

# SHAKEN, NOT STIRRED.

ECONOMISCHE SCENARIO'S 2018-2020





‘De scenario’s die we in deze studie beschrijven vormen ons startpunt voor een goed gesprek over de robuustheid van beleggingsportefeuilles.

Andere daarvoor benodigde ingrediënten zijn een grondige analyse van de balans en strategie in combinatie met de geformuleerde doelstellingen, inclusief pijn- en fijngrenzen’

# Inhoud



# SHAKEN, NOT STIRRED.

ECONOMISCHE SCENARIO'S 2018-2020

- 5 Voorwoord
- 6 Samenvatting
- 10 Recente ontwikkelingen
- 16 Actuele aanjagers van verandering
- 20 Vier scenario's
  - 25 Depressiescenario
  - 27 Inflatiescenario
  - 29 Stagflatiescenario
  - 32 Voorspoed
  - 33 Dynamiek tussen scenario's
- 34 Conclusie



**SHAKEN,  
NOT  
STIRRED.**

## Niet een beetje lafjes roeren maar goed schudden

Voor u ligt de vijfde editie van onze scenariostudie met de titel *Shaken, not stirred*. Het is een referentie aan de James Bond films en de manier waarop de hoofdpersoon zijn drankjes gemixt wil zien. Niet een beetje lafjes roeren maar goed schudden. Nu we na het crisismanagement van de afgelopen jaren de economie eindelijk weer zien opkrabbelen moeten we het advies van 007 ter harte nemen. De tijd is aangebroken om een aantal fundamentele maatschappelijke en economische problemen aan te pakken. We moeten ons realiseren dat de stabiliteit nog verre van wedergekeerd is en dat een terugval op de loer ligt. De nog altijd gigantisch hoge schuldenberg, enorme centrale bankbalansen en torenhoge waarderingen voor risicovolle activa zijn reden tot zorg.

De lage marktvolatiliteit zal het oog van een storm blijken als beleidsmakers op tal van terreinen geen structurele hervormingen doorvoeren. De fricties tussen kapitaal en arbeid, nationaal belang en internationale samenwerking en economische groei en duurzaamheid vragen om duidelijke antwoorden. Voor vandaag brengt dat echter fundamentele onzekerheden met zich mee die tot veel vragen bij beleggers leiden. Wordt de Brexit een vechtscheiding of komen de kemphanen tot elkaar? Gooit Trump meer benzine op internationale conflicthaarden in het Midden-Oosten en Noord-Korea? Zijn centrale banken de weg naar de uitgang van het onconventionele beleid volledig kwijt?

De uitkomsten van dit soort fundamenteel onzekere gebeurtenissen kunnen we niet op basis van historische tijdreeksen voorspellen. Vanwege de potentieel enorme impact op de beleggingsuitkomsten mogen

we ze ook niet negeren. Daarom passen we ook hier het advies van Bond toe. Geen slappe scenario's en wat roeren in de uitkomsten van scenario's. In plaats daarvan kiezen we voor stevige stress-scenario's die helpen portefeuilles stevig door elkaar te schudden. Dat maakt deze scenario's geschikt voor het testen van portefeuille-robustheid.

Ieder jaar werken we in een divers team vanuit Rotterdam en Londen samen om de uiteenlopende expertises te verenigen die nodig zijn voor een scenariostudie als deze. Hierbij schakelen we ook de hulp in van mensen buiten Cardano om tunnelvisie te voorkomen. Bijzonder voor deze editie is ook dat we de inzichten uit scenariotrajecten bij relaties hebben gebruikt. De individuele wereldbeelden van onze klanten verrijken ons denken. Daar zijn we bijzonder dankbaar voor.

De scenario's die we in deze studie beschrijven vormen ons startpunt voor een goed gesprek over de robustheid van beleggingsportefeuilles. Andere daarvoor benodigde ingrediënten zijn een grondige analyse van de balans en strategie in combinatie met de geformuleerde doelstellingen, inclusief pijn- en fijngrenzen. Voor dat gesprek over een robuuste portefeuille nodigen we iedereen van harte uit.

**Thomas van Galen,**  
Hoofdeconoom Cardano





# SAMENVATTING

De economische muziek klinkt weer en alomt heerst optimisme. De economie in de ontwikkelde landen groeit behoorlijk sterk. In het eurogebied komt de groei in 2017 zelfs hoger uit dan in de periode voor de financiële crisis.

De vraag is of het ruime monetaire beleid wel passend is bij deze fase van expansie. Oplossingen zijn nodig om de huidige negatieve bijwerkingen van het beleid - zoals de search naar yield, misallocatie van kapitaal, hoge verplichtingen voor pensioenfondsen en mogelijke bubbelvorming op financiële markten - het hoofd te bieden. Ondanks de aantrekkende economische activiteit is er veel onvrede onder burgers die zich uit in steun voor populistische politici. Ongelijkheid tussen kapitaal en arbeid, populisme, klimaatverandering, duurzaamheid en robotisering en de onzekerheden die dit met zich meebrengt spelen hierbij een rol. De vraag is of beleidsmakers er in slagen om een nieuwe balans te vinden om deze uitdagingen het hoofd te bieden. Tegen deze achtergrond verkennen we in deze studie vier (mondiale) scenario's voor de periode 2018-2020.

## 1. Depressiescenario

In dit scenario zorgt een nieuwe economische schok voor een diepe wereldwijde recessie. Een trigger kan een politieke crisis in het eurogebied zijn, een Chinese schulden crisis of een militair conflict rondom Noord-Korea. In veel landen waait een rechtse, conservatieve politieke wind. Centrale banken hebben weinig animo om de economie te stimuleren. De ECB krijgt bovendien een havik als opvolger van Mario Draghi en is wars is van verdere monetaire experimenten zoals het opkopen van obligaties of helikoptergeld. Overheden willen de particuliere vraaguitval niet compenseren omdat zij hogere overheidsschulden en begrotingstekorten onverantwoord achten. De beloofde investeringen in Amerikaanse infrastructuur blijven grotendeels uit vanwege spanningen tussen progressieve en conservatieve republikeinen. ►

Tabel 1

Impact scenario's op kernvariabelen in de eurozone 2018-2020					
	Startpunt	[2] Depressie	[3] Inflatie	[4] Stagflatie	[5] Voorspoed
<i>Reële economie</i>					
Groei bbp (reëel)	2,1	-5	3	0	3
Inflatie (gerealiseerd)	1,4	-2,5	7,5	5	2,5
<i>Financiële markten</i>					
Rente lang (30-jrs)	1,5	0	3,5	1,5	4,5
Reële rente (30-jrs)	-0,5	-1	-1	-1,5	2
Aandelenschok	-	-60	-15	-35	+50

Reële economie: Gemiddelden in procenten per jaar voor 2018-20

Financiële Markten: Niveaus in procentpunten ultimo jaar 3 t.o.v. startpunt, met uitzondering van aandelen (schok in procentpunten t.o.v. startpunt)

## ‘Bedrijven en consumenten zijn aanvankelijk optimistisch maar als de inflatie verder oploopt ontstaat het gevoel van een flinke kater’



Financiële markten komen in een negatieve spiraal; risicovrije rentes en aandelenprijzen dalen naar recordlaagtes. Er heerst een sfeer van angst en verslagenheid bij zowel burgers als institutionele beleggers.

### 2. Inflatiescenario

In dit scenario gaan overheden hun bestedingen flink opvoeren, mede onder druk van toenemend populisme. Trump krijgt het voor elkaar om een groot investeringsprogramma door het Congres te loodsen. De doorgevoerde belastingverlaging voor bedrijven en rijke Amerikanen leidt op korte termijn tot meer investeringen. Het succes van trickle-down economics – economische expansie door belastingverlaging voor bedrijven en rijken – wordt in de financiële pers breed uitgemeten. De financiële sector wordt gedereguleerd. Zowel de Amerikaanse als Europese groei trekt flink aan evenals de kredietverlening door banken. Er ontstaat krapte op de arbeidsmarkt en door een klassieke loon-prijs spiraal loopt de inflatie flink op. Een strikt migratiebeleid zorgt voor weinig nieuw aanbod van arbeid. De Federal Reserve durft haar beleidsrente maar mondjesmaat te verhogen, deels uit angst om een recessie te veroorzaken en deels door politieke druk van president Trump. De opvolger van Mario Draghi is een duif die onder druk van de periferie een accommoderend beleid voert. China pompt recordbedragen in haar economie om noodlijdende sectoren te ondersteunen. De wereldeconomie groeit

flink en de inflatie loopt wereldwijd op. Rentes stijgen en aandelenmarkten dalen per saldo door een hogere discontovoet, stijgende bedrijfskosten en margedruk. Grondstoffen, inflatieproducten en onroerend goed zijn winnaars. Bedrijven en consumenten zijn aanvankelijk optimistisch maar als de inflatie verder oploopt ontstaat het gevoel van een flinke kater.

### 3. Stagflatiescenario

In dit scenario krijgen nationalistisch georiënteerde populistische partijen aanzienlijk meer invloed. Zij eisen meer protectionisme om de nationale economie te beschermen. President Trump verhoogt als eerste een aantal importheffingen. Europa, China en Japan nemen revanche waardoor grote handelsconflicten ontstaan. Bestaande conflicten in het Midden-Oosten krijgen een grimmiger karakter. In Azië nemen spanningen toe tussen China en Japan. De situatie rondom Noord-Korea is explosief. Cybercrime steekt de kop op. Een stroef verlopen Brexit zet de verhoudingen tussen het VK en de EU op scherp. Als gevolg van hogere importheffingen, kapitaalrestricties en een strenger immigratiebeleid nemen de kosten van veel producten en diensten toe. Belastingen op kapitaal stijgen. In dit klimaat daalt de economische groei én stijgt de inflatie. Centrale banken staan machteloos aan de zijlijn. Lange rentes lopen marginaal op en aandelenmarkten presteren slecht, hoewel correlaties tussen markten afnemen door de-globalisering. ►



‘Er heerst een gevoel van boosheid en teleurstelling. Iedereen verliest maar in plaats van samenwerking wordt gekozen voor confrontatie en eigen nationaal belang’


Er heerst een gevoel van boosheid en teleurstelling. Iedereen verliest maar in plaats van samenwerking wordt gekozen voor confrontatie en eigen nationaal belang.

#### 4. Voorspoed

In dit scenario ontstaat een golf van optimisme, gevoed door deregulering en innovatie. Het kosmopolitisch liberalisme wordt een dominante politieke stroming. Bedrijven zullen wereldwijd floreren. Nieuwe investeringen in technologie en digitalisering leiden eindelijk tot productiviteitsgroei. Zelfrijdende voertuigen breken door en zorgen voor minder files en een schoner milieu. De economie groeit flink en de inflatie blijft onder controle door normalisering

van het monetaire beleid. In Duitsland leveren migranten een boost voor de groei. Opkomende economieën profiteren mee van de toenemende bestedingen in de ontwikkelde landen. Europa maakt eindelijk werk van de (bancaire) probleemschulden in de zuidelijke landen. Werknemers profiteren wereldwijd door meer koopkracht terwijl nieuwe banen ontstaan in tal van sectoren. Kapitaal en arbeid zijn allebei winnaars, is het gevoel. Korte en lange rentes stijgen in de richting van hun langjarig gemiddelde. Risicovolle activa halen uitstekende rendementen. Koers-winstverhoudingen nemen toe. Er heerst het gevoel van een nieuw economisch tijdperk. Optimisme, euforie en ondernemingszin bepalen de sfeer. ■





‘So tonight  
I’m gonna party  
like it’s 1999’

- Prince -

Het financiële geheugen van mensen is van korte duur. Net als in 1999 zijn mensen economisch gezien weer in een feeststemming. De crisis van 2008/2009 lijkt alweer volledig vergeten. De economie groeit flink, de inflatie is laag en risicovolle activa behalen uitstekende rendementen.

