

SKYFALL.

WE WILL STAND TALL, FACE IT ALL TOGETHER.

ECONOMISCHE SCENARIO'S 2023-2025





‘Let the sky fall
When it crumbles
We will stand tall
Face it all together’

- Soundtrack Skyfall (2012) -



SKYFALL.

SKYFALL.

ECONOMISCHE SCENARIO'S 2023-2025

Inhoud



1. Stappenplan	7
2. Actuele risico's	8
3. Aanjagers van verandering	24
4. Scenario's	26
Inleiding	27
Japanscenario	29
Depressie	30
Stagflatie	32
Inflatie	33
Voorspoed	34

Inleiding

In de film Skyfall neemt James Bond het op tegen zijn antagonist Silva, een voormalig geheim agent. Silva is inmiddels een cyberterrorist met maar één doel: wraak op zijn voormalige baas M. In een spannende ontknoping lukt het James Bond om Silva uit te schakelen. De iconische M is echter gewond geraakt en sterft in de armen van een vertwijfelde Bond, terwijl de film eindigt met de donkere en stemmige muziek van Adele. De kijker weet dat de wereld van Bond nooit meer dezelfde zal zijn.

De scène is symbolisch voor de huidige tijd, waarin iconische zekerheden verdwijnen en gevaren als klimaatverandering en oorlog mensen overrompelen.

Het menselijk leed door de oorlog tussen Rusland en Oekraïne is enorm. Hele generaties zullen dit met zich meedragen. Daarnaast zijn er ook grote gevolgen voor de mondiale economie. Zo kampt Europa met een energiecrisis die doet denken aan de jaren zeventig van de vorige eeuw met inflatie in de dubbele cijfers. De onbedoelde maar positieve effecten van alle narigheid zijn Europese eensgezindheid, daadkracht en nieuwe inzichten. Het is niet ondenkbaar dat Europa politiek gezien sterker uit deze crisis komt.

Inmiddels probeert de ECB met renteverhogingen de inflatie onder controle te krijgen, maar of dat gaat lukken is onzeker. Monetair beleid werkt namelijk met een flinke vertraging door op de economie en prijsontwikkeling. Koelt de economie onverhoopt teveel af, dan ontstaat een recessie met mogelijk zelfs deflatie (zie Japan- en depressiescenario). Koelt de economie te weinig af, dan bestaat het gevaar op een loon-prijs spiraal en krijg je meer persistente inflatie (zie inflatiescenario). Inflatie kan dus alle kanten op gaan. Voorspellen wat de inflatie is over een, twee of drie jaar is een hachelijke zaak.



De energiecrisis roept ook de vraag op of het Europa zal lukken om voldoende alternatieven te vinden voor het goedkope Russische gas. En in hoeverre zijn die alternatieven ook echt duurzaam? Het is denkbaar dat Europa door innovatie en flinke investeringen in hernieuwbare energie op termijn zijn eigen schone energie kan opwekken (zie voorspoeds scenario). Maar het is ook denkbaar dat de klad komt in de energietransitie en we nog lange tijd afhankelijk blijven van fossiele energie uit landen als de VS en Qatar.

De oorlog raakt niet alleen de economie, maar ook de geopolitieke verhoudingen in de wereld. Zo blijken niet alle landen de oorlog die Rusland voert tegen Oekraïne te veroordelen. En niet alle landen doen mee aan de sancties die het westen heeft opgelegd aan Rusland. Net als in Skyfall lijken sommige vrienden ineens vijanden te zijn geworden. Wie kun je nog vertrouwen?

Het is goed mogelijk dat we afkoersen op een machtgedreven en protectionistische wereld in plaats van een wereld van vrijhandel. Dit kan leiden tot een proces van deglobalisering waarin de handel tussen machtsblokken onder grote druk komt te staan (zie stagflatiescenario). Europa is in dit opzicht kwetsbaar omdat we relatief veel handel drijven met China. Bedrijven reageren op deze nieuwe onzekerheden door mondiale waardeketens

in te korten of aan te passen (re- of onshoring) en daarmee veerkrachtiger te worden. Wel zijn de verwachte volumes nog beperkt en/of het betreft specifieke productielijnen. Of deglobalisering zo'n vaart zal lopen is dan ook onzeker. Terugkijkend op het afgelopen jaar zou je kunnen denken dat 2022 een historisch keerpunt is. Door de oorlog in Oekraïne dringt het besef door dat de wereld structureel aan het veranderen

is. De uitkomsten daarvan zijn echter volstrekt onvoorspelbaar. Het kan goed maar ook slecht aflopen. Gokken op één bepaalde uitkomst is onverstandig. Denken in scenario's doet recht aan de onzekere wereld waarin we leven en helpt lange termijn beleggers, zoals pensioenfondsen, om robuust te zijn – zelfs in extreme situatie's ►

Tabel **Samenvatting scenario's**

Economie eurozone en financiële markten in 2023-2025 (in procenten)

	Startpunt	Japan-scenario	Depressie	Inflatie	Stagflatie	Voorspoed
Economie						
Groei bbp (reëel)	3	1.5	-5.0	3	0	3
Inflatie (gerealiseerd)	9	1.5	-2.5	7.5	5	2.5
Financiële markten						
Nominale rente (niveau 30 jaar)	2.5	0.5	-1	4	1	3
Reële rente (niveau 30 jaar)	-0.1	-1	-1.75	-0.5	-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

Bepaal welke beleggingsuitkomsten 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 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?

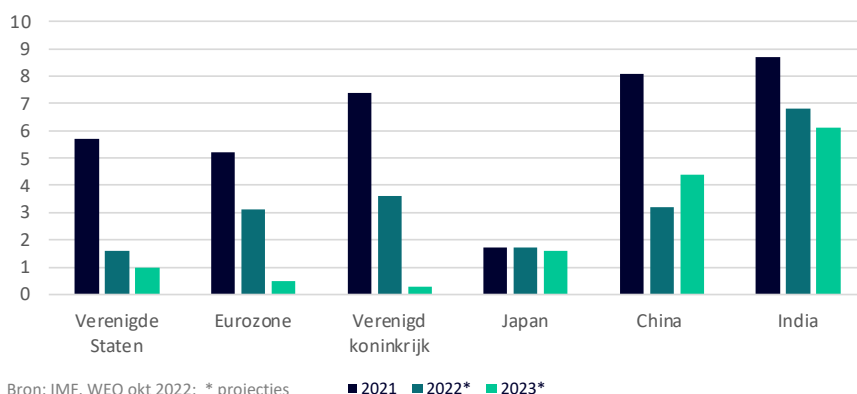
Actuele risico's

Nadat begin 2022 het ergste van de pandemie achter de rug was, leken de economische vooruitzichten rooskleurig. De economie ging weer open, het aantal bedrijven dat in problemen verkeerde was historisch laag en de portemonnees van consumenten waren rijkelijk gevuld door uitgestelde bestedingen. De stijgende goederenprijzen door aanvoerproblemen gaven reden tot zorg, maar dat zou slechts tijdelijk zijn volgens veel economische experts. Aan de relatief goede situatie kwam abrupt een einde met de invasie van Rusland in Oekraïne. Door het wegvallen van Russisch gas en de boycot van Russische olie kwam Europa in een energiecrisis terecht. Het gevolg: de hoogste inflatie sinds de jaren zeventig van de vorige eeuw. Centrale banken onderschatten daarbij de inflatie en begonnen pas laat met het verhogen van de rente.

Inmiddels is de vraag of het zal lukken om de boze geest weer in de fles te krijgen. Ondanks de energieschok blijven de bestedingen van consumenten redelijk op peil en lijkt de economische groei in 2022 hoger dan verwacht. Wel voorzien beleidsmakers een sterk afkoelende economie in 2023, met name in het VK en de eurozone (figuur 1).

Terugkijkend naar het jaar 2022 zou je kunnen denken dat dit jaar een historisch keerpunt is. Door de oorlog in Oekraïne dringt het besef door dat de wereld structureel aan het veranderen is. Geopolitieke verhoudingen worden getest en hebben mogelijk grote gevolgen voor hoe de wereld-economie zich de komende jaren gaat ontwikkelen. Deze nieuwe maar ook onzekere ontwikkeling onderstreept het belang van denken in scenario's. ►

Figuur 1 Economische groei van het bbp (%)

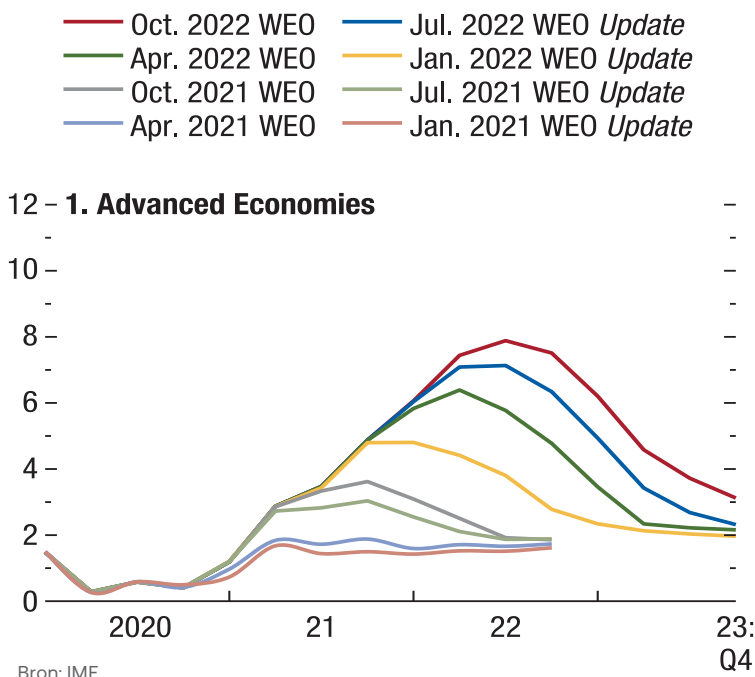


Inflatie: een cocktail van factoren

Aanvankelijk dachten centrale banken, beleidsmakers en ook marktparticipanten dat de hogere inflatie slechts tijdelijk zou zijn. Dat lijkt een illusie. **Figuur 2** toont hoe het IMF haar inflatieramingen de afgelopen twee jaar voortdurend heeft opgehoogd. Dit onderstreept hoe moeilijk het is om economische ontwikkelingen zoals inflatie goed te voorspellen. Daarbij is het lang geleden dat er sprake was van hoge inflatie. Het is daarom ook vanuit psychologisch oogpunt voor veel mensen moeilijk voorstelbaar (zogeneten recency bias).

