

THE WORLD IS NOT ENOUGH.

NON SUFFICIT ORBIS, DE WERELD IS NIET GENOEG.

ECONOMISCHE SCENARIO'S 2022-2024





‘I could have given you the world.’
- Elektra King -

‘The world is not enough.’
- James Bond -

‘Foolish sentiment.’
- Elektra King -

‘Family motto.’
- James Bond -

The World Is Not Enough (1999)



**THE
WORLD
IS NOT
ENOUGH.**

Inhoud



THE WORLD IS NOT ENOUGH.

ECONOMISCHE SCENARIO'S 2022-2024

1. Stappenplan	6
2. Actuele risico's	7
3. Aanjagers van verandering	20
4. Scenario's	22
Inleiding	23
IJstijd	25
Depressie	26
Inflatie	27
Stagflatie	28
Voorspoed	29

Inleiding

Non sufficit orbis, de wereld is niet genoeg. Dit was het familiemotto van de almachtige Habsburgers die tot 1918 regeerden over grote delen van Europa. Ian Fleming besloot jaren later zijn fictieve personage James Bond hetzelfde familiemotto te geven: the world is not enough. In de gelijknamige film uit 1999 verijdt 007 een nucleaire aanslag waarmee zijn tegenstanders de energieprijzen op willen drijven.

Hoewel de film een romantisch beeld schetst, is de realiteit dat allerm minst. We leven in een wereld waarin grootmachten het tegen elkaar opnemen, waarin geopolitieke spanningen sterk toenemen en de kans op een nucleaire oorlog sinds de jaren zestig niet zo groot is geweest. De Russische invasie van Oekraïne is op dit moment het trieste dieptepunt in deze ontwikkeling. De impact ervan op de wereldeconomie, de financiële markten en de samenleving is fundamenteel en bijzonder groot.

Er is niets zo onvoorspelbaar als een gebeurtenis met de omvang van deze invasie. Dit kan een keerpunt in onze geschiedenis betekenen van het formaat van het einde van de Tweede Wereldoorlog en de val van de Berlijnse Muur. De gevolgen zijn volstrekt onvoorspelbaar. Het is denkbaar dat de invasie de opmaat is naar een wereld van geïsoleerde machtsblokken, zoals tijdens de Koude Oorlog. In dit scenario zijn sancties en protectionistische maatregelen de norm, wat kan leiden tot een periode van lage groei en persistente inflatie (zie het stagflatiescenario).

Het is ook mogelijk dat het huidige conflict de-escaleert en isolatie van machtsblokken beperkt blijft tot Rusland. In zo'n situatie kan de economie aantrekken en profiteren van extra investeringen in de energietransitie. Deze transitie wordt extra urgent door de noodzaak om niet afhankelijk te zijn van gas en olie uit Rusland (zie box: 'Wat als het klimaatbeleid een vlucht naar voren maakt').

De scenario's in deze studie zijn vlak vóór de invasie ontwikkeld. Dat zou kunnen betekenen dat de scenario's niet meer relevant zijn. Niets is minder waar. De scenario's in onze studie zijn altijd gebaseerd op extreme situaties en events die we bijna niet voor mogelijk houden. Juist omdat we ons realiseren dat alles mogelijk is en beleggers daar altijd op voorbereid moeten zijn. De huidige oorlog speelt dus geen grote rol in de scenario's, maar situaties zoals deze en de impact daarvan doen dat zeker wel.

Het conflict in Oekraïne bewijst hoe onvoorspelbaar, hard en onzeker de wereld is waarin we leven. Langetermijnbeleggers zoals pensioenfondsen zullen daarom behoedzaam moeten manoeuvreren. In een wereld die in veel opzichten niet genoeg is, kunnen zij alleen standhouden door op tijd oog te hebben voor signalen die op extreme uitkomsten wijzen. Houd rekening met het ondenkbare. Dat is óns motto. ▶



Tabel Samenvatting scenario's

Economie eurozone en financiële markten in 2022-2024 (in procenten)

	Startpunt	IJstijd	Depressie	Inflatie	Stagflatie	Voorspoed
Economie						
Groei bbp (reëel)	5,2	1,5	-5	3	0	3
Inflatie (gerealiseerd)	5	1,5	-2,5	7,5	5	2,5
Financiële markten						
Nominale rente (30 jaar)	0,5	0,5	-1	3,5	1	3
Reële rente (30 jaar)	-1,75	-1,75	-1,75	-1	-2	1
Wereldwijde aandelenschok (%)		+10	-50	-15	-35	+40

ROBUUST BELEGGEN

MET SCENARIO'S

Scenario's kun je op heel veel manieren gebruiken in je beleggingsbeleid. Hieronder geven we een voorzet hoe dat zou kunnen met behulp van een stappenplan.

STAP 1

Discussieer over welke beleggings-uitkomsten je absoluut wilt vermijden.

Het kan bijvoorbeeld gaan over mogelijke kortingen die je als fonds wilt voorkomen. Zeker net zo belangrijk is welke ambities je wilt realiseren, bijvoorbeeld qua indexatie.

STAP 2

Breng in kaart aan welke knoppen je kunt draaien om je beleggingsbeleid in lijn te brengen met je pijn- en fijngrenzen zodat je concreet kunt gaan sturen.

Hoe kun je rekening houden in je beleggingsstrategie met de pijn- en fijngrenzen die je wilt hanteren? Wil je bijvoorbeeld je risico's afdekken met lineaire producten zoals renteswaps en staatsobligaties, past een optiestrategie misschien beter of overweeg je zelfs een meer dynamische strategie met aandacht voor inflatierisico?

STAP 3

Maak de vertaling van ongewenste en gewenste uitkomsten naar meetbare indicatoren.

Het kan dan bijvoorbeeld gaan om de nominale dekkingsgraad, de reële dekkingsgraad of gewenste indexatiepercentages. Stel hiervoor concrete pijn- en fijngrenzen vast. Met de aanstaande pensioentransitie en nieuwe spelregels van het transitie-FTK wordt het nog belangrijker om hierover na te denken ten behoeve van adequaat balansrisicomanagement.

STAP 4

Denk na over de manier waarop je de keuzes die zijn gemaakt, om wilt zetten in besluitvorming.

Hoe ga je om met de gedragsvalkuilen die vaak spelen bij besluitvorming onder onzekerheid? Wat moet je vastleggen om aan het beleidsstuur te draaien en wanneer pas je een eerder gemaakt plan aan?

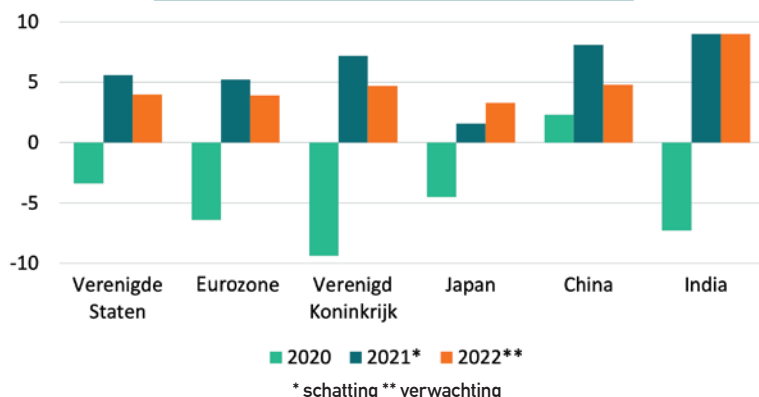


Actuele risico's

De pandemie raasde het afgelopen jaar voort, gedreven door steeds nieuwe en nog besmettelijkere virusvarianten. Beperken- de maatregelen bleven in veel landen van kracht of werden in het najaar van 2021 weer aangescherpt. Toch bleef de impact op de economie onder de streep beperkt. Zo daalde de economische activiteit in de ontwikkelde economieën in 2020 nog met 4,5%, maar komt de groei in 2021 naar schatting uit op 5%. Opkomende landen zoals China en India doen het met groeipercentages van respectievelijk 8% en 9% in 2021 zelfs nog beter. Dit economisch herstel wordt uitvergroot op de aandelenbeurzen waar nieuwe records zijn gevestigd, mede doordat grote bedrijven hun winstmarges flink hebben kunnen vergroten. Helaas is het economische beeld niet alleen maar rozengeur en maneschijn.

Door problemen in internationale toeleveringsketens zijn flinke tekorten ontstaan op diverse goederenmarkten, bijvoorbeeld met betrekking tot chips die onder andere gebruikt worden voor auto's. Ook de energieprijzen hebben velen verrast. De olieprijs kwam in het najaar weer boven de 80 dollar uit en in Europa zijn de gasprijzen flink gestegen. Op de piek stegen gasprijzen met meer dan 100%, mede door de (voorgenomen) afbouw van fossiele energie en spanningen rond Rusland. Dit heeft geleid tot scherp oplopende inflatie met percentages rond 5% in het eurogebied. In hoeverre deze inflatie tijdelijk is, zal de economische ontwikkelingen de komende jaren sterk bepalen. ▶

Figuur 1 Economische groei (% bbp)



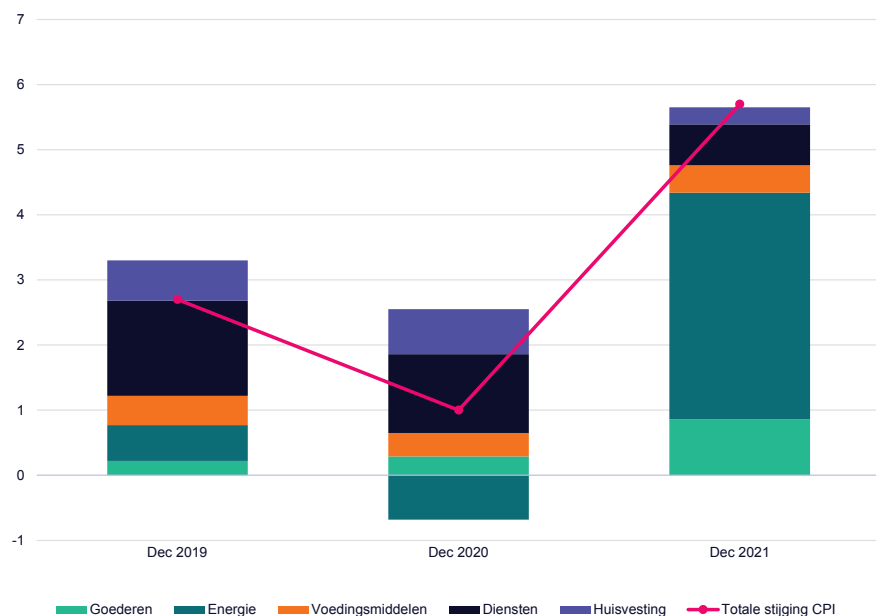
Inflatie: tijdelijk of structureel?