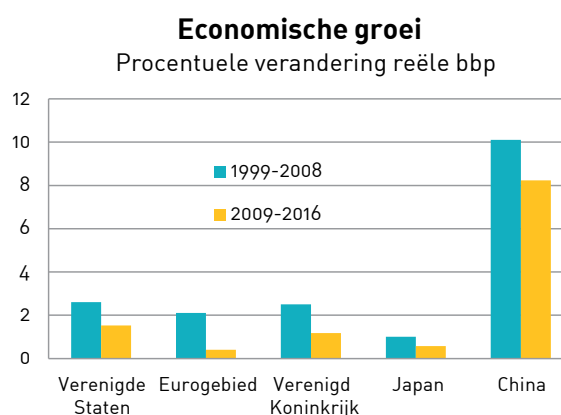
Het is niet verwonderlijk dat beleggers in zo'n klimaat optimistisch zijn en volop feest vieren. Centrale banken schenken daarbij vrijgevig drank door te blijven zorgen voor goedkoop geld. De geschiedenis leert echter dat tijdens dergelijke feestperiodes de risico's gemakkelijk worden onderschat, waardoor het feestje uiteindelijk kan eindigen met een kater. Maar wanneer dat gebeurt valt simpelweg niet te voorspellen. Midden jaar negentig waarschuwden bijvoorbeeld economen zoals Robert Shiller voor optimisme en hoge waarderingen van (tech)aandelen. Maar pas vier jaar later in 2000 barstte de zogeheten dotcombubbel. Kortom, feestjes kunnen langer duren dan je denkt.

### Economische groei verrast in 2017

De wereldeconomie groeit in 2017 met 3,6%, circa een half procentpunt meer dan het jaar daarvoor. De Amerikaanse economie groeit gestaag door met 2,2%. Opvallend is dat vooral de eurozone en Japan het economisch gezien goed doen. Met een verwachte groei van 2,1% in 2017 zit de eurozone op hetzelfde groeiniveau als gemiddeld in de précrisisperiode 1999-2008 (figuur 1). Japan groeit met 1,5% in 2017 zelfs iets sterker dan in de jaren voor de crisis. Wel zijn er verschillen tussen landen. Binnen het eurogebied lopen landen zoals Spanje, Nederland en Ierland voorop wat groei betreft. Italië is de hekkensluiter in het eurogebied met een verwachte groei van 1,5% in 2017. Italië kent niet alleen een lage productiviteitsgroei, maar kampt ook nog eens met enorme probleemschulden in de bankensector. Het hoge percentage oninbare leningen (circa 15%)

in combinatie met hoge kosten en overcapaciteit zorgt voor systeemrisico's. Dit maakt Italië en soortgelijke eurolanden (Griekenland, Cyprus, Portugal) kwetsbaar bij een nieuwe economische schok en/of een politieke crisis. Behalve Italië valt ook de groei van het VK tegen met slechts 1,7%. Dit hangt samen met het moeizame Brexit-onderhandelingsproces en de economische onzekerheid die dit met zich meebrengt.

**Figuur 1: Economische groei (%)**



Bron: IMF

Ook in opkomende markten gaat het economisch gezien voorspoedig met een verwachte groei van 4,6% in 2017. Vooral in Azië en opkomend Europa is de groei hoog (respectievelijk 6,5 en 4,5%). Latijns-Amerika groeit slechts met 1,2%, maar dat is een flinke verbetering ten opzichte van de krimp van vorig jaar. ►

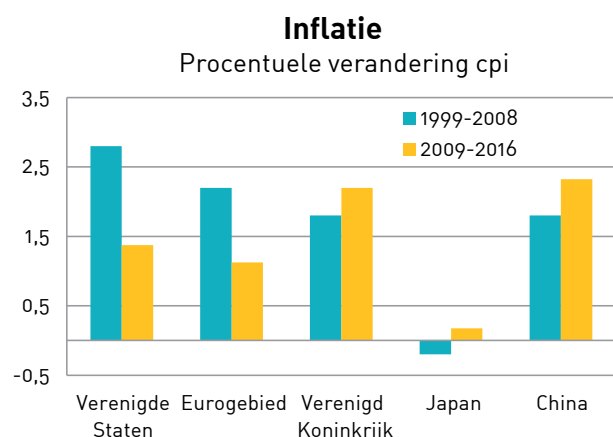
De opgelopen grondstofprijzen geven een aantal opkomende markten die afhankelijk zijn van grondstoffen (Brazilië, Rusland) een steun in de rug. China ten slotte groeit met 6,8% behoorlijk door in 2017, mede door de hoge kredietgroei (zie verderop).

### Inflatie blijft laag, ondanks ruim monetair beleid

Ondanks de aangetrokken economische groei blijven centrale banken in de ontwikkelde landen een zeer ruim monetair beleid voeren. Dit wordt onder meer weerspiegeld in de recordbalansen van centrale banken als gevolg van het opkopen van obligaties en andere activa. De Amerikaanse centrale bank is als eerste gestopt met haar opkoopprogramma en is voornemens om de balans heel geleidelijk af te bouwen. In het eurogebied en Japan blijven de balansen voorlopig doorgroeien. De ECB heeft aangegeven om ten minste tot september 2018 door te gaan met het opkopen van obligaties in de secundaire markten. Het maandelijkse aankoopbedrag wordt vanaf 1 januari 2018 verlaagd van EUR 60 miljard naar EUR 30 miljard. De ECB heeft inmiddels voor circa EUR 2.200 miljard aan obligaties gekocht. Dat komt overeen met 20% van het bbp van het eurogebied.

Ondanks het ruime monetaire beleid en de aantrekkende groei blijft de inflatie relatief laag, met name in de VS en het eurogebied. Zo is de inflatie in deze regio's in de periode na de crisis gemiddeld lager dan in de précrisisperiode (figuur 2). Dit geldt overigens niet voor het VK en China. In deze landen ligt de inflatie in de jaren na de crisis gemiddeld op een hoger niveau dan in de précrisisperiode. Dat geldt ook voor Japan, hoewel de inflatie in dat land absoluut gezien al decennia op een zeer laag niveau ligt. De Bank of Japan geeft in haar communicatie aan door te gaan met het ruime monetaire beleid met als doel een inflatie van circa 2% te bewerkstelligen.

**Figuur 2: Inflatie (%)**



Bron: IMF

### Overheidsschulden lopen verder op

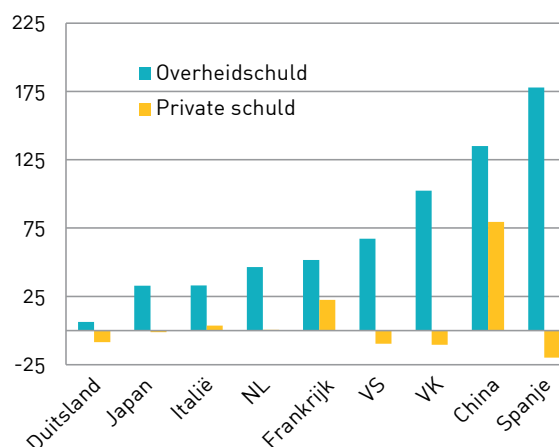
Ondanks het economisch herstel nemen overheidsschulden in veel landen toe (figuur 3). Spanje, China en het VK zijn koplopers wat betreft de toename in overheidsschuld. Opvallend is dat in China zowel private als publieke schulden flink zijn toegenomen in de afgelopen acht jaar. Dat hangt samen met de transitie van een investering- en exportgedreven economie naar een economie die meer afhankelijk is van binnenlandse consumptie en dienstverlening. In hoeverre deze transitie op tijd plaatsvindt en China behoedt voor een harde landing is moeilijk te voorspellen. Door de snelle schuldgroei neemt het risico op financiële calamiteiten in ieder geval toe. Een Chinese schuldencrisis zou een trigger kunnen zijn voor een mondiaal depressiescenario, waarbij rentes en aandelenkoersen flink dalen.

Hoewel in sommige landen de private schulden licht afnemen - bijvoorbeeld in de VS, Duitsland en het VK - wordt dit meer dan gecompenseerd door een toename van de overheidsschulden. ►



Wereldwijd nemen totale schulden daardoor toe. Afgezien van een eventuele schuldencrisis zorgen hoge schuldenniveaus voor minder toekomstige economische groei. Onderzoek van de economen Reinhart en Rogoff laat zien dat een overheidsschuld van meer dan 90% van het bbp de economische groei duidelijk afremt doordat financiële markten hogere rentes rekenen. Dit trekt een wissel op de financiële lasten van consumenten, bedrijven en overheid. Het leeuwendeel van de ontwikkelde landen zit ruim boven deze grens van 90% waarbij we impliciete schulden, zoals toekomstige uitgaven aan sociale zekerheid en ongedekte pensioenen, nog niet eens meenemen. Het valt niet uit te sluiten dat hierdoor structureel sprake zal zijn van lage groei en deflationaire druk. Dit fenomeen wordt door economen aangeduid als secular stagnation. Schuldafbouw naar een houdbaar niveau is dan een noodzakelijke voorwaarde voor stabiliteit en duurzaam economisch herstel. Dit geldt in het bijzonder voor de zuidelijke landen in het eurogebied die kampen met relatief hoge overheidsschulden. ►

**Figuur 3: Procentuele verandering van schulden ten opzichte van BBP tussen 2007 en 2015.**



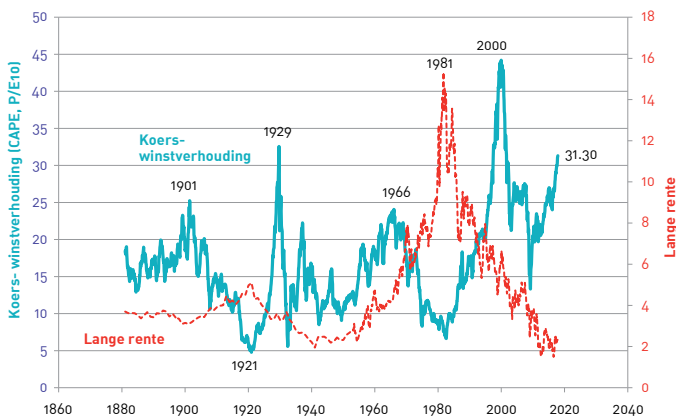
Bron: debt-economics.org

### Beleggers feesten door

Beleggers zijn optimistisch over het economisch herstel. Risicopremies op bedrijfsobligaties zijn gedaald tot onder hun langjarig gemiddelde en aandelenkoersen zijn flink gestegen. Een maatstaf voor de waardering van aandelen is de zogeheten Shiller koerst-winst verhouding, die de verhouding tussen de prijs van aandelen en bedrijfswinsten weergeeft. Deze maatstaf is gebaseerd op de winstontwikkeling van de afgelopen tien jaar, waardoor wordt gecorrigeerd voor korte termijn fluctuaties. De maatstaf bevindt zich eind 2016 op een niveau van 31 (figuur 4). Dat is ruim 80% boven het langjarig gemiddelde van circa 17. Dit is in de afgelopen 140 jaar slechts twee keer voorgekomen: in 1929 en in 2000. Dit impliceert dat aandelen in de VS historisch gezien duur zijn en dat beleggers rekening moeten houden met lagere toekomstige rendementen. Helaas zegt de Shiller koerst-winst verhouding niets over de timing van correcties op aandelenmarkten. Afwijkingen van het langjarig gemiddelde kunnen lang aanhouden, soms wel meerdere decennia.