De oorzaak van de huidige 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. Toen de coronabeperkingen werden opgeheven gingen veel consumenten hun geld uitgeven, met name aan diensten zoals horeca, cultuur en toerisme. Tegelijk waren aan de aanbodzijde de internationale aanvoerketens nog niet helemaal hersteld van de coronalockdowns, met name in China waar lang aan het zero covidbeleid is vastgehouden. Andere belangrijke factoren die de aanbodzijde van inflatie betreffen zijn de arbeidsmarkt, de energievoorziening en deglobalisering. ►

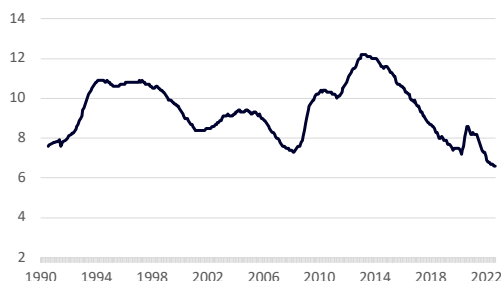
Figuur 2 Inflatieramingen van het IMF sinds 2021



Na het opheffen van de coronamaatregelen is de economische activiteit in veel landen weer flink toegenomen. Dit heeft geleid tot behoorlijke krapte op de arbeidsmarkt. Zo heeft de werkloosheid in het eurogebied het laagste niveau van de afgelopen 30 jaar bereikt. Ook in Nederland is de werkloosheid met 3,7% bijzonder laag.

Opvallend is het verschil in arbeidskrapte tussen nu en de periode vóór de pandemie. Waar zijn al die werknemers gebleven? De verklaring is deels conjunctureel. Na de corona lockdowns gaven consumenten weer meer geld uit waardoor extra vraag naar arbeid is ontstaan. De arbeidsmarkt voor de pandemie was ook al behoorlijk krap waardoor de extra bestedingen na de lockdowns snel hebben geleid tot toegenomen personeelstekorten. Daarnaast is de krapte op de arbeidsmarkt het gevolg van het gevoerde beleid tijdens de pandemie. Door de overheidssteun hebben veel bedrijven personeel vastgehouden, ook als deze bedrijven niet levensvatbaar waren. De verwachting is dat de krapte nog wel even zal aanhouden, maar dat de economie zich op wat langere termijn zal aanpassen. De krapte op de arbeidsmarkt zal immers leiden tot hogere lonen. Bedrijven zullen dan op termijn minder gaan produceren of minder arbeid gebruiken. Op deze manier komen dan weer arbeidskrachten beschikbaar voor andere productiviteit. De geschiedenis laat zien dat structurele arbeidstekorten zelden voorkomen – met als uitzondering de tijd van de geleide loonpolitiek in de jaren 50 en 60.¹

Figuur 3 Werkloosheid in Eurogebied (%)



Bron: OECD

Het aanbod van arbeid in Nederland is met een beroepsbevolking van ruim tien miljoen mensen nog nooit zo hoog geweest als in 2022. Dat hangt samen met een hogere participatie van onder meer vrouwen en ouderen. Ook arbeidsmigratie is in de afgelopen tien jaar toegenomen, vooral uit landen binnen de EU (met uitzondering van het jaar 2020 vanwege corona).² De vergrijzing speelt op dit moment nog geen grote rol bij de huidige krapte. Wel zal het arbeidsaanbod vanaf 2025 gaan dalen doordat meer werknemers met pensioen gaan.³ Op de middellange termijn zal vergrijzing wel degelijk voor minder arbeidskrachten gaan zorgen. Dat vraagt om strategische keuzes. Zo zal het migratiebeleid beter rekening moeten houden met arbeidsmigranten die nodig zijn voor belangrijke sectoren zoals hernieuwbare energie, de bouw, hoogwaardige technologie of de zorg. Daarnaast zullen bedrijven meer moeten investeren in oplossingen die de productiviteit verhogen, waardoor met minder mensen meer geproduceerd kan worden. Ten slotte is het de vraag in hoeverre arbeidsintensieve sectoren die weinig waarde toevoegen aan de economie bestaansrecht hebben in Nederland. ►

¹ Zie Personeel gezocht? Werk aan de winkel!, P. Hasekamp, CPB, 17 juni 2022.

² Het grootste deel van de migratie naar Nederland uit andere EU landen betreft arbeidsmigratie. Van landen buiten de EU gaat het vooral om asielzoekers en gezinshereniging – hoewel ook steeds meer arbeidsmigranten van buiten de EU komen.

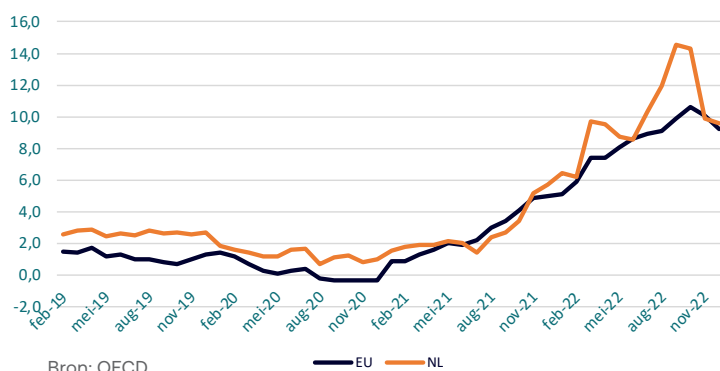
³ Zie langdurige krapte?, E. Jongen, CPB, 2 juni 2022.

Volgens de Europese meetmethode bereikte de inflatie in Nederland met ruim 17% een recordhoogte in het najaar van 2022. Opvallend is dat de inflatie in Nederland een stuk hoger ligt dan in het eurogebied (zie figuur 4). Dit komt doordat de energieprijzen relatief zwaar wegen op de Nederlandse inflatie. Nederland gebruikt naar verhouding veel gas dat sinds de oorlog in Oekraïne sterk in prijs is gestegen. Bovendien wordt de prijsontwikkeling van energie in Nederland gemeten op basis van nieuwe contracten, terwijl veel huishoudens (nog) een voordelig oud contract hebben.⁴

met bedrijven in andere regio's die met goedkopere energie kunnen produceren. Het is niet ondenkbaar dat bepaalde energie-intensieve industrieën (deels) uit Europa zullen verdwijnen, waardoor Europa ook in dit opzicht afhankelijker zal worden van import uit andere landen.⁵

Een voordeel van de hoge energieprijzen is wel dat overheden en bedrijven een flinke prikkel krijgen om de energietransitie te versnellen. Maar dit is een proces dat nog vele jaren gaat duren door onder meer regelgeving, aanbestedingen en problemen in productieketens.

Figuur 4 jaar-op-jaar gerealiseerde inflatie (%)



Voor Europa blijft energie – waarvan bijna 60% wordt geïmporteerd van buiten de EU – een belangrijke factor voor de economische ontwikkeling. Door het wegvallen van Russisch gas zal Europa op zoek moeten naar alternatieven. Inmiddels wordt vloeibaar gas geïmporteerd uit landen als Qatar en de VS. Daarmee blijft Europa afhankelijk in haar energievoorziening van andere landen. Ook is vloeibaar gas relatief duur vergeleken met gas uit Rusland. Dit maakt het voor de Europese basisindustrie lastig om te concurreren

Het aandeel hernieuwbare energie in Europa is zo'n 22% en zal naar verwachting groeien naar 45% in 2030 (doel van de EU).⁶ Zonne-energie zal daarbij het sterkst toenemen. Ondanks de inzet op hernieuwbare energie en inspanningen om tegelijk meer energie te besparen, zal Europa voorlopig afhankelijk zijn van de import van energie. En daarmee wordt energie een belangrijk nieuw geopolitiek risico – een element dat ook in onze scenariostudie tot uiting komt (zie ook [Energie en klimaat verderop](#)). ►

⁴ De inflatie wordt hiermee naar voor gehaald in de tijd. Uiteindelijk zullen de oude contracten verlopen en gaan ook die huishoudens meer voor hun energie betalen.

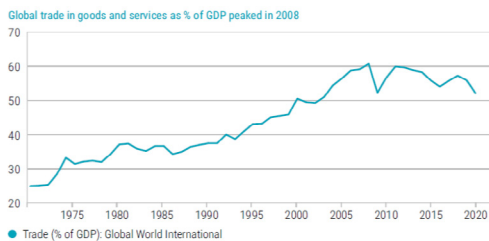
⁵ Hiermee wordt Europa wel minder afhankelijk van energie van andere landen.

⁶ 22% betreft een cijfer voor 2020 (Eurostat). Hernieuwbare energiebronnen zijn: waterkracht, wind, zon, aardwarmte en luchtwarmtepompen. Elektriciteit die wordt opgewekt door verbranding van biomassa, biogas, vloeibare biobrandstoffen en gemeentelijk afval telt ook mee. Zie ook REPowerEU Plan waarin de nieuwe energieambities worden uitgewerkt.

Globalisering

Vanaf de jaren negentig is de wereldhandel – gemeten als de waarde van internationaal verhandelde goederen en diensten in verhouding tot het wereldwijde bbp – flink toegenomen (figuur 5). Dit heeft gezorgd voor efficiënte productieketens en lage prijzen. Economen refereren aan deze periode als de great moderation: lage inflatie in combinatie met behoorlijke economische groei. Sinds de financiële crisis in 2008/09 is de wereldhandel echter niet meer toegenomen en zelfs gestaag gedaald. Dit suggereert dat het hoogtepunt van globalisering achter ons ligt.

