

CASINO ROYALE.

ECONOMISCHE SCENARIO'S 2019-2021





‘In een tijd van aantrekkelijk populisme
en nepnieuws riskeren we de lessen
van de Verlichting naast ons neer te leggen.

Zo komen we in een Casino Royale terecht
waarin beleidsmakers en politici hoog
spel spelen’

Inhoud



CASINO ROYALE.

ECONOMISCHE SCENARIO'S 2019-2021

Voorwoord	5
Samenvatting	7
Economische ontwikkelingen	11
Actuele aanjagers van verandering	18
Vier scenario's	26
Depressie	30
Inflatie	34
Stagflatie	38
Voorspoed	42
Dynamiek tussen scenario's	46
Conclusie	49



**CASINO
ROYALE.**

Fake news bedreigt voorspoed

Nooit eerder ging het in de wereld zo goed als nu. Cijfers liegen niet. Of je nu de statistieken over armoede, criminaliteit of oorlog erbij pakt, alles gaat beter dan pakweg dertig jaar geleden. Het is de boodschap van rasoptimist, auteur en psycholoog Steven Pinker in een TED-talk en in veel van zijn boeken. Dat neemt niet weg dat voorspoed geen wetmatigheid is, zo waarschuwt hij. In een tijd van opkomend populisme en nepnieuws riskeren we de lessen van de Verlichting naast ons neer te leggen. Zo komen we in een Casino Royale terecht waarin beleidsmakers en politici hoog spel spelen.

High rollers als Donald Trump maken handig gebruik van onze cognitieve valkuilen. Precies op dit vlak slaan economen de plank vaak mis. De uitslag van het Brexitreferendum en de verkiezing van Trump twee jaar geleden werden mede niet voor mogelijk gehouden door de onrealistische psychologische aanname over de menselijke rationaliteit. Niet voor niets vragen we aandacht voor onze gedragsvalkuilen in de onlangs uitgebrachte whitepaper *The Enemy Within*. De wereld is complex, ondoorgrondelijk en niet te begrijpen als we geen rekening houden met de gevolgen van bijvoorbeeld volkswede en euforie.

Scenariodenkens moeten daarom niet alleen rekening houden met hun eigen biases maar ze ook een plek geven in hun wereldbeelden. Mensen zijn geen robots. Doen alsof dat wel zo is, omdat dit de wereld gemakkelijker modelleert, creëert een voedingsbodem voor schijnzekerheid. Een realistische kijk op de wereld houdt rekening met de manier waarop angst, bijvoorbeeld voor cyberterreur, technologische vooruitgang kan stoppen. Of die houdt

rekening met woede als voedingsbodem voor internationale conflicten en populistische politici. Een realistische kijk op de wereld houdt ook rekening met de manier waarop overoptimisme ten aanzien van de potentie van duurzame energie verduurzaming juist in een stroomversnelling weet te brengen.

Als risicomangers moeten we ook kritisch naar onszelf kijken en beseffen dat het in onze natuur zit om te bedenken wat er allemaal fout kan gaan. Valkuilen als *confirmation bias* en *inattention blindness* kunnen ons letterlijk blind maken voor de argumenten van optimisten. Juist wij moeten daarom aandachtig luisteren naar optimisten als Steven Pinker. Positieve scenario's zijn een cruciaal onderdeel van robuust beleggingsbeleid. Pessimisme en cynisme helpen ons niet vooruit als we erdoor op onze handen gaan zitten. Institutionele beleggers nemen risico met een reden. Rendement maken is een cruciaal onderdeel van robuust beleggingsbeleid.

Thomas van Galen
Hoofdeconoom Cardano



ROBUUST BELEGGEN

MET SCENARIO'S

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

STAP 1

Discussieer over welke beleggings-uitkomsten je absoluut wilt vermijden.

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

STAP 2

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 indexatie-percentages. Stel hiervoor concrete pijn- en fijngrenzen vast.

STAP 3

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

Hoe kun je rekening houden in je beleggingsstrategie met de pijn en fijngrenzen die je wilt hanteren. Wil je bijvoorbeeld je risico's afdekken met dynamisch beleggingsbeleid, past een optiestrategie misschien beter of zijn er andere instrumenten die je kunt gebruiken?

STAP 4

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

Hoe ga je om met gedragsvalkuilen, wat moet je vastleggen om aan je beleidsstuur te draaien en wanneer pas je een eerder gemaakt plan aan?

S A M E N V A T T I N G

Beleggers houden hun adem in, wachtend op de ontknoping van de vele onzekerheden waarmee ze zich geconfronteerd zien. In Europa kalft de groei alweer af, terwijl we moeten afwachten of beleidsmakers bij centrale banken en overheden werkelijk de winnende kaarten in handen hebben.

De wereldeconomie is de afgelopen jaren behoorlijk gegroeid. De opwaartse cyclus houdt verrassend lang aan. Goedkoop geld, het uitblijven van een brede crisis in opkomende markten en belastingverlagingen in de Verenigde Staten hebben hier ongetwijfeld een extra impuls aan gegeven. De werkloosheid in de ontwikkelde landen daalt en de inflatie loopt na jaren van stimulering eindelijk op richting het doel dat centrale banken voor ogen hebben. Bedrijven zien hun winsten toenemen en consumenten hebben vertrouwen in de economie. Toch is er ook reden voor zorg. Ondanks de economische groei zijn de schulden van veel overheden flink toegenomen, met name in Frankrijk, Italië en Spanje. Toenemend populisme zoals in Italië kan deze trend verder versterken. Een andere zorg is dat de Amerikaanse centrale bank als eerste is begonnen met verhogen van de rente. Hogere financierings-

kosten voor bedrijven en huishoudens kunnen een trigger zijn voor de volgende recessie zo vrezen beleggers. Tot slot dreigen protectionistische maatregelen – zoals heffingen op import en export – de internationale handel te bemoeilijken. Kortom, beleidsmakers en politici zetten op tal van vlakken hoog in. Tegen deze achtergrond verkennen we in deze studie vier (mondiale) scenario's voor de periode 2019-2021.

De verhalen bij de vier scenario's dienen overigens niet als voorspellingen of absolute waarheden te worden beschouwd. Het zijn veeleer beelden bij mogelijke richtingen waarin de economie zich kan ontwikkelen. Deze beelden kunnen financiële instellingen hopelijk helpen bij het voeren van robuust beleid door zich te wapenen tegen de negatieve gevolgen van mogelijke scenario's die ze niet kunnen of willen dragen. ►

Tabel 1: Impact scenario's op kernvariabelen

Economie eurozone en financiële markten in 2019-21					
Reële economie betreft piekniveaus in procenten per jaar gedurende de scenariohorizon					
Financiële markten in niveaus of schokken in procentpunten per ultimo 2021					
	Startpunt	Depressie	Inflatie	Stagflatie	Voorspoed
<i>Reële economie</i>					
Groei bbp (reëel)	2	-5	3	0	3
Inflatie (gerealiseerd)	2	-2,5	7,5	5	2,5
<i>Financiële markten</i>					
Renteniveau lang (30-jrs)	1,4	0	3,5	1,5	4
Reële rente (niveau 30-jrs)	-0,5	-1	-1	-1,5	1,75
Wereldwijde aandelenschok	-	-50	-15	-35	+50



1. Depressie

In dit scenario raakt de schwing uit de huidige economische opleving. Onder druk van de teruglopende groei zijn bedrijven op zoek naar manieren om kosten te besparen. Dat gaat ten koste van werkgelegenheid. Robotarbeid wordt een steeds realistischer alternatief. Niet alleen laaggeschoolden zijn hiervan de dupe, ook de middenklasse wordt meer en meer geraakt. Centrale banken hebben nauwelijks munitie om tegenwicht te bieden aan nieuwe economische tegenwind. Achteraf bezien zijn de rentes in de tijden van voorspoed veel te lang laag gebleven. Door de hoge staatschulden staan ook overheden machteloos. Zuid-Europese landen proberen nog wat te doen maar bij de eerste signalen van hogere tekorten lopen de overheidsspreads hoog op. Landen komen in een spagaat terecht waarbij ze meer lenen tegen flink hogere rentes, hetgeen op termijn niet houdbaar is. Of ze bezuinigen en draaien zo de economie de nek om. Financiële markten komen in een negatieve spiraal, risicovrije rentes en aandelenprijzen dalen naar recordlaagtes. Door toenemende twijfels over de houdbaarheid van de eurozone levert de euro flink in ten opzichte van de dollar. Beleggers geven de voorkeur aan reële activa, ondanks dalende vastgoedprijzen. Inflatie lijkt nu heel ver weg. Inflatiegerelateerde staatsobligaties moeten het ontgelden.