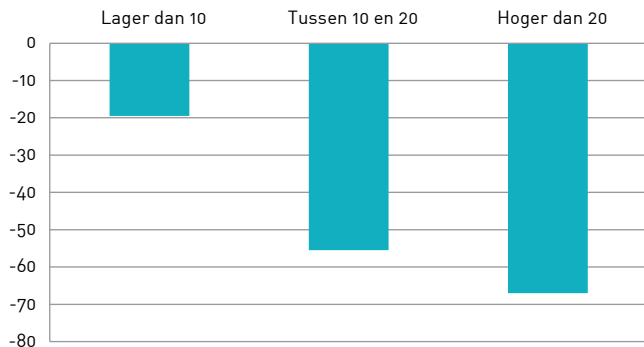
In onze visie moet bij een dergelijke hoge waardering van aandelen rekening worden gehouden met verliezen van 50% of meer in geval van een negatief scenario (figuur 5). Dit zou bijvoorbeeld kunnen gebeuren indien de economische groei fors tegenvalt (richting depressiescenario) én extra stimulering door de Fed achterwege blijft. Ook een onverwachte forse renteverhoging door de Fed zou aandelenmarkten onder druk kunnen zetten. Als de Amerikaanse aandelen in zwaar weer komen, dan zullen die in andere regio's waarschijnlijk in het kielzog worden meegetrokken ondanks hun lagere waarderingen. ■

**Figuur 4: Shiller koers-winst verhouding en lange rente**



Bron: [www.econ.yale.edu](http://www.econ.yale.edu)

**Figuur 5: Maximale negatieve aandelenschok bij verschillende koerswinst verhoudingen**



Betreft Shiller CAPE ratio voor VS; Bron: Shiller

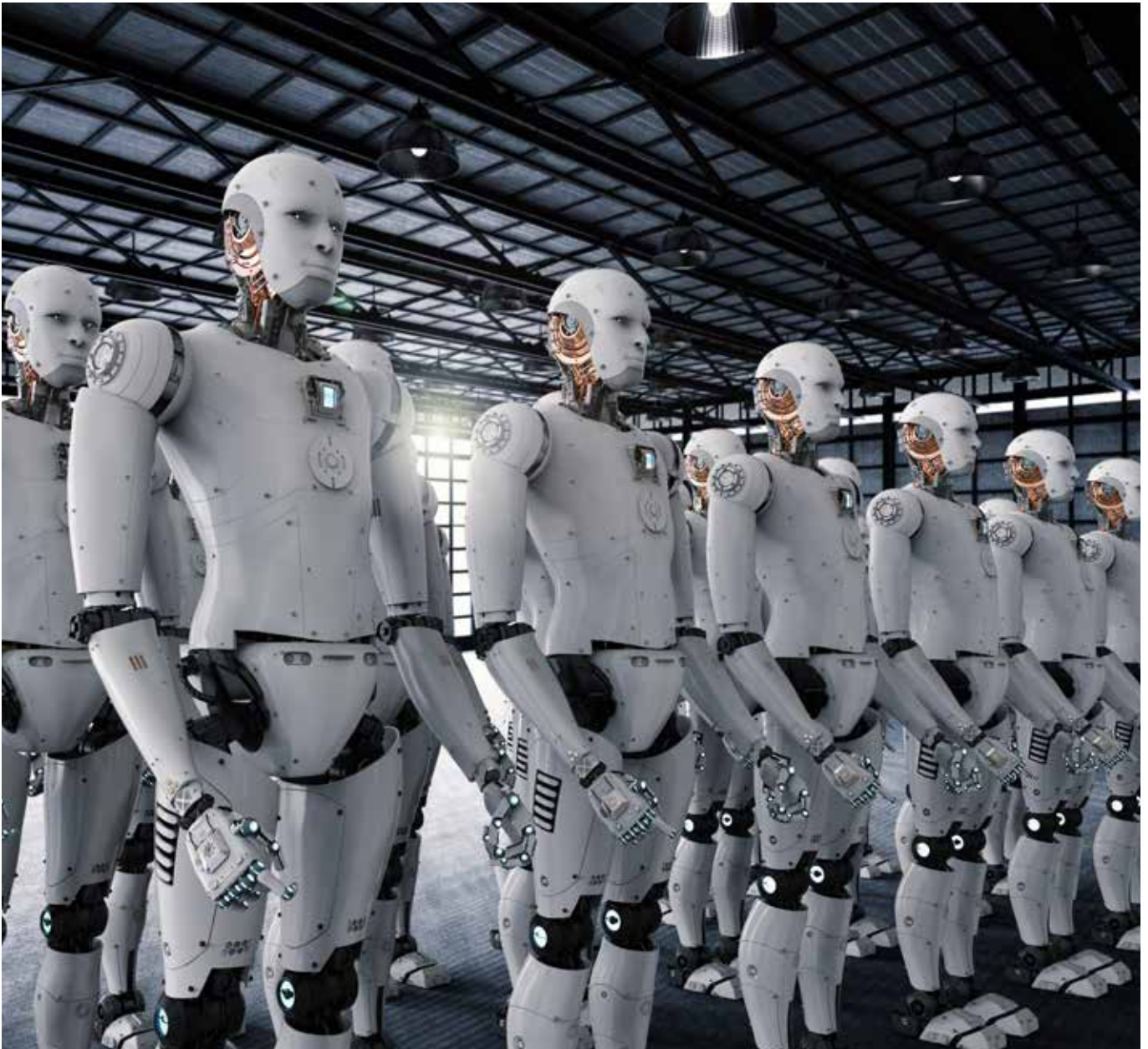
Bron: [www.econ.yale.edu](http://www.econ.yale.edu); bewerking Cardano



‘Een Chinese schuldencrisis  
zou een trigger kunnen  
zijn voor een mondiaal  
depressiescenario,  
waarbij rentes en  
aandelenkoersen flink dalen’

## ACTUELE AANJAGERS VAN VERANDERING

Waar de economie op dit moment prima draait blijven er uitdagingen op achterliggende terreinen die de komende periode voor grote veranderingen kunnen zorgen. Aan de basis van scenario's liggen ontwikkelingen in de zogeheten aanjagers van verandering ten grondslag.







Het kan gaan om relatief zekere trends zoals de vergrijzing of toenemende technologisering, of onzekerheden zoals het centrale bankbeleid of de invloed van populisme. Om voldoende breed te denken worden vaak de STEEP-categorieën gebruikt. Hierdoor worden trends en onzekerheden op de terreinen Sociaal, Technologisch, Ecologisch, Economisch en Politiek onderdeel van de scenario's.

Waar de effecten van de aanjagers van verandering over een horizon van soms wel decennia spelen, kunnen ze de financiële markten op veel kortere termijn beïnvloeden. De waardering van aandelen hangt namelijk niet alleen maar af van de winst in de komende drie jaar maar over een oneindige horizon. Daardoor zal de waardering van een transportbedrijf door de trend van autonome voertuigen direct veranderen als Tesla bijvoorbeeld zelfrijdende vrachtwagens gaat introduceren.

Op het niveau van de economie als geheel is het niet anders. Langjarige trends en onzekerheden in aanjagers van veranderingen kunnen op korte termijn veel invloed uitoefenen op financiële markten.

**Sociaal**

Ook dit jaar is er weer flinke discussie over sociale ongelijkheid. Voor- en tegenstanders van globalisering staan daarin bijvoorbeeld lijnrecht tegenover elkaar, met het stereotype beeld van de bankier in de Londense City versus de lokale bouwvakker die de concurrentie met een Poolse collega aan moet gaan. De discussie over de verdeling van inkomsten tussen kapitaal en arbeid - die eerder ook al door de Franse econoom Piketty aan de orde is gesteld - blijft daarmee actueel. Zo ook in Nederland waarbij de roep om loonsverhoging – ten koste van bedrijfs-winsten – groeit. ▶

**Tabel 2: Actuele aanjagers van verandering**

	Voorbeeld trend	Voorbeeld onzekerheid
<b>Sociaal</b>	Ongelijkheid, deeleconomie, migratie	Waarden consument, beleid bedrijven en overheid
<b>Technologie</b>	Robotisering, geringere kapitaal-behoefte bedrijven, block chain	Mate van vervanging werknemers (cognitief)
<b>Ecologie</b>	Extreem weer, opwarming aarde	Klimaatmodel, milieu beleid
<b>Economie</b>	Lage groei, hoge schulden, belastingverlaging VS	Beleid centrale bank en overheid, effect van belastingverlaging
<b>Politiek</b>	Nationaal en regionaal belang, populisme, terrorisme	Strategie politici EU, VS etc.

'De cryptovaluta is afgelopen jaren enorm in waarde gestegen en de vraag is of dit wellicht de toekomstige wereldmunt is of slechts een enorme bubbel'

Een andere sociale verandering in het afgelopen jaar is dat de grote stroom van vluchtelingen naar Europa vanuit brandhaarden zoals Syrië sterk is afgenomen. De aandacht zal daarom meer gaan verschuiven naar de integratie van reeds gevluchte mensen. In Duitsland, waar in absolute aantallen de grootste groep is opgenomen, wordt verwacht dat de groep vluchtelingen het komende jaar een impuls kan geven aan de groei. Deze demografische ontwikkeling kan mogelijk de effecten van de vergrijzing enigszins verzachten.

### Technologie

Technologisering is een belangrijke trend die ons leven op tal van manieren beïnvloedt. Robotisering, automatisering en digitalisering lijken niet meer te stoppen. Deze ontwikkelingen zullen grote effecten hebben op de arbeidsmarkt van morgen. Er zullen nieuwe banen ontstaan voor onder meer programmeurs, (big) data-analisten en robotica-ingenieurs. Maar we zien ook al dat er werkgelegenheid verloren gaat in bepaalde sectoren door deze ontwikkeling, bijvoorbeeld in retail. Als hier niet tijdig op wordt ingespeeld kan het voor werknemers lastiger worden om een geschikte baan te vinden en voor werkgevers om mensen met de juiste competenties te vinden.

Een ontwikkeling die afgelopen jaar bijzonder in de aandacht heeft gestaan is de opmars van blockchain technologie waarvan de Bitcoin het bekendste voorbeeld is. De cryptovaluta is de afgelopen jaren enorm in waarde gestegen en de vraag is of dit wellicht de toekomstige wereldmunt is of slechts een enorme bubbel. De potentie van blockchain rijkt echter veel verder dan Bitcoin.

In potentie kunnen tal van diensten, waarvoor nu nog centrale registratie nodig is zoals clearing door banken of registratie van eigendom door het kadaster, overbodig worden. Hierdoor zou de economie op termijn een enorme boost kunnen krijgen.

Cybercrime is eveneens een belangrijk aandachtspunt. Veel digitale dienstverlening is afhankelijk van vertrouwen, net zoals dat bij geld het geval is. Slimme luidsprekers luisteren bijvoorbeeld de hele dag mee naar alles wat er wordt gezegd in huis. Als die door cybercriminelen worden gehackt, kan de hele op handen zijnde smart home revolutie wel eens in zwaar weer terechtkomen.

Een laatste voorbeeld van een technologische aanjager van verandering die in de toekomst gaat spelen is de ontwikkeling van autonome voertuigen. Het lijkt steeds aannemelijker dat we over een aantal jaren niet meer zelf hoeven te rijden. In het afgelopen jaar zijn mega-investeringen bekendgemaakt door de belangrijkste automerken en het is de vraag in hoeverre verschillende bedrijfssectoren zoals transport hierop zullen inspelen.

### Ecologie

Het lijkt er sterk op dat autonome voertuigen en elektrisch rijden zich grofweg langs hetzelfde tijdspad ontwikkelen. Deze ontwikkeling is gunstig voor het milieu en zal vermoedelijk een enorme bijdrage leveren aan het verbeteren van de luchtkwaliteit in wereldsteden. Het tijdspad is erg onzeker maar veel landen hebben bijvoorbeeld al aangekondigd vanaf 2030 of 2040 geen nieuwe voertuigen met verbrandingsmotoren meer toe te staan. ►



Op het wereldtoneel was het terugtrekken van de VS uit het Klimaatakkoord groot nieuws. Voor de toekomst is de vraag of de retoriek van bescherming van bestaande banen uit de 'oude' op olie draaiende economie gehoor zal winnen. Vooralsnog lijkt het voorbeeld van president Trump niet door andere landen te worden gevolgd. In het afgelopen jaar hebben in Europa gevestigde politici hun positie versterkt ten koste van populistische die over het algemeen minder oog hebben voor ecologie.