Figuur 5 Wereldhandel



Bron: Robeco

De oorlog in Oekraïne heeft laten zien hoe gevaarlijk het is om sterk afhankelijk te zijn van een ander land, bijvoorbeeld als het gaat om olie en gas die Europa van Rusland kocht. Ook het wegvallen van de graanexport van Rusland en Oekraïne heeft grote gevolgen gehad voor de wereldvoedselprijzen die met name ontwikkelingslanden treft die sterk afhankelijk zijn van voedselimport. Verder zijn door de oorlog de geopolitieke verhoudingen met China verslechterd, mede doordat China de oorlog in Oekraïne niet heeft veroordeeld. Het bezoek van de voorzitter van het Amerikaanse Huis van Afgevaardigden aan Taiwan heeft bovendien kwaad bloed gezet bij de Chinezen die het land als een afvallige provincie beschouwen.

⁷ Bron: Europese Commissie.

⁸ EU, Critical Raw Materials Resilience: Charting a Path towards greater Security and Sustainability, 3.9.2020.



Daarnaast hebben de VS diverse sancties aan China opgelegd, bijvoorbeeld een verbod op de export van geavanceerde chips die mogelijk worden gebruikt voor Chinese defensiedoeleinden. De VS oefenen daarbij druk uit op andere landen en bedrijven, bijvoorbeeld het Nederlandse ASML, om deze sancties ook te hanteren. China breidt ondertussen haar macht uit door te investeren in het buitenland om grondstoffen veilig te stellen, door het exporteren van spionagegevoelige informatietechnologie (o.a. telecom) en door het ontwikkelen van een nieuwe zijderoute met een enorm politiek en economisch potentieel.

Deze geopolitieke ontwikkelingen indiceren dat we afkoersen op een meer machtgedreven en protectionistische wereld.

Voor Europa kan deglobalisering grote consequenties hebben omdat we relatief veel handeldrijven met China, met name door Duitsland.⁷ Ook is China een belangrijke leverancier van zeldzame aardmetalen die nodig zijn voor de energietransitie. Maar liefst 98% van deze metalen verkrijgt de EU vanuit China.⁸ Ook levert China de materialen die nodig zijn voor het opwekken en gebruiken van groene energie, bijvoorbeeld verwerkte kobalt (nodig voor batterijen), zonnepanelen en onderdelen voor windmolens. Al met al kan deglobalisering potentieel grote gevolgen hebben voor de welvaart in Europa. Dit risico komt onder meer tot uiting in het stagflatiescenario dat verderop in deze studie wordt beschreven. ►

Deglobalisering en bedrijven

Wat betekent deglobalisering voor bedrijven en welke regio's kunnen profiteren?

Deglobalisering wordt gedreven door politieke krachten in een strijd om de macht in de wereld. De belangrijkste spelers zijn China en de VS. Deze politieke machtsstrijd zorgt voor veel economische beleidsonzekerheid. Een index op basis van wereldwijde economische nieuwsberichten laat zien dat de economische beleidsonzekerheid de afgelopen jaren flink is toegenomen.

Figuur 6 Mondiale economische beleidsonzekerheid



Bron: Economic Policy Uncertainty

Bedrijven reageren op deze onzekerheden door waardeketens in te korten of aan te passen en daarmee veerkrachtiger te worden. Meer dan 60% van de mondiale bedrijven verwacht in de komende drie jaar over te gaan tot re- of onshoring⁹.

Wel zijn de verwachte volumes nog beperkt en betreft het vooralsnog specifieke productielijnen. De belangrijkste belemmeringen voor het verplaatsen van productie zijn onder meer bedrijfskosten, gebrek aan schaalgrootte en gebrek aan leveranciers op nieuwe locaties.

⁹ Bron: BCI Global.

Als de productie naar Europa wordt verplaatst, dan zijn vooral Duitsland, Polen en Tsjechië populair. En als het om verplaatsing naar de Amerikaanse continenten gaat, dan zijn de VS en Mexico koploper. Binnen Azië profiteren landen als Vietnam, Cambodja en India van de verplaatsing van productiecapaciteit.

Al met al is deglobalisering een nieuwe trend die ten koste gaat van efficiëntie in de productieketen. Dit zal onvermijdelijk leiden tot hogere prijzen voor veel producten. ►



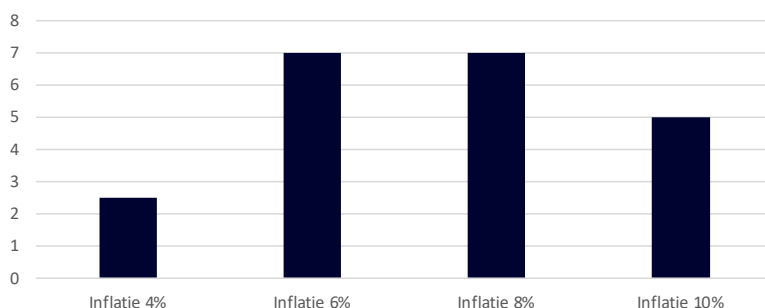
Vooruitzichten inflatie

De vooruitzichten voor inflatie zijn onzeker en moeilijk te voorspellen. Onderzoek naar inflatie van de OESO-landen laat zien dat naarmate de inflatie boven de 4% stijgt, het gemiddeld steeds langer duurt voordat de prijzen weer dalen.¹⁰ Bij een inflatie van 4% duurt het gemiddeld 2,5 jaar voordat deze is gehalveerd (figuur 7). En bij een inflatie van 6% maar liefst 7 jaar. De verschillen in halveringstijd tussen landen zijn overigens vrij groot en variëren bij een inflatie van 6% tussen de 2 en 16 jaar. Vanuit het perspectief van dit onderzoek lijkt het naïef dat centrale banken in Europa en de VS aanvankelijk dachten dat de inflatie bij 4-6% maar tijdelijk zou zijn. Het is duidelijk dat zij de infla-

tie in eerste instantie hebben onderschat en relatief laat hebben ingegrepen. Het gevaar bestaat dat ze de rente te agressief gaan verhogen, waardoor de economie meer afkoelt dan wellicht nodig is om de inflatie te bestrijden. Maar het is ook denkbaar dat zij te weinig doen en/of de rente te snel weer verlaagt, waardoor de inflatiegeest niet terug in de fles gaat en hardnekkig hoog blijft (zie inflatiescenario). Deze fout hebben centrale banken midden jaren zeventig van de vorige eeuw gemaakt.

Kortom, vanuit een risicomanagement perspectief is het verstandig om met verschillende uitkomsten rekening te houden. ►

Figuur 7 Tijd in jaren die nodig is om inflatie te halveren
O.b.v. OESO landen 1970-22; mediaan



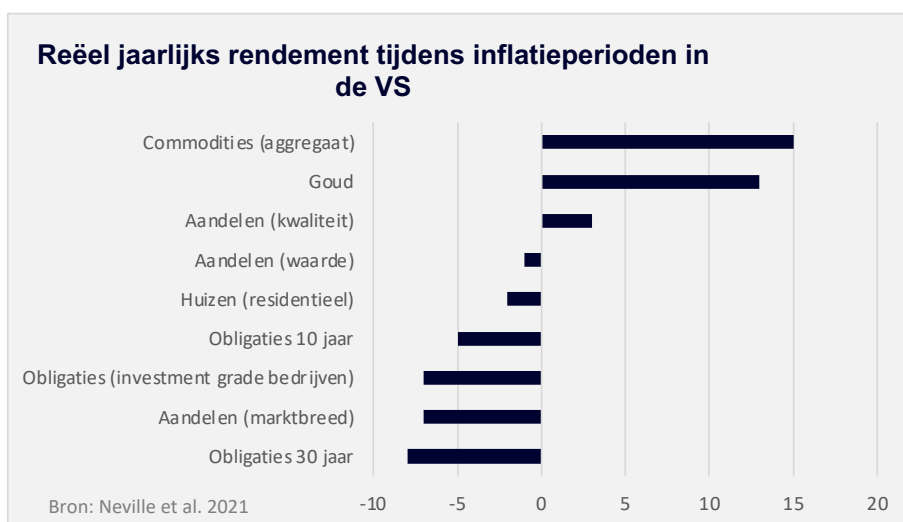
Bron: Research affiliates

¹⁰ History Lessons: How “Transitory” Is Inflation? R. Arnott and O. Shakernia, Research Affiliates, November 2022.

Welke beleggingen zijn 'inflatieproof'?

Inflatie. We moeten er na jaren van lage prijzen maar snel aan wennen. Voor beleggers is de vraag welke beleggingen het goed doen in een inflatieomgeving.

Figuur 8 Reëel jaarlijks rendement tijdens inflatieperioden in de VS



Beleggen in een periode met inflatie is niet gemakkelijk, sterker nog het is uitermate moeilijk laat recent onderzoek zien voor de VS.

In de periode 1925-2021 kende de VS acht periodes met inflatie, gedefinieerd als een jaarlijkse stijging van de prijzen én boven een niveau van 5%. De betreffende studie laat zien dat grondstoffen en goud de beste papieren hebben: zij geven gemiddeld een reëel jaarlijks rendement van respectievelijk 15% en 13% tijdens een inflatieperiode. Bij goud kan wel een kanttekening worden geplaatst. Het rendement

wordt sterk bepaald door een uitschieter in 1979 toen het edelmetaal met maar liefst 154% in waarde steeg. Aandelen (brede markt) doen het een stuk slechter met een jaarlijks reëel rendement van -7%. Wel zijn er verschillen tussen categorieën aandelen. Waarde- en zogeheten kwaliteitsaandelen doen het met -1% en 3% naar verwachting beter dan de markt als geheel.¹¹ De grootste verliezers in tijden van inflatie zijn – niet geheel verrassend – obligaties met een lange looptijd: 30-jaar staatspapier noteert een reëel rendement van gemiddeld -8% per jaar. ►

Bron: Neville, Henry, Teun Draaisma, Ben Funnell, Campbell R. Harvey, and Otto Van Hemert. 2021. "The Best Strategies for Inflationary Times." *The Journal of Portfolio Management* vol. 47, no. 8: 8-37.

¹¹ Waardeaandelen hebben een gunstig dividendrendement, koers/winstverhouding en koers/boekwaardeverhouding per aandeel van een bedrijf. Kwaliteitsaandelen hebben een gunstige brutowinstmarge, rendement op geïnvesteerd vermogen en/of rendement op investeringen.

Centrale banken: eindelijk de geldkraan dicht?

