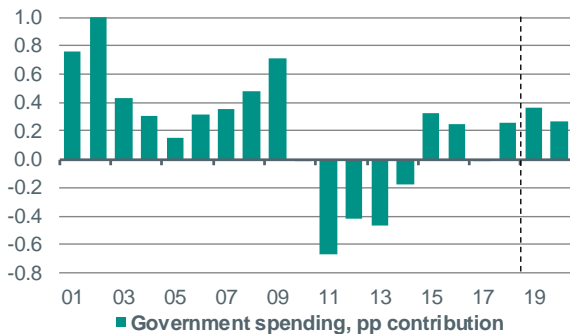
Bron: Thomson Reuters Datastream, ABN AMRO Group Economics

### ...maar niet voor een recessie

Dat gezegd hebbende, blijft de particuliere consumptie waarschijnlijk een belangrijke bron van groei in de VS, gegeven de toegenomen productiviteit en de loongroei, in combinatie met de substantiële buffers die zijn opgebouwd door de hoge spaarquote en het lage schuldniveau van huishoudens. De overheidsuitgaven blijven eveneens aantrekken en dragen volgens onze raming dit jaar 0,5 procentpunt bij aan de BBP-groei. Hoewel de investeringen van bedrijven in materiële vaste activa afnemen, zijn de investeringen in woningen zich aan het herstellen na een langdurige malaise. Dit wordt waarschijnlijk in de hand gewerkt door de grote vraag naar woningen, die nu wordt gestimuleerd door een fors lagere hypotheekrente (ongeveer 1 procentpunt lager dan in december, toen de Fed overstapte op soepeler beleid). Bij elkaar genomen zouden deze factoren ervoor moeten zorgen dat de groei gedurende onze prognoseperiode (tot eind 2010) ruim positief blijft, ondanks de tegenwind vanuit de verwerkende industrie. We verwachten dat de groei vertraagt naar 2,2% in 2019 (vergeleken met 2,9% in 2018) en 1,5% in 2020.

**Overheidsuitgaven bieden steun aan groei**

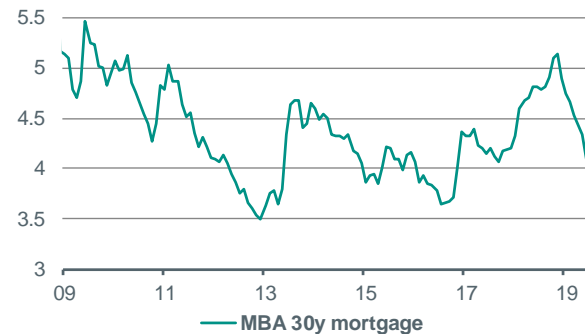
Bijdrage aan BBP-groei in pp



Bron: Thomson Reuters Datastream, ABN AMRO Group Economics

**Hypotheekrente is sterk gedaald**

Rente



Bron: Thomson Reuters Datastream, ABN AMRO Group Economics

**Wat als de handelsoorlog verder escaleert?**

Ons basisscenario is dus dat de handelsoorlog zorgt voor een groeivertraging en niet voor een recessie. Het risico is echter aanwezig dat een agressievere escalatie van de handelsoorlog leidt tot een nog sterkere vertraging binnen de verwerkende industrie dan wij veronderstellen in ons basisscenario. Dit kan leiden tot ontslagen en een afnemende consumptie - d.w.z. het soort beleidsschok dat *wel* een recessie zou veroorzaken. Er zijn allerlei negatieve scenario's voor te stellen waarin de VS de invoerheffingen verhoogt tot een niveau dat de handelsstromen serieus belemmert en waarbij als tegenmaatregel invoerheffingen voor Amerikaanse goederen worden geïmplementeerd, waardoor de export daalt. Tot dusver heeft de handelsoorlog de groei vooral *indirect* afgeremd door het ondernemersvertrouwen te dempen; een agressievere escalatie kan veel grotere directe effecten hebben dan we tot dusver hebben gezien. Gezien de onvoorspelbare aanpak van de Amerikaanse overheid tot nu toe, zijn dit soort scenario's niet te voorspellen.

**Als een schok uitblijft kan de groei nog even doorgaan**

Hoewel beleggers begrijpelijkerwijs nerveus worden nu de Amerikaanse expansie de langste uit de historie wordt, en de yield curve omgekeerd is, zijn er volgens ons een aantal redenen waarom de huidige groei nog wel een paar jaar kan aanhouden.

Ten eerste wijst de bescheiden inflatie erop dat de capaciteit nog lang niet zo beperkt is als het lage werkloosheidspercentage suggereert. Relatief hoge winstmarges betekenen dat er, zelfs als de productiviteitsgroei vertraagt, ruimte is voor bedrijven om de lonen te verhogen zonder dat dit op korte termijn veel inflatiedruk oplevert. Dit maakt het voor de Fed mogelijk om de rente te verlagen teneinde de neerwaartse risico's voor de vooruitzichten te bewaken.

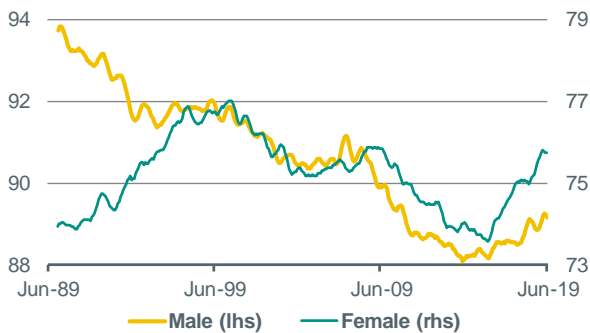
Ten tweede vinden we het, gezien het feit dat de particuliere consumptie de ruggengraat van de Amerikaanse economie is, heel bemoedigend dat de financiële positie van Amerikaanse huishoudens zo sterk is. De schuldenlast van huishoudens is nog steeds laag en de spaarquote is relatief hoog. Dit betekent dat

de Amerikaanse consument beschikt over een ruime buffer waarmee toekomstige vertragingen kunnen worden opvangen, doordat consumenten of hun spaargeld kunnen aanspreken of meer kunnen lenen om meer te kunnen blijven consumeren.

Ten derde kan de huidige versnelling van de productiviteitsgroei langer aanhouden dan we nu verwachten. De productiviteitsgroei is notoir moeilijk te voorspellen; maar weinig analisten hebben bijvoorbeeld de productiviteitsspurten van het eind van de jaren '90 zien aankomen. Dankzij de ontwikkeling op het gebied van kunstmatige intelligentie en robotica (zoals de mogelijke introductie van zelfrijdende auto's) is het mogelijk dat een langdurige periode van hoge productiviteitsgroei ook de groei op gang kan houden.

### Waarschijnlijk nog onbenutte capaciteit binnen de arbeidsmarkt

Arbeidsparticipatie meest actieve leeftijdsgroep (25-54), %



Bron: Thomson Reuters Datastream, ABN AMRO Group Economics

### Ruimte voor consumenten om spaargeld aan te spreken

%



Bron: Bureau of Labor Statistics, ABN AMRO Group Economics

Meer informatie over Group Economics vindt u op: <https://insights.abnamro.nl/>

#### 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 2019 ABN AMRO Bank N.V. and affiliated companies ("ABN AMRO")