2. Inflatie

In dit scenario gaan overheden cadeautjes uitdelen, mede onder druk van toenemend populisme zoals in Italië. Andere Europese landen zoals Frankrijk en zelfs Duitsland volgen dit beleid ondanks dreigende taal van de Europese Commissie met boetes. Donald Trump krijgt het in zijn ambtstermijn nog voor elkaar om belastingverlaging voor de lage en middeninkomens door het Congres te loodsen. Ook een investeringsprogramma voor infrastructuur kan op steun rekenen van zowel Republikeinen als Democraten. De Amerikaanse en Europese groei trekt flink aan, evenals de kredietverlening door banken. Er ontstaat krapte op de arbeidsmarkt. Door een klassieke loon-prijsspiraal loopt de inflatie aanzienlijk op. Een strikt migratiebeleid zorgt voor weinig nieuw aanbod van arbeid. In Europa ontstaat een kloof tussen de nog harder stijgende inflatie in de kernlanden en die in de periferie. Vooraanstaande economen waarschuwen dat de kernlanden een veel hogere beleidsrente nodig hebben om oververhitting te voorkomen. Maar de opvolger van Mario Draghi blijft onder druk van de periferie een accommoderend beleid voeren. De Federal Reserve durft haar beleidsrente niet verder te verhogen, deels uit angst om een recessie te veroorzaken en deels door politieke druk van president Trump. China pompt recordbedragen in haar economie om eerdere groei doelstellingen alsnog te halen. 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 slaat de stemming snel om.



3. Stagflatie

Nationalistisch georiënteerde populisten krijgen meer invloed. Zij eisen meer protectionisme om de nationale economie te beschermen. President Trump gaat door met importheffingen voor Chinese, Japanse en Europese producten. Europa, China en Japan nemen revanche waardoor grote handelsconflicten ontstaan. Bestaande geopolitieke conflicten krijgen een grimmiger karakter. De situatie rondom Noord-Korea is explosief en de relatie tussen het westen en Rusland bekoelt nog verder. De baas van de NAVO spreekt openlijk over een cyberoorlog met Rusland. Cyberincidenten in het betalingsverkeer zorgen voor een gevoel van onveiligheid. Door Brexit-vermoeidheid verslechteren de verhoudingen tussen het VK en de EU. Als gevolg van hogere importheffingen, kapitaalrestricties, een strenger immigratiebeleid en hogere uitgaven aan digitale beveiliging 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. Beleidsmakers hebben hoog ingezet op het eigen belang maar het gevoel heerst dat iedereen heeft verloren.

4. Voorspoed

In dit scenario ontstaat een golf van optimisme, gevoed door het vooruitzicht op goedkope en duurzame energie, minder regelgeving en bureaucratie, en veel innovatie. Bedrijven floreren wereldwijd. Nieuwe investeringen in technologie en digitalisering leiden tot flinke productiviteitsgroei. Zelfrijdende voertuigen boeken snel vooruitgang in veiligheid en regulering. Minder files en een schoner milieu komen nu verrassend snel in zicht. Optimisme, euforie en ondernemingszin bepalen de sfeer. De economie groeit aanzienlijk en de inflatie blijft onder controle door normalisering van het monetaire beleid. Migranten en robotarbeid helpen om de negatieve gevolgen van een krimpende beroepsbevolking tegen te gaan. Opkomende economieën profiteren mee van de toenemende bestedingen in de ontwikkelde landen. Tal van nieuwe waardeketens ontstaan waarbij duurzaamheid en zorg voor het lokale milieu hoog in het vaandel staan. Europa maakt eindelijk een plan om (bancaire) probleemschulden in de zuidelijke landen aan te pakken. Werknemers profiteren wereldwijd door meer koopkracht terwijl nieuwe banen ontstaan in tal van sectoren. Er is hoog ingezet maar het gevoel is dat iedereen wint. Korte en lange rentes stijgen in de richting van hun langjarig gemiddelde. Risicovolle activa halen uitstekende rendementen. Koers-winstverhoudingen nemen toe. ■

‘In de economie is het gedrag van mensen allesbepalend voor de uitkomsten op markten. Daarom kun je niet voorspellen maar wel begrijpen wat er in extreme maar realistische scenario’s mogelijk is. Met die inzichten ligt een robuust beleggingsbeleid binnen handbereik’



‘History is moving pretty quickly these days and the heroes and villains keep on changing parts’

- Ian Fleming, Casino Royale -

Hoewel het economisch nog altijd goed gaat, hebben beleggers het afgelopen jaar een stapje terug gedaan. Onzekerheden blijven als donkere wolken boven de markten hangen. Wordt het een recessie of zal de muziek voorlopig nog door blijven spelen?

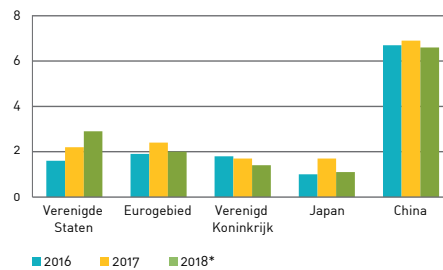
In het afgelopen jaar is de economie blijven bloeien. De huidige cyclus duurt daarmee verrassend lang. De nog steeds lage beleidsrentes van centrale banken en belastingverlagingen in de Verenigde Staten hebben hieraan bijgedragen. Het gevaar is dat we gaan wennen aan deze situatie. Goedkoop geld, optimisme en hoge waarderingen voor tal van activa maken ons blind voor de toegenomen risico's. Toch weten we dat de economie niet eeuwig zal bloeien en op een gegeven moment het economisch tij zal keren. De economische activiteit kent nu eenmaal een cyclisch karakter, dat is van alle tijden. De vraag is wat de trigger zal zijn van de volgende recessie. Gaat de handelsoorlog tussen China en de Verenigde Staten uit de hand lopen? Duwt Italië met zijn populistische regering het eurogebied in een nieuwe politieke crisis? Verhoogt de Federal Reserve de Amerikaanse rente veel te snel waardoor hogere financieringskosten een nachtmerrie gaan worden voor bedrijven en huishoudens? Of raakt gewoon de schwing uit de huidige opleving en glijdt de economie af naar een trager groeipad zonder noemenswaardige schokken? Deze onzekerheden komen tot uiting in de scenario's in hoofdstuk 4. In dit hoofdstuk steken we eerst de thermometer in de economie en blikken we terug op de afgelopen periode.