Rente omhoog

Sinds de financiële crisis in 2008 hebben centrale banken in de ontwikkelde landen een zeer ruim monetair beleid gevoerd door de rente laag te houden, goedkope leningen te verstrekken en financiële instrumenten (zoals staats- en bedrijfsobligaties) op te kopen. Dit heeft marktpartijen ertoe aangezet om veel risico te nemen in hun zoektocht naar rendement. Financiële activa zijn daardoor enorm in prijs gestegen en de vergoedingen voor risico gedaald. Veel obligaties hadden tot voor kort zelfs een negatieve rente. Ook overheden hebben geprofiteerd van de lage rente, wat heeft geleid tot hoge overheidsschulden. In het eurogebied geldt dat vooral voor de landen in de periferie.

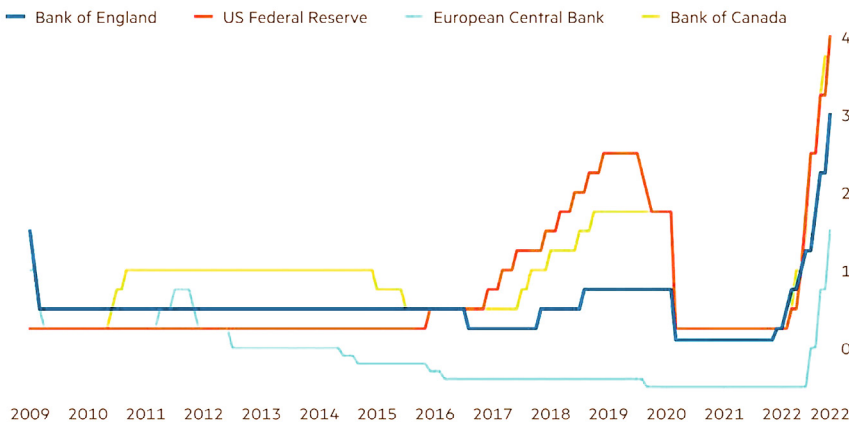
Door de stijgende inflatie is het tij gekeerd. Centrale banken zijn begonnen met het verhogen van de rente (figuur 9). Hoewel zij eerst dachten dat deze inflatie tijdelijk zou zijn, is medio 2022 het besef doorgedrongen dat de prijzen wel eens

langdurig kunnen stijgen. Dit komt doordat ook de kerninflatie (inflatie exclusief voeding en energie) behoorlijk is gestegen. Dit indiceert dat de inflatie door zogeheten tweede orde effecten op een breder front voet aan de grond heeft gekregen in de economie. Opvallend is dat de Amerikaanse centrale bank de rente veel sneller heeft verhoogd dan de ECB. Dit komt doordat in de VS de kerninflatie met 6,3 % hoger ligt dan in het Eurogebied (5%). Ook stijgen de lonen in de VS met 6,7% harder dan in het Eurogebied (4,1%). Het gevaar op een loon-prijsspiraal lijkt dan ook groter in de VS. Opvallend is dat de lange rentes minder hard zijn gestegen dan de korte rentes. De rentecurve is daardoor invers geworden, wat doorgaan een signaal is dat er een recessie op komst is. ►

Figuur 9 Beleidsrentes van centrale banken

Central banks have sharply tightened their policy rates

Key policy rate, %



Bron: Refinitiv

De balans opmaken

De korte rentes in zowel de VS als Europa zijn overigens laag in vergelijking met het einde van de jaren zeventig van de vorige eeuw toen de inflatie werd bestreden met rentes die een stuk hoger lagen dan de inflatie. Of de huidige rentestijgingen voldoende zullen zijn om de inflatie te beteugelen is dan ook onzeker. Omdat de doorwerking van hogere rentes op de economie zo'n anderhalf tot twee jaar duurt, komt aan deze onzekerheid voorlopig nog geen einde.

Hoewel de hogere rentes pas op termijn invloed hebben op de inflatie, hebben ze wel direct effect op andere factoren. Zo reageren financiële markten meteen op (verwachte) renteverhogingen, wat heeft geleid tot flinke dalingen van de aandelen- en uiteraard obligatiekoersen. Dergelijke grote bewegingen op de financiële markten vergroten de kans op ongelukken. Zo moesten pensioenfondsen in het VK door de hogere rente extra onderpand bijstorten in het licht van hun derivatenposities, wat zij deden door obligaties te verkopen. Dit zette een zelfversterkend verkoopproces op gang waarbij de rente nog verder steeg en waardoor de pensioenfondsen in grote problemen dreigden te komen. Interventie van de Bank of England was nodig om de obligatiemarkt tot rust te brengen. Dit risico is voor de Nederlandse pensioenfondsen aanzienlijk kleiner omdat zij met minder leverage opereren dan de Britse pensioenfondsen. Bovendien spreiden de Nederlandse fondsen hun beleggingen in obligaties over meerdere landen in het eurogebied.¹²

De renteverhogingen zorgen in het eurogebied voor extra onzekerheid rondom de houdbaarheid van de staatsschuld van met name de perifere landen. Als de rente nog verder stijgt en/of langdurig op een hoog niveau blijft, wordt het moeilijker voor deze perifere

landen om aan hun schuldverplichtingen te voldoen. Daarmee heeft de ECB een dilemma. Kiest zij voor het bestrijden van inflatie, dan kan dit leiden tot een nieuwe schuldcrisis. Of kiest zij voor het behouden van financiële stabiliteit, dan kan dit ten koste gaan van prijsstabiliteit. Om dit dilemma op te lossen heeft de ECB een nieuw instrument in het leven geroepen waarmee op de obligatiemarkt kan worden geïntervenieerd in tijden van crisis (Transmission Protection Instrument). Het inzetten van dit instrument is uiteindelijk symptoombestrijding waarmee extra tijd wordt gekocht in tijden van crisis. Het aanpakken van onhoudbare schulden is de echte oplossing.

Ook elders hebben de renteverhogingen ingrijpende gevolgen. Zo is de Amerikaanse dollar flink in waarde gestegen ten opzichte van andere valuta. Opkomende economieën die veel leningen hebben in dollars komen daardoor in de problemen omdat hun capaciteit om deze leningen terug te betalen flink afneemt. Zelfs Japan is door de sterke dollar geraakt. De waarde van de yen nam zo snel af dat de Japanse centrale bank valuta-interventies heeft uitgevoerd om de koers te stabiliseren. De vraag is hoe lang Japan dit kan volhouden. Het is niet ondenkbaar dat Japan ondanks haar belofte om de rente laag te houden (zogeheten yield curve control) de rente toch moet verhogen om daarmee de yen aantrekkelijker te maken voor (internationale) beleggers. Houders van Japanse staatsobligaties krijgen dan flinke verliezen voor hun kiezen. Gezien de grootte van deze markt is het niet ondenkbaar dat dit leidt tot financiële ongelukken. Kortom, stijgende rentes kunnen op allerlei terreinen leiden tot ongewenste volatiliteit of zelfs financiële instabiliteit (zie ook het depressie-scenario). ►

¹² Nederlandse fondsen werken bij hun renteafdekking vooral op basis van de swapcurve die een gemiddelde is van de eurolanden. Als bijvoorbeeld één land door verkeerd beleid wordt afgestraft op de financiële markten, dan heeft dit een relatief beperkt effect op de swapcurve.

Centrale banken in gevaar?

De hogere rentes hebben ook gevolgen voor de financiële positie van centrale banken zelf. Waarom eigenlijk en hoe erg is dat?

Door de hogere rente daalt de marktwaarde van obligaties. Centrale banken hebben in de afgelopen jaren veel obligaties opgekocht om de rente laag te houden. Nu willen zij deze obligaties weer verkopen om daarmee de financiële condities te verkrappen in het kader van inflatiebestrijding. Het verkopen gaat echter wel gepaard met verliezen voor de centrale bank. De Amerikaanse centrale bank is al begonnen met de voorzichtige afbouw van haar balans. De ECB is voornemens om dit in de loop van 2023 te doen. Verder betalen centrale banken door hun verkrappende beleid nu een hogere depositorente aan de commerciële banken die tijdelijk geld stallen op hun centrale bankrekening. Ook dit kost centrale banken extra geld.

Deze factoren leiden ertoe dat het eigen vermogen van centrale banken wordt uitgehold. Het is mogelijk dat zij zelfs een negatief eigen vermogen krijgen. Dit hoeft niet meteen tot problemen te leiden zo lang zij in staat zijn om hun monetair beleid geloofwaardig uit te voeren én daarmee het vertrouwen te behouden van de financiële markten. Bij grote of langdurige verliezen van centrale banken wordt dit vertrouwen echter op de proef gesteld. In het uiterste geval zullen centrale banken moeten worden geherkapitaliseerd door overheden. Het vertrouwen in centrale banken wordt dus niet alleen bepaald door hun eigen balans, maar ook door de financiële gezondheid van hun overheden én bereidheid van deze overheden om te herkapitaliseren. ►





Coördinatie met budgettair beleid

Overheden spelen een belangrijke rol bij de huidige inflatieontwikkeling. Door het steunbeleid tijdens de coronapandemie hebben huishoudens veel geld overgehouden. Dit heeft geleid tot een stijging van de bestedingen na de lockdowns, met name in de VS. Nu de energieprijzen zo sterk stijgen compenseren veel overheden hun burgers voor de hoge energiekosten, bijvoorbeeld door het instellen van prijsplafonds. Hoewel het nodig is om de meest kwetsbare huishoudens te beschermen, komt de prijscompensatie voor een groot deel ook terecht bij meer welvarende huishoudens. Dit beleid heeft een prijsopdrijvend effect aangezien

deze compensatie leidt tot meer bestedingen in de economie. Overheden kunnen een belangrijke bijdrage leveren aan het bestrijden van de inflatie door terughoudend te zijn met prijscompensatie en andere uitgaven. Bovendien geven hogere energieprijzen bedrijven en huishoudens een prikkel om efficiënter met energie om te gaan, wat nodig is in het kader van de energietransitie. Kortom, als overheden te royaal besteden, ontstaat ruimte voor meer langdurige prijsstijgingen – een mogelijkheid die verder wordt verkend in ons inflatiescenario. ►