De grootste economische verrassing van het afgelopen jaar is ongetwijfeld de inflatie. In het begin van 2021 dachten veel economen dat de inflatie in het eurogebied zou uitkomen op zo'n 2%. Dat is een flinke onderschatting ten opzichte van de 5% gerealiseerde inflatie aan het einde van het jaar. Opvallend is dat de voorspellingen van economen over de inflatieontwikkeling in de komende periode erg uiteenlopen. Het IMF denkt bijvoorbeeld dat de inflatie snel zal pieken, om in het tweede kwartaal van 2022 uit te komen op het doel van centrale banken. Andere economen denken dat de inflatie meer structureel van karakter zal zijn en langere tijd boven het doel van de centrale banken zal liggen.

De oorzaak van de inflatie ligt zowel aan de vraag- als aanbodzijde van de economie. Door de coronasteun van overheden aan bedrijven en huishoudens is er veel geld beschikbaar voor consumptie. Consumenten kunnen vanwege de coronamaatregelen

slechts in beperkte mate geld uitgeven aan diensten zoals horeca, cultuur en toerisme. Hierdoor zijn de bestedingen van consumenten verschoven van diensten naar consumptiegoederen. Tegelijk zijn er forse problemen in de internationale aanvoerketens waardoor het aanbod van consumptiegoederen achterblijft bij de vraag. Per saldo leidt dit tot schaarste, hetgeen wordt weerspiegeld in prijsstijgingen. Daarbij nemen de energieprijzen nog eens flink toe, wat direct leidt tot een opslag in het inflatiecijfer. In hoeverre deze factoren kunnen leiden tot meer structurele inflatie is sterk afhankelijk van de loongroei. Als net zoals in de jaren zeventig van de vorige eeuw de lonen stijgen in navolging van de inflatie, kan een loon-prijsspiraal ontstaan. Op dit moment zijn er (nog) geen signalen dat in de eurozone een dergelijke spiraal aan het ontstaan is. Wel is steeds zichtbaarder dat bedrijven de gestegen productie- en grondstofkosten (deels) doorberekenen aan consumenten. ►

Figuur 2 De belangrijkste bijdrages aan de Nederlandse prijsinflatie



Bron: CBS



De voornaamste oorzaak van de gestegen inflatie in 2021 waren de energieprijzen. Deze waren in 2020 gedaald. Goederen stegen harder in prijs dan in 2020, mede door schaarste als gevolg van logistieke problemen. Sommige diensten, die door de pandemie in 2021 niet altijd beschikbaar waren, hadden juist een drukkend effect op de inflatie.

De inflatieontwikkeling zal een cruciale rol spelen in hoe de economie de komende jaren gaat presteren. Interessant is de vraag of economen en marktparticipanten überhaupt in staat zijn om inflatie goed te voorspellen. Uit onderzoek van de Federal Reserve blijkt bijvoorbeeld dat de inflatievoorspellingen van professionele marktparticipanten (enquêtes) en die van marktindicatoren (inflatieswaps) veranderingen in inflatie vaak onderschatten.¹ Deze maatstaven weerspiegelen vooral de huidige inflatiebewegingen en bevatten

weinig informatie over toekomstige inflatie. Ook centrale banken hebben grote moeite met het voorspellen van de inflatie. Zo keek de ECB kritisch naar de eigen inflatievoorspellingen in de periode 2011 tot en met 2019.² De inflatie werd in die periode bijna ieder jaar te hoog ingeschat, met een gemiddelde voorspelfout van bijna een procentpunt. En dat terwijl in die periode geen grote economische schokken of veranderingen in beleid plaatsvonden. Kortom, het voorspellen van inflatie is heel lastig voor analisten, voor de markt als geheel en voor centrale banken.

Vooruitkijkend naar de komende jaren zijn er goede redenen om aan te nemen dat de inflatie verder kan stijgen (figuur 3, pagina 10). Denk bijvoorbeeld aan de royale overheidssteun sinds de pandemie, goed gevulde huishoudportemonnees, persistente logistieke problemen en de sancties tegen Rusland. ►

¹ Federal Reserve Bank of San Francisco (2015), Can We Rely on Market-Based Inflation Forecasts?, FRBSF Economic Letter, Sep. 2015.

² ECB (2021). Understanding low inflation in the euro area from 2013 to 2019: cyclical and structural drivers, Occasional Paper Series, No 280.

Inflatie kan daarbij een zelfversterkend effect hebben: we raken gewend aan prijsstijgingen waardoor bedrijven minder schroom hebben om hun prijzen te verhogen en vakbonden hogere looneisen durven te stellen. Maar er zijn ook overtuigende argumenten te bedenken waarom de inflatie juist gaat dalen, zoals het uitdoven van eenmalige effecten, meer besparingen door vergrijzing, ongelijkheid (rijkere huishoudens sparen vooral uit extra inkomen of beleggen dit), aanhoudende globalisering, overcapaciteit in veel (zombie)bedrijven en toenemende robotisering. Kortom, inflatie kan uiteenlopende richtingen opgaan. Vanuit een risicomanagementperspectief is het daarom verstandig om niet in te zetten op één uitkomst, maar rekening te houden met verschillende extreme economische scenario's. In deze scenariostudie laten we zien dat een hoge, langdurende inflatie een plausibele uitkomst kan zijn (inflatie- of stagflatiescenario), maar dat het ook denkbaar is dat de inflatie weer sterk gaat dalen (ijstijd- of depressiescenario). ►



Figuur 3 Argumenten voor en tegen inflatie

Lage inflatie	Hoge Inflatie
Blijvende besparingen door huishoudens vanwege trauma pandemie.	Inhaalbestedingen van huishoudens omdat er veel gespaard is.
Hoge schulden van overheden drukken economische groei: hogere belasting of lagere overheidsbestedingen in de toekomst nodig.	Zelfversterkend effect van hoge inflatie in het eurogebied (5%) en in de VS (7%). Bedrijven durven hun prijzen gemakkelijker te verhogen en werknemers eisen meer loon.
Ongelijkheid: de rijksten profiteren van hogere activaprijzen maar besteden deze vermogens niet.	Logistieke disrupties en geopolitiek: hoge input- en energieprijzen.
Veel overcapaciteit, mede door zombiebedrijven die overleven door lage rente.	Centrale banken grijpen mogelijk niet of te laat in omdat deze inflatie onderschatten of juist willen hebben.
Mondiale kostenarbitrage (waardeketens) ondanks meer focus op lokale productie nog steeds van belang.	Overheden trekken portemonnee gemakkelijker sinds de pandemie en ondersteunen lage inkomsten.

Wat als de rente stijgt?

We zijn inmiddels in ons doen en laten gewend geraakt aan een lage rente. De lange periode van lage rente heeft gezorgd voor opgebouwde kwetsbaarheden. De lage rente maakte het makkelijker om schulden aan te gaan, verminderde de prikkel om af te lossen en deed beleggers zoeken naar rendement in risicovollere categorieën. Wat als de rente – om wat voor reden dan ook – weer een keer stijgt?

In dat geval kunnen financiële activa behoorlijk in waarde dalen. De waarde van obligaties beweegt tegenovergesteld aan de rente en met name langlopende obligaties dalen daarom vanzelfsprekend in waarde. Zogeheten ‘groeiaandelen’ (zoals technologiebedrijven) die qua waardering sterk leunen op winsten in de verre toekomst kunnen het zwaar voor hun kiezen krijgen.

Een hogere rente zal leiden tot hogere financieringslasten voor huishoudens en overheden. Hoe snel de rentestijging zich vertaalt naar hogere lasten hangt af van de rentevaste periode. Bedrijven zijn hierbij kwetsbaarder dan huishoudens. Meer dan de helft van de bancaire kredieten van bedrijven heeft een looptijd van minder dan een jaar, terwijl de gemiddelde huiseigenaar pas over zeven jaar een daadwerkelijke stijging van de te betalen hypotheekrente ziet.³

Toch kennen ook huishoudens hun kwetsbaarheden. Huishoudens die door de gestegen inflatie al krap bij kas zitten komen bij hogere rentelasten in problemen. De financieringsruimte voor nieuwe hypotheeklen neemt bij een hogere rente flink af. Huizenprijzen kunnen voor het eerst in jaren dalen bij een gebrek aan starters en doorstromers.

Ook zijn door de lage rente zijn steeds meer particulieren gaan beleggen.

Het aantal particuliere beleggers in Nederland is in 2020 met 11 procent gestegen naar 1,6 miljoen huishoudens.⁴ Het is niet ondenkbaar dat door een correctie op de financiële markten en de huizenmarkt het consumentenvertrouwen afneemt, de economie sterk afkoelt en in een recessie belandt.

Hoe goed het financiële systeem een rentestijging verteert kan van grote invloed zijn op de economie. Het liquiditeitsbeheer van onder meer pensioenfondsen wordt in zo’n situatie op de proef gesteld. Een stijging van de rente betekent dat de hoeveelheid beschikbaar onderpand afneemt (daling obligatiekoersen) en schaars kan worden. Indien buffers onvoldoende groot zijn, kan het betekenen dat pensioenfondsen en andere partijen een deel van hun bezittingen in een ‘fire sale’ moeten verkopen. Dat verlaagt prijzen van activa nog meer.