Economisch groei houdt aan in 2018

De wereldeconomie groeit in 2018 met 3,7% in lijn met de groei van het jaar daarvoor. De Amerikaanse economie laat met een groei van bijna 3% een flinke versnelling zien ten opzichte van 2017.

Dit kan voor een groot deel worden toegeschreven aan de eenmalige belastingverlaging van de regering Trump. Volgend jaar zal deze impuls ontbreken, waardoor de groei lager zal uitvallen. De groei in de eurozone bedraagt in 2018 circa 2%. Dat is lager dan in het jaar daarvoor. Ook in Japan en het Verenigd Koninkrijk valt de groei lager uit met respectievelijk 1,4% en 1,1%. De lage groei in het VK hangt natuurlijk samen met het moeizame Brexit- onderhandelingsproces en de economische onzekerheid die dit nog steeds met zich meebrengt.

Figuur 1: Economische groei in 2016-2018 (%)



Bron: IMF

Binnen de eurozone bleven de groeiverschillen groot. Nederland, Spanje en Oostenrijk groeiden flink met bijna 3%. Duitsland en Frankrijk zaten met een relatief lage groei van 1,9% en 1,6% nu in de middenmoot. De lagere exportgroei zet de economische activiteit in deze landen onder druk. Italië bleef met een groei van slechts 1,2% de hekkensluiter van Europa. ►

‘De lage kerninflatie in veel landen hangt samen met een nog steeds vrij geringe groei van de reële lonen’

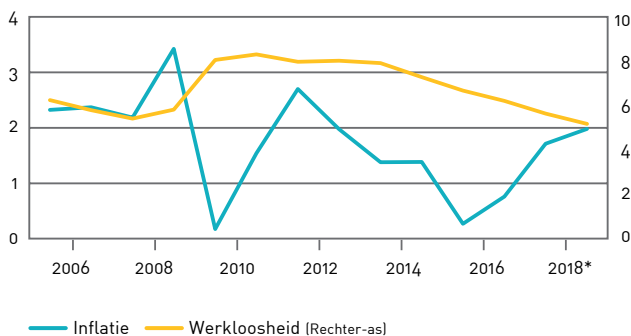
Italië kent niet alleen een lage productiviteitsgroei, maar kampt ook nog eens met enorme probleemschulden in de bankensector en hoge overheidsschulden. Italië blijft daarmee erg kwetsbaar voor een nieuwe economische schok. Het is de vraag of de nieuwe populistische regering in zo'n scenario de risico's afdoende kan beheersen. Binnen de eurozone blijft Italië daarom een systeemrisico.

Ook opkomende markten groeien in 2018 met 4,7% even hard als het jaar daarvoor. Vooral in Azië blijft de groei hoog (6,5%). Het tempo in China neemt wel af van 6,9% naar 6,6%. India daarentegen accelereert van 6,7 naar 7,3%, mede door toenemende binnenlandse bestedingen. Opvallend is dat vooral de groei in opkomend Europa teleurstelt. Deze neemt af van 6% naar 3,8%. Latijns-Amerika groeit slechts zeer gematigd met 1,2 procent, ondanks het feit dat de prijzen voor grondstoffen die deze landen exporteren sinds medio 2017 zijn gestegen.

Inflatie stijgt, werkloosheid daalt

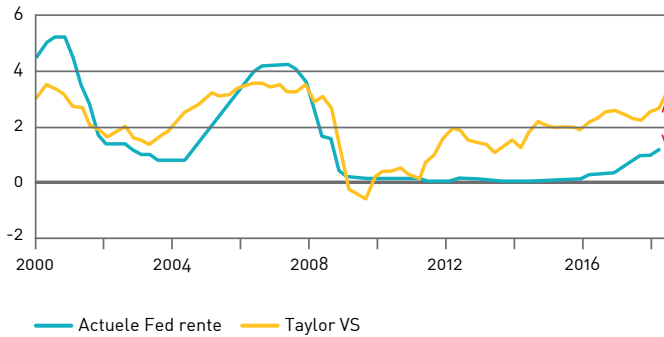
Door de aanhoudende economische groei begint de inflatie in de ontwikkelde landen op te lopen naar zo'n 2%. Tegelijk neemt de werkloosheid af naar circa 5%. In de VS is de werkloosheid op het laagste punt sinds 2000 en in Japan zelfs sinds 1993. Toch ligt de zogeheten kerninflatie – zonder de volatiele componenten energie en voedsel – in de meeste ontwikkelde landen nog onder de doelstelling van de centrale bank. In het eurogebied bedraagt de kerninflatie circa 1%, in Japan 0,3%. Alleen in de VS is de kerninflatie met 2% niet ver af van het doel van de centrale bank. De lage kerninflatie in veel landen hangt samen met een nog steeds vrij geringe groei van de reële lonen. Lage productiviteitsgroei, toegenomen concurrentie door globalisering en mogelijk verborgen werkloosheid kunnen hieraan ten grondslag liggen.

Figuur 2: Inflatie en werkloosheid in ontwikkelde landen (%)



Bron: IMF; * projectie

Figuur 3: Amerikaanse rente en Taylor rule (%)

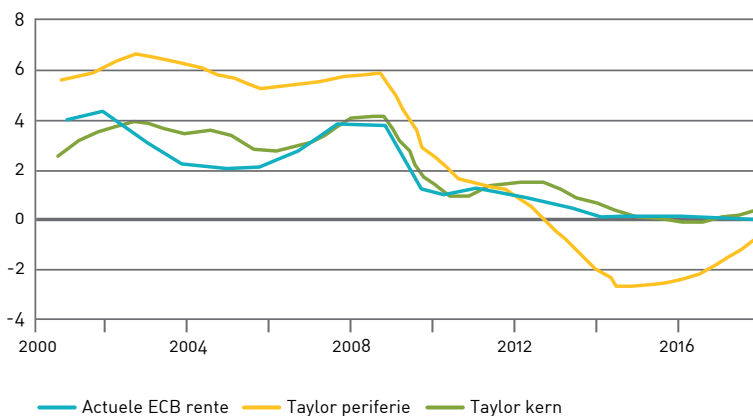


Bron: Atlanta Fed

Ondanks de aangetrokken economische groei blijven centrale banken in de ontwikkelde landen een zeer ruim monetair beleid voeren. In het eurogebied blijft de beleidsrente op nul staan tot ten minste medio 2019, aldus de ECB. De Amerikaanse centrale bank is als eerste het pad van renteverhogingen opgegaan. Zij geeft aan de huidige rente van circa 2% in een aantal stappen nog verder te verhogen in 2019. In vergelijking tot eerdere economische cycli is het huidige niveau van de Amerikaanse rente nog steeds laag te noemen. Dit wordt bijvoorbeeld weerspiegeld in de zogeheten Taylor rule, een monetaire vuistregel die voorschrijft wat de rente idealiter zou moeten zijn gegeven de inflatiedoelstelling van

de centrale bank en de stand van de economie. Op basis van deze vuistregel zou de rente in de VS ongeveer 2 procentpunt hoger moeten liggen (figuur 3). Op basis van de Taylor-regel moet de rente circa 1 procentpunt hoger zijn voor kernlanden, wat voor een gemiddeld pensioenfonds de waarde van verplichtingen met pakweg 20% doet afnemen (figuur 4). Centrale banken lijken er dus op te gokken dat de inflatie nu minder hard toeneemt dan in vorige economische oplevingen. Of deze aanname terecht is zal moeten blijken. Het valt niet uit te sluiten dat de inflatie sneller toeneemt dan verwacht. Daarmee kan een inflatiescenario realiteit worden. ▶

Figuur 4: Rente ECB afgestemd op zwakke broeders (%)