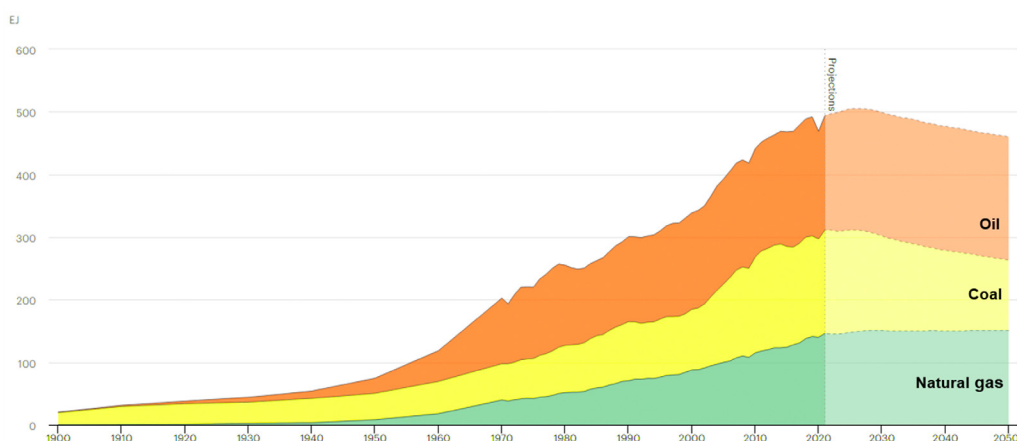
Energie en klimaat: brede aanpak nodig

De transitie van fossiele naar hernieuwbare energie is onomkeerbaar. Er is echter onzekerheid over het tempo van de transitie en welke mix van energiebronnen uiteindelijk de overhand zal krijgen. Wel is al duidelijk dat door de hoge energieprijzen hernieuwbare energie nu sneller rendabel wordt. Energiebesparing wordt lonender en nieuwe technologieën kunnen eerder een break-even punt bereiken. De verwachting is dat al deze factoren leiden tot een versnelling van de energietransitie en snellere afname van de vraag naar gas voor het produceren van elektriciteit. Het is mogelijk dat de vraag naar gas binnen enkele jaren zal afnemen. Voor olie zijn de verwachtingen hetzelfde, maar er zijn nog onvoldoende alternatieven die op grote schaal beschikbaar zijn voor andere toepassingen van olie, zoals plastic en nylon. Innovatie kan dit proces versnellen, maar het is onzeker of dat gaat lukken. Niettemin is de verwachting dat op basis van reeds opgesteld beleid de vraag naar fossiele brandstoffen (olie,

gas en kolen) in de komende jaren een piek bereikt en daarna gestaag afneemt (figuur 10). Indien overheden met additioneel beleid komen, kan deze afname worden versneld. Anderzijds, als opgesteld beleid een onuitgevoerde belofte blijft, wordt de piek uitgesteld.

Een probleem bij energietransitie is het gebrek aan grondstoffen. Veel van deze grondstoffen komen uit niet-democratische landen of regio's zoals China, Sub Sahara Afrika en Centraal en West Azië. Dit zorgt voor politieke risico's wat betreft leveringszekerheid. Daarnaast is het in veel westerse landen (politiek) moeilijk om snel nieuwe mijnen te openen voor de mineralen die nodig zijn voor bijvoorbeeld accu's, windmolens en zonnecellen. Vooral in Europa is er strenge regelgeving en ook burgers verzetten zich vaak hevig tegen mijnwinning in hun leefgebied. De prijs van deze grondstoffen wordt daardoor hoger, wat de energietransitie vervolgens kan afremmen. ►

Figuur 10 Vraag naar fossiele brandstoffen 1950-2050



Bron: IEA

¹⁴ Zie World Energy Outlook 2022, International Energy Agency.



‘Een brede en geïntegreerde aanpak van de energietransitie is hard nodig.’

Hernieuwbare energie kent nog meer uitdagingen. Zo is er mondiaal een gebrek aan netwerkcapaciteit. Het gevolg is dat elektriciteitsnetwerken de fluctuaties in het aanbod van elektriciteit niet aankunnen of dat nieuwe energieprojecten niet aangesloten kunnen worden op het netwerk. Er zijn grote investeringen nodig om de elektriciteitsnetwerken te versterken.

Verder leidt de toename van beschikbaarheid van zonne- en windelectriciteit tot overschotten in bepaalde periodes (bijvoorbeeld bij warm weer in de zomer). Daardoor zijn concurrerende gascentrales en nieuwe kerncentrales minder rendabel. Aan de andere kant biedt de overproductie van elektriciteit de mogelijkheid om waterstofcentrales te ontwikkelen waarmee kostenefficiënt waterstof kan worden geproduceerd. Waterstof kan dienen als energieopslag. Daarnaast biedt dit kansen voor nieuw technologieën die zijn gebaseerd op deze schone brandstof. Zo kan met waterstof de CO₂ uitstoot flink verlaagd worden in het goederenvervoer en de productie van staal en cement.

Ten slotte is het bij de energietransitie van belang dat bedrijven en burgers voldoende prikkels krijgen om hun gedrag aan te passen. Sinds de energiecrisis krijgen zij echter compensatie voor

de hoge energieprijzen. Dit geeft geen prikkel om energie te besparen of hernieuwbare energie op te wekken. Overheden kunnen in onze visie beter energiebesparing of het opwekken van hernieuwbare energie subsidiëren. Ook is het belangrijk om voldoende prikkels te creëren voor innovatie en nieuwe initiatieven om duurzamer te produceren. Het verder beprijzen van de CO₂ uitstoot van bedrijven en consumenten kan daaraan bijdragen. Op lange termijn kunnen deze maatregelen ook zorgen voor welvaartswinst doordat bedrijven die als eerste gaan investeren in duurzame technologieën voorlopers worden en beter kunnen concurreren met de achterblijvers. Nederland heeft bijvoorbeeld uit noodzaak veel geïnvesteerd in waterbeheer en is op dat gebied een wereldspeler geworden. Dergelijk beleid is echter niet populair omdat het ten koste gaat van het vestigingsklimaat en de welvaart op korte termijn. Of politieke leiders dat aandurven is onzeker. In onze scenario's komt deze onzekerheid tot uiting door rekening te houden met verschillende uitkomsten van de energietransitie: van zeer negatief (stagflatie) tot behoorlijk optimistisch (voorspoed).

Kortom, bij de energietransitie hangen veel dingen met elkaar samen. Een brede en geïntegreerde aanpak is daarom hard nodig. ►

De gevolgen van minder biodiversiteit?

De klimaatdiscussie gaat vooral over de gevolgen van extreem weer en het beperken van de temperatuurstijging op aarde. Maar wat zijn de gevaren van afnemende biodiversiteit?

Volgens het World Economic Forum is het verlies aan biodiversiteit het derde grootste risico voor de wereld als geheel, na klimaatverandering en extreem weer. De afname van biodiversiteit is echter meer dan een geïsoleerd gevaar. Het is nauw verbonden met andere risico's zoals extreem weer, gezondheidsproblemen, gedwongen migratie en conflicten over natuurlijke hulpbronnen en voedsel.

Economisch gezien heeft de afname van biodiversiteit door landgebruiksverandering, overexploitatie, vervuiling, klimaatverandering of verspreiding van invasieve soorten een grote impact. Meer dan de helft van het wereldwijde bbp is in meer of mindere mate afhankelijk van biodiversiteit. Vooral opkomende landen (India, Indonesië en Afrika) zijn kwetsbaar omdat een groot deel van de economie direct afhankelijk is van de natuur (voedsel, grondstoffen, toerisme). Vrijwel alle sectoren in de economie zullen in meer of mindere mate worden geraakt door de voortschrijdende achteruitgang van natuurlijk kapitaal en de aantasting van zogeheten ecosysteemdiensten. Denk bij dit laatste bijvoorbeeld aan schone lucht, schoon water, bodemvruchtbaarheid of regulatie van extreem weer.

Biodiversiteitsverlies heeft grote fysieke risico's tot gevolg. Het leidt bijvoorbeeld tot directe negatieve effecten op de productie van landbouwgewassen, een verstoring van mondiale toeleveringsketens door bijvoorbeeld droogte of overstromingen en

schade aan de bedrijfscontinuïteit. Zo loopt de wereldwijde productie van gewassen ter waarde van jaarlijks USD 235-577 miljard gevaar door de achteruitgang van bestuivers. En door invasieve soorten zullen producenten van voedselgewassen te maken krijgen met jaarlijkse verliezen van naar schatting USD 96 miljard. Bovendien kan ontbossing zorgen voor verandering van regionale weerspatronen, wat weer effect heeft op de beschikbaarheid van water en de productiviteit van landbouw. Voedselprijzen zullen hierdoor volatieler worden.



Andere sectoren die kwetsbaar zijn voor biodiversiteitsvermindering zijn onder meer het toerisme (afname koraalriffen), de koffiemarkt (koffieplant is zeer gevoelig voor klimaatverandering), vastgoed (afname grondwater) en diverse basis- en consumptiegoederen (beschikbaarheid oppervlaktewater).

Niet alleen bedrijven die afhankelijk zijn van voldoende biodiversiteit zijn kwetsbaar, ook bedrijven die schade toebrengen aan biodiversiteit krijgen te maken met meer risico's. Deze bedrijven zullen onvermijdelijk te maken krijgen met nieuwe prikkels om duurzamer te produceren, bijvoorbeeld doordat consumenten biodiversiteit laten meewegen in hun voorkeuren en/of door strengere regelgeving vanuit overheden. Ook financiële instellingen houden in toenemende mate rekening met de fysieke, transitie of reputatierisico's van biodiversiteitsverlies voor bedrijven in hun kredietbeoordeling, waardoor niet-duurzame bedrijven te maken zullen krijgen met hogere kapitaalkosten.

Veel mensen zijn nog onvoldoende bekend met de risico's van biodiversiteitsverlies. Wel is de afgelopen jaren een duidelijke kentering zichtbaar in aandacht voor dit probleem. De nieuwe mondiale klimaatdoelen die in December 2022 zijn afgesproken, nieuwe EU wetgeving om ontbossing te voorkomen en een stijging van het aantal investeringsfondsen dat zich focust op biodiversiteit zijn een stap in de juiste richting. En steeds meer bedrijven nemen maatregelen om zowel hun eigen bijdrage aan biodiversiteitsverlies als die van bedrijven in hun waardeketen te verminderen. ►



Aanjagers van verandering

In een onzekere wereld geven modellen weinig houvast om na te denken over toekomstige (extreme) ontwikkelingen. Scenario's zijn daarvoor een beter instrument.