### Economie

In het afgelopen jaar hebben we een onverwacht sterke economische groei gezien. Ondanks dit positieve nieuws lijken fundamentele problemen, zoals persistent hoge schuldenniveaus verre van af te nemen. Na de crisisjaren wordt de roep om belastingverlaging steeds luider. In de VS is bijvoorbeeld een grote belastinghervorming goedgekeurd. Volgens het concept van trickle-down economics profiteren niet alleen bedrijven en rijkere Amerikanen hiervan maar ook de economie als geheel. De gedachte is dat wanneer bedrijven minder belasting betalen ze meer gaan investeren en daardoor meer banen kunnen creëren. Het is maar de vraag of dit transmissiemechanisme echt werkt en het kan het gevoel van ongelijkheid versterken, waardoor sociale verhoudingen verder onder druk komen te staan.

Dat de economie weer aantrekt betekent ook dat centrale banken langzaam moeten nadenken over de manier waarop ze het onconventionele beleid van de afgelopen jaren weer kunnen afbouwen.

De VS zijn daar verder mee dan de eurozone en dit verschil in monetair beleid is groter dan een jaar geleden. In Europa speelt onzekerheid over de Brexit een rol, maar ook de grote verschillen tussen Noord- en Zuid-Europa tellen mee – bijvoorbeeld als het gaat om publieke schulden en problemleningen in de bancaire sector.

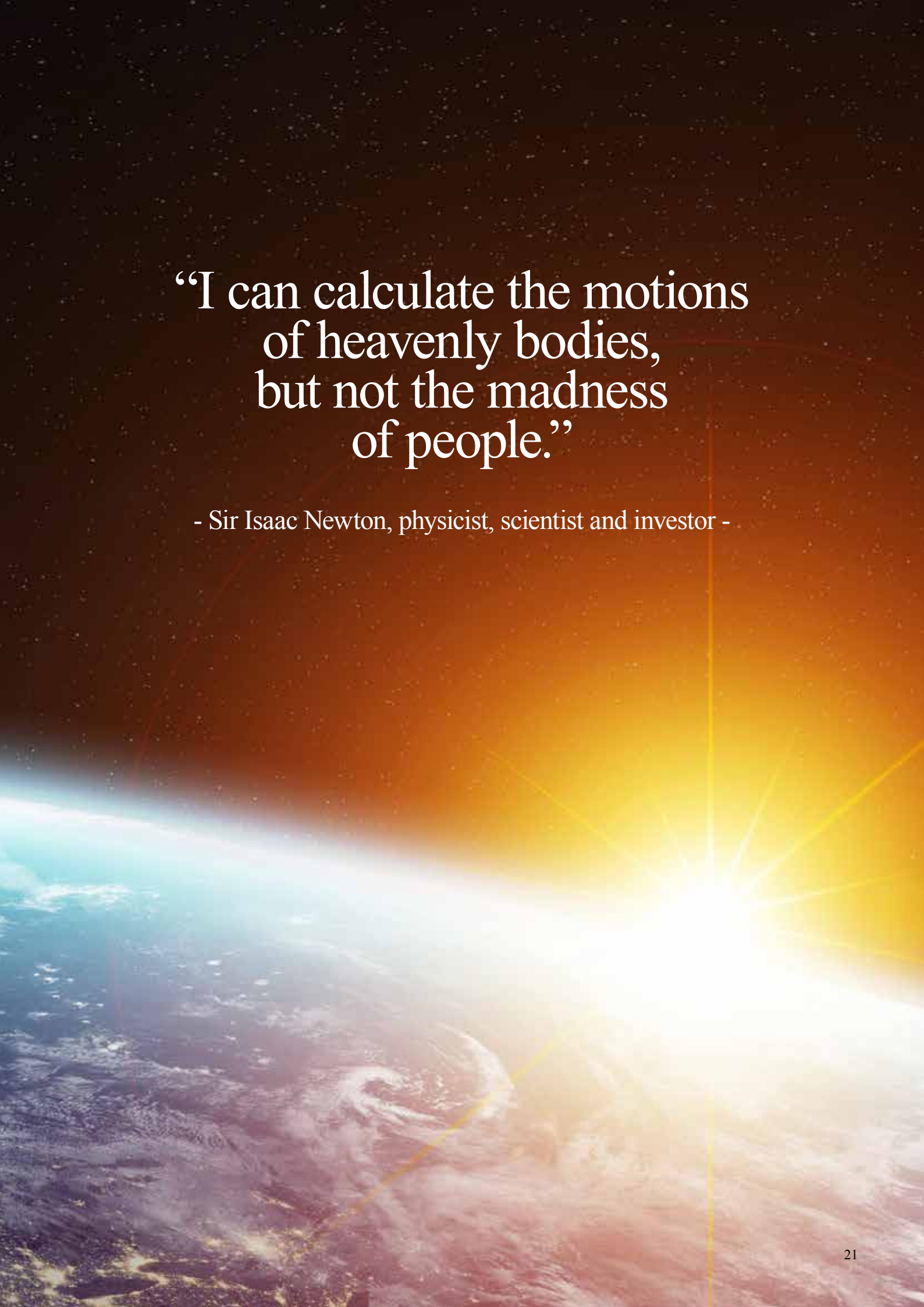
### Politiek

De balans tussen nationale en internationale belangen lijkt steviger op de politieke agenda te zijn gekomen. Niet alleen de Brexit en de discussie over de waarde van handelsverdragen spelen een rol, maar ook laten regio's binnen landen steeds luider van zich horen. Denk bijvoorbeeld aan de Catalaanse kwestie of het blokkeren van een handelsverdrag door Wallonië. De vraag is of dit een blijvende trend is of dat toenemende economische groei kan bijdragen aan het herstellen van de rust.

Oplaaierende internationale conflicten lijken steeds alledaagser te worden. De verhoudingen tussen de VS en Noord-Korea zijn bijvoorbeeld flink verslechterd het afgelopen jaar. De confronterende stijl van Trump heeft ook een negatief effect op de verhoudingen in het Midden-Oosten. De eenzijdige erkenning van Jeruzalem als Israëliëse hoofdstad zet de verhoudingen flink op scherp. Al met al zorgen deze spanningen voor aanzienlijk meer onzekerheid, wat potentieel ongunstig is voor de economische vooruitzichten. Het risico bestaat dat de sfeer van de oliecrisis in de jaren zeventig terugkomt met bijpassende boycots. ■

# VIER SCENARIO'S

**DEPRESSIE  
INFLATIE  
STAGFLATIE  
VOORSPOED**

The background of the slide is a composite image. The top half shows a view of Earth from space, with a dark, starry sky above and the blue and white clouds of the planet below. The bottom half shows a bright sun with a lens flare effect, transitioning from a dark orange to a bright yellow and white. The text is centered in the upper half of the image.

“I can calculate the motions  
of heavenly bodies,  
but not the madness  
of people.”

- Sir Isaac Newton, physicist, scientist and investor -

# 'We houden rekening met **alle mogelijke economische windrichtingen**, door **combinaties** te maken van de belangrijkste **macro-economische variabelen groei en inflatie**'

## Algemeen

In deze paragraaf bespreken we de vier scenario's nader.<sup>1</sup> Daarbij houden we rekening met alle mogelijke economische windrichtingen, door combinaties te maken van de belangrijkste macro-economische variabelen groei en inflatie (figuur 6).<sup>2</sup> Dat levert een grove indeling van scenario's op die we vervolgens in tabel 3 verder invullen met bijvoorbeeld rentes, spreads en aandelenschokken. Het betreft mondiale

scenario's, waarbij verondersteld wordt dat in de verschillende economische blokken 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 (zie Box 1, pag. 24). ►



**Tabel 3: Overzicht scenario's en impact financiële markten**

<b>Economie eurozone en financiële markten in 2018-20</b>					
Reële economie betreft gemiddelden in procenten per jaar					
Financiële markten betreffen niveaus in procentpunten ultimo 2020					
	Startpunt	(2) Depressie	(3) Inflatie	(4) Stagflatie	(5) Voorspoed
<i>Reële economie</i>					
Groei bbp (reëel)	2,1	-5	3	0	3
Inflatie	1,4	-2,5	7,5	5	2,5
Werkloosheid*	8,8	25	8	10	6
Overheidsschuld**	89,2	125	80	95	65
<i>Financiële markten</i>					
Rente kort	-0,4	-1	5	0,5	3,5
Rente lang (10-jrs)	0,8	-0,5	4	0,75	3,75
Rente lang (30-jrs)	1,5	0	3,5	1,5	4,5
Credit spread BBB	1,20	5	1	2	0,5
Break-even-inflatie <sup>A</sup>	2	1	4,5	3	2,5
Reële rente (30-jrs)	-0,5	-1	-1	-1,5	2
Aandelenschok <sup>B</sup>	-	-60	-15	-35	+50
Vastgoedschok <sup>B</sup>	-	-40	+25	+5	+15

\* Betreft niveau na drie jaar

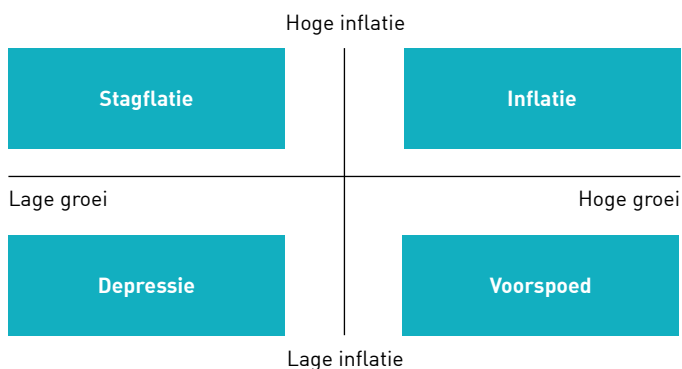
\*\* Betreft ratio (% bbp) na drie jaar

A. Betreft 30-jrs periode

B. Betreft verandering in procentpunten ultimo jaar 3 ten opzichte van het startpunt.

Credit spread betreft 5-jrs looptijd. Aandelenmarkt betreft MSCI World (euro hedged) ultimo jaar 3 ten opzichte van startpunt.

**Figuur 6: Macro-economische variabelen groei en inflatie**



<sup>1</sup> Voor meer informatie over de gebruikte methodologie en geschiedenis van scenarioanalyse verwijzen we naar de eerdere scenariostudie Van Depressie tot Herstel (2014).

<sup>2</sup> Zia Dalio, R. (2012). The All Weather Story, Bridgewater, www.bwater.com

# 'We onderscheiden twee regionale scenario's: één waarin de dollar uit de gratie raakt en één waarin de euro deprecieert door een verslechtering van de economische situatie in de periferie in Europa'

## Box 1: Rentever verschillen en valutarisico

De eurodollarkoers is sinds de introductie van de euro in 1999 bijzonder volatiel geweest. De koers fluctueerde tussen circa 0,90 en 1,60 euro. De scenario's in deze studie hebben in beginsel een mondiaal karakter. Grote valutaschokken kunnen echter vooral ontstaan als gevolg van regionale (rente)verschillen. Hier onderscheiden we om die reden twee regionale scenario's: één waarin de dollar uit de gratie raakt en één waarin de euro deprecieert door een verslechtering van de economische situatie in de periferie in Europa.