Bron: CaixaBank en eigen bewerking

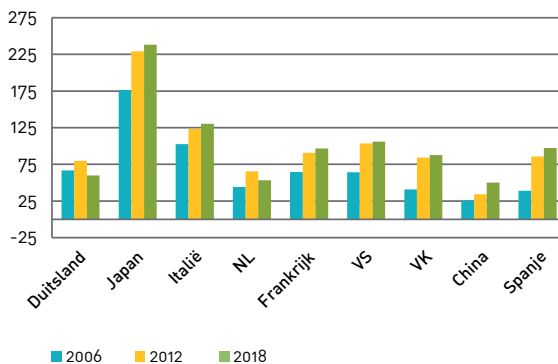
Overheidsschulden lopen verder op

Ondanks de economische bloei namen overheidsschulden in de meeste landen fors toe (figuur 5). Als het gaat om schuldgroei zijn met name Spanje, China en het Verenigd Koninkrijk koplopers. Het schuld-niveau ligt in China ondanks de snelle toename wel op een relatief laag niveau in vergelijking met andere landen. Japan voert de lijst aan in termen van schuld-niveau. De totale overheidsschuld bedraagt meer dan 225% van het bbp. Overigens staat een flink deel van deze schuld (circa 40%) op de balans van de Japanse centrale bank. Dit is het gevolg van het beleid van kwantitatieve verruiming (het opkopen van schuld papier door de centrale bank) dat Japan al in de jaren negentig in gang heeft gezet en nog steeds actueel is.


Opvallend is dat binnen de eurozone vooral de schulden in Frankrijk, Italië en Spanje sterk toenemen. In kernlanden

zoals Duitsland en Nederland zijn de overheidsschulden juist afgenomen in de afgelopen jaren. Hiermee neemt de divergentie toe binnen de eurozone. Het gevaar hierbij is dat landen hun schulden niet meer kunnen financieren op het moment dat de ECB stopt met het aankopen van schuld papier en/of de beleidsrente gaat verhogen. Dit kan leiden tot ernstige economische uitval in de periferie, problemen bij banken en in het uiterste geval zelfs het uiteenvallen van de eurozone. Aan de andere kant bestaat het gevaar dat de hoge schulden kunstmatig in stand worden gehouden door stimulerend beleid van de ECB. Het risico hierbij is dat de economie in de kernlanden oververhit raakt en nieuwe bubbels veroorzaakt op onder meer vastgoedmarkten, terwijl perifere landen langzaam stagneren met alle politieke risico's van dien (meer populisme). Kortom, door divergentie in de eurozone nemen staart-risico's toe. ►

Figuur 5: Overheidsschuld in periode 2006 t/m 2018 (% bbp)



Bron: debt-economics.org

An aerial, top-down view of a complex multi-level highway interchange at night. The roads are illuminated by streetlights, creating a dense network of light trails in shades of yellow, orange, and red. The interchange features several large circular ramps and multiple levels of overpasses, creating a complex, almost maze-like structure. The surrounding area is dark, with some greenery and buildings visible in the background.

**‘Door divergentie in de eurozone
nemen staartrisico’s toe’**

Aandelenmarkten krijgen wat klappen

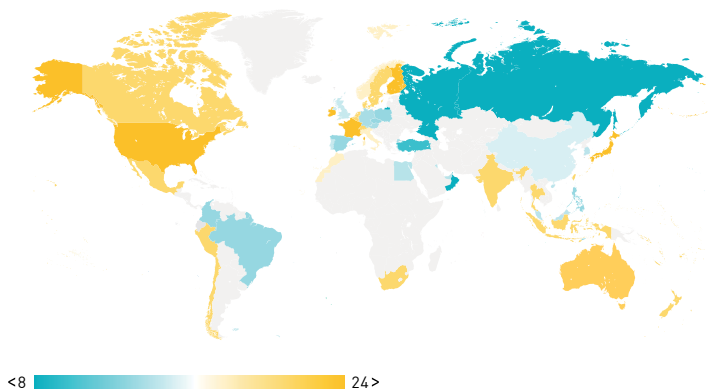
Voor beleggers was 2018 geen goed jaar. Al in februari kregen de beuren een voorproefje van wat dit jaar zou laten zien. In korte tijd een verlies van 10% voor de S&P500. Ook in het vierde kwartaal was het geen feest met een S&P500 die geleidelijk aan 20% moest inleveren. Tegelijkertijd was de volatiliteit soms schrikbarend hoog, met een piek van de VIX op 24 december boven de 38!. Ongekend! Het laat zien hoe groot de onzekerheid was en nog altijd is. Met een afkoelende economie, de Brexit voor de boeg en de grote handelsspanningen die nog altijd voortduren kunnen we zeker niet zonder meer verwachten dat aandelen het de komende periode per definitie goed zullen doen.

Renteverhogingen van de Fed, de handelsoorlog tussen China en de VS en politieke onzekerheid in Europa zorgden in 2018 voor twijfel. Daarnaast lijkt de economische groei af te vlakken, wat op termijn de winstgevendheid van bedrijven onder druk kan zetten. De risicopremies op bedrijfsobligaties namen toe. Ondanks de toenemende volatiliteit blijven obligaties en aandelen historisch gezien duur. Een maatstaf voor de waardering van aandelen is de zogeheten Shiller koerst-winstverhouding, die de verhouding tussen de prijs van aandelen en bedrijfswinsten weergeeft (figuur 6). Deze maatstaf is gebaseerd op de

winstontwikkeling van de afgelopen tien jaar, waardoor wordt gecorrigeerd voor kortetermijnfluctuaties. De maatstaf bevindt zich eind 2018 op een niveau van ruim 30 voor Amerikaanse aandelen. Dat is bijna 80% boven het langjarig gemiddelde van circa 17. Dat is in de afgelopen 140 jaar slechts twee keer voorgekomen: in 1929 en in 2000. Dit impliceert dat beleggers in Amerikaanse aandelen rekening moeten houden met lagere toekomstige rendementen. Helaas zegt de Shiller koerst-winstverhouding 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 dergelijk hoge waardering van aandelen rekening worden gehouden met verliezen van 50% of meer in geval van een negatief scenario. Dit zou bijvoorbeeld kunnen gebeuren indien de economische groei fors tegenvalt (richting depressiescenario) én extra stimulering door centrale banken achterwege blijft. Ook een onverwachte forsere renteverhoging door de Fed dan verwacht kan aandelenmarkten onder druk 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 6: CAPE ratio's van aandelen (september 2018)



Bron: Starcapital.de



‘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’

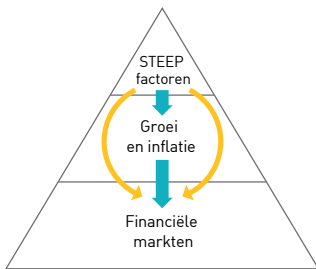
ACTUELE AANJAGERS VAN VERANDERING

Het jaar 2018 was weer een bewogen jaar voor wat betreft aanjagers van verandering. Handelsoorlogen, cyberterreur, vermoorde journalisten en extreem weer vormen maar een kleine greep uit de ontwikkelingen van afgelopen jaar. Hoe beïnvloeden dit soort ontwikkelingen de mondiale economie en financiële markten?