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 solidariteit en vergrijzing een grote rol. Zo geven overheden in het inflatiescenario op grote schaal structurele steun aan lagere en middeninkomens om de sterke afname in koopkracht door inflatie te compenseren. In het Japanscenario speelt vergrijzing een belangrijke rol. Huishoudens gaan meer sparen omdat zij aan de vooravond van hun pensioen staan. Dit zorgt voor lagere bestedingen en een daling van de prijzen. Op het gebied van technologie speelt de verder gaande digitalisering en het gebruik van AI een prominente rol, met name in het voorspoedscenario waarin bedrijven hun productiviteit verhogen door niet alleen efficiënter om te gaan met energie maar ook door meer te investeren in slimme ICT-oplossingen.

Tabel 1 Overzicht aanjagers van verandering voor scenariobeschrijvingen

STEEP-categorie	Thema's die veel invloed hebben in de scenario's 2023-25
Sociaal	Ongelijkheid, vergrijzing, protesten
Technologie	AI, digitalisering
Ecologie	Energietransitie, extreem weer, biodiversiteit
Economie	Stijgende rente, inflatie, deglobalisering
Politiek	Oorlog, geopolitieke spanningen, protectionisme, populisme

In het domein van ecologie neemt het belang van de energietransitie verder toe, mede door het wegvallen van goedkope fossiele brandstoffen uit Rusland. In het voorspoedscenario komt dit tot uitdrukking als een Marshall plan voor investeringen in hernieuwbare energie. In het depressie- en stagflatiescenario daarentegen komt juist de klad in de energietransitie, waardoor de CO2 uitstoot hoog blijft. Bij de aanjager “economie” staan de hogere rentes centraal. Deze nieuwe trend is het gevolg van de draai van centrale banken van een zeer accomoderend naar een verkrappend beleid. In het depressiescenario leiden de hogere rentes tot grote financiële ongelukken en zelfs tot een systeemcrisis. In het inflatiescenario daarentegen zijn de rentes nog niet hoog genoeg om de economische groei en daarmee de inflatie af te remmen. Ook deglobalisering speelt een grote rol in de scenariostudie, met name in het stagflatiescenario waar een protectionistische strijd losbarst tussen China en de VS met consequenties voor de hele wereldeconomie. Ten slotte is er de STEEP-categorie “politiek”. In vorige scenariostudies stonden politieke spanningen en het begrip koude oorlog centraal. Inmiddels is de oorlog niet meer koud en kan de strijd tussen Rusland en Oekraïne worden gezien als een proxy oorlog tussen de NAVO en Rusland. Verdere escalatie van deze en andere conflicten komen vooral tot uiting in het stagflatiescenario. ►



Bovengenoemde thema's zijn natuurlijk niet nieuw en speelden (deels) ook al een rol in de vorige scenariostudies. Ze kunnen worden gezien als het verschuiven van accenten in de scenario's. De scenario's uit de vorige studies zijn dus geenszins achterhaald of gedateerd.



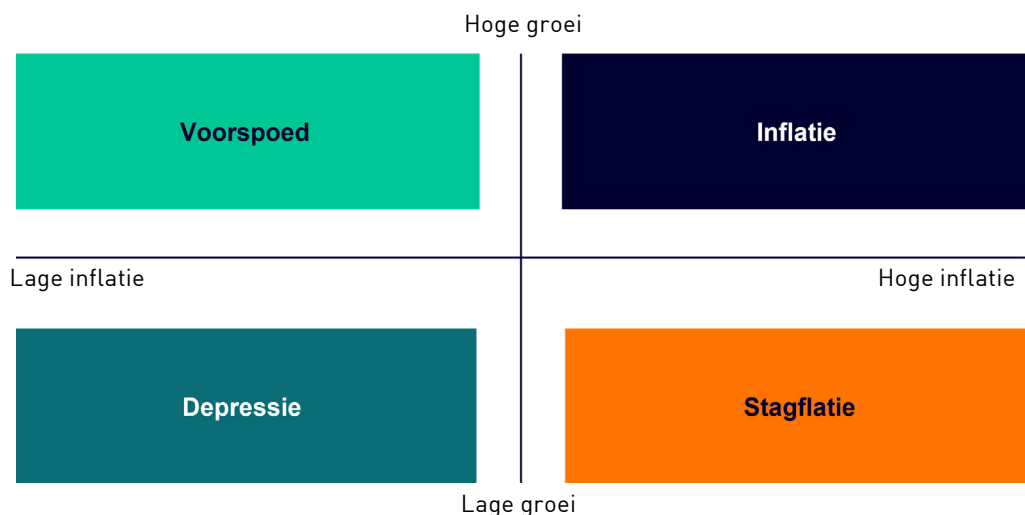
De 5 scenario's

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

Figuur 11 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 de tabel op de volgende pagina 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 2023-2025

Reële economie betreft piekniveaus in procenten per jaar gedurende de scenarioshorizon
Financiële markten in niveaus of schokken in procentpunten per ultimo 2025

	Startpunt	Japan-scenario	Depressie	Inflatie	Stagflatie	Voorspoed
Reële economie						
Groei bbp (reëel)	3	1.5	-5	3	0	3
Inflatie (gerealiseerd)	9	1.5	-2.5	7.5	5	2.5
Financiële markten						
Nominale rente (niveau 1 jaar)	3.4	1.5	-1.5	5	0.5	2.5
Nominale rente (niveau 10 jaar)	3.2	1	-1	4.5	0.75	2.75
Nominale rente (niveau 30 jaar)	2.5	0.5	-1	4	1	3
Break-even inflatie (niveau 30 jaar)	2.6	1.5	0.75	4.5	3	2
Reële rente (niveau 30 jaar)	-0.1	-1	-1.75	-0.5	-2	1
Wereldwijde aandelenschok		10	-50	-15	-35	40
Vastgoedschok		10	-40	5	-10	15
EUR/USD koers	1.07	1.1	0.8	1.3	1	1.25
Credit spreadschok (IG)		-0.5	3.5	0.5	1.5	0
Credit spreadschok (High yield)		-0.5	7	1.5	3	-1
Z-spreadschok kern		-0.5	-0.5	0.5	0	0
Z-spreadschok niet-kern		-0.5	0.7	0.5	0.7	-0.5
Z-spreadschok periferie		-0.5	1.5	1	1	-1

Japanscenario: dalende prijzen na scherpe recessie

Er vindt een korte maar scherpe recessie plaats waardoor de inflatie sneller dan verwacht daalt. Centrale banken verlagen daarna de rente en financiële activa stijgen weer flink in waarde. Grote structurele problemen worden echter niet of onvoldoende aangepakt.

Door de inflatie neemt de koopkracht van consumenten flink af. Zij realiseren zich dat het leven flink duurder is geworden en dat de tering naar de nering moet worden gezet. Ook willen consumenten blijven sparen voor hun oude dag die voor velen steeds dichterbij komt. De bestedingen staan daardoor onder druk, vooral bij niet noodzakelijke consumentengoederen en diensten zoals horeca, toerisme en cultuur. De eerdere renteverhogingen van centrale banken werken door op de economische activiteit aangezien bedrijven minder gaan investeren. Er ontstaat een recessie die dieper is dan verwacht. Als gevolg hiervan dalen de prijzen al snel over een breed front. Ook de energieprijzen dalen flink, mede door lage groei in opkomende markten zoals China.

Centrale banken reageren op de dalende prijzen door de rente te verlagen. Ook stoppen zij met het afbouwen van hun balansen aangezien dit zou leiden tot te krappe financiële condities. Dit is olie op het vuur voor de financiële markten die al snel nog lagere rentes in prijzen. Risicovolle activa laten mooie rendementen zien en ook staatsobligaties doen het goed. Vastgoed krijgt eveneens een behoorlijke impuls. Ook crypto herstelt en volgens een grote Amerikaanse bank ligt het dieptepunt van de cryptocrisis achter ons. Financiële experts verwachten nieuwe opkoopprogramma's van centrale banken bij nog meer economische tegenwind of stress in het financieel systeem. Overheden zijn terughoudend met hun bestedingen omdat zij al veel geld hebben besteed aan het compenseren van huishoudens tijdens de energiecrisis. Eerst maar eens afwachten hoe het economisch verder gaat is de algemene teneur. Er ontstaat weer snel een tegenstelling tussen de reële en de financiële economie. Bezitters van financiële activa profiteren van koersstijgingen terwijl werknemers in de reële economie te maken krijgen met oplopende

werkloosheid en koopkrachtverlies doordat de loongroei de prijsstijgingen van de afgelopen jaren niet compenseert. Volgens progressieve economen zoals Piketty maken beleidsmakers weer dezelfde fouten als voorheen en is het nodig om de vermogensongelijkheid aan te pakken door hogere belastingen op bezit. In Nederland pleit een aantal politieke partijen voor een extra belasting op huizenbezit, maar hiervoor blijkt geen Kamermeerderheid te zijn.

Geopolitieke spanningen verdwijnen in dit scenario wat meer naar de achtergrond en beheersen niet langer de headlines van het nieuws. Het conflict tussen Rusland en Oekraïne wordt niet opgelost, maar de wapenstrijd neemt aanzienlijk af doordat beide partijen uitgeput raken. Defensiespecialist Rob de Wijk spreekt van een *frozen conflict* dat nog jaren kan aanhouden.

Verduurzaming en het vergroten van biodiversiteit krijgt weinig aandacht. De energietransitie komt in een lagere versnelling terecht, doordat er onvoldoende wordt geïnvesteerd in hernieuwbare energie. Dit leidt tot felle protesten van klimaatdemonstranten die zorgen voor flinke verstoringen van het openbare leven. Studenten maken zich grote zorgen over het gebrek aan urgentie bij beleidsmakers en bezetten het Europees parlement. Een groot spandoek met daarop een struisvogel in pak die zijn kop in het zand steekt, hangt op de gevel van het parlamentsgebouw. ►

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

Depressie: hoge rente leidt tot grote financiële instabiliteit

De renteverhogingen van centrale banken blijken een trigger voor financiële instabiliteit. De autoriteiten zijn niet bij machte om een systeemcrisis te voorkomen. De economie komt in een depressie met stijgende werkloosheid, een golf aan faillissementen en dalende consumentprijzen. Rentes dalen vervolgens hard.