### Dollar uit de gratie door recessie in de VS

De financiële cyclus in de VS blijkt het hoogtepunt voorbij, ondanks belastingverlaging voor bedrijven en rijke Amerikanen die alleen maar leidt tot hogere overheidstekorten. Extra overheidsinvesteringen die Trump heeft beloofd krijgen geen doorgang door verdeeldheid onder republikeinen. Risicoposlagen op bedrijfsobligaties nemen verder toe en de economie komt in een recessie terecht. De Federal Reserve (Fed) start een nieuw opkoopprogramma (QE4), zet de beleidsrente op nul procent en verlaagt de depositorente voor banken die geld bij de Fed stallen naar -0,5%. Lange rentes dalen scherp en beleggers vluchten uit de dollar. Ook de status van de dollar als reservemunt neemt af, mede doordat in toenemende mate handel in olie en andere transacties in lokale valuta worden verricht. Tegelijkertijd werpt het opkoopprogramma van de ECB zijn vruchten af. De Europese economie herstelt; onder druk van Duitsland en Nederland wordt de beleidsrente verhoogd om de inmiddels oplopende inflatie te bestrijden. Het Brexit-proces verloopt onverwacht soepel. Italië verrast met

een hoge groei en maakt eindelijk werk van haar bancaire probleemschulden. Het draagvlak voor politieke integratie in de eurozone neemt toe. Investeerders in China en Japan verliezen steeds meer het vertrouwen in de dollar en zien de euro als goed renderend alternatief. Gevolg is dat de dollar nog meer verzwakt. De Fed grijpt niet in om de koers van de dollar te manipuleren en gelijktijdig de werkgelegenheid te stimuleren. In dit extreme geval valt te denken aan een flinke appreciatie van de euro met bijvoorbeeld een eurodollarkoers van 1 euro = 2 dollar.

### Europa onder druk door problemen in periferie of een chaotische Brexit

In dit scenario komt Europa in een recessie terecht door een chaotisch Brexit-proces of een politieke crisis in bijvoorbeeld Italië. Beleggers gaan opnieuw twijfelen over het bestaansrecht van de eurozone. Het draagvlak voor het bezuinigingsbeleid in de periferie neemt sterk af. Het opkoopprogramma van de ECB blijkt, net als in Japan, niet in staat om de noodzakelijke groei en inflatie aan te wakkeren. De ECB verlaagt uit wanhoop de depositorente naar -0,75%. Tegelijkertijd blijkt de groei in de VS robuuster dan verwacht, met als gevolg dat Europa steeds verder op achterstand raakt. De Fed gaat behoedzaam door met de aangekondigde renteverhogingen om de oplopende inflatie te bestrijden. In dit klimaat vloeien de kapitaalstromen in toenemende mate vanuit de EMU richting de VS. Het gevolg is dat de euro verder verzwakt. In zo'n extreme situatie is een eurodollarkoers van 1 euro = 0,5 dollar denkbaar.



# BESCHRIJVING SCENARIO'S

## Depressiescenario

In dit scenario wordt de economie kwetsbaar door een aantal structurele factoren die een rem zetten op de economische groei. Een voorbeeld van zo'n structurele factor is ongelijkheid. In de afgelopen decennia is het deel van de economische koek dat werknemers krijgen (arbeidsinkomensquote) structureel gedaald (grafiek 7). Met name de lagere en middeninkomens staan hierdoor onder druk. Dit zorgt voor lagere bestedingen aan gezien deze inkomensgroepen een groter deel van hun inkomen consumeren dan rijke kapitaaleigenaren. Een rechts-conservatieve politieke wind houdt deze trend in het scenario in stand. Robotisering draagt bij aan de kloof tussen arbeid en kapitaal. In de afgelopen twintig jaar is de verhouding tussen robots en werknemers in Europa bijvoorbeeld vervijfvoudigd. Omdat de prijzen van industriële robots met circa 10% per jaar dalen, zullen robots nog concurrerender worden ten opzichte van arbeid.<sup>3</sup> Arbeiders die in de industrie werken en hun baan verliezen komen terecht in lager betaalde banen in de dienstensector of worden langdurig werkloos (zie Box 2 pag 26). Er heerst een sfeer van angst en verslagenheid, zowel bij consumenten als bij institutionele beleggers.

In dit klimaat kan een nieuwe economische schok tot een depressie leiden. Een trigger kan een politieke crisis in het eurogebied zijn, bijvoorbeeld in het economisch verzwakte Italië. Maar ook een onordelijke Brexit, een Chinese schuldencrisis of een militair conflict rondom Noord-Korea kan zorgen voor vertrouwensverlies en daarmee gepaard gaande bestedingsuitval. In dit scenario hebben centrale banken weinig animo om de economie te stimuleren. De ECB krijgt een havik als opvolger van Mario Draghi en is wars

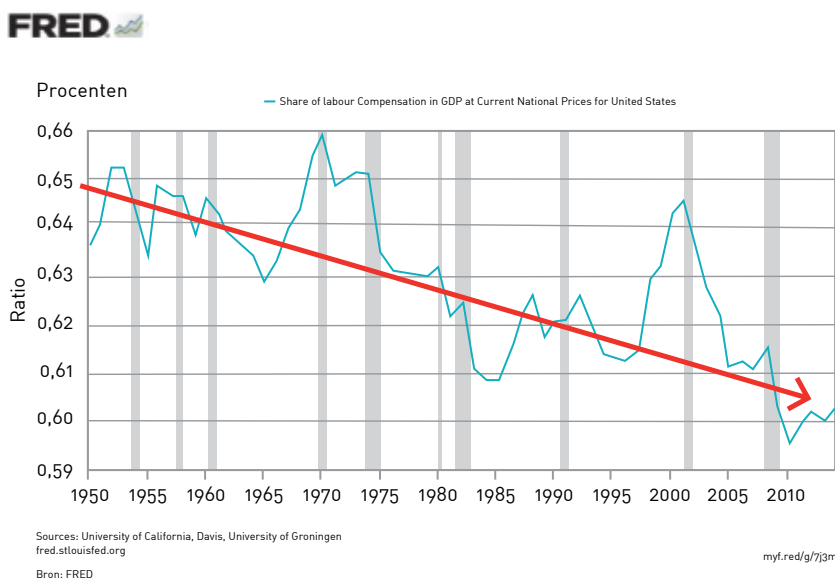
van verdere monetaire experimenten zoals het opkopen van obligaties of helikoptergeld.

De conservatieve overheden willen de particuliere vraaguitval niet compenseren omdat zij hogere overheidsschulden en begrotingstekorten onverantwoord achten. De beloofde investeringen in Amerikaanse infrastructuur blijven grotendeels uit vanwege spanningen in het Amerikaanse Congres tussen progressieve en conservatieve republikeinen.

In dit klimaat ontstaat wereldwijd grote vraaguitval, doordat de private sector zijn schulden sterk terugbrengt, hetgeen niet of onvoldoende wordt gecompenseerd door de overheden. Banken verkleinen hun balansen aanzienlijk, wat gepaard gaat met een flinke krimp in de kredietverlening. Door schuldeflatie ontstaan faillissementen van zwakke banken, bedrijven en (euro)landen. Het financiële systeem wordt zeer instabiel, wat bijvoorbeeld tot uiting komt in een sterk verhoogd tegenpartijrisico. De economie in zowel de eurozone als de VS krimpt en de werkloosheid loopt sterk op (circa 25% in de eurozone). Vergrijzing van de beroepsbevolking en disruptieve innovaties versterken deze economische trends.

Consumenten en bedrijven zijn heel somber en verwachten dat de malaise lang aanhoudt. In dit klimaat passen zeer lage beleidsrentes, mede als gevolg van dalende consumentenprijzen. Het is mogelijk dat centrale banken uit wanhoop hun grenzen verder verleggen door negatieve rentes in te voeren. Historisch gezien dalen beleidsrentes bij recessies namelijk met meerdere procentpunten. Gezien het huidige lage niveau van beleidsrentes impliceert dit negatieve rentes in het depressiescenario. Marktpartijen verliezen ►

**Figuur 7: Arbeidsinkomensquote in de VS**



<sup>3</sup> Zia NBER Working Paper No. 23285.

het vertrouwen in het onconventionele monetaire beleid, omdat er na jaren van experimenteren geen enkele indicatie is dat het beleid werkt. De rendementen op risicovolle activa dalen fors; aandelen zullen bijvoorbeeld in waarde halveren na drie jaar tijd. Ook dit scenario kan in potentie lang duren – tenzij overheden ervoor kiezen om aanzienlijk meer te stimuleren. Ook zou aan dit scenario een einde kunnen komen als monetaire beleidsmakers uit wanhoop helikoptergeld gaan inzetten. Een stagflatie- of inflatiescenario zou dan tot de mogelijkheden behoren.

Een historisch voorbeeld van depressie zijn de eerste jaren van de Grote Depressie in de jaren dertig. In die periode

kromp de economie met bijna 10% per jaar en daalden de prijzen fors (-4,6%). De lange rente daalde met 0,3 procentpunt. Aandelen vielen na een periode van stijging terug met ruim 80% in drie jaar tijd. Ter vergelijking: in de periode 2010-2017 stegen de koersen in de VS fors.

Toch houden veel marktpartijen geen rekening met een daling van 80%, omdat we veronderstellen dat overheden en centrale banken op dit moment meer zullen doen om systeemrisico's te beperken en de economie te stimuleren. Daarbij vormen overheden (en hun uitgaven) een groter deel van de economie dan in de jaren dertig, waardoor ze bepalender zijn voor de totale economische groei.

## **Box 2: Zorgt technologie voor meer ongelijkheid?**

De lage groei en inflatie in de periode na de crisis worden door steeds meer economen gezien als een structurele ontwikkeling. Diverse factoren spelen hierbij een rol zoals de hoge schuldenberg, vergrijzing, een goed opgeleide beroepsbevolking (met sterk afnemende opbrengsten van onderwijs) en ongelijkheid. In deze box wordt de laatste factor nader bekeken.

Dat ongelijkheid leidt tot lagere economische groei en inflatie is economisch goed te verklaren. Rijkere mensen sparen nu eenmaal een groter deel van hun inkomen dan mensen met een laag- of middeninkomen. Volgens een studie van het IMF heeft ongelijkheid de reële consumptie in de VS met circa 3,5% gedrukt in de periode 1998-2013.<sup>4</sup> In Europa is ongelijkheid aanzienlijk minder sterk toegenomen en in opkomende economieën zelfs afgenomen door minder armoede aan de onderkant van de samenleving. De trend van ongelijkheid is dus vooral Amerikaans. Niettemin is de Amerikaanse economie een dominante factor in de wereldeconomie en zijn de VS vaak een voorloper ten opzichte van andere ontwikkelde landen als het gaat om economische en maatschappelijke verandering. Een belangrijke oorzaak bij ongelijkheid is technologische ontwikkeling. Door robotisering verdwijnen banen in de maakindustrie, waardoor werknemers die hun baan verliezen vaak terecht komen in lager betaald werk in de dienstensector, bijvoorbeeld de horeca. Een studie van McKinsey schat dat circa 51% van de activiteiten van Amerikaanse werknemers door computers en robots kunnen worden overgenomen. Daarbij gaat het niet alleen om voorspelbaar fysiek werk zoals het inpakken van dozen of assemblage (18%), maar ook om cognitief uitdagender werk zoals het verzamelen en verwerken van data (respectievelijk 17% en 16%). Kortom, niet alleen laagopgeleide werknemers zitten in de gevarenzone, maar ook het midden en hoge segment. Het feit dat computers en robots steeds goedkoper worden (circa 10% per jaar) versterkt deze trend.