Scenario's zijn bij uitstek geschikt om na te denken over ontwikkelingen waar je via een stochastische analyse geen zinnig woord over kunt zeggen. Om voldoende breed te analyseren gebruiken we actuele ontwikkelingen uit de STEEP-categorieën. Hiermee bespreken we aanjagers op de terreinen Sociaal, Technologie, Ecologie, Economie en Politiek. Deze aanjagers beïnvloeden op hun beurt de economische ontwikkelingen

Figuur 7: Relatie tussen aanjagers, economie en markten



(groei en inflatie) en de financiële markten. Tabel 2 geeft een overzicht van deze aanjagers en de link met 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 mogelijke 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 introduceert. 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. ▶

Tabel 2: Relevantie actuele aanjagers van verandering voor scenariobeschrijvingen

STEEP-categorie	Thema	Voorspoed	Inflatie	Stagflatie	Depressie
Sociaal	Ongelijkheid	*	**	**	***
	Privacy	*	**	***	*
	Nepnieuws	*	**	***	*
Technologie	Cyberterrorisme	*	*	***	*
	Robotisering	***	*	*	***
	Blockchain in de ijskast	*	*	*	*
Ecologie	Energietransitie	***	*	*	*
	Maximaal 1,5 graad	**	*	*	*
	Extreem weer	**	*	*	*
Economie	Handelsoorlogen	*	**	***	**
	Lage rente	*	*	**	***
	Globaliserende waardeketens	**	*	***	***
Politiek	Opkomend populisme	*	***	***	**
	Brexit	*	**	**	***
	Koude oorlog	*	*	***	**

*=weinig invloed; **= gemiddelde invloed; ***=veel invloed; invloed kan positief of negatief zijn

Sociaal

'Beste meneer Zuckerberg, kunt u uitleggen hoe de privacygevoelige gegevens van 87 miljoen van uw gebruikers bij Cambridge Analytica terecht kwamen?' Een vertwijfelde Facebook-CEO moet het antwoord schuldig blijven maar de zweetdruppels op zijn voorhoofd spreken boekdelen. 'Beste meneer Zuckerberg, heeft u vat op nepnieuws?' Ook hier weer ontbreekt een duidelijk antwoord en volgen vooral veel nietszeggende woorden. En zo blijft na dagen van verhoor voor het Amerikaanse Congres vooral het beeld hangen van een steeds dominanter wordende technologie-sector die worstelt met haar verantwoordelijkheden. Ook bedrijven als Google hebben een businessmodel dat sterk leunt op het verkopen van de gebruikersdata. Je hoeft maar iets over een popartiest op te zoeken en je krijgt nog dagenlang reclames te zien voor concerten als je op nu.nl surft. Als het jaar 2018 iets duidelijk heeft gemaakt is het wel dat we ons misschien wel meer zorgen moeten maken over Big Tech dan over Big Brother. Deze zaken schreeuwen om duidelijke antwoorden. Want als de oor-

verdovende stilte van Zuckerberg aan blijft houden kan het vertrouwen in technologisering weleens met de noorderzon verdwijnen.

Het interview met ambassadeur Pete Hoekstra in december 2017 toont het gevaar van nepnieuws in al zijn glorie. 'U heeft gezegd dat in Nederland politici worden verbrand', stelt de journalist. 'Dat is fake news', antwoordde Hoekstra resoluut om vervolgens, geconfronteerd met de beelden, te verklaren de term fake news nooit in de mond te hebben genomen. Als dit de wenkbrauwen nog niet doet fronsen dan overtuigt wellicht de volgende Donald Trump-casus. In een persmoment samen met Poetin verklaart de Amerikaanse president niet te denken dat Rusland zich zou hebben bemoeid met het Ruslandonderzoek. Een paar dagen later maakt hij vervolgens een 180 graden draai: ik denk niet dat ze zich er NIET mee hebben bemoeid. Niet alleen is een feitenvrije wereld ontzettend verwarrend, het brengt ook heel wat onzekerheid met zich mee. Beleidsvoorstellen die niet langer aan de tucht van bewijs worden overgelaten zijn extreem risicovol.



‘Een afkeer van feiten in beleidsdiscussies ondermijnt de taak die onafhankelijke media vervullen om feiten van fabels te scheiden’

Een afkeer van feiten in beleidsdiscussies ondermijnt de taak die onafhankelijke media vervullen om feiten van fabels te scheiden. Dit leidt ook tot een inflatie van expertise, want iedere gek kan zich uitgeven voor kenner en als influencer – al dan niet tegen betaling. Zo zijn voor het bredere publiek wetenschappelijke feiten niet meer te onderscheiden van twijfelachtige statements zoals ‘klimaatverandering is een hoax’ of ‘vaccinaties leiden tot autisme bij kinderen’. Hoe schadelijk dit soort situaties kunnen zijn blijkt wel uit de aidsbestrijding in Afrika die jaren werd gefrustreerd door president Mbeki van Zuid-Afrika die ontkende dat HIV de oorzaak is van de dodelijke ziekte. Het negeren van feiten in het discours kan tot grote economische risico's leiden. We zien hier helaas al gevolgen van door het oprukkende populisme. Handelsonoorlogen worden gevoerd, ondanks dat deze alleen verliezers kennen. Overheidstekorten in Italië lopen sterk op, ondanks de toenemende gevaren van een steeds onhoudbaar wordende staats-schuld. De rentes in de VS en EU blijven extreem laag, ondanks de risico's voor bubbelvorming. Het is slechts een greep.

Technologie

‘We zijn in cyberoorlog met Rusland’, verklaart minister van Defensie Ank Bijleveld resoluut in een uitzending van WNL Op Zondag. De term oorlog klinkt schokkend maar de woordkeuze is verrassender dan de feiten. Sinds speciaal aanklager Robert Mueller onderzoek doet naar Russisch inmengen in de Amerikaanse presidentsverkiezingen horen we regelmatig over cyberattacks.

De zorgen over cyberattacks lijken inmiddels ook zeer serieus genomen te worden door beleidsmakers bij centrale banken. Waar we in recente jaren leuzen hoorden als ‘klein bedrag, pinnen mag’ wordt nu gewaarschuwd voor de gevaren van het digitaal betalingsverkeer. ‘Chartaal geld is nog altijd het meest geaccepteerde betaalmiddel’ hoor je nu.

‘Alleen ABN-AMRO voor 260 euro en 600 euro voor alle vier de grootbanken’, geeft de crimineel aan die een panklare phishing-kit verkoopt. Cybercriminaliteit is big business en het wordt steeds makkelijker om je eigen winkeltje te beginnen. Een bijna perfecte kopie van een website staat de nietsvermoedende consument te wachten. Er lijkt een toenemende terughoudendheid te ontstaan ten opzichte van de digital finance door dit soort gebeurtenissen. Naast phishing is het afgelopen jaar ook het aantal DDoS-aanvallen opnieuw sterk gestegen. Vrijwel geen enkele grote bank wist eraan te ontkomen en hoewel je met een DDoS-aanval in tegenstelling tot phishing geen geld afhandig kunt maken blijkt wel hoe fragiel het betalingsverkeer is.

‘Cryptocurrencies als bitcoin kunnen niet voldoen aan de strenge eisen van het betalingsverkeer’, vindt De Nederlandsche Bank. We hebben de afgelopen jaren veel gehoord over de kansen van blockchain-technologie. Voorlopig lijken plannen voor e-valuta nog even in de ijskast te verdwijnen na talloze schandalen. De bitcoin daalde van het hoogste punt van zo'n 20.000 dollar tot onder de 4.000 dollar waardoor beleggers minder enthousiast zullen worden. Technologie is mooi maar de cryptorevolutie lijkt voorlopig nog even in de ijskast te blijven. ►

Ecologie

‘Met die zinderende hitte kun je nauwelijks meer ademen’, vertelde een Nederlandse vakantieganger in het Radio 1 Journaal. Hij was net terug van een vakantie naar de toepasselijk genaamde Death Valley – een woestijn in de VS. Het had maar een haartje gescheeld of de hoogste temperatuur ooit gemeten op aarde was in juni dit jaar bereikt. De autoriteiten waarschuwden altijd binnen vijftien minuten van een airconditioning te blijven. Het zijn condities waaronder mensen nauwelijks kunnen overleven.