De effecten van een rentestijging zullen erg verschillen tussen bedrijven, sectoren en landen. Sommige partijen hebben de looptijd van hun schulden verlengd en buffers opgebouwd in de afgelopen jaren. Pensioenfondsen en verzekeraars zullen hun financiële positie deels zien verbeteren doordat de waarde van hun verplichtingen afneemt. Hoe de economie als geheel geraakt wordt is omgeven met onzekerheid. Het is daarom raadzaam om kwetsbaarheden vooraf in kaart te brengen en rekening te houden met meerdere schokken in financiële markten. ▶

³ DNB “De gevolgen van een langdurig lage rente en een eventuele rentestijging” 2019

⁴ Zie DNB, Overzicht Financiële Stabiliteit, najaar 2021.

Financiële activa en schulden stijgen verder

Sinds het meest recente dieptepunt tijdens de pandemie in maart 2020 zijn de prijzen van financiële activa behoorlijk gestegen. Met name de aandelenprijzen hebben in het afgelopen jaar nieuwe records gevestigd. Zo is de index van de vijftig grootste bedrijven in de eurozone gestegen met 21% in 2021.

De Amerikaanse S&P noteerde een stijging van bijna 27%. Voor een deel vallen de koersstijgingen toe te schrijven aan hogere winsten van bedrijven. Daarnaast is ook de waardering – gemeten als de koers-winst-verhouding – toegenomen, vooral bij een aantal grote techbedrijven in de VS.

De zoektocht naar rendement wordt ook weerspiegeld in een grote stijging van nieuwe beursnoteringen en zogeheten Special Purpose Acquisition Vehicles (SPACs). Met een SPAC wordt via een beursgang kapitaal opgehaald om in de toekomst bedrijven te kopen, zonder dat beleggers weten in welke bedrijven wordt geïnvesteerd.

Opvallend is dat steeds meer particuliere beleggers speculeren op koersbewegingen, onder meer in ‘meme’ aandelen die op sociale media worden aangeprezen. Zo steeg door een gecoördineerde actie op het internetforum Reddit de koers van het krimpende en verlieslatende Amerikaanse bedrijf Gamestop van enkele dollars aan het begin van de pandemie naar meer dan 300 dollar in 2021.

Hedgefondsen die uitgingen van een waardedaling van dit aandeel (short positie) werden gedwongen om aandelen bij te kopen, waardoor de opwaartse koersbeweging werd versterkt.

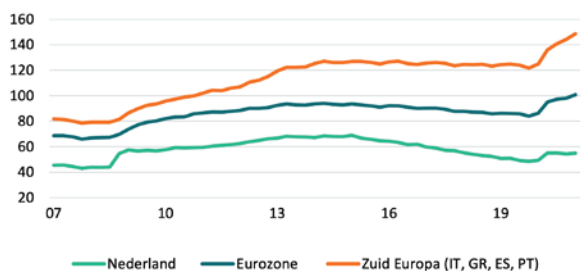
Door de speculatie van particuliere beleggers durven professionele partijen niet zo gemakkelijk meer short te gaan op overgevalueerde aandelen, hetgeen bubbelvorming in de hand werkt.

Naast aandelen duiken speculatieve beleggers ook steeds vaker op cryptomunten, bijvoorbeeld de als grap bedachte dogecoin. Door onder meer twitterberichten van Elon Musk bereikte deze cryptomunt een marktwaarde van maar liefst 90 miljard dollar in mei 2021.

Naast aandelen zijn ook de risicopremies op de meest riskante bedrijfsobligaties (high yield) verder gedaald in het afgelopen jaar en is de uitgifte van nieuwe schuld historisch hoog. Tenslotte zijn er in het afgelopen jaar grote hoeveelheden leveraged loans uitgebracht met steeds soepelere leenvoorwaarden. In de VS bestaat 85% van de hefboomleningen uit zogeheten covenant lite leningen, waarbij beleggers minder zekerheden hebben en er sprake is van een hoge hefboom.⁵ Veel van deze leningen worden vaak gesecuritiseerd via Collateralized Loan Obligations (CLOs), waarbij verschillende leningen als een nieuw pakketje worden uitgegeven. Naar schatting ligt de uitgifte van nieuwe CLOs bijna 50% hoger dan het gemiddelde over de afgelopen vijf jaar. Het gevaar van de zoektocht naar rendement is dat er uiteindelijk grote bubbels kunnen ontstaan met kans op een nieuwe crisis (zie kader: **Wat als er al een bubbel is op financiële markten?**). ▶

Figuur 4

Overheidsschulden in de eurozone (% bbp)



⁵ Zie DNB, Overzicht Financiële Stabiliteit, Najaar 2021.

De zoektocht naar rendement is overigens niet alleen zichtbaar op de financiële markten. Ook de huizenmarkten laten forse prijsstijgingen zien. Zo stegen de prijzen in de EU met ruim 9% op jaarbasis in het laatste kwartaal van 2021. Wel zijn de verschillen tussen landen groot. Zo blijven Italië (4%) en Spanje (4%) achter bij het gemiddelde, terwijl landen als Luxemburg (13%), Nederland (17%) en Tsjechië (22%) de grootste toename laten zien. Naast fundamentele factoren zoals de lage rente, schaarste aan woningen en meer thuiswerken door corona, lijken beleggers steeds vaker te speculeren op hogere woningprijzen, met name in steden. Diverse Nederlandse gemeenten waren door middel van opkoopbescherming beleggers op lokale huizenmarkten. Dit is vooral symptoombestrijding. De fundamentele oorzaken, zoals het tekort aan woningen, worden hiermee niet opgelost.

In onze vorige scenariostudies werd telkens gewaarschuwd voor de hoge schulden van overheden. Dit risico blijft onverminderd actueel. Na de financiële crisis in 2008 zijn overheidsschulden in de meeste ontwikkelde landen trendmatig toegenomen. Door de coronacrisis zijn de schuldratio's in vrijwel alle landen sterk toegenomen. Absolute koploper blijft nog steeds Japan met een overheidsschuld van 257% van het bbp. Ook de VS hebben in het afgelopen jaar een nieuw hoogtepunt bereikt met een schuld van ruim 133%. In het eurogebied bedraagt de gemiddelde overheidsschuld 100% van het bbp. Wel zijn er grote verschillen tussen enerzijds de zuidelijke landen, waar de schuldratio bijna 150% van het bbp bedraagt, en anderzijds de kernlanden zoals Nederland met een schuldratio van 55%.

Door de lage rente die overheden betalen op hun schuld is het financieren van overheidsschuld op dit moment geen probleem. Maar als de rente stijgt is het niet ondenkbaar dat zuidelijke eurolanden moeite krijgen met het financieren van hun schuld. Zo'n situatie zou kunnen ontstaan als de ECB de rente flink moet verhogen omdat de inflatie verder uit de hand dreigt te lopen ([zie inflatiescenario](#)). Of marktpartijen verkopen onverwacht op grote schaal hun schuldpapier van zuidelijke eurolanden, waarbij de ECB dit papier niet of in onvoldoende mate absorbeert in de aankoopprogramma's. Deze laatste dynamiek zou onderdeel kunnen zijn van een depressiescenario, waarbij een credit event zorgt voor een vertrouwensverlies op financiële markten en de autoriteiten afwachting zijn met het verlenen van steun.

Daarnaast hebben de steeds hogere overheidsschulden structureel een remmend effect op de economie omdat bedrijven en huishoudens rekening gaan houden met hogere belastingen en/of lagere overheidsbestedingen in de toekomst. Door beleidsonzekerheid wordt er dan minder geconsumeerd en geïnvesteerd met een lagere productiviteit tot gevolg. Empirisch onderzoek laat zien dat bij schuldratio's van 90% of meer dit remmende effect van schuld begint op te treden.⁶ Dit is in lijn met het beeld van Japan dat al decennia lang kampt met hoge schulden, een zeer lage groei en dat van tijd tot tijd flirt met deflatie. ►

⁶ Zie Reinhart, C, Rogoff, K. (2010). Debt and growth revisited, VOXEU, CEPR, 11 augustus 2010. En ook Kumar, M, Woo, J. (2010). Public Debt and Growth, IMF Working Paper 174.

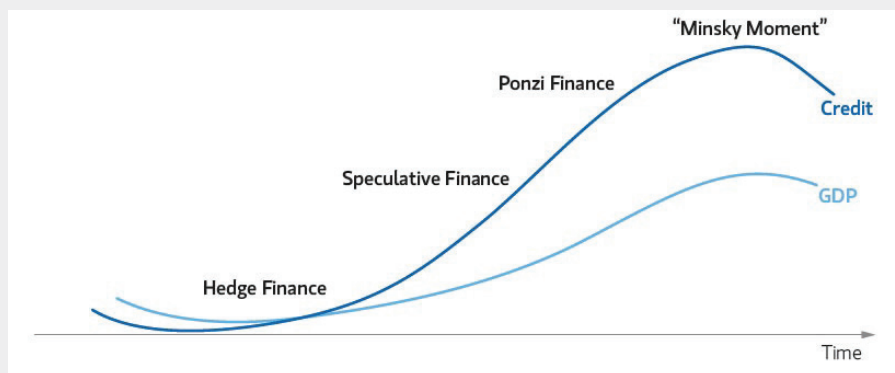
Wat als er al een bubbel is op financiële markten?

Het afgelopen jaar werd duidelijk dat de Chinese vastgoedmarkt veel kenmerken heeft van een bubbel. Het megavastgoedbedrijf Evergrande dreigde om te vallen. Door maatregelen van de Chinese autoriteiten werd een doorstart gerealiseerd en lijkt een systeemcrisis vooralsnog afgewend. Obligatiehouders van Evergrande hebben gedwongen verlies moeten nemen en de aandelenkoers is in 2021 met bijna 90% gedaald. Of de problemen op de vastgoedmarkt in China met de herstructurering van Evergrande onder controle zijn is zeer onzeker.

