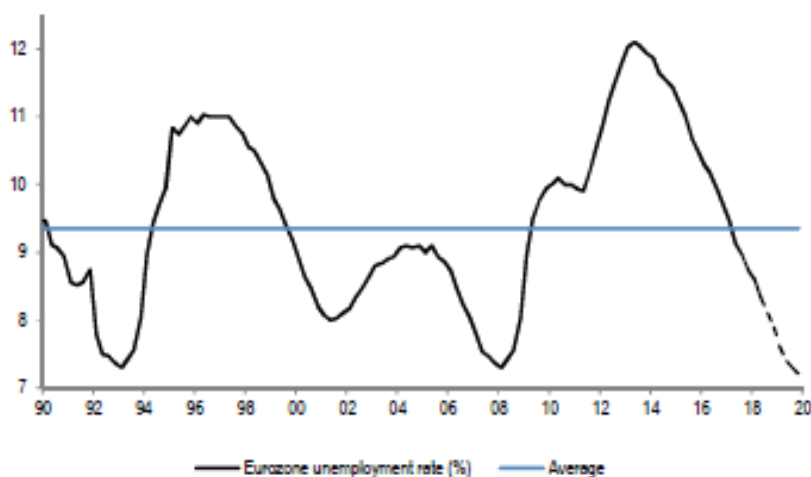


Vorige maand was het 10 jaar geleden dat de val van Lehman Brothers de lont in het kruitvat stak dat uitmondde in de 'Great Financial Crisis' (GFC). Het jubileum was aanleiding om veel hoofdrolspelers van toen terug te laten blikken en te vragen naar de parallellen met de huidige economische omstandigheden. Ondanks dat bijna geen beleidsbepaler de GFC heeft zien aankomen, vielen er veel waarschuwingen te horen dat een nieuwe crisis aanstaande is. Wij delen die mening niet en zien nog een aantal goede jaren voor ons waarin de historisch lage rente post-Lehman wel langzaam naar een normaler niveau gaat. In deze publicatie duiden wij aan de hand van de huidige economische omstandigheden het meest waarschijnlijke traject voor de economie richting 2020.

Werkeloosheid daalt verder en lonen stijgen

Op dit moment groeien de meeste grote economieën in de wereld sterker dan de lange termijn trend. De verwachting is dat dit iets gaat afnemen in 2019 maar wel hoog genoeg blijft om de werkeloosheid verder te laten dalen. Op dit moment is de werkeloosheid in de Eurozone met 8,1% minder dan 1% boven de all-time low van 7,3% (zie figuur hieronder). De verwachting dat de werkeloosheid verder blijft dalen - richting de 7% in 2020 - legt een sterk fundament onder de economische groei via een hoger consumentenvertrouwen / hogere uitgaven.



Source: J.P.Morgan. *Dotted line represents J.P. Morgan forecasts

Doordat de arbeidsmarkt in grote delen van de Eurozone krappert begint te worden, met name in de noordelijke landen, stijgen de lonen. Dit is ook het geval in de VS en het Verenigd Koninkrijk waar de werkeloosheid nog dichterbij historische dieptepunten staat. In de Westerse wereld is de loonstijging op dit moment het hoogste sinds de financiële crisis van 2008/2009 (tussen 2-3%). Dit zorgt voor nog meer consumptieuitgaven maar leidt ook tot een stijging van de inflatie. Ook de ECB onderkent de stijging van de lonen. In een

recente speech gaf ECB president Draghi aan dat de kerninflatie gaat stijgen de komende kwartalen door hogere lonen. Bedenk dat veel cao's voor meerdere jaren worden afgesloten en dus een sterk voorspellend signaal afgeven. De prognose van de ECB van het pad van de kerninflatie valt te zien in onderstaande figuur en bereikt naar verwachting 1,8% in de eerste helft van 2020. Het gevaar van deflatie, dat door de GFC dreigde, is afgewend. Met de prognose van de ECB wordt het niveau bereikt dat zij als doel heeft ('close to, but below 2%') en zal de monetaire politiek van de ECB normaliseren. Aan het einde van dit jaar wordt het opkoopprogramma van obligaties (QE) beëindigd. De eerste verhoging van de ECB van de depositorente die op dit moment op -0,4% staat, wordt net na de zomer van 2019 verwacht. Dat zou bijna 4 jaar later zijn dan de eerste renteverhoging van de Amerikaanse Centrale Bank ('Fed') in deze economische cyclus.