De hete zomer van 2018 blijft natuurlijk een uitschieter maar dat neemt niet weg dat het een krachtig signaal is dat ons klimaat verandert. Niet alleen stijgt de temperatuur sneller dan gedacht, maar de extreme weersomstandigheden nemen bovendien in rap tempo toe. Bovendien blijkt uit onderzoek van klimaatwetenschappers dat een kleine temperatuurstijging veel sneller tot problemen gaat leiden dan we dachten. Daarom pleit het rapport van het VN-klimaatpanel IPCC uit oktober er zelfs voor de temperatuurstijging tot 1,5 graden Celsius te beperken. Dat lijkt een enorme uitdaging maar het biedt technici wel de kans te laten zien wat ze waard zijn. Er zijn oplossingen nodig voor duurzame gebouwen, mobiliteit en industrie.

Gelukkig zijn er ook voldoende signalen voor klimaatoptimisten om te denken dat de energietransitie er wel gaat komen. Zo liggen de kosten voor zonne-energie en wind-energie in de VS en Canada inmiddels lager dan die voor gas, gemeten per megawatt-uur. De vraag is inmiddels niet meer of een duurzame energievoorziening er gaat komen maar wanneer. De nog resterende uitdaging is het opslaan van duurzame energie, wat een drempel lijkt te zijn voor een definitieve doorbraak van bijvoorbeeld elektrische voertuigen. Als de huidige prijsdaling voor batterijen doorzet, dan zal het omslagpunt waarop we auto's met verbrandingsmotoren definitief kunnen uitzwaaien in 2024 worden bereikt.

In de tussentijd roept oerert Donald Trump ‘bedankt voor de lage olieprijsen Saoedi-Arabië’. Wie de Amerikaanse president al wat langer volgt, weet dat zijn beleid er vooral op is gericht ‘to protect their way of life’, verwijzend naar de werkers in koloniën. Geheel in lijn met zijn weinig groene beleid heeft Trump inmiddels import-tarieven ingevoerd op onder meer Chinese zonnepanelen. De EU lijkt voorlopig, heel strategisch, juist alle opties open te houden. Zo krijgt duurzame energie een boost met het verdwijnen van importtarieven op zonnepanelen uit China.

‘De hete zomer van 2018 blijft natuurlijk een uitschieter, maar dat neemt niet weg dat het een krachtig signaal is dat ons klimaat verandert’



Tegelijkertijd blijft de EU ook inzetten op fossiele brandstoffen, met twee nieuwe pijpleidingen uit Rusland via respectievelijk Denemarken en Turkije. Om oud-premier Van Agt te parafaseren, wij buigen niet naar groen en wij buigen niet naar grijs. Economisch kan dit de EU weleens gaan helpen door tijdens de energietransitie niet alleen alle opties open te houden maar ook China en Rusland te vriend te houden.

Economie

Handel is oorlog, lijkt het devies sinds 2018. De dreiging is een groot deel van het jaar groot geweest met vooral de VS en China in de hoofdrol. Ze buitelen over elkaar heen met nieuwe importheffingen en stevige taal wordt niet geschuwd. Commissievoorzitter Juncker van de EU opereert vervolgens handig door de uitvoering van bestaande uitspraken als concessie aan de VS te presenteren. Eind goed al goed,

we kunnen nog tot in lengte van jaren onze Harley Davidson motoren zonder restricties blijven kopen. Toch laten de toenemende handelsconflicten vooral zien hoe grimmig de internationale politiek is geworden. Grote internationale bedrijven stellen zich bovendien onafhankelijker op. Tesla verschuift bijvoorbeeld een deel van de productie naar China en zal voorlopig de heffingen uit eigen zak betalen.

‘We doen alles wat nodig is om de euro te redden’, zei Mario Draghi een paar jaar terug. Tot de dag van vandaag lijkt de stabiliteit van de eenheidsmunt de belangrijkste monetaire overweging. De stevige woorden van DNB-president Klaas Knot over het afbouwen van kwantitatieve verruiming uit de eerste helft van 2018 hebben plaatsgemaakt voor een gematigder toon. Geen daden maar woorden, zo lijkt voorlopig het devies voor de ECB. ►

‘Zo gaat er weer een jaar voorbij met onconventioneel monetair beleid’

Zo gaat er weer een jaar voorbij met onconventioneel monetair beleid. Kwantitatieve verruiming en extreem lage rente lijkt een noodzakelijk kwaad geworden om de economieën in Zuid-Europa overeind te houden. Laten we dan in bijvoorbeeld Nederland en Duitsland de inflatie maar gewoon oplopen? De tijd zal het leren. Maar net zo goed zijn we alweer over de top van de groei heen en moeten we inmiddels gaan nadenken over renteverlagingen voor het geval de onvermijdelijke eerstvolgende recessie zich aandient.

Politiek

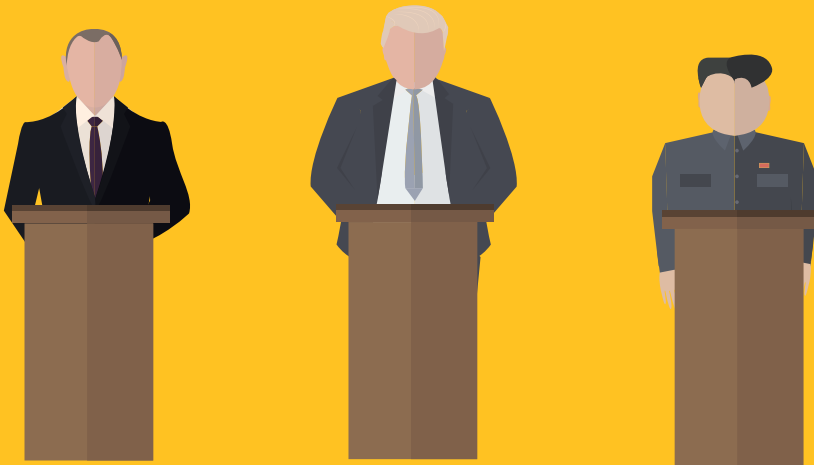
De Brexit roept nog altijd sterke reacties op onder politici. We kennen bijvoorbeeld het stevige taalgebruik van de inmiddels afgetreden Boris Johnson. In juni 2018 werd hij in een meeting geconfronteerd met zorgen van zakenlieden. ‘Fuck business’, was zijn weinig aan de verbeelding overlatende opstelling. Zelfs nu de flamboyante minister van Buitenlandse Zaken is vertrokken blijven de gevolgen van de Brexit ongewis.

Ongeacht of het een deal of no deal uitkomst wordt, de onzekerheid zal markten de komende tijd nog flink parten kunnen spelen.

‘Over het basisinkomen en verlaging van de pensioenleeftijd valt niet te onderhandelen’, zegt ondertussen vicepremier Salvini van Italië. De populistische regering daar komt flink in aanvaring met de Europese Commissie. Rentes op staatspapier lopen zo weer op en zelfs als de inflatie in de kernlanden zou oplopen is het maar de vraag of de ECB deze kan bestrijden zonder de euro in gevaar te brengen.