De problemen in China roepen de vraag op of er ook op andere markten sprake is van bubbels. Door de lage rente en de zoektocht naar rendement hebben beleggers wereldwijd steeds meer risico genomen. Of er op een markt een bubbel is, is helaas niet zo gemakkelijk te zeggen zolang de bubbel nog niet is geknapt. Hoewel hypes en bubbels van alle tijden zijn, heeft ook iedere bubbel zijn eigen karakter en dynamiek. Dat maakt het voorspellen van bubbels – en vooral het moment waarop ze hun hoogtepunt bereiken – heel lastig.

In het algemeen geldt dat hoe verder de financiële cyclus vordert, des te groter het risico is op bubbels. De econoom Hyman Minsky heeft dit proces gestileerd in kaart gebracht. Aan het begin van de cyclus wordt verantwoord geïnvesteerd met een beperkte hoeveelheid schuld, waarbij rente en aflossing kunnen worden betaald uit de lopende cashflows. In deze beginfase gaan activaprijzen voorzichtig omhoog. Vervolgens nemen marktpartijen meer risico door met schuld te speculeren op toekomstige prijsstijgingen. De rente kan nog worden betaald uit de cash flows maar de aflossing niet meer. Activaprijzen zitten in deze speculatieve fase behoorlijk in de lift. In de laatste fase nemen de risico's nog verder toe omdat partijen hun investeringen financieren met veel schuld die ze alleen kunnen terugbetalen als de waarde van het onderpand nog meer toeneemt. Op het zogeheten Minsky-moment knapt de bubbel en kunnen partijen niet meer aan hun verplichtingen voldoen. Noodgedwongen schuldafbouw, fire sales van activa en faillissementen leiden dan tot een crisis waarin uiteindelijk schoon schip wordt gemaakt. Daarna begint de financiële cyclus weer opnieuw die doorgaans zo'n zes tot tien jaar kan duren. ►

Minsky-cyclus





Het lijkt aannemelijk dat we op dit moment in de speculatieve fase van de Minsky-cyclus zitten. Om een preciezer beeld te krijgen kunnen specifieke indicatoren worden gebruikt. Een voorbeeld van deze aanpak staat in onderstaande tabel, gebaseerd op een raamwerk van Ray Dalio. Volgens dit raamwerk stonden bijvoorbeeld alle seinen op rood voor de Amerikaanse aandelenmarkt voorafgaand aan de dot-com-bubbel in 2000. Voor de huidige situatie op de aandelenmarkt is het beeld meer diffuus. Sommige indicatoren wijzen op flinke speculatie, zoals het grote aantal nieuwe kopers op de markt en het positieve sentiment onder beleggers. Andere indicatoren geven echter een meer gematigd beeld. Voor de technologiebedrijven is het beeld eenduidiger. Drie van de zes indicatoren wijzen op een bubbel en twee op flinke speculatie. De aanwezigheid van een bubbel in technologieaandelen lijkt aannemelijk. ►

Raamwerk voor identificatie van bubbels

Indicator	S&P 500	Tech bedrijven
Prijzen zijn hoog ten opzichte van traditionele maatstaven	Licht speculatief	Speculatief
Prijzen gaan uit van onhoudbare winst- of omzetgroei	Geen bubbel	Speculatief
Nieuwe kopers zijn op de markt actief	Speculatief	Bubbel
Het sentiment is over een brede linie bullish	Speculatief	Bubbel
Aankopen worden gefinancierd met veel schuld	Licht speculatief	Bubbel
Kopers maken gebruik van forward aankopen	Geen bubbel	Licht speculatief

Bron: Ray Dalio, YouTube, juni 2021.

Klimaatverandering zorgt voor fysieke en transitierisico's

De samenleving is zich steeds meer bewust van de gevolgen van klimaatverandering. Uit onderzoek van het Cultureel en Sociaal Planbureau blijkt dat een ruime meerderheid van de Nederlanders (76%) in enige mate bezorgd is over klimaatverandering en een deel zelfs uiterst bezorgd (27%).⁷ Ook blijkt uit dit onderzoek dat er onder Nederlanders een breed gedragen urgentiegevoel voor (mondiale) actie bestaat: 'een meerderheid (65%) is het in enige mate eens met de stelling dat de mensheid zo snel mogelijk in actie moet komen, omdat het anders te laat is.'

De bezorgdheid in ons land over het klimaat hangt ongetwijfeld samen met in het oog springende gebeurtenissen op het gebied van extreem weer in de afgelopen jaren. Zo waren er in 2021 extreme hittegolven en bosbranden in het westen van de VS en Canada, verwoestende overstromingen in België, Duitsland, Nederland en China en misoogsten door droogte in delen van Zuid-Amerika. Statistisch gezien waren dit zeldzame gebeurtenissen die eens in de vierhonderd jaar (overstromingen België/Duitsland) of zelfs duizend jaar (hittégolf VS/Canada) zouden kunnen voorkomen.⁸ Het feit dat we in de afgelopen jaren steeds meer zeldzame weergebeurtenissen zien, roept de vraag op of het klimaat sterker verandert dan wordt verondersteld in de huidige klimaatmodellen.

Het veranderende klimaat zal op verschillende manieren effect hebben op onze maatschappij. Extreem weer zal gepaard gaan met steeds meer fysieke schade aan gebouwen en infrastructuur. Het is niet ondenkbaar dat dergelijke fysieke schade ook langdurigere

economische gevolgen kan hebben, bijvoorbeeld omdat cruciale schakels in internationale waardenketens worden geraakt. Zo bedreigde extreme droogte in Taiwan de productie van chips in het afgelopen jaar (circa 60% van de chips komen uit Taiwan).

Het analyseren van klimaatrisico's vraagt om een brede, multidisciplinaire blik. Kettingreacties tussen ecologische, sociale, politieke en economische systemen hebben onvoorspelbare, niet-lineaire effecten. Bij dit complexe systeem past bescheidenheid over wat we denken te weten. Traditionele risicomanagementmethoden, zoals het extrapoleren van historische data op basis van normale verdelingen, zijn in deze context weinig geschikt.⁹

De lidstaten van de Europese Unie bereiken in het afgelopen jaar een akkoord over het verhogen van de klimaatdoelstelling voor de korte termijn naar 55% reductie van broeikasgasemissie in het jaar 2030. Dat betekent alle hens aan dek. Het beprijsen van vervuilende sectoren en verder stimuleren van duurzame energiebronnen en -productie ligt in de lijn der verwachting. Zo is 73% van de Nederlanders voorstander van het verhogen van de belasting voor bedrijven die veel fossiele energie gebruiken.¹⁰ Ook centrale banken mengen zich steeds vaker in de klimaatdiscussie omdat er in hun ogen risico's zijn voor financiële en prijsstabiliteit.¹¹ Op de kapitaalmarkt worden marktpartijen zich steeds meer bewust van het belang van ESG-factoren. ►

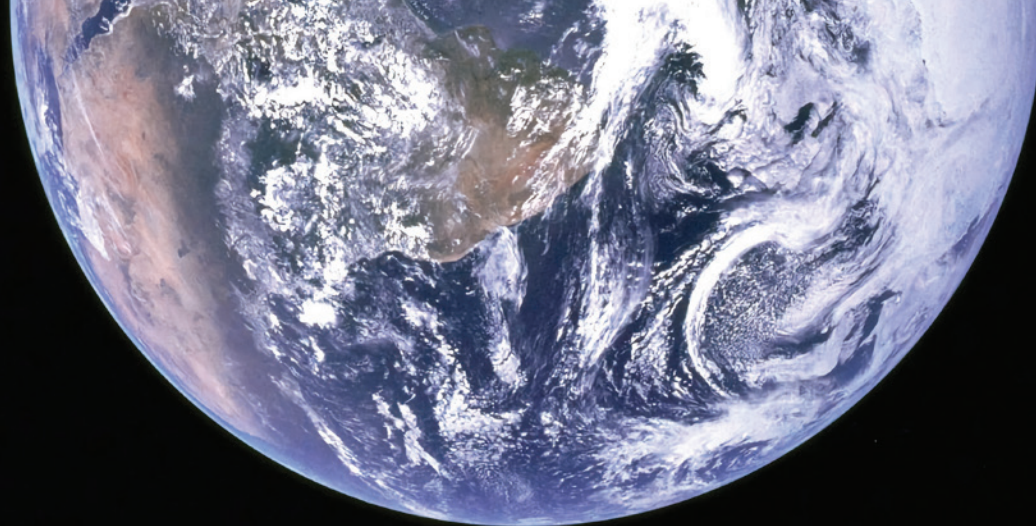
⁷ Cultureel en Sociaal Planbureau (2021). Klimaataanpak: toekomstbepalende keuzes voor onze samenleving, juni 2021.

⁸ Zie www.worldweatherattribution.org.

⁹ Zie eveneens het artikel 'Klimaatscenario's en systeemeffecten' in de Cardano Scenariostudie 2021-2023 Live and Let Die

¹⁰ Zie noot 6.

¹¹ Zie bijvoorbeeld BIS (2020). The green swan. Central banking and financial stability in the age of climate change, January 2020.



‘Een risico bij de transitie naar een duurzamere wereld is een afname van het maatschappelijk draagvlak.’

Een risico bij de transitie naar een duurzamere wereld is een afname van het maatschappelijk draagvlak. De transitie zal immers gepaard gaan met offers voor bedrijven en huishoudens.