Centrale banken denken aan het begin van dit scenario nog lang niet na over renteverlagingen. Inflatie bestrijden is het belangrijkste doel. De rente te snel verlagen zou dit doel in gevaar brengen, is de communis opinio onder centrale bankiers. Zij hebben geleerd van hun fouten in de jaren zeventig van de vorige eeuw. Financiële markten komen steeds meer onder spanning te staan omdat het besef doordringt dat renteverlagingen op korte termijn wishful thinking zijn.

Het financiële systeem blijkt veel fragieler dan marktparticipanten voor mogelijk hadden gehouden. Diverse niet-bancaire partijen met teveel onhoudbare schuld op hun balans zoals energie- en vastgoedbedrijven komen als eerste in de problemen, wat vervolgens een kettingreactie veroorzaakt in het systeem. Er ontstaat enorm veel volatiliteit en er is gebrek aan liquiditeit op financiële markten. Kwetsbare bedrijven met veel schuld komen in grote problemen evenals een aantal opkomende landen. Er wordt sterk getwijfeld of banken deze storm wel aan kunnen. Een grote Europese bank gaat zelfs failliet, wat zorgt voor een nieuwe schokgolf in het financiële systeem. Er is een systeemcrisis ontstaan na jaren van te ruim monetair beleid. De autoriteiten zijn niet in staat om het tij te keren. Centrale banken reageren aanvankelijk traag omdat zij eerst signalen willen zien dat de inflatie onder controle komt. Overheden willen niet meteen extra geld in de economie pompen, omdat zij al zoveel compensatie hebben gegeven aan huishoudens en bedrijven in het kader van de energiecrisis. Het vertrouwen in het financiële systeem verdwijnt als sneeuw voor de zon.

De economie koelt schrikbarend snel af en prijzen dalen over een breed front. De energieprijzen maken een duikvlucht, ondanks het beperkte aanbod van gas en de aanhoudende oorlog tussen Rusland en Oekraïne. De werkloosheid loopt scherp op en de eerste signalen van toenemende armoede beginnen zichtbaar te worden. Zo zijn er lange wachtlijsten voor voedselbanken en neemt het aantal daklozen in grote steden snel toe. Centrale banken zien nu de ernst van de economische malaise in en verlagen hun beleidsrentes in een aantal grote stappen. Ook denken zij na over het opstarten van nieuwe opkoopprogramma's voor financiële activa zoals (high yield) bedrijfsobligaties.



Huizenbezitters hebben inmiddels grote moeite om aan hun hypotheekverplichtingen te voldoen en het aantal gedwongen verkopen neemt schrikbarend toe. Banken verstrekken nauwelijks meer krediet, waardoor de huizenmarkt extra onder druk komt. Zelfs wanhopige starters, die voorheen in de rij stonden op zoek naar woonruimte, laten het nu afweten. De huizenprijzen dalen snel. Afwachten tot de bodem bereikt wordt, lijkt het beste advies, aldus een redactioneel commentaar in Het Financieel Dagblad.

De maatschappij komt in een overlevingsmodus, waarbij zaken als solidariteit, duurzaamheid en de energietransitie snel naar de achtergrond verdwijnen. In de horeca, detailhandel en het toerisme beginnen de lonen als eerste te dalen. VNO NCW pleit voor een breed loonoffer in de hele economie om daarmee bedrijven én banen van de ondergang te redden. Consumentenprijzen dalen hard en het tijdschrift The Economist maakt de vergelijking met de depressie in de jaren dertig. Economen zijn verdeeld hoe deze crisis moet worden aangepakt, wat leidt tot beleidsverlamming. Er heerst een sfeer van angst en grote onzekerheid. ►

Indicatoren: dalende 'risicovrije' rente, 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.

Stagflatie: deglobalisering in de ogen kijken

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, er ontstaan grote tekorten op goederenmarkten en de prijzen stijgen flink.

Internationale spanningen tussen landen nemen op allerlei terreinen toe. Het conflict tussen Rusland en Oekraïne escaleert steeds verder en gevreesd wordt dat de westerse landen actief worden betrokken bij het conflict. Tegelijk lopen de spanningen tussen China en de VS verder op. Beide landen nemen nieuwe protectionistische maatregelen die een wissel trekken op de internationale handel. Zo wordt de lijst van technologie die Amerikaanse bedrijven niet meer mogen exporteren naar China steeds langer. De VS zetten grote druk op andere landen om deze sancties ook te hanteren. Europa wordt gedwongen om partij te kiezen en zwicht uiteindelijk voor de Amerikaanse druk. De aandelenkoersen van westerse chip-technologiebedrijven krijgen een harde klap. China op zijn beurt legt de export van zeldzame aardmetalen naar Europa en de VS aan banden. En het land zet druk op grondstoffenexporteurs om alleen nog te leveren aan China en bevriende landen. Sommige olie- en gasleveranciers in het Midden-Oosten kiezen partij voor China en leveren niet meer aan het westen.

Door een scala aan protectionistische maatregelen hebben internationale bedrijven grote moeite om hun waardeketens te laten functioneren. Er ontstaan tekorten aan goederen die variëren van smartphones, medicijnen, zonnepanelen tot aan meubels. Ook allerlei grondstoffen en intermediaire goederen die wereldwijd worden verhandeld, lijden onder de sancties. Hierdoor worden bedrijven wereldwijd geraakt door de spanningen tussen China en de VS.

De economie stagneert en er vindt steeds meer rantsoenering plaats die doet denken aan een oorlogseconomie. De prijzen van veel producten en diensten gaan hard omhoog. Ook de voedselprijzen stijgen als gevolg van extra handelsbarrières terwijl

het aanbod stinkt door een tekort aan kunstmest en misoogsten in grote delen van Noord- en Zuid-Amerika. De werkloosheid stijgt en het vertrouwen van consumenten en bedrijven in de economie is zeer negatief. Centrale banken staan machteloos aan de zijlijn en beseffen dat het rentewapen tegen deze vorm van inflatie weinig kan uithalen. Overheden zijn verdeeld over hoe om te gaan met deze nieuwe realiteit. Binnen de EU pleit een aantal zuidelijke lidstaten voor een solidariteitsfonds om gezinnen te ondersteunen in hun basisbehoeften, maar er is teveel onenigheid over hoe het fonds gefinancierd moet worden. Ook de energietransitie verloopt stroef en de roep om duurzaamheid wordt minder luid. De sfeer in veel landen wordt grimmig. Protesten tegen de overheid worden steeds gewelddadiger. Sommige populistische partijen roepen op tot actief verzet. In Frankrijk wordt een avondklok ingesteld in de hoop het geweld tegen de autoriteiten te beheersen. In Italië gaan moeders wanhopig de straat op om boze jongeren aan te sporen hun ongenoegens vredelievend te uiten.

Landen die sterk afhankelijk zijn van internationale handel, zoals Duitsland en Nederland, worden zwaar geraakt. De koers van de euro daalt fors, waardoor importen van buiten het eurogebied nog duurder worden. Risicovolle activa dalen in waarde over een brede linie. Opkomende markten met een grote maakindustrie zoals China en Korea worden ook hard geraakt door protectionistische maatregelen, wat zich uit in scherp dalende aandelen- en obligatiekoersen in die regio's. ►

Indicatoren: handelsbeperkende maatregelen, dalende importen (China), politieke spanningen tussen landen, tekorten aan goederen, populisme, extreemrechts, snel stijgende headline inflatie, dalende aandelenmarkten.

Inflatie: prijscompensatie als panacee

In dit scenario compenseren overheden burgers en bedrijven voor de hoge (energie)prijzen. Werknemers krijgen hogere lonen, waardoor een loon-prijs spiraal in stand wordt gehouden. De economische groei blijft op peil, arbeid blijft schaars en de inflatie krijgt een persistent karakter.

De hoge prijzen leiden tot tweedeling in de economie. Lage en middeninkomensgroepen, waaronder ook steeds meer gepensioneerden, lukt het niet meer om de eindjes aan elkaar te knopen, terwijl de hogere inkomens er lustig op los consumeren. Dit leidt soms tot schrijnende situaties, waarin kinderen zonder ontbijt naar school gaan en ouderen noodgedwongen in de kou zitten. Tegen deze achtergrond kiezen overheden ervoor om burgers ruimhartig te compenseren voor de hoge inflatie. Zo krijgen de energieprijzplafonds een permanent karakter, mede door hoge energieprijzen als gevolg van een toegenomen vraag naar (vloeibaar)gas in Azië. In Frankrijk en Duitsland worden diverse nutsbedrijven genationaliseerd. Ook voor andere basisbehoeften zoals voedsel en wonen worden allerlei prijssubsidies in het leven geroepen. In Nederland wordt de btw op voedsel verlaagd. In Italië worden maximumprijzen gehanteerd voor pasta, groenten en zelfs koffie. In het eurogebied wordt een solidariteitsfonds opgericht dat steun verleent aan de zwakste landen en inkomensgroepen, waaronder ook vluchtelingen. Overheden dekken de kosten voor deze maatregelen door niet te bezuinigen maar hun schulden te laten oplopen. Dat de financieringskosten van hun schulden stijgen door de hogere rente nemen ze voor lief.

De economie draait behoorlijk goed en de arbeidsmarkt blijft krap. Bedrijven hebben moeite om personeel te vinden én te behouden. VNO NCW pleit in een brandbrief aan het kabinet voor aanzienlijk meer arbeidsmigranten van buiten de EU, maar het politieke draagvlak blijkt hiervoor te klein. Werknemers eisen hogere lonen en veel bedrijven gaan overstag door de lonen met het

inflatiepercentage te compenseren. Hierdoor ontstaat een klassieke loon-prijs spiraal. De inflatie wordt inmiddels zeer breed gedragen in de economie en krijgt een persistent karakter. Centrale banken zijn afwachtend om de rente verder te verhogen. Christine Lagarde legt in een interview in de Financial Times uit dat het monetair beleid met vertraging werkt waardoor een wait and see houding op dit moment gerechtvaardigd is. Een aantal vooraanstaande Duitse economen vindt het beleid van de ECB volstrekt onverantwoord en waarschuwt zelfs voor de gevaren van hyperinflatie. Financiële markten prijzen ondertussen meer renteverhogingen in en verwachten een hogere break-even inflatie in de komende jaren.