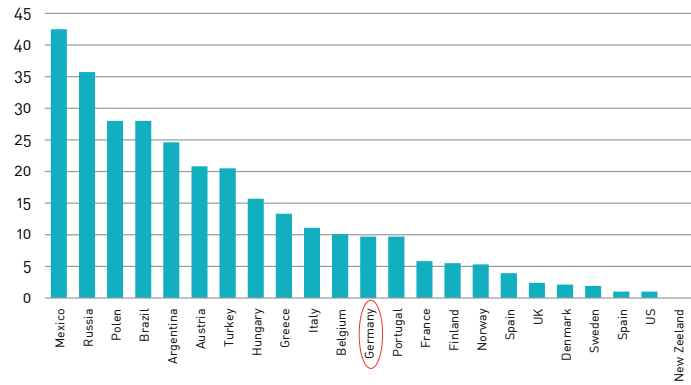
Het is de vraag of uitval van arbeid door robotisering zal leiden tot nieuwe banen in andere delen van organisaties/sectoren of elders in de economie. Als er evenveel of zelfs meer nieuwe banen bijkomen dan er door de robots verdwijnen, dan kunnen werknemers potentieel profiteren van technologische vooruitgang. De werkloosheid zal afnemen en lonen kunnen mogelijk toenemen, vooral als de nieuwe banen cognitief complexer werk betreffen. In een dergelijk scenario zou de economie flink kunnen groeien omdat werknemers meer te besteden krijgen (zie voorspoedscenario). Aan de andere kant is het denkbaar dat de banen die door robotisering verdwijnen onvoldoende worden gecompenseerd door nieuwe banen. Nieuwe banen kunnen bovendien relatief slecht betalen, met name als het gaat om cognitief eenvoudig werk zoals werk in de horeca, toerisme of zorg. In dat geval zou je meer richting het depressiescenario kunnen gaan waarbij een persistent lage groei de economie kwetsbaar maakt voor negatieve schokken. Een casestudie naar Amazon laat zien dat dit bedrijf in 2017 naar schatting 150.000 nieuwe werknemers en 75.000 nieuwe robots heeft ingezet maar dat in de sector waarin Amazon actief is per saldo 24.000 banen zijn verloren (dit betreft Amazon en gerelateerde retail zoals boekwinkels waarmee Amazon direct concurreert).<sup>5</sup> Kortom, in de retailsector verdwijnen meer banen dan dat er nieuwe bijkomen door technologische vooruitgang.

Meer ongelijkheid tussen arbeid en kapitaal roept ook vragen op voor beleidsmakers. Indien robots werknemers daadwerkelijk verdringen en de revenuen steeds meer bij kapitaaleigenaren terechtkomen (die robots bezitten), geeft dat mogelijk een nieuwe rationale voor herverdeling van welvaart, bijvoorbeeld in de vorm van lagere belastingen voor arbeid of zelfs een basisinkomen. Welke consequenties dit zou kunnen hebben voor de economie en maatschappij in brede zin is een interessant onderwerp voor verdere (lange termijn) scenariostudie.

### Inflatiescenario

In dit scenario gaan overheden hun bestedingen flink opvoeren, mede onder druk van toenemend populisme. Calamiteiten zoals een politieke crisis in het eurogebied, een groot militair conflict of een schuldencrisis in China blijven uit. Er ontstaat succes voor de zogeheten trickle-down economics, waarbij de doorgevoerde belastingverlaging voor bedrijven en rijke mensen leidt tot meer investeringen in de economie. Donald Trump krijgt het voor elkaar om een significant investeringsprogramma door het Congres te loodsen. De financiële sector wordt verder gedereguleerd. De Amerikaanse groei trekt flink aan evenals de kredietverlening door banken. Er ontstaat krapte op de arbeidsmarkt en door een klassieke loon-prijsspiraal loopt de inflatie flink op. Een strikt migratiebeleid zorgt voor weinig nieuw aanbod van arbeid. De Federal Reserve durft haar beleidsrente maar mondjesmaat te verhogen uit angst om een recessie te veroorzaken. Ook politieke druk van president Trump om de economie te blijven stimuleren speelt hierbij een rol. De nieuwe Fed- voorzitter Powell blijkt tot ieders verrassing een duif te zijn die zijn voet graag op het monetaire gaspedaal wil houden.

**Figuur 8: Aandeel van jaren waarin de inflatie meer dan 20% bedroeg**



Source: Reinhart & Rogoff, 2009  
Bron: www.debt-economics.org


De opvolger van Mario Draghi is eveneens een duif die onder druk van de periferie een accommoderend beleid blijft voeren. Ook Europese overheden besluiten om meer te besteden onder druk van links populisme. ▶



**'Overheden gaan hun bestedingen flink opvoeren, mede onder druk van toenemend populisme'**

<sup>4</sup> IMF Working Paper 16/121.

<sup>5</sup> Edward en Edwards. 2017 (www.qz.com).



## ‘Aandelenmarkten zijn behoorlijk volatiel, maar staan per saldo in het rood aan het einde van de scenariohorizon’

China pompt recordbedragen in haar economie om noodlijdende sectoren te ondersteunen. De wereld-economie groeit daardoor flink en de inflatie loopt wereldwijd op. Hyperinflatie is in dit scenario geen gevaar, omdat er voldoende vertrouwen blijft bestaan in de grote valutablokken. Lange rentes stijgen flink en bewegen aan het einde van de scenariohorizon boven hun langjarig gemiddelde. Ondernemers zijn aanvankelijk optimistisch maar naarmate de inflatie verder oploopt zakt hen de moed in de schoenen. Bedrijven krijgen te maken met hogere financieringskosten, stijgende lonen, duurdere grondstoffen en margedruk. Alleen sectoren die gemakkelijk hogere prijzen kunnen doorberekenen aan hun klanten houden zichzelf enigszins uit de wind. Aandelenmarkten zijn behoorlijk volatiel, maar staan per saldo in het rood aan het einde van de scenariohorizon.<sup>6</sup> Vastrentende beleggingen zoals staatsobligaties en solide bedrijfsobligaties presteren buitengewoon slecht. Vastgoed, grondstoffen en inflatieproducten zijn winnaars.

Historisch gezien komen inflatiecrises – waarbij de inflatie hoger is dan 20% op jaarbasis – behoorlijk vaak voor (zie figuur 8, pag. 27). Met name opkomende landen zoals Mexico, Rusland en Brazilië kennen

historisch gezien veel inflatie. Maar ook Duitsland had sinds 1800 in één op de tien jaar te maken met een inflatiecrisis. De historie laat zien dat hoge overheids-schulden vaak aan inflatiecrises voorafgaan. Gezien de huidige hoge schuld niveaus in veel landen is inflatie geen ondenkbare uitkomst. Een voorbeeld van inflatie bij economische groei zijn de jaren zeventig van de vorige eeuw. De inflatie in Nederland was met gemiddeld 9,3% in de periode 1972-1974 bijzonder hoog. In het scenario wordt verondersteld dat inflatie wat lager uitvalt, voornamelijk vanwege het relatief ruime arbeidsaanbod in Europa op dit moment, de zwakke positie van de vakbonden en globalisering.

Het valt niet uit te sluiten dat aan dit scenario een abrupt einde komt op het moment dat centrale banken besluiten om in te grijpen. Dit is in de geschiedenis verscheidene malen gebeurd. In de VS verhoogde Fed-voorzitter Volcker begin jaren tachtig bijvoorbeeld de beleidsrente naar 20%, om de inflatie te bestrijden. Ook in Europa zijn de beleidsrentes in die periode fors verhoogd. Dergelijke renteverhogingen zullen in de huidige periode grotere negatieve gevolgen hebben voor de economie dan destijds. Dit hangt samen met de hoge schuld niveaus nu in vergelijking met de jaren tachtig.

## Stagflatiescenario

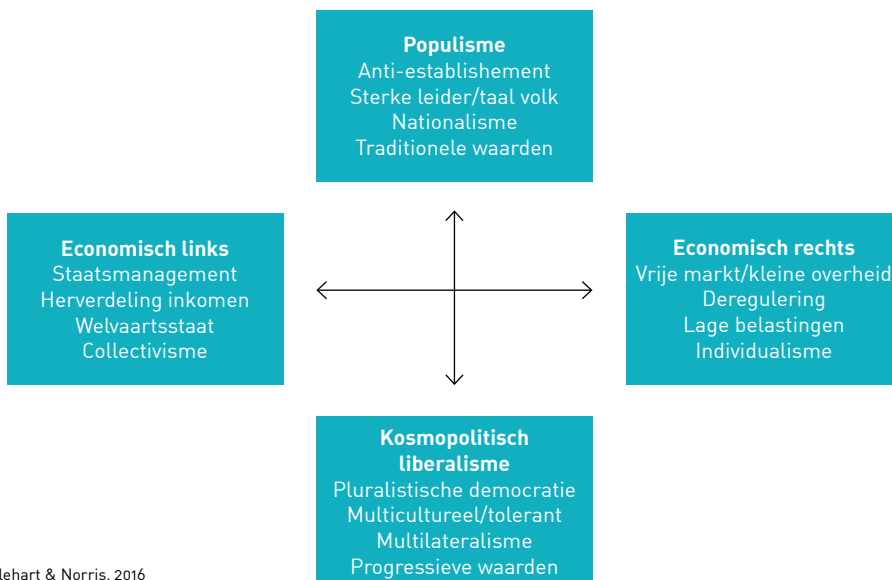
Sinds 1960 is het aandeel rechts-populisten in Europa meer dan verdubbeld.<sup>7</sup> In het stagflatiescenario verandert het politieke landschap in rap tempo verder. Nationaal georiënteerde populistten winnen terrein ten koste van de kosmopolitisch liberalen (figuur 4.2). Ook populisme binnen regio's in landen laait op. De roep om onafhankelijkheid in bijvoorbeeld Catalonië of Vlaanderen wordt luider. Het rechts-populisme kenmerkt zich door een sterke leider die zich richt op onder meer traditionele waarden, een strikte handhaving van regels en wetten, openbare orde en nationale belangen. Bedrijven die sterk innoveren zoals de techsector of gebruik maken van internationale supply chains krijgen te maken met forse politieke druk van overheden. Immigratie wordt aan banden gelegd, ook als het om hoogopgeleide kenniswerkers betreft. Er is argwaan als het gaat om politieke integratie in de EU en wantrouwen bij de vermeende voordelen van globalisering.

Door protectionisme dat in gang wordt gezet door president Trump ontstaan diverse handelsconflicten. Ook verergeren diverse internationale conflicten, bijvoorbeeld in het Midden-Oosten (Israël-Palestijnen, Turkije-Koerden en Iran-VS). De situatie rondom Noord-Korea wordt explosief omdat China het land openlijk steunt in reactie op extra Amerikaanse troepen in Zuid-Korea. Cybercrime steekt de kop op, wat regelmatig leidt tot uitval van computersystemen bij bedrijven en overheden. Volgens de VS zit Rusland hierachter, maar de Russen wijzen naar Noord-Korea. Een vijandig verlopende Brexit zet de verhoudingen tussen het VK en de EU op scherp. Als gevolg van hogere importheffingen, kapitaalrestricties en een strenger immigratiebeleid nemen de kosten van veel producten en diensten toe. Olieprijzen stijgen flink door prijsafspraken van OPEC. Overheden blijken onvoldoende in staat om de economie te stimuleren.

Belastingen op kapitaal nemen toe, wat direct een wissel trekt op de toch al eroderende winstgevendheid van het bedrijfsleven. Het beloofde Amerikaanse publieke investeringsprogramma valt qua intensiteit tegen. Centrale banken hebben weinig middelen om de inflatie te bestrijden en staan machteloos. Het financiële systeem blijft in dit klimaat instabiel. Omdat inflatie in dit scenario ontstaat door protectionisme zullen centrale banken niet ingrijpen met renteverhogingen. Daarmee is de kans op een abrupt einde van dit scenario kleiner dan bij inflatie die ontstaat door een krachtig economisch herstel.