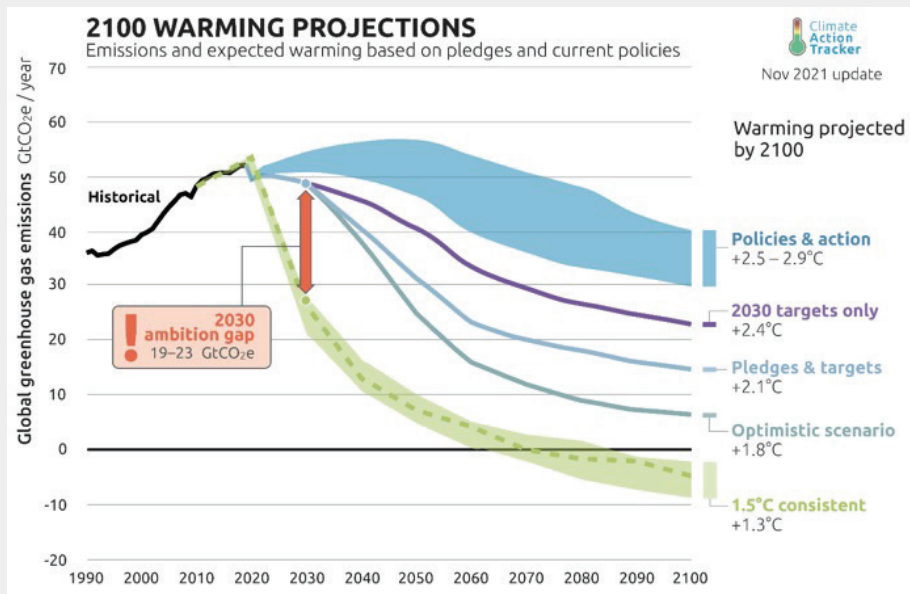
Zo verwacht 58% van de Nederlanders dat het verschil tussen arm en rijk groter wordt door de transitie.¹² Het klimaatbeleid zal met dergelijke verdelingseffecten en sentimenten rekening moeten houden om het maatschappelijk draagvlak te behouden.

Naast offers is het denkbaar dat de transitie naar een duurzamere wereld zorgt voor positieve verrassingen, bijvoorbeeld innovaties die gunstig kunnen zijn voor de economie in brede zin (zie kader *Wat als klimaatbeleid een vlucht naar voren maakt?*). Beleggers zullen daarom rekening moeten houden met extreme (zowel negatieve als positieve) uitkomsten en die meenemen in hun lange termijn scenario's. Daarbij is het cruciaal om oog te hebben voor vroege waarschuwingssignalen die erop kunnen wijzen dat bepaalde scenario's zich gaan ontploffen. Want één ding lijkt zeker, de gevolgen van klimaatverandering zullen voor verrassingen gaan zorgen. ►

¹² Zie noot 6.

Wat als klimaatbeleid een vlucht naar voren maakt?

Overheden wereldwijd hebben zich verbonden aan het Parijsakkoord en daarmee het doel gesteld om de opwarming van de aarde te beperken tot 1.5°C. Het omzetten van deze beloftes naar concrete actie gaat tot op heden langzaam. Tussen de gemaakte beloftes en de benodigde actie gaapt nog een groot gat. De onafhankelijke Climate Action Tracker (figuur) brengt de omvang hiervan in kaart.



Bij voortzetting van het huidige beleid warmt de planeet met naar schatting 2.7 graad op. Ook als alle huidige toezeggingen en doelen naar concreet beleid worden omgezet bedraagt de opwarming nog steeds 2.1 graad. Om de opwarming te beperken tot 1.5 graad zullen er dus ongekend veel onbekende en nog niet aangekondigde overheidsmaatregelen op ons af moeten komen. Dit kan op korte termijn tot veel disruptie leiden, zeker als overheden in actie schieten om het tussentijdse doel in 2030 te behalen, zoals de EU al heeft toegezegd.

Tot op heden is het trackrecord van overheden als het gaat om klimaatactie slecht. Maar wat als dit onverwacht in een stroomversnelling komt? De impact op de economie en financiële markten zal groot zijn en zowel positieve als negatieve kanten kennen.

Een vlucht naar voren zal gepaard gaan met nieuwe investeringen die zorgen voor een economische impuls in tal van groene sectoren. Op de wat langere termijn zal de afhankelijkheid van energie uit het buitenland zoals Russisch gas afnemen, wat kan zorgen voor meer stabiliteit. Daar staat tegenover dat deze investeringen wel gefinancierd moeten worden. Overheden kiezen ervoor om de staatsschuld op te laten lopen. Ook is het denkbaar dat de inflatie tijdens de transitie op een hoger niveau komt te liggen. Energieprijzen stijgen en dat merken consumenten direct in hun portemonnee. Daarnaast kan de inflatie toenemen doordat CO₂-intensieve producten een hogere prijs krijgen en doordat aan duurzaamheidsnormen moet worden voldaan, zoals een verplicht energielabel voor woningen. ►

De welvaartseffecten van klimaatbeleid zullen sterk verschillen per huishouden. Wie werkt in een groene sector kan profiteren van de extra vraag naar arbeid. Wie echter afhankelijk is van een vervuilende sector, krijgt te maken met krimp van de werkgelegenheid en lagere loongroei. Op de financiële markten ontstaat een tweedeling in de risicopremies voor enerzijds groene en klimaatneutrale sectoren en anderzijds fossielintensieve sectoren. Innovatie krijgt een stevige impuls, mede doordat R&D-budgetten door overheden ruimhartig worden gestimuleerd. De dynamiek levert winnaars en verliezers op, waarbij niet te voorspellen is wie dat zijn. Startups ontwikkelen zich tot nieuwe reuzen, maar sommige van deze bedrijven mislukken spectaculair. En innovatie vindt niet enkel plaats bij startups. Ook sommige ‘fossiele’ bedrijven weten zich succesvol opnieuw uit te vinden.

Een belangrijke vraag is of de klimaattransitie ordentelijk of chaotisch zal verlopen. Bij een ordentelijke transitie wordt beleid tijdig en geleidelijk geïntroduceerd en krijgt de maatschappij de tijd zich aan te passen. Bij een chaotische transitie wordt beleid pas laat geïntroduceerd en zijn de maatregelen noodzakelijkerwijs scherper. De aanpassing dient dan te gebeuren met de technologie die op dat moment voorhanden is, waardoor de fysieke en de transitierisico's hoog zijn.

Al met al biedt een vlucht naar voren van klimaatbeleid nieuwe kansen voor beleggers maar gaat dit ook gepaard met extra risico's. Het is daarom raadzaam goed te letten op signalen die wijzen op veranderingen in klimaatbeleid en de consequenties hiervan zorgvuldig te wegen en mee te nemen in scenario-analyses. ▶



A man and a woman are standing on a vast, textured green field, holding hands and standing with their arms outstretched. The man is wearing a light blue shirt and dark jeans, and the woman is wearing a white dress. The background is a clear blue sky. The overall mood is one of openness and possibility.

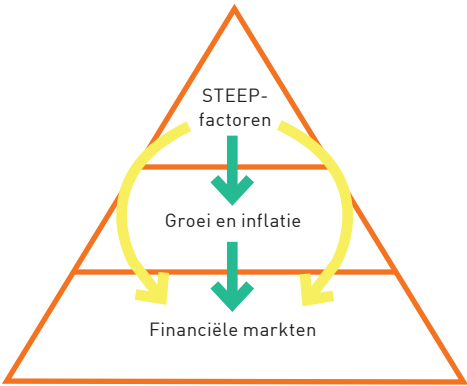
Aanjagers van verandering

Scenario's beginnen daar waar modellen stoppen. Ze zijn bij uitstek geschikt om na te denken over ontwikkelingen waar via een stochastische analyse geen zinnig woord over te zeggen is.

Scenario's beginnen daar waar modellen stoppen. Ze zijn bij uitstek geschikt om na te denken over ontwikkelingen waar via een stochastische analyse geen zinnig woord over te zeggen is. Om voldoende breed te analyseren kijken we in elke scenariostudie naar trends die de potentie hebben om de wereld te veranderen. Deze trends noemen we aanjagers van verandering. Er zijn vijf terreinen die we verkennen: sociaal, technologisch, ecologisch, economisch en politiek. Deze terreinen worden aangeduid als STEEP-categorieën. De aanjagers van verandering zijn belangrijk omdat ze uiteindelijk van invloed zijn op de economie (groei en inflatie) en de reactie van financiële markten.

Tabel 1 geeft een overzicht van deze aanjagers en welke thema's in onze visie veel invloed hebben in de scenario's voor de komende drie jaar. Op sociaal gebied spelen bijvoorbeeld ongelijkheid, polarisatie en nepnieuws een grote rol. Zo remt ongelijkheid de economische groei in het ijtijds scenario, terwijl in het inflatiescenario overheden juist extra steun geven aan lage inkomens om ongelijkheid te verminderen. Op het gebied van technologie speelt cyberterreur een prominente rol, met name in het stagflatiescenario waarin veel spanningen ontstaan tussen landen. Ook in het domein van ecologie neemt een aantal thema's in belang toe. Denk hierbij aan klimaatbeleid (met positieve effecten in het voorspoedscenario), de energietransi-

tie (hogere prijzen in het inflatiescenario) en extreem weer als gevolg van klimaatverandering (hogere voedselprijzen). Bij de aanjager economie staan de lage rente en hoge schulden opnieuw centraal. Deze factoren zijn vooral van invloed op het ijtijds- en depressiescenario waar ze leiden tot lage groei en inflatie, of zelfs tot een schulden crisis met deflatie. Ook de mondiale waardenketens hebben veel invloed in de scenario's, zowel in positieve als negatieve zin. Zo herstellen de aanvoer ketens in het ijtijds scenario (lage inflatie), terwijl de aanvoer problemen in het inflatiescenario persistenter zijn. Ten slotte is er de STEEP-categorie politiek. Daarin staan de geopolitieke spanningen tussen enerzijds China en Rusland en anderzijds het westen centraal. Deze spanningen komen vooral tot uiting in het stagflatiescenario waarin protectionistische maatregelen een wissel trekken op de economie en prijsstabiliteit. ▶



Tabel 1 Overzicht aanjagers van verandering

STEEP-categorie	Thema's die veel invloed hebben in de scenario's 2022-24
Sociaal	Ongelijkheid, maatschappelijke polarisatie, nepnieuws
Technologie	Cyberterrorisme
Ecologie	Klimaatbeleid, energietransitie, extreem weer
Economie	Lage rente, schulden, mondiale waardenketens
Politiek	[Koude] oorlog, geopolitieke spanningen

De thema's zijn niet geheel nieuw en speelden (deels) al een rol in de vorige scenariostudies. Ze kunnen worden gezien als verschuivingen van accenten in de scenario's.