‘Jullie hebben gefaald bij het indammen van Rusland’, luidde de boodschap van een getergde Vladimir Poetin. Inmiddels wordt er weer openlijk gespeculeerd over een nieuwe Koude Oorlog. De geopolitieke verruiming was ook in 2018 weer duidelijk waarneembaar. De Iran-deal werd door de VS opgeblazen en tot een toenadering met Noord-Korea kwam het evenmin. ■





**'De geopolitieke verruwing was ook in 2018
weer duidelijk waarneembaar'**

VIER SCENARIO'S

DEPRESSIE
INFLATIE
STAGFLATIE
VOORSPOED





‘We cannot change the cards
we are dealt, just how
we play the game’

- Randy Pausch, Amerikaans informaticus -



Algemeen

Deze paragraaf bespreekt de vier scenario's.¹ Daarbij houden we in principe rekening met alle mogelijke economische windrichtingen, door combinaties te maken van de belangrijkste macro-economische variabelen groei en inflatie (figuur 8).² We maken een grove indeling van scenario's die vervolgens in tabel 3 verder is ingevuld met bijvoorbeeld rentes, spreads en aandelenschokken. Dit jaar hebben we voor het eerst ook zogenaamde z-spreads opgenomen, het renteverskil tussen swaps en overheidsobligaties van een zelfde looptijd. Daarbij onderscheiden we drie gebieden, kern, niet kern en periferie. Bij de kern gaat het om landen met zeer hoge krediet-

waardigheid, zoals Nederland en Duitsland. In geval van de niet kern landen gaat het om de middengroep waaronder België en Frankrijk. De periferie betreft tenslotte de probleemlanden zoals Italië.

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.

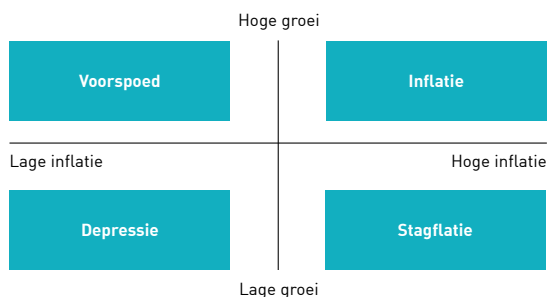
'Het betreft mondiale scenario's, waarbij verondersteld wordt dat in de verschillende economische blokken soortgelijke ontwikkelingen een rol spelen'

Tabel 3: Overzicht scenario's en impact financiële markten

Economie eurozone en financiële markten in 2019-21					
Reële economie betreft piekniveaus in procenten per jaar gedurende de scenariohorizon					
Financiële markten in niveaus of schokken in procentpunten per ultimo 2021					
	Startpunt	Depressie	Inflatie	Stagflatie	Voorspoed
<i>Reële economie</i>					
Groei bbp (reëel)	2	-5	3	0	3
Inflatie (gerealiseerd)	2	-2,5	7,5	5	2,5
<i>Financiële markten</i>					
Renteniveau kort	0	-1	5	0,5	3
Renteniveau lang (10-jrs)	0,8	-0,5	4	0,75	3,25
Renteniveau lang (30-jrs)	1,4	0	3,5	1,5	4
Credit spreadschok (BBB)	-	3,5	-0,5	0,5	-0,5
Z-spreadschok kern	-	-0,15	0,35	0	0,2
Z-spreadschok niet-kern	-	0,5	0,1	0,1	-0,2
Z-spreadschok periferie	-	1,75	0	1	-0,5
Break-even-inflatie (niveau 30-jrs)	2	1	4,5	3	2,25
Reële rente (niveau 30-jrs)	-0,5	-1	-1	-1,5	1,75
Wereldwijde aandelenschok	-	-50	-15	-35	+50
Vastgoedschok	-	-40	+25	+5	+15
EUR/USD koers	1,14	0,80	1,3	1	1,5

Er zijn natuurlijk heel veel dimensies die je kunt gebruiken de thema's voor de scenario's te bepalen. Wij kiezen hier voor een macro-economische benadering waarbij de economische groei en de inflatie worden gebruikt om tot scenario's te komen. Uit het

scenariokruis hieronder valt op te maken met welke scenario's we in deze studie werken (figuur 8). Naast de economische ontwikkelingen beschrijven we in de scenario's ook ontwikkelingen voor de aanjagers van verandering die in het betreffende beeld passen. ►

Figuur 8: Economische windrichtingen en de scenario's

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

² Zie Dalio, R. (2012). 'The All Weather Story', Bridgewater, www.bwater.com

BESCHRIJVING SCENARIO'S

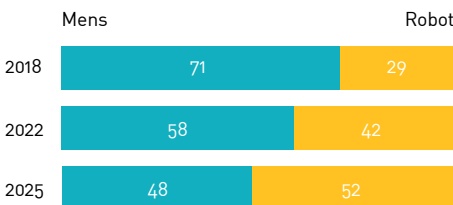
Depressie

Pech je baan is weg

Onder druk van de teruglopende groei zijn bedrijven op zoek naar manieren om kosten te besparen, hetgeen ten koste gaat van werkgelegenheid. Robotarbeid wordt een steeds realistischer alternatief en zeker in de westerse wereld waar menskracht duur is, verliezen steeds meer werkenden hun baan. Volgens een studie van het World Economic Forum zal in 2025 meer dan de helft van de tijd die nodig is om een product te maken voor rekening komen van machines. Het huidige percentage ligt op 29%. Niet alleen laaggeschoolden zijn hiervan de dupe. In toenemende mate wordt juist de voor de consumptie zo belangrijke middenklasse geraakt. De banen van accountants en chirurgen blijken net zo kwetsbaar als die van vrachtwagenchauffeurs en fabrieksarbeiders.³ Werkenden moeten gedwongen uitwijken naar sectoren waar vooral menselijk contact is, zoals de zorg en de horeca. Dit resulteert wel in lagere lonen en onvrede onder werknemers.

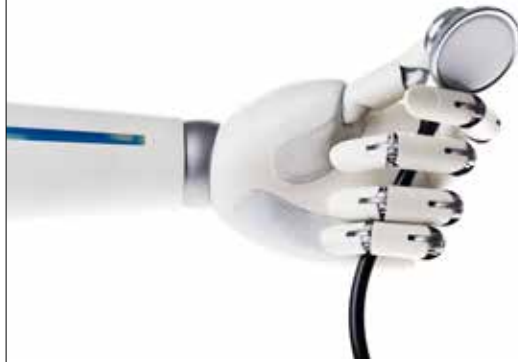
Het beschermen van bestaande belangen van werknemers en de weerstand tegen techno-

Figuur 9: Percentage robotarbeid (aandeel in %)



Bron: Future of Jobs Report 2018, World Economic Forum

'Robotarbeid wordt een steeds realistischer alternatief en zeker in de westerse wereld waar mensen duur zijn verliezen steeds meer werkenden hun baan'



logisering neemt sterk toe. Er worden vooral stevige maatregelen genomen om Big Tech meer te belasten. De energietransitie wordt sterk afgeremd onder het adagium dat we geen tijd hebben voor dit soort linkse hobby's. Ook groeit de weerstand tegen globale waardeketens. De oproep aan pensioenfondsen om meer in eigen land te investeren klinkt steeds luider. Bedrijven worden angstig voor imagoschade en trekken investeringen terug uit opkomende economieën. Dit veroorzaakt een negatieve spiraal van krimp, afnemende handel en desinvesteringen.

Binnen de EU lopen de politieke gemoederen tussen het noorden en het zuiden weer hoog op. De relatieve rust bleek meer een gevolg van lagere druk door de groei van de afgelopen jaren dan structurele hervormingen. Onder druk van financiële markten en oplopende rentes op staatsleningen hameren conservatieve politici op meer begrotingsdiscipline. Regeringsleiders hebben geen keus en moeten kiezen tussen bezuinigen of failliet gaan.