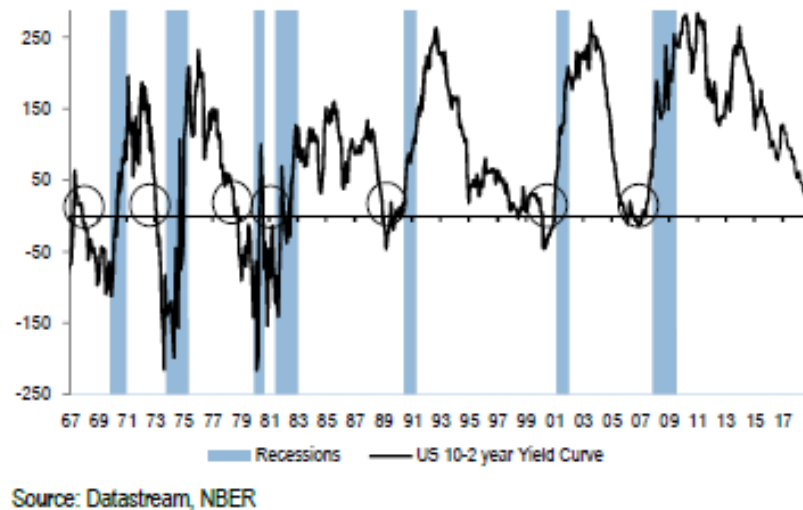


Inverse yield curve

De Fed heeft sinds december 2015 de beleidsrente acht keer met 0,25% verhoogd tot 2,0-2,25%. Op dit moment verwacht de markt nog zo'n 3-4 renteverhogingen in deze cyclus tot een niveau van 2,75-3,25% wat de Fed als lange termijn neutraal ziet (=niet stimulerend en niet afremmend). Waar de Fed met haar monetaire politiek de korte rente stuurt, is de lange rente vooral afhankelijk van inflatieverwachtingen van de markt op langere termijn. Omdat het risicovoller is om een obligatie van 10 jaar aan te houden, is de rente daarvan eigenlijk bijna altijd hoger dan de rente van een 2-jaars obligatie. Doordat de korte rente is opgelopen is het verschil tussen de 10- en 2-jaars staatsobligatie steeds kleiner. In vakjargon wordt dan gezegd dat de yieldcurve steeds vlakker wordt.

Veel marktvolgers kijken met argusogen naar de ontwikkeling van de yieldcurve in de VS. Historisch gezien is een inverse yieldcurve (=2-jaars rente hoger dan 10-jaars rente) namelijk altijd de voorbode geweest van een recessie (=twee opvolgende kwartalen met negatieve groei). In onderstaande figuur is dit duidelijk te zien. Het ontstaan van een inverse curve (de cirkels) wordt altijd redelijk kort gevolgd (gemiddeld tussen 12-20 maanden) door een neergaande economie. Op moment van schrijven is het verschil nog +0,30% maar met het

huidige tempo van de renteverhogingen van de Fed is het de algemene verwachting dat de curve ergens in de tweede helft van 2019 negatief wordt. De Fed stuurt immers de korte rente zoals hierboven uitgelegd maar niet de lange. Het is daarom niet vreemd dat een grote meerderheid van de Amerikaanse economen een recessie verwacht voor het einde van 2020.

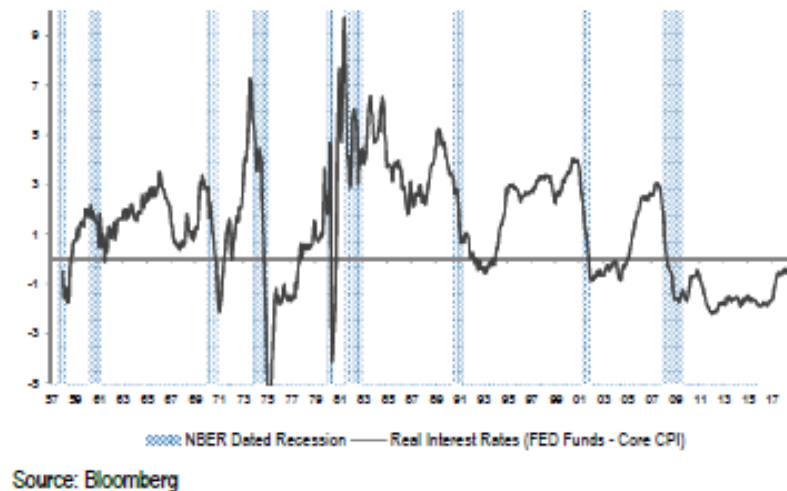


Einde van de cyclus?