An aerial photograph of a dark asphalt road that winds through a dense forest. The road has a sharp S-curve in the center. Patches of white snow are scattered on the ground between the trees. The trees are mostly green, with some showing yellow and orange autumn colors. The lighting is bright, creating a high-contrast scene.

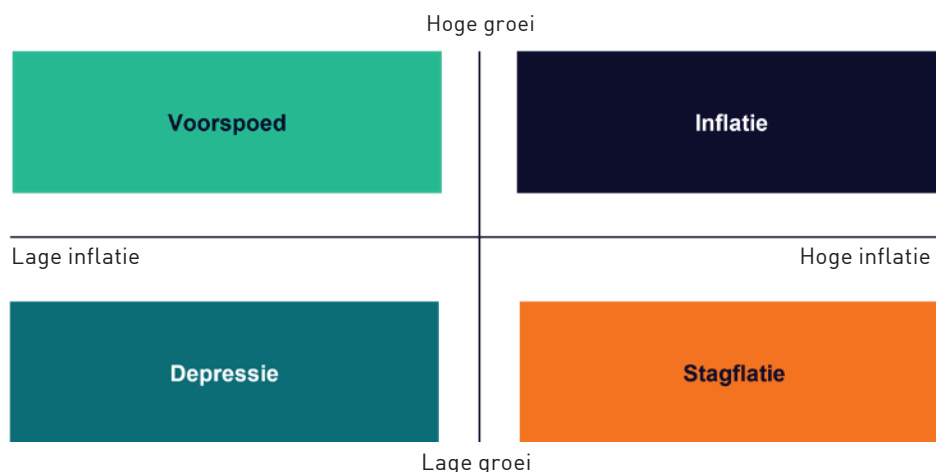
De 5 scenario's

Hier bespreken we de vijf scenario's.¹³ Daarbij wordt in principe met alle mogelijke economische windrichtingen rekening gehouden, door combinaties te maken van de belangrijkste macro-economische variabelen groei en inflatie.¹⁴

¹³ Voor meer informatie over de gebruikte methodologie en geschiedenis van scenarioanalyse verwijzen we naar de eerdere scenariostudie Van Depressie tot Herstel (2014).

¹⁴ Zie Dalio, R. (2012), 'The All Weather Story', Bridgewater, www.bwater.com

Economische windrichtingen en de scenario's



Op deze manier zijn de mogelijke economische episodes gemakkelijk in te delen. Denk bijvoorbeeld aan de Grote Depressie in de jaren dertig (lage groei en lage inflatie), inflatie in de jaren 70 (hoge groei en hoge inflatie) of de periode van zogeheten disinflatie in de jaren tachtig (hoge groei en lage inflatie). Verder is met deze economische windrichtingen een koppeling te maken naar beleggingen. De waarde van een belegging wordt namelijk grofweg bepaald door het volume aan economische activiteit (groei) en de prijs (inflatie). In onderstaande tabel

worden de verschillende scenario's (combinaties van groei en inflatie) verbonden aan financiële grootheden zoals rentes, spreads en aandelenschokken. De scenario's zijn mondiale uitkomsten, waarbij verondersteld wordt dat in de verschillende economische regio's soortgelijke ontwikkelingen een rol spelen. Dat is logisch, gezien de grote mate van connectiviteit in de wereldeconomie en op de financiële markten. Niettemin is het denkbaar dat er verschillen tussen regio's zijn, wat bijvoorbeeld tot uitdrukking kan komen in de relatieve sterkte van valuta's. ►

Het is belangrijk om te benadrukken dat de verhalen bij de scenario's geen voorspellingen of absolute waarheden zijn. Het zijn beelden bij mogelijke richtingen waarin de economie zich kan ontwikkelen. Hoewel de scenario's een looptijd hebben van drie jaar, komen ook aanjagers van verandering (trends) in het vizier die vooral een rol zullen spelen op de wat langere termijn. Toch kunnen deze lange termijn aanjagers op korte termijn al effect hebben, bijvoorbeeld via de financiële markten.

De beelden bij de scenario's kunnen lange termijn beleggers zoals pensioenfondsen en verzekeraars helpen om tijdig signalen te herkennen dat bepaalde scenario's zich daadwerkelijk gaan voltrekken. Daardoor kunnen zij gemakkelijker inspelen op nieuwe kansen én risico's, hetgeen essentieel is bij het voeren van een robuust beleggingsbeleid.

Overzicht scenario's en impact financiële markten

Economie eurozone en financiële markten in 2022-2024						
Reële economie betreft piekniveaus in procenten per jaar gedurende de scenarihorizon Financiële markten in niveaus of schokken in procentpunten per ultimo 2024						
	Startpunt	Ijstijd	Depressie	Inflatie	Stagflatie	Voorspoed
Economie						
Groei bbp (reëel)	5,2	1,5	-5	3	0	3
Inflatie (gerealiseerd)	5	1,5	-2,5	7,5	5	2,5
Financiële markten						
Nominale rente (niveau 1 jaar)	-0,5	-0,5	-1,5	5	0,5	2,5
Nominale rente (niveau 10 jaar)	0,3	0,3	-1	4	0,75	2,75
Nominale rente (niveau 30 jaar)	0,5	0,5	-1	3,5	1	3
Break-even inflatie (niveau 30 jaar)	2,25	2,25	0,75	4,5	3	2
Reële rente (niveau 30 jaar)	-1,75	-1,75	-1,75	-1	-2	1
Wereldwijde aandelenschok		10	-50	-15	-35	40
Vastgoedschok		10	-40	25	5	15
EUR/USD koers		1,1	0,8	1,3	1	1,25
Credit spreadschok (IG)		-0,5	3,5	0,5	1,5	0
Credit spreadschok (HY)		-0,5	7	1,5	3	-1
Z-spreadschok kern		-0,5	-0,5	0,5	0	0
Z-spreadschok niet-kern		-0,5	0,5	0,5	0,5	-0,5
Z-spreadschok periferie		-0,5	1,5	1	0,5	-1



IJstijd: terug naar het oude normaal

In het ijsijds scenario gaat de economie naar een situatie van lage groei, veel besparingen en een zeer gematigde inflatie. Eigenaren van vastgoed en financiële activa zijn de winnaars, terwijl spaarders hun vermogen door negatieve rentes zien afnemen.

Overheden bouwen de coronasteun af en gaan behoedzamer besteden in het licht van hun hoge schulden. Problemen in aanvoerketens die zorgden voor schaarste op goederenmarkten worden grotendeels opgelost. Consumenten sparen meer doordat zij onzekerder zijn geworden door de pandemie. Spaargeld rendeert matig, waardoor consumenten meer geld opzij moeten zetten voor hun oude dag. Structureel negatieve rentes zijn door deze neerwaartse spiraal niet uitgesloten.

De economische groei valt laag uit. Er gaan weinig nieuwe bedrijven naar de beurs. De olieprijs stabiliseert op een laag niveau en de prijzen dalen over een brede linie. Centrale banken in de ontwikkelde landen hanteren in navolging van Japan zogeheten yield curve control en geven aan dat de rente nog heel lang laag blijft. In dit kader blijft de ECB doorgaan met het opkopen van schuld en het verlengen van de balans. Lange rentes dalen verder binnen de corridor die centrale banken als doel hebben gesteld.

Bedrijven met hoge schulden blijven in leven door de lage rente en dragen bij aan overcapaciteit in de economie. Mondiale kostenarbitrage is allesbehalve dood. Het idee dat internationale bedrijven op grote schaal lokaal gaan produceren blijkt een illusie. Ongelijkheid tussen mensen neemt verder toe door de stijgende prijzen van financiële activa.

Huizenprijzen blijven flink toenemen met percentages in de dubbele cijfers. Spaarders zien hun vermogen langzaam verdampen door de negatieve rente die banken inmiddels geheel doorrekenen aan hun klanten. Het aantal mensen dat gaat beleggen neemt verder toe, ondanks de waarschuwingen van de AFM en het NIBUD dat kleine spaarders beter niet kunnen beleggen. De lage en middeninkomens zien geen vooruitgang in hun koopkracht. Vakbonden pleiten voor een aanzienlijk hoger minimumloon maar politici zijn sceptisch daarover omdat het zou leiden tot extra werkloosheid.

Er ontstaat een maatschappelijke tweedeling tussen de haves en de have-nots. Jongeren werken veelal op basis van flexibele arbeidscontracten en de loongroei blijft hierdoor gematigd. Dit leidt tot steeds meer boosheid in de maatschappij. Vooral de jongeren laten geregeld van zich horen omdat het kopen van een huis of het opbouwen van een pensioen als zpp'er onmogelijk wordt. ►

Indicatoren: lage rentes en dalende inflatieverwachtingen, gematigd positief rendement op aandelen, lage volatiliteit, toenemende besparingen, lagere overheidsbestedingen (afbouw coronasteun), hogere schuld niveaus als % bbp, stagnerende of zelfs dalende koopkracht bij lage en middeninkomens, langere centrale bankbalansen.

Depressie: een klassiek Minsky-moment

In dit scenario ontstaat een schulden crisis met paniek op de financiële markten. Doordat de autoriteiten laat of onvoldoende ingrijpen glijdt de economie af naar een depressie met hoge werkloosheid, een golf aan faillissementen en dalende consumentenprijzen.