Beleggers vluchten in grondstoffen en reële activa. Opkomende landen die grondstoffen exporteren noteren positieve rendementen. Aandelenmarkten staan aan het einde van de scenariohorizon op verlies, met uitzondering van een aantal sectoren dat zich richt op basisbehoeften of juist het hele luxe segment. Er heerst een gevoel van verslagenheid. Het is niet ondenkbaar dat in dit scenario de centrale banken de beleidsrente wel flink verhogen, waardoor de economie afremt en mogelijk een recessie ontstaat. ►

Indicatoren: forse overheidsbestedingen gericht op prijssubsidies en sociale voorzieningen, afnemende spaartegoeden, stijgende detailhandelsverkoop, krappe arbeidsmarkt, minder vacatures, oplopende inflatieverwachtingen, hoge looneisen vakbonden, opwaartse druk op lange rente, dalende aandelenkoersen (behalve opkomende markten), stijgende huizenprijzen en cryptokoersen.

Voorspoed: een duurzame impuls

In dit scenario wordt volop ingezet op de energietransitie. Er vinden veel investeringen plaats in schone energie en duurzame productie. Geopolitieke spanningen nemen af. De economie groeit behoorlijk en de hoge inflatie komt geleidelijk aan wat meer onder controle.

Europa is wakker geschud door haar afhankelijkheid van Russisch olie en gas en maakt vaart met de energietransitie. Er wordt op grote schaal geïnvesteerd in hernieuwbare energie. Op Europees niveau komt er een nieuw fonds dat achterblijvende regio's zoals in Oost-Europa gaat helpen. Door de hoge energieprijzen hebben bedrijven en huishoudens een sterke prikkel om energie te besparen. Verrassend genoeg lukt het om veel meer energie te besparen dan eerder voor mogelijk werd gehouden. De voorzitter van de Europese Commissie prijst in een televisietoespraak in Berlijn de veerkracht en eensgezindheid van de Europeanen. Zij ziet de toekomst van Europa zonnig in en pleit voor een Europees budgettair beleid om de grote vraagstukken van deze tijd mee op te lossen.

Bedrijven profiteren van productiviteitsgroei door tal van verbeteringen op het gebied van ICT, slim gebruik van AI en efficiënter (duurzaam) energieverbruik. Daarbij investeren ook overheden steeds meer in digitale veiligheid en infrastructuur, waarvan ook het bedrijfsleven de vruchten plukt. Helaas gaat het niet alle bedrijven voor de wind. Sectoren die veel CO₂ uitstoten krijgen te maken met krimp en afnemende werkgelegenheid. Frankrijk en Duitsland komen gezamenlijk met een nieuw plan dat is gericht op het versterken van de muntunie. Hoewel veel details nog ontbreken, leidt dit plan tot een optimistische sfeer in Europa. Internationale beleggers krijgen meer belangstelling voor Europese bedrijven en schuldtitels zoals eurobonds. De euro neemt in waarde toe ten opzichte van de dollar en volgens het IMF kan de munt zich ontwikkelen tot een wereldreservemunt. Ondertussen onderhandelen Rusland en Oekraïne over een wapenstilstand. De eerste signalen lijken positief, maar een echte oplossing is nog niet in zicht. De betrekkingen tussen China en de VS beginnen wat meer te ontspannen.

Er komt een topontmoeting tussen de presidenten Biden en Xi, waarbij naar verwachting nieuwe stappen worden gezet richting samenwerking op het gebied van handel, duurzame energie en het beschermen van biodiversiteit.

Door de grote investeringen in hernieuwbare energie en digitalisering groeit de economie behoorlijk. De inflatie neemt geleidelijk af en centrale banken stoppen met het verhogen van de rente. Financiële markten prijzen voorzichtig een renteverlaging in aan het einde van de scenariohorizon. Risicovolle activa doen het over het algemeen goed maar er zijn wel grote verschillen tussen sectoren. Zo hebben oude (vervuilende) sectoren het zwaar door nieuwe milieueisen, oplopende financieringskosten en een sterke euro. Duurzame bedrijven en bedrijven met geloofwaardige transitieplannen kunnen echter rekenen op veel belangstelling van beleggers. Ook opkomende landen profiteren van het herstel, in het bijzonder een aantal frontier markets dat zich toelegt op duurzame productie zoals Vietnam. Tegelijk ontstaan spanningen tussen opkomende landen en Europa over de uitstoot van CO₂ die te weinig afneemt in grote delen van Azië. Jongeren in het westen maken zich zorgen over deze ontwikkeling. Dit komt onder meer tot uiting in boycots van vervuilende producten, zoals kleding, door influencers op Sociale Media. ►

Indicatoren: nieuwe overheidsinvesteringen in hernieuwbare energie en digitalisering van de economie, productiviteitsgroei bedrijven, breed gedragen economische groei, gematigde loongroei, lagere inflatieverwachtingen, forward guidance centrale banken, geleidelijke renteverlagingen, positieve aandelenrendementen, afnemend belang populistten, internationale samenwerking.

SKYFALL.

ECONOMISCHE SCENARIO'S 2023-2025



Alex de Haas, Strategisch Advies

Alex is sinds 2021 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 Alex als Investment Analyst bij FMO en bij het expertise centrum risicomanagement bij DNB. Alex heeft Quantitative Finance (magna cum laude) gestudeerd in Zürich en is eveneens CFA Charterholder.



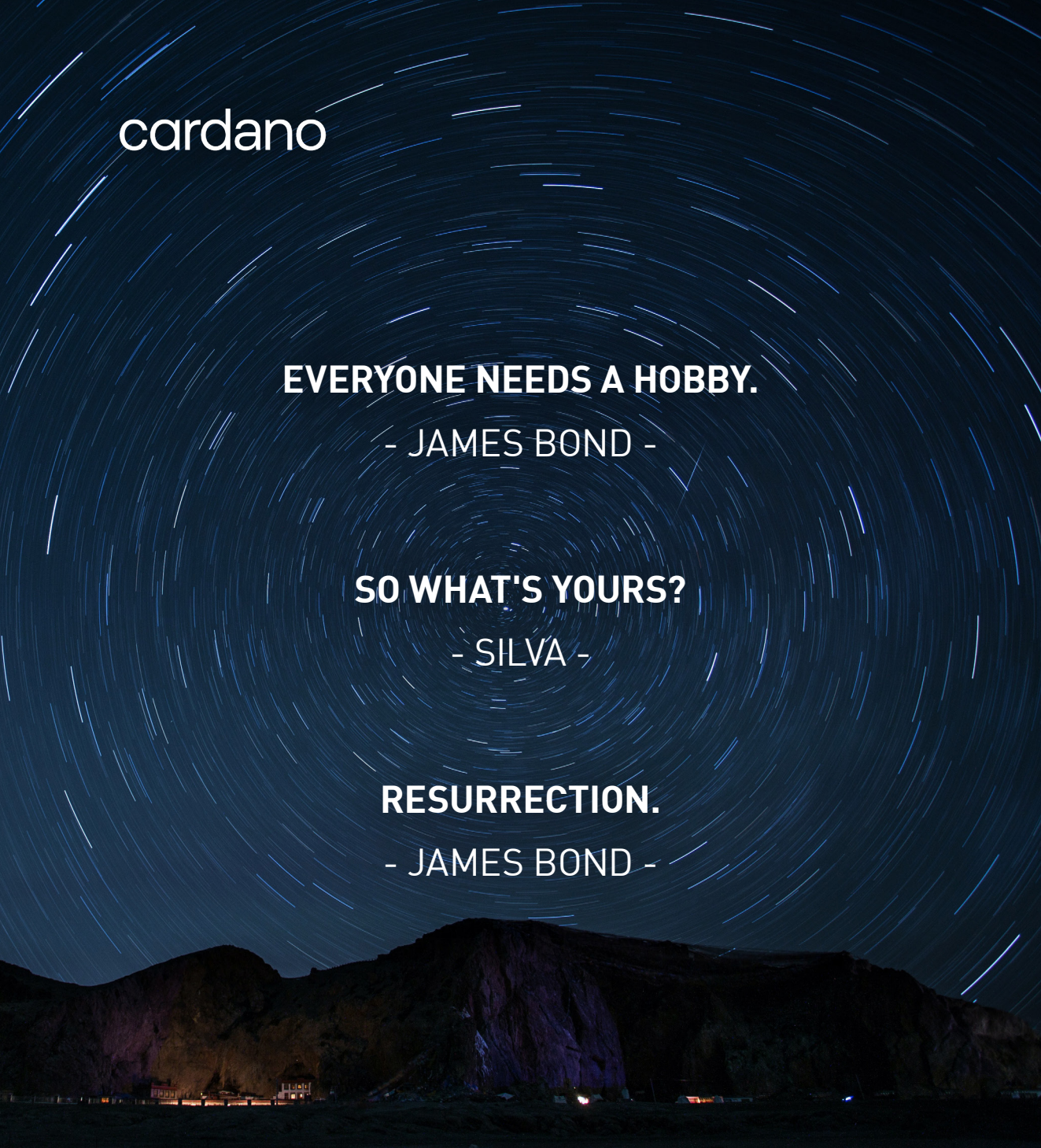
Marcel Kruse, Strategisch Advies

Marcel is 20 jaar werkzaam in de financiële sector waarbij hij o.a. heeft gewerkt als portefeuille manager, treasury manager en (fiduciair) adviseur. Marcel werkt sinds 2022 voor Cardano in het Client Servicing & Advice team. Hij adviseert pensioenfondsen over het strategisch beleggingsbeleid en ondersteunt bij de uitvoering van derivatenoverlay. Marcel heeft aan de Vrije Universiteit Bedrijfskunde gestudeerd en heeft hier eveneens de postdoctorale opleiding Investment Management afgerond.



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.

A long-exposure photograph of a night sky filled with concentric star trails. Below the sky, a dark, rocky cliff face is visible, with a few small lights from buildings or structures at its base.

cardano

EVERYONE NEEDS A HOBBY.

- JAMES BOND -

SO WHAT'S YOURS?

- SILVA -

RESURRECTION.

- JAMES BOND -

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

WWW.CARDANO.NL