Er zijn twee belangrijke redenen aan te voeren waarom wij vinden dat het te vroeg is om nu al het einde van de cyclus te benoemen. Ten eerste is het absolute niveau van de korte rente in Amerika, zelfs na acht renteverhogingen, nog steeds erg laag. Dit lage niveau heeft in onze ogen ook de lange rente beneden 'normaal' gehouden. Wij verwachten dan ook dat met het normaliseren van de korte rente ook de lange rente op zal lopen. Met andere woorden: wij verwachten eerst een stijging van de totale yieldcurve en pas daarna een vlakkere curve.

Het tweede argument vindt ook zijn basis in het absolute lage niveau van de rente. Als de korte rente teveel stijgt door renteverhogingen van de Centrale Bank, dan remt dit normaal gesproken de economische groei doordat er krappere financieringscondities zijn voor bedrijven en huishoudens. Momenteel zijn die condities nog steeds zeer ruim.

Onderstaande figuur toont de reële rente (Fed rente minus kerninflatie) die nu ongeveer nul is. In de geschiedenis vanaf de Tweede Wereldoorlog is er nog nooit een recessie geweest met een reële rente onder de 2%. Zelfs als de Fed de komende kwartalen blijft verhogen, blijven de omstandigheden dus ondersteunend. Er zit nog een aanzienlijk gat van bijna 2,0% tussen de huidige reële rente en het niveau dat historisch gezien een recessie aankondigde. Het lijkt er niet op dat dit gat de komende twee jaar al gevuld gaat worden want daarvoor heb je of veel meer renteverhogingen nodig of een snel dalende inflatie. Dit lijkt zeer onwaarschijnlijk.



Als de financieringscondities in de VS nog steeds ruim zijn dan zijn die condities in de Eurozone nog veel ruimer. De reële rente is hier namelijk nog lager dan -1% en zal, door een stijging van de inflatie, de komende jaren nog niet positief worden. Een economische groei boven trend gecombineerd met zeer losse financieringscondities stimuleert investeringen. In de huidige omstandigheden zullen bedrijven fusies en overnames doen en blijft het herfinancieren van schulden voor een optimale kapitaalstructuur voor lange tijd aantrekkelijk. Dit zijn buitengewoon goede omstandigheden voor ondernemers die groeimogelijkheden zien.

.

Tenslotte

Op dit moment zijn de risico's voor de economische vooruitzichten redelijk gebalanceerd. De handelsoorlog is in onze ogen de belangrijkste risicofactor, positief en negatief. Nu het handelsconflict zich steeds meer concentreert rond de VS en China, zien wij hier eerder een positief effect vanuit gaan. De recente heronderhandeling van NAFTA en de handelsakkoorden tussen landen buiten de VS hebben de kans op een grootschalige wereldwijde handelsoorlog kleiner gemaakt. Een andere belangrijke factor die een negatieve impact kan hebben op het scenario dat we in deze publicatie hebben beschreven zijn snellere renteverhogingen van de Fed tot boven neutraal.

De Amerikaanse economie zit in het negende jaar van economische groei en loopt zo'n drie jaar voor op Europa. Een nieuwe recessie is uiteindelijk onvermijdelijk maar recessies worden niet veroorzaakt door de leeftijd van de cyclus. Te krappe financieringscondities of externe gebeurtenissen zijn meestal altijd oorzaken van een terugval in economische groei. Een Amerikaanse recessie zal zeker een impact hebben op de rest van de wereld. Wij (samen met een grote meerderheid van de markt) denkt dat dit voor eind 2021 zal gebeuren. Het is dan onvermijdelijk dat Europa niet het hele traject van rente-normalisatie zal doorlopen. Dat zou betekenen dat de ECB uiteindelijk de rente maar beperkt zal verhogen vanaf eind 2019 en niet naar een normaal (=neutraal) niveau kan gaan in deze cyclus. Wij denken dat de rente in de Eurozone langer laag blijft dan nu wordt aangenomen.