De prijzen van financiële activa en onroerend goed bereiken door de zoektocht naar rendement van beleggers een ongekende hoogte. Het tijdschrift *The Economist* spreekt van 'de moeder aller bubbels' veroorzaakt door jaren van gratis geld. Een onverwacht credit event – bijvoorbeeld in de energie- of vastgoedsector – zorgt voor een schrikreactie op de financiële markten. Diverse banken blijken een grotere blootstelling te hebben op kwetsbare partijen dan eerder gedacht. Een grote Europese bank wordt onverwacht onder curatele gesteld door de toezichthouder. De risicopremies voor financiële instellingen exploderen en spaarders in Europese landen nemen massaal hun geld op uit angst voor mogelijke bankfaillissementen. Op de financiële markten verdwijnt het vertrouwen als sneeuw voor de zon. Een aantal grote hedgefondsen komt in de problemen en wordt gedwongen om op grote schaal activa te verkopen. Andere partijen volgen dit voorbeeld uit angst voor mogelijke liquiditeitsproblemen. De prijzen van vrijwel alle risicovolle activa dalen ongekend hard, inclusief cryptomunten zoals bitcoin. Marktsegmenten zoals high yield en CLOs drogen volledig op.

Centrale banken grijpen pas laat in omdat zij de negatieve, zichzelf versterkende spiraal duidelijk hebben onderschat. Binnen de ECB ontstaat bovendien onenigheid over welke koers er moet worden gevaren met betrekking tot het opkopen van financiële activa. Dit zorgt voor extra volatiliteit op de financiële markten. Consumenten stellen massaal hun bestedingen uit als gevolg van sterk dalende vermogens en angst voor werkloosheid. Overheden worden overvallen door de scherpe economische achteruitgang. In plaats van snel steun te verlenen aan de economie, raken zij meer en meer verlamd door interne politieke ruzies over wat er moet gebeuren, bijvoorbeeld als het gaat om steun aan banken en kwetsbare bedrijven.

Ondertussen glijdt de economie af richting een mondiale depressie. De werkloosheid loopt scherp op en de eerste signalen van toenemende armoede beginnen zichtbaar te worden. Zo staan er grote rijen voor voedselbanken en neemt het aantal daklozen in grote steden snel toe. De maatschappij komt in een overlevingsmodus, waarbij zaken als solidariteit, duurzaamheid en de zorg om het klimaat snel naar de achtergrond verdwijnen. In de horeca, detailhandel en toerisme beginnen de lonen als eerste te dalen. Ondernemers pleiten voor een breed loonoffer in de hele economie om daarmee bedrijven en banen van de ondergang te redden. Consumentenprijzen dalen hard en het CPB maakt de vergelijking met de depressie in de jaren dertig van de vorige eeuw. Onder economen ontstaan grote verschillen van inzicht hoe deze crisis moet worden aangepakt, wat zich verder vertaalt in beleidsverlamming. Ook de Nederlandse huizenmarkt komt in zwaar weer terecht na jarenlange krapte en prijsstijgingen. De prijzen beginnen fors te dalen en het aantal gedwongen verkopen explodeert snel. Er ontstaat twijfel of het waarborgfonds achter de Nationale Hypotheekgarantie wel voldoende geld in kas heeft om restschulden op te vangen. Makelaars wijzen op een unieke koopkans voor starters, maar kopers wachten de prijsontwikkeling liever af. Banken blijken ineens zeer terughoudend met het verstrekken van krediet. Er heerst een sfeer van angst en grote onzekerheid. ►

Indicatoren: sterk dalende risicovrije rente en inflatieverwachtingen, fors dalende aandelenkoersen, afnemende overheidssteun, sterk oplopende faillissementen in midden- en kleinbedrijf, stijgende werkloosheid, oplopende spreads perifeer overheidspapier, hogere CDS spreads banken, lagere kredietgroei, stagnerende woningverkoop.

Inflatie: de overheid als pinautomaat

In dit scenario krijgt de steun van de overheid aan lagere inkomensgroepen een meer structureel karakter. De economie draait goed, er ontstaat steeds meer schaarste en een loon-prijsspiraal zorgt voor flinke inflatie.

De steun die overheden hebben gegeven aan de economie tijdens de pandemie krijgt een meer structureel karakter. Zwakke bedrijven en lagere inkomensklassen die een hoge marginale bestedingsgeneigdheid hebben profiteren hiervan. Tegelijk investeren overheden in tal van voorzieningen om sociale ongelijkheid structureel te verbeteren. Zo komt de Duitse regering met een investeringsprogramma voor achterstandswijken in het voormalige Oost-Duitsland. De Europese Commissie komt met een soortgelijk plan voor een aantal Oost-Europese lidstaten.

De EU, China en VS presenteren een ambitieus gezamenlijk plan om de opwarming van het klimaat te voorkomen. Overheden maken zich niet druk om de financiering van al deze extra uitgaven. De rente is immers laag en centrale banken kunnen overheidsschulden opkopen, is de gedachte.

De werkloosheid blijft laag en de portemonnees van consumenten zijn over het algemeen goed gevuld. De economie groeit behoorlijk en consumenten laten hun opgepote geld steeds meer rollen. Bedrijven durven met de pandemie nog vers in het geheugen niet te investeren in extra capaciteit, waardoor de bezettingsgraad in veel sectoren flink oploopt. Opkomende landen profiteren van de bestedingsimpuls in de ontwikkelde landen, in het bijzonder grondstoffenexporteurs zoals Rusland en Brazilië. De energieprijzen blijven stijgen gedurende de scenariohorizon, mede door ontmoediging van het gebruik van fossiele energie door beleidsmakers. De tijdelijke inflatie waarover centrale bankiers spreken blijkt helemaal niet zo tijdelijk te zijn. Of centrale bankiers hiervan wakker liggen is de vraag. Liever te veel dan te weinig inflatie lijkt hun wens na jaren van inflatie onder de centrale bankdoelstelling van 2%. Met prijsstijgingen van 7,5% op jaarbasis eisen werknemers compensatie in de lonen.

Een aantal sectoren met veel krapte zoals ICT, techniek en transport gaat overstag uit angst om personeel kwijt te raken. Daarna volgen andere sectoren en uiteindelijk ook de rijksambtenaren. Een klassieke loonprijs-spiraal is geboren, waarbij de inflatie uiteindelijk oploopt tot in de dubbele cijfers. Centrale banken voelen een enorme maatschappelijk druk om de rente te verhogen, maar doen dit pas laat. De Financial Times kopt dat dit de grootste beleidsfout is van centrale banken in de afgelopen dertig jaar. Er ontstaat grote onrust onder lage inkomensgroepen en gepensioneerden die de dagelijkse boodschappen niet meer kunnen betalen. Politici zijn niet ongevoelig voor deze sentimenten en broeden op maatregelen om huishoudens te compenseren. In Nederland wordt de btw op groente en fruit verlaagd. In Frankrijk worden zelfs prijsplafonds ingesteld voor brood, benzine en energie. Beleggers vluchten massaal in grondstoffen en reële activa. Aandelenmarkten staan aan het einde van de scenariohorizon op verlies. Alleen opkomende landen die grondstoffen exporteren noteren positieve rendementen. Er heerst een gevoel van verslagenheid. Het is niet ondenkbaar dat in dit scenario de centrale banken de beleidsrente uiteindelijk flink verhogen, waardoor de economie afremt en mogelijk een recessie ontstaat (zie ook het kader Wat als de rente stijgt?).

Indicatoren: forse overheidsbestedingen gericht op lage inkomens en sociale voorzieningen, afnemende spaartegoe-den, stijgende detailhandelsverkoop-en, dalende werkloosheid, minder vacatures, oplopende inflatieverwachtingen, hoge looneisen vakbonden, druk op lange rente, dalende aandelenkoersen (behalve opkomende markten), stijgende huizenprijzen en cryptokoersen.

Stagflatie: wantrouwen en protectionisme als nieuw virus

In dit scenario nemen geopolitieke spanningen verder toe omdat landen kiezen voor protectionisme. De internationale handel tussen China en het westen komt onder grote druk te staan. De economie stagneert en de prijzen stijgen flink.

De pandemie heeft gezorgd voor een nieuw virus, namelijk wantrouwen tussen staten. Tijdens de coronapandemie bleek dat veel landen kozen voor hun eigen belang, bijvoorbeeld door eenzijdig grenzen te sluiten of vaccins niet te delen met andere landen. Ook bleek dat landen kwetsbaar zijn omdat zij afhankelijk zijn van de productie van (essentiële) goederen uit andere landen. Het gevolg is een nieuwe politieke wind in veel landen die gericht is op zelfvoorziening als het gaat om landbouw, voedselverwerking en zelfs de maakindustrie. Daarnaast krijgen klimaatprotestbewegingen steeds meer invloed en pleiten voor heffingen op producten van internationale waardeketens die in hun ogen allemaal vervuilend zijn. Lokaal produceren wordt steeds meer de norm, ook al is dat duur en soms ronduit inefficiënt.

Bedrijven kampen in dit scenario met cyberaanvallen, die door inlichtingendiensten worden toegeschreven aan Rusland als reactie op boycotts vanuit het westen. De spanningen tussen de VS en China lopen hoog op over Taiwan. Voor bedrijven wordt het steeds moeilijker om te investeren in China en Chinese bedrijven worden geweerd in het westen. Tegen deze achtergrond van geopolitieke spanningen zwakt de economische groei verder af en loopt de werkloosheid op. Veel producten worden duurder door het wegvallen van goedkope import uit China. Het tekort aan computerchips loopt op en legt productielijnen stil. De energietransitie verloopt stroef en zorgt voor krapte en hogere energieprijzen. Daarbij is gas uit Rusland schaars door de oorlog en daarop volgende westerse sancties.

Ook de voedselprijzen stijgen in veel landen fors door handelsbarrières en misoogsten

door extreem weer. De inflatie neemt flink toe hetgeen ten koste gaat van de koopkracht van huishoudens. Dit zorgt voor veel frustratie en onvrede onder de bevolking, wat zich uit op sociale media maar ook in de vorm van felle protesten in steden. Geweld tegen de politie neemt schrikbarend toe en politici in een aantal landen roepen zelfs op om het leger in te zetten. Het Europees Parlement pleit voor extra regulering van technologiebedrijven, omdat zij nepnieuws van complotdenkers onvoldoende bestrijden.