In dit scenario lopen lange rentes marginaal op en presteren aandelenmarkten slecht. Een lichtpuntje voor beleggers is dat correlaties tussen assets afnemen door de-globalisering. Nationalisme steekt de kop op en versterkt de negatieve spiraal van inflatie en lage economische groei. Internationale verhoudingen verslechteren in rap tempo. Binnen Europa neemt de verdeeldheid tussen landen verder toe. Er heerst een gevoel van boosheid en teleurstelling. Iedereen verliest maar in plaats van samenwerking wordt gekozen voor confrontatie en nationaal belang. Er ontstaat grote twijfel of de EU zal overleven in haar huidige vorm. Het gevaar bij protectionisme is dat landen elkaar gaan straffen door tegenmaatregelen te nemen. Handelsoorlogen kunnen hierdoor flink uit de hand lopen zoals gebeurde in de jaren dertig van de vorige eeuw (zie box 3.3 Protectionisme in perspectief). Desondanks zijn niet alle landen even gevoelig voor protectionisme. Wanneer de export van een land wordt afgezet tegen de totale economie van een land, blijken vooral Nederland, Zwitserland, het eurogebied, Korea en Canada behoorlijk open te zijn en daarmee gevoelig voor protectionisme. De VS zijn met slechts 12,5% export een relatief gesloten economie. Een soortgelijk beeld ontstaat wanneer de import van een land wordt afgezet tegen de grootte van de economie. Overigens gaat in Europa ►

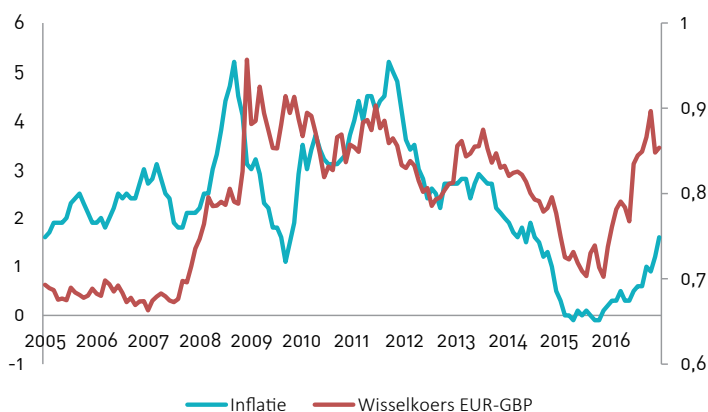
**Figuur 9: Politieke windrichtingen**



ruim 60% van de export naar andere Europese landen.<sup>8</sup> De gevoeligheid voor Amerikaans of Aziatisch protectionisme is daardoor lager.<sup>9</sup>

Een recent voorbeeld van stagflatie – overigens zonder protectionisme – is het VK in 2010-2012 (figuur 10). In deze periode groeide de Britse economie gemiddeld met slechts 1% per jaar, terwijl de gemiddelde inflatie 3,5% bedroeg (de piek bedroeg circa 5%). De inflatie werd deels gedreven door een zwakkere wisselkoers, waardoor importen duurder worden. In deze periode daalde de lange rente in het VK met 2,2 procentpunt. In het stagflatie-scenario veronderstellen we een iets lagere groei en een hogere inflatie van 5%. In tegenstelling tot het historische voorbeeld wordt niet uitgegaan van een verdere daling van de lange rente, omdat die nu al op een laag niveau ligt.

**Figuur 10: Inflatie en wisselkoers pond in het VK**



Bron: Bloomberg, OECB

### Box 3: Protectionisme in perspectief

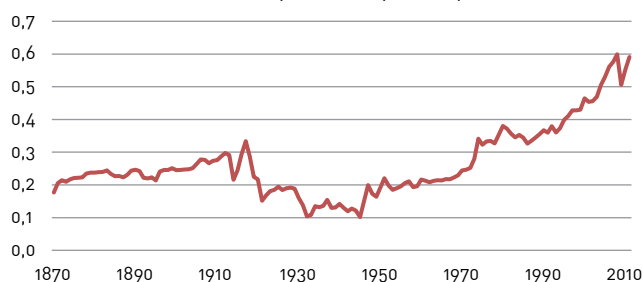
In de afgelopen jaren is de groei van de wereldhandel behoorlijk teruggevallen. In de periode 1985-2007 groeide het wereldhandelsvolume grofweg tweemaal zo hard als de wereldeconomie. In de afgelopen vier jaar kon de groei van het wereldhandelsvolume de groei van de wereldeconomie nog maar net bijbenen. Volgens het IMF spelen twee factoren hierbij een belangrijke rol. Ten eerste wordt er wereldwijd weinig geïnvesteerd door bedrijven en overheden. Dit zet een rem op internationale handel. Ten tweede nemen de kosten voor internationale handel toe door een bescheiden toename in protectionisme. Protectionisme zou echter in de komende jaren veel sterker kunnen toenemen als de beleidsplannen van president Trump worden doorgevoerd.

Historisch gezien vertoont protectionisme een zeker cyclisch patroon. In de periode 1870-1920 was er bijvoorbeeld sprake van een toenemende openheid van economieën. Er was veel immigratie

en ook kapitaal kon in die periode vrijelijk over de wereld bewegen. Tijdens de Grote Depressie in de jaren dertig kwam aan deze openheid vrij abrupt een einde. Veel landen namen in reactie op de economische malaise protectionistische maatregelen, zoals handelsbeperkingen of een devaluatie van de munt, om hun eigen economie te beschermen. Dit heeft de economische neergang uiteindelijk flink versterkt.<sup>10</sup> Ook in de Tweede Wereldoorlog en de periode daarna voerden veel landen protectionistisch beleid. Pas in de jaren tachtig van de vorige eeuw begon een nieuwe trend van deregulering en economische openheid, waarbij opkomende landen zoals China zich aansloten bij de wereldeconomie. Dit heeft niet alleen geleid tot meer handel en economische activiteit, maar ook tot lagere consumentenprijzen. Doordat de ontwikkelde landen de facto deflatie importeren uit opkomende economieën, zijn rentes wereldwijd gedaald. Toenemend protectionisme kan aan deze trend een einde maken met stijgende prijzen en rentes als gevolg.

#### Openheid wereldeconomie

Ratio Export en import/bbp



<sup>8</sup> Betreft EU28 in 2015 (Eurostat).

<sup>9</sup> Circa 18% van de extra EU-export gaat naar de VS, gevolgd door China met 15% en Zwitserland (7%).

<sup>10</sup> Reinhart & Rogoff, 2011.

FREE  
COFFEE & DOUGHNUTS  
THE UNEMPLOYED

‘Historisch gezien vertoont protectionisme een zeker cyclisch patroon. Tijdens de Grote Depressie in de jaren dertig kwam aan deze openheid vrij abrupt een einde’

FREE SOUP  
&



## Voorspoed

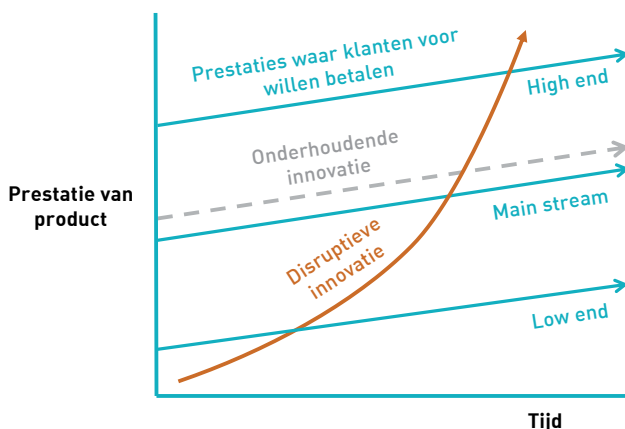
In dit scenario ontstaat een golf van optimisme, gevoed door deregulering en innovatie. Het kosmopolitisch liberalisme wordt een dominante politieke stroming. Mensen zien de wereld steeds meer als één groot dorp waarin iedereen elkaar kent. Nationalisme verdwijnt als sneeuw voor de zon. Bedrijven wereldwijd floreren en gaan weer meer investeren in plaats van eigen aandelen inkopen of zoeken naar fusies en overnames. Investerings in technologie en digitalisering leiden eindelijk tot productiviteitsgroei. Zelfrijdende auto's en vrachtwagens decimeren files en zorgen voor een schoner milieu. Blockchain technologie beperkt zich niet alleen tot cryptomunten zoals Bitcoin maar wordt ook ingezet bij de afwikkeling van transacties in de financiële sector en het kadaster, wat leidt tot enorme efficiencyverbeteringen. De economie groeit flink en de inflatie blijft onder controle door een snelle normalisering van het monetaire beleid waarbij kwantitatieve verruimingsprogramma's worden afgebouwd en de beleidsrente ieder kwartaal wordt verhoogd. Europa maakt eindelijk werk van de (bancaire) probleemschulden in de zuidelijke landen. Zelfs in Italië zien jonge mensen weer volop kansen.

Disruptieve innovatie vindt in allerlei sectoren van de economie plaats (figuur 11). De nieuwe producten en diensten hebben aanvankelijk nog een laag kwaliteitsniveau maar worden zo snel verbeterd dat zij met bestaande marktsegmenten kunnen concurreren. Een recent voorbeeld van dergelijke innovatie is Netflix dat begon met video-uitleen per post maar door streaming via internet kon doorgroeien naar een hoger gemak- en kwaliteitsniveau voor haar klanten. Dit soort innovatie wordt steeds belangrijker in de maatschappij. Er komt zelfs een minister van innovatie in de regering en op scholen vult innovatie en technologie een steeds groter deel van het curriculum. Techno nerds zijn razend populair en worden verafgoed in sociale media.

In Duitsland leveren migranten een boost voor de groei. Migratie wordt niet meer als een probleem gezien maar als een kans om de vergrijzende beroepsbevolking nieuw leven in te blazen. Succesverhalen van jonge ondernemers uit Syrië worden in de sociale media breed uitgemeten. Het Brexit-proces verloopt onverwacht soepel, waardoor ook de economie in het VK kan floreren. Opkomende economieën profiteren mee van de toenemende bestedingen in de ontwikkelde landen. India is de sterkst groeiende economie ter wereld en wordt het nieuwe Silicon Valley van de wereld. Werknemers profiteren wereldwijd van de lage prijzen terwijl nieuwe banen ontstaan in tal van sectoren. Kapitaal en arbeid zijn allebei winnaars. Korte en lange rentes stijgen in de richting van hun langjarig gemiddelde. Risicovolle activa halen uitstekende rendementen. Beleggers nemen genoeg met lagere risicopremies, waardoor koers-winstverhoudingen nog verder afwijken van hun langjarig gemiddelde. Er heerst het gevoel van een nieuw economisch tijdperk. Optimisme, euforie en ondernemingszin bepalen de sfeer.

Een historisch voorbeeld van voorspoed na een schulden-crisis betreft de VS in de Grote Depressie vanaf 1933. In deze periode werd de dollar losgekoppeld van de goudwaarde, waardoor de VS gemakkelijker konden exporteren. Bovendien stimuleerde de overheid de economie door investeringen in onder meer infrastructuur en landbouw. In deze periode groeide de economie met ruim 7% per jaar, terwijl de inflatie relatief laag was. In het voorspoedscenario veronderstellen we een gematigdere groei dan destijds. Omdat tijdens de Grote Depressie de economie zo sterk kromp, was het herstel daarna relatief krachtig (inhaaleffect). Een ander verschil betreft de lange rente die aan het begin van de historische periode op een hoog niveau lag en daalde met 0,6 procentpunt. In het voorspoedscenario ligt de lange rente bij aanvang juist op een zeer laag niveau, waardoor een stijging meer voor de hand ligt.