Laag en traag

Economisch gaat het ronduit slecht met een terugkeer naar de lage groei en inflatie die we nog kennen van de jaren direct na de crisis. De deprimerende economische werkelijkheid in de westerse wereld is mede zo ernstig omdat vooral de middenklasse hard wordt geraakt. Binnen de EU is de pijn het grootst door de ruziënde overheden. Ook in China wordt als fabriek van de wereld de pijn van de economische tegenwind gevoeld. Weliswaar heeft de overheid goed ingespeeld op de opkomst van robotarbeid, maar de sterk terugvallende export naar het westen levert pakhuisen vol met onverkoopbare voorraden op.

Centrale banken hebben nauwelijks munitie om tegenwicht te bieden aan de nieuwe economische storm. Achteraf bezien zijn de rentes in de tijden van voorspoed veel te lang laag gebleven. Door de hoge staatschulden staan ook overheden machteloos. Zuid-Europese landen proberen nog iets te doen maar bij de eerste aankondigingen lopen de overheidsspreads te hoog op. Landen komen in de spagaat terecht waarbij ze meer lenen tegen flink hogere rentes, hetgeen op termijn niet houdbaar is, of bezuinigen en de economie nog verder de nek omdraaien.

Beren op de weg

Op de financiële markten lossen de beren ondertussen na jaren van optimisme hun stierencollega's af. De verliezen op aandelenmarkten, waarvan we in 2018 al de eerste voorbodes zagen, nemen hand over hand toe. Beleggers vragen zich hardop af hoe ze ooit hebben kunnen denken dat de historisch torenhoge aandelenwaarderingen te rechtvaardigen waren.

Het is een mooi voorbeeld van de manier waarop de *confirmation bias* ons risico's uit het oog doet verliezen.

Naast aandelenkoersen zien we ook dat de trend van de afgelopen dertig jaar met almaar lagere rentes zich voortzet. Het IMF speculeert openlijk over de mogelijkheid van negatieve rentes. Digitale valuta zouden hierin een sleutelrol kunnen vervullen omdat ze centrale banken de mogelijkheid bieden chartaal geld uit het systeem te halen. Toch blijven centrale banken uiterst behoedzaam opereren. Hun onafhankelijkheid is in het geding door de immense druk die populistische politici op ze uitoefenen. Betalen om je geld op een spaarrekening te zetten blijkt een onhaalbare kaart.

In de tussentijd zorgen de toenemende twijfels over de houdbaarheid van de eurozone ervoor dat de euro flink daalt ten opzichte van de dollar. Staatsobligaties leveren ook in ten opzichte van de risicovrije swapcurve. Beleggers geven de voorkeur aan reële activa, ondanks een daling van de vastgoedprijzen. Niemand is nog bezig met inflatie waardoor de vraag naar inflatieprotectie sterk terugloopt. Vooral inflatiegerelateerde staatsobligaties moeten het ontgelden, ook al omdat de credit-spreads voor landen die dit type instrumenten uitgeven flink stijgen. ►



³ 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%).

Box 4.1 Globalisering

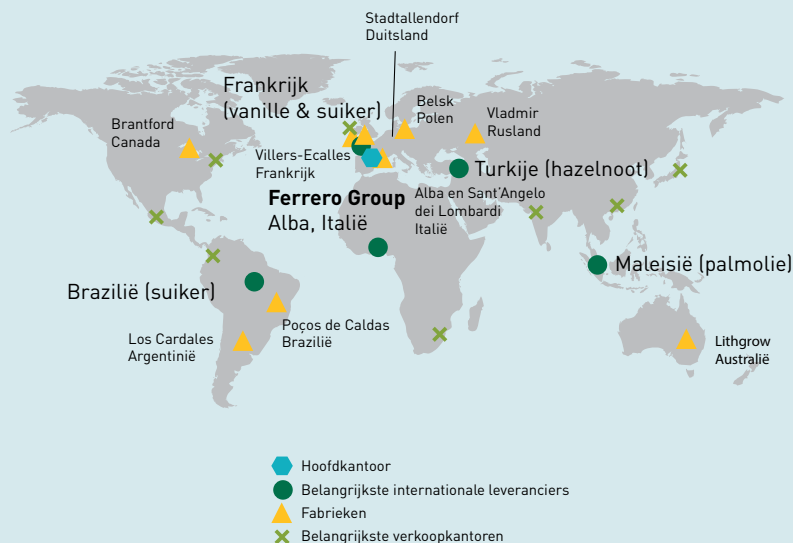
De globalisering van de economie heeft tot mondiale waardeketens geleid met producten waarvan overal op de wereld een stukje wordt gemaakt. Het voordeel van wat economen comparatieve voordelen noemen werd al door David Riccardo (1772-1823) beschreven. Het idee is dat wanneer iedereen het werk doet wat hij het beste kan of tegen de laagste prijs, iedereen daar beter van wordt. Een voorbeeld van een wereldwijde waardeketen is de productie en verkoop van Nutella.

bijvoorbeeld in China in elkaar gezet maar veel onderdelen worden geïmporteerd uit andere landen zoals Japan of Korea. China exporteert de telefoons vervolgens naar de eindgebruikers in Europa of de VS. Vooral vanaf de tweede helft van de jaren negentig is de economische globalisering sterk gegroeid. Zo nam de toegevoegde waarde van import in verhouding tot die van export toe van circa 18% in 1990 tot 25% in 2015.

Complexe waardeketens

Technologische ontwikkeling en lagere handelsbarrières maken steeds complexere productieketens mogelijk. Grote multinationale ondernemingen zoals bijvoorbeeld Apple maken gebruik van dit soort ketens. Smartphones worden

Figuur 10: De wereldwijde waardeketen voor Nutella



Bron: OECD

Figuur 11: De groei van wereldwijde waardeketens (in %)



Bron: Auer et al., 2017

Toenemende fragiliteit

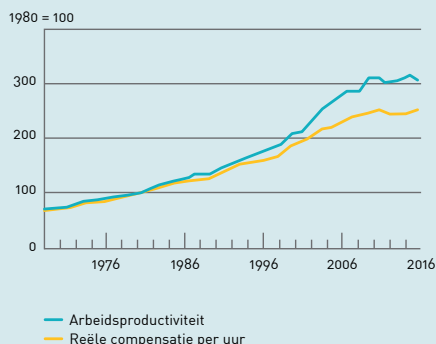
De opkomst van grote mondiale waardeketens heeft allerlei economische en sociale gevolgen. Zo neemt de samenhang tussen lokale economieën steeds verder toe. Dit zorgt in goede tijden voor meer synchrone economische groei. Tegelijkertijd neemt ook het besmettingsgevaar toe. Bij een ernstige crisis in één regio is het niet ondenkbaar dat andere regio's worden meegezogen in de malaise. Globalisering kan statistisch gezien leiden tot zogeheten dikkere staarten in economische uitkomsten.

Loonconcurrentie en ongelijkheid nemen toe

Een ander aspect van globalisering is dat de internationale concurrentie voor tal van producten en diensten flink is toegenomen. Dit heeft duidelijk zichtbare gevolgen voor de positie van werknemers. De loonontwikkeling per gewerkt uur in de maakindustrie houdt bijvoorbeeld geen gelijke tred met de toegenomen arbeidsproductiviteit.

Dit betekent dat een groter deel van de toegevoegde waarde door globalisering terecht komt bij aandeelhouders en minder bij werknemers. Sociale ongelijkheid neemt daardoor toe. Een gevolg hiervan is dat de bestedingen van werknemers onder druk komen te staan. Dat kan een remmend effect hebben op de economische groei.

Figuur 12: Loongroei loopt achter op