Landen die sterk op toerisme leunen zoals Italië, Griekenland en Spanje worden bijzonder zwaar geraakt. Dit zet de politieke verhoudingen in het eurogebied verder onder druk. De koers van de euro daalt, waardoor importen van buiten het eurogebied duurder worden.

Centrale banken staan aan de zijlijn en kunnen weinig doen om de economie te stimuleren. Christine Lagarde legt de bal bij de Europese overheden en waarschuwt voor onnodige protectionistische maatregelen die huishoudens en bedrijven hard gaan raken. Risicovolle activa dalen in waarde over een brede linie. Opkomende markten met een grote maakindustrie zoals China en Korea worden in het bijzonder hard geraakt door protectionistische maatregelen, wat zich uit in scherp dalende aandelen- en obligatiekoersen in die regio's.

Indicatoren: handelsbeperkende maatregelen, dalende importen, politieke spanningen tussen landen, populisme, extreem rechts, snel stijgende headline inflatie, dalende aandelenmarkten.

Voorspoed: een groene dageraad in Europa

In dit scenario profiteren veel bedrijven van productiviteitsgroei door verbeteringen op het gebied van ICT. Daarnaast vinden veel investeringen plaats in schone energie en duurzame productie. De economie groeit behoorlijk en de inflatie komt onder controle.

Aanvoerproblemen in mondiale waardeketens blijken van korte duur te zijn en verdwijnen tot veler verrassing als sneeuw voor de zon. Door de pandemie hebben veel bedrijven hun productieprocessen kunnen verbeteren op het gebied van ICT, wat bijdraagt aan de groei van de productiviteit. Ook blijkt een aantal trends tijdens de coronapandemie onderdeel te worden van de alledaagse economie. Zo werken meer mensen thuis, wordt er zakelijk minder gevlogen en kopen consumenten meer producten online. Ook vindt er een verschuiving plaats van het bezitten van producten naar het gebruiken van diensten, bijvoorbeeld autorijden via private lease. Verre reizen raken uit de gratie ten faveure van meer lokale vakanties waarbij duurzaamheid centraal staat. Zo beginnen steeds meer boerenbedrijven kleinschalige accommodaties waar bezoekers ecologische landbouw kunnen ervaren. Ook virtuele vakanties worden populair, vooral onder ouderen, waardoor je bijvoorbeeld thuis of in de bioscoop in 5D een exotisch land kan ervaren.

Er vinden veel investeringen plaats in schone energie en duurzame productie. Overheden investeren steeds meer in digitale veiligheid en infrastructuur. In Europa zet de nieuwe Duitse regering onder leiding van Olaf Scholz de toon door meer oog te hebben voor solidariteit tussen landen. Dit leidt tot een nieuw Europees optimisme, waarbij internationale beleggers veel belangstelling hebben voor Europese bedrijven en schuld-titels zoals eurobonds. De euro neemt in waarde toe ten opzichte van de dollar en beweegt zich in de richting van een wereld-reservemunt. Tegen deze achtergrond groeit de economie behoorlijk en komt de inflatie onder controle met percentages rond 2,5%. Centrale banken verhogen geleidelijk en behoedzaam hun rentes.

Ondanks de positieve economische ontwikkelingen zijn er ook verliezers in dit scenario. Zo krimpen tal van vervuilende bedrijven met baanverlies als gevolg, tot onvrede van grote groepen werknemers. In Nederland wordt nagedacht over een gecontroleerde afbouw van KLM en Schiphol. Opkomende landen profiteren van het herstel, in het bijzonder een aantal frontier markts dat zich toelegt op duurzame productie zoals Vietnam. Tegelijk ontstaan spanningen tussen China en Europa over de uitstoot van CO₂ die te weinig afneemt in grote delen van Azië. Met name jongeren maken zich zorgen over deze ontwikkeling, wat bijvoorbeeld tot uiting komt in boycots van made in China producten via influencers op Instagram.

Aandelenmarkten presteren uitstekend. Wel is er een tweedeling: adaptieve, duurzame bedrijven hebben de wind mee en kunnen flink profiteren van omzetgroei; vervuilende sectoren in ontwikkelde markten hebben het zwaar door nieuwe milieueisen, oplopende financieringskosten en een sterke euro.

Indicatoren: overheidsinvesteringen in digitalisering van de economie, productiviteitsgroei bedrijven, breed gedragen economische groei, gematigde loongroei, bescheiden oplopende inflatieverwachtingen, forward guidance centrale banken, geleidelijke renteverhogingen, positieve aandelenrendementen, afnemend belang populistten, internationale samenwerking.

THE WORLD IS NOT ENOUGH.

ECONOMISCHE SCENARIO'S 2022-2024



Lennart Wijnand,
Strategisch Advies

Lennart is sinds 2015 werkzaam bij Cardano in het Client Servicing & Advice team. In deze rol adviseert

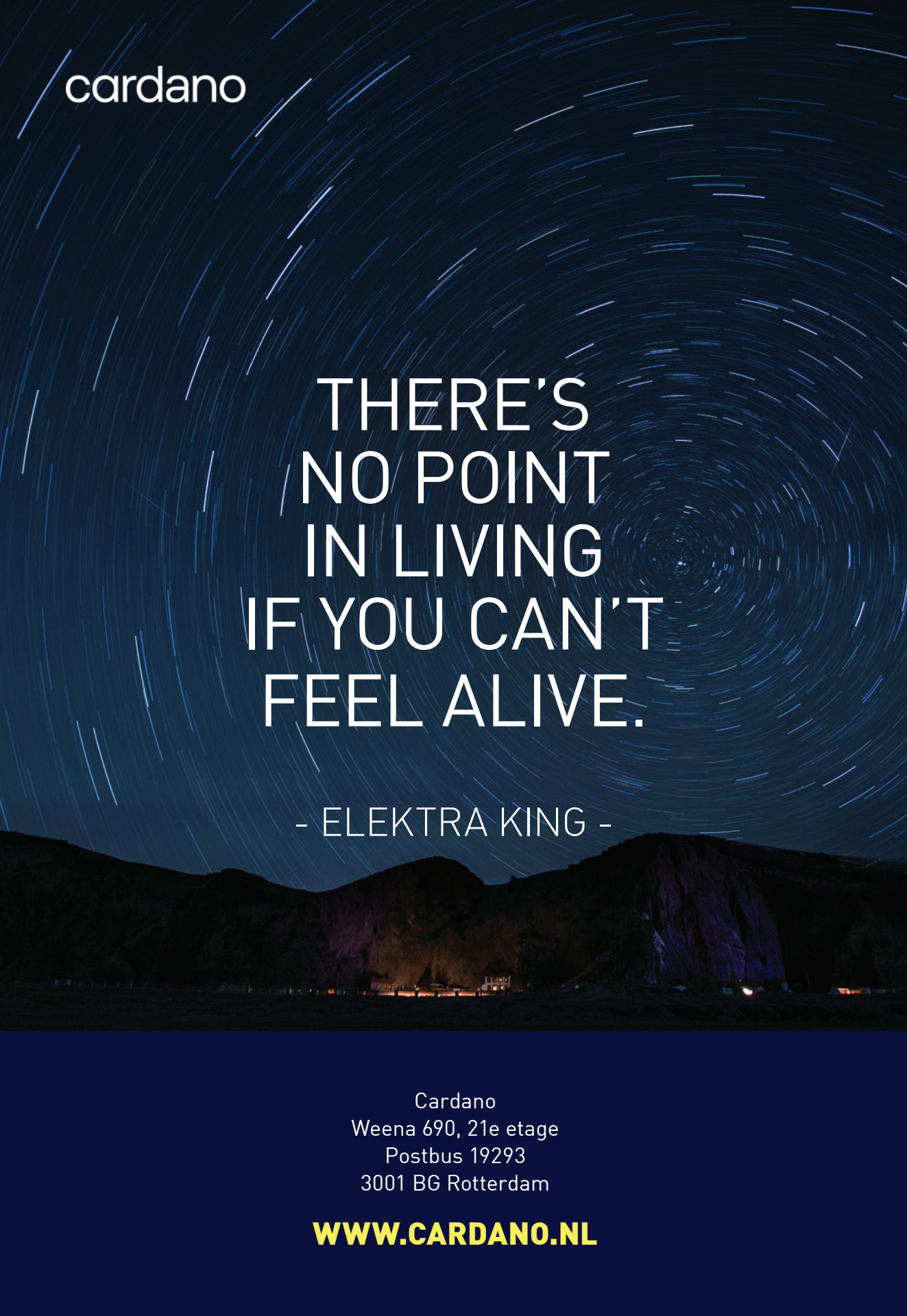
hij diverse klanten ten aanzien van strategisch beleggingsbeleid en risicomanagement. Voordat hij bij Cardano kwam werkte Lennart als Investment Consultant bij Ortec Finance en als Equity Analyst bij ING. Lennart heeft Financial Engineering gestudeerd in Lausanne, Risicomanagement aan de VU Amsterdam en is eveneens CFA Charterholder.



Dr R.A.J. Bosman,
onafhankelijk
econoom MFA

Studeerde Algemene Economie (cum laude) aan de Universiteit van Amsterdam en is

daarna gepromoveerd op de vraag hoe emotionele factoren van invloed zijn op financiële beslissingen. Hij werkt als onafhankelijk consultant en docent op het gebied van (behavioural) risk management. Tevens is hij verbonden aan de School of Business and Economics van de Vrije Universiteit Amsterdam.

The background of the advertisement is a long-exposure photograph of a night sky, showing numerous concentric circular star trails in shades of blue and white. Below the sky, the dark silhouettes of mountains are visible, with a few small, illuminated buildings or structures at their base.

cardano

THERE'S
NO POINT
IN LIVING
IF YOU CAN'T
FEEL ALIVE.

- ELEKTRA KING -

Cardano
Weena 690, 21e etage
Postbus 19293
3001 BG Rotterdam

WWW.CARDANO.NL