**Figuur 11: Disruptieve innovatie**



Zie: 'What is disruptive innovation?', Christensen et al., Harvard Business Review, december 2015  
Bron: Christensen et al., 2015



# 'Scenario's zijn niet statisch en dienen aangepast te worden op basis van een taxatie van de economische, financiële en politieke trends'

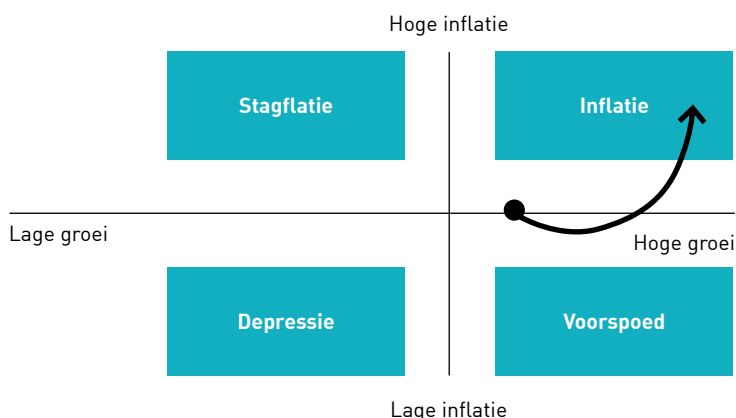
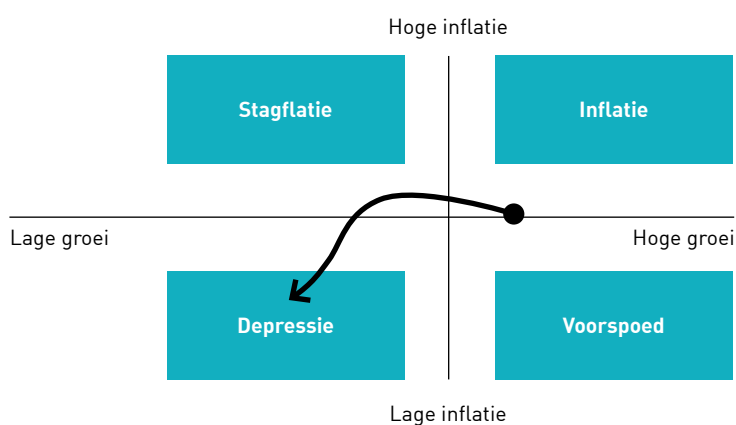
## Dynamiek tussen scenario's

De besproken scenario's zijn mogelijke economische werelden met elk een eigen dynamiek. Niettemin bestaat er in bepaald opzicht ook samenhang tussen de scenario's. Zo kunnen scenario's veranderen omdat beleidsmakers bepaalde keuzes maken. De status quo kan bijvoorbeeld overgaan in een depressiescenario op het moment dat beleidsmakers besluiten om aanzienlijk minder te stimuleren bij economische tegenwind (figuur 12). Of een ontluikend voorspoedscenario kan transformeren in een inflatiescenario op het moment dat centrale banken te lang wachten met het normaliseren

van het huidige ruime monetaire beleid (figuur 13). Kortom, scenario's zijn niet statisch en dienen aangepast te worden op basis van een taxatie van de economische, financiële en politieke trends.

Verder kunnen regionale verschillen van invloed zijn op economische scenario's en specifieke financiële deelmarkten. Zo kunnen in het eurogebied de verschillen tussen de kern en de periferie verder uiteenlopen of juist convergeren. Dit is met name relevant voor spreadverschillen op vastrentende waarden. ■

Figuur 12 en figuur 13: Dynamiek scenario's



**‘Robuust beleid betekent dat je met verschillende scenario’s rekening houdt en je wapent tegen de negatieve gevolgen die je niet wilt of kunt dragen’**



# CONCLUSIE

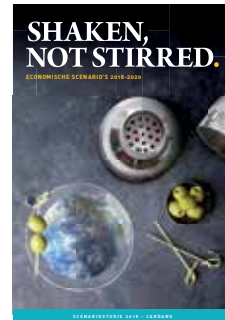
Het gaat economisch een stuk beter in de wereld. De acute problemen van de kredietcrisis liggen grotendeels achter ons. De uitdagingen voor de toekomst liggen op het terrein van meer structurele problemen, zoals een vergrijzende beroepsbevolking, klimaatverandering, vervuiling, ongelijkheid tussen arbeid en kapitaal, lage productiviteitsgroei en hoge schuld-niveaus. De wijze waarop bedrijven, consumenten en beleidsmakers met deze structurele problemen omgaan zal voor een groot deel bepalen welk scenario zich zal voltrekken. Aan de ene kant zou de economische groei kunnen verrassen doordat consumenten en bedrijven in het kielzog van overheden meer gaan

besteden en slim investeren. Dit zou kunnen leiden tot het voorspoed- of inflatiescenario. Aan de andere kant kan de economie bij een nieuwe schok gemakkelijk afglijden naar een recessie, vooral omdat monetaire beleidsmakers weinig munitie hebben om de economie verder te stimuleren (het depressiescenario). Ook is het denkbaar dat rechts populisme een economische opleving in de kiem smooit door protectionistische prijsopdrijvende maatregelen (stagflatiescenario). Robuust beleid betekent dat je met verschillende scenario's rekening houdt en je wapent tegen de negatieve gevolgen die je niet wilt of kunt dragen. Ook dat is het toepassen van shaken, not stirred. ■



# SHAKEN, NOT STIRRED.

ECONOMISCHE SCENARIO'S 2018-2020



**Thomas van Galen,**  
hoofdeconoom  
Cardano

Thomas van Galen is gespecialiseerd in de rol van menselijk gedrag binnen besluitvormingsprocessen en in scenariodenken. Hij is sinds 2011 verbonden aan Cardano en is als hoofdeconoom eindverantwoordelijk voor de jaarlijkse scenariostudie die het fundament

vormt voor advisering over robuust beleggingsbeleid. Daarnaast is hij auteur van artikelen en columns over gedrag en scenariodenken en gastspreker op internationale conferenties. Verder is hij verbonden aan de Vrije Universiteit van Amsterdam als docent en mede-semestercoördinator in de MSc Risk Management for Financial Institutions. Thomas behaalde zijn MSc in Finance cum laude en werkt aan een proefschrift over de rol van emoties bij beleggingsbeslissingen.



**Ronald Bosman,**  
onafhankelijk  
econoom MFA

Studeerde Algemene Economie aan de Universiteit van Amsterdam (1996, cum laude). Daarna deed hij promotieonderzoek op het gebied van de **Experimentele Economie**; hij specialiseerde zich in de vraagstelling hoe emotionele factoren van invloed zijn op economische beslissingen zoals investeren, risicobereidheid en onderhandelen. Ronald werkte vervolgens bijna 10 jaar bij verschillende afdelingen van de Nederlandse

Bank (DNB). In zijn laatste functie was hij senior econoom bij de divisie Financiële Stabiliteit; hij adviseerde de directie van DNB over macro-prudentieel beleid en systeemrisico's. Sinds 2011 werkt Ronald als onafhankelijk consultant en trainer, gericht op macro-financiële risico's.

Hij richtte het non-conformistische **Macro-Financial Alternatives** op en specialiseerde zich als economische out-of-the-box-denker. Tevens is hij part-time verbonden aan de **VU School of Finance & Risk Management** bij de postdoctorale opleiding Risk Management for Financial Institutions.

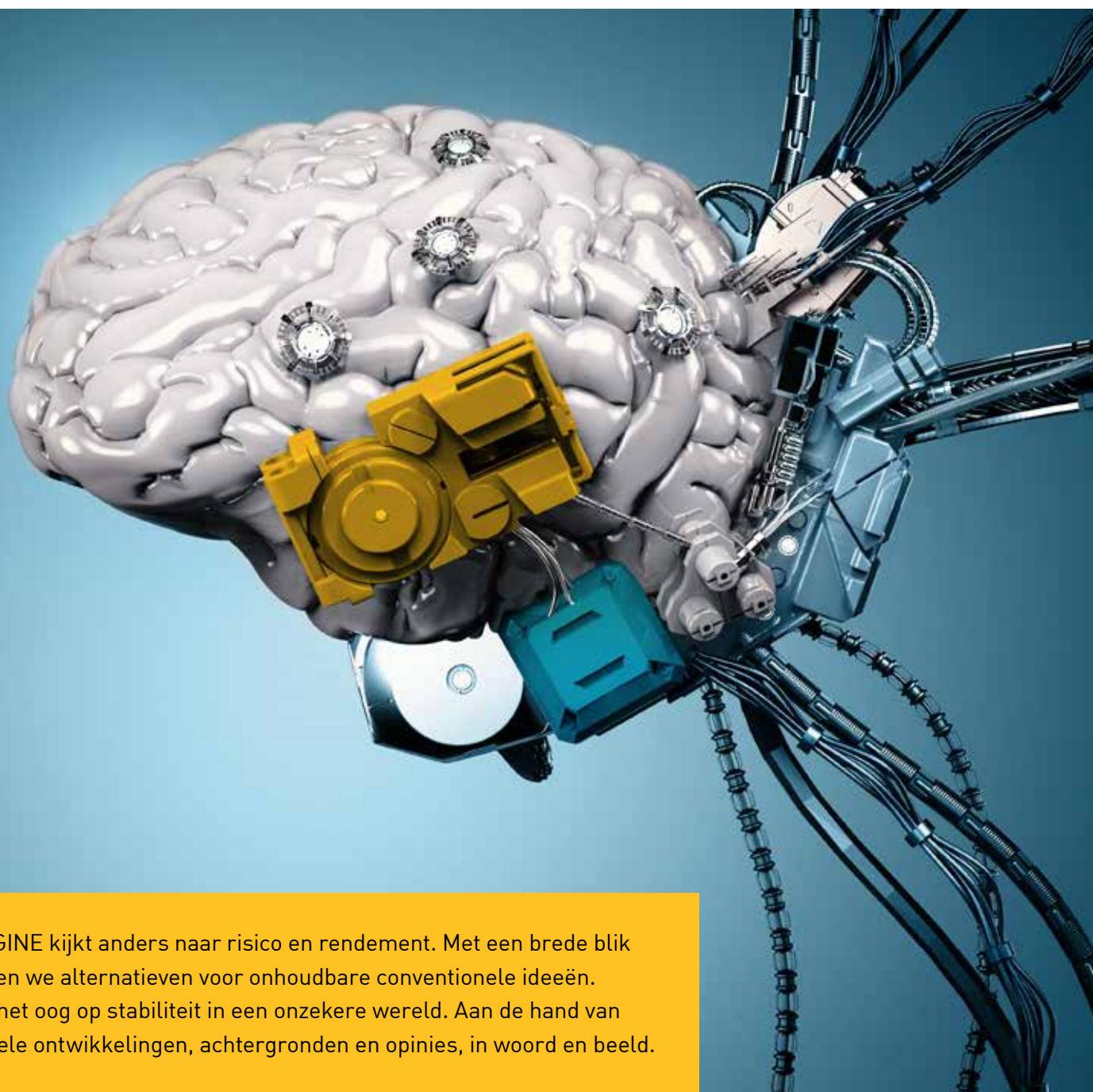
## REVIEWS EN SUGGESTIES

Graag bedanken we Rik Klerkx - Portfolio Manager LDI, Eric Mathijssen - Client Director, Max Verheijen - Managing Director, Manon Ten Voorde - Risico Manager, Lennart Wijnand - Strategisch Risico Adviseur en Hemmo Hemmes - Hoofd Strategische Investeringsen.



# IMAGINE.

ONLINE PORTAL MET OPINIES EN ACHTERGRONDEN VOOR DE PENSIOENPROFESSIONAL



IMAGINE kijkt anders naar risico en rendement. Met een brede blik bieden we alternatieven voor onhoudbare conventionele ideeën. Met het oog op stabiliteit in een onzekere wereld. Aan de hand van actuele ontwikkelingen, achtergronden en opinies, in woord en beeld.

IMAGINE is een initiatief van Cardano, dienstverlener op het gebied van risicomanagement en vermogensbeheer voor de pensioensector.

BEZOEK ONS KENNISPORTAL:

**WWW.IMAGINE-CARDANO.NL**



I DON'T STOP  
WHEN I'M TIRED  
I STOP  
WHEN I'M DONE

- JAMES BOND -

**CARDANO**

WEENA 690, 21<sup>e</sup> ETAGE, 3012 CN ROTTERDAM

POSTBUS 19293, 3001 BG ROTTERDAM

TELEFOON: +31 (0)10 2061300

EMAIL: INFO@CARDANO.COM

**[WWW.CARDANO.COM](http://WWW.CARDANO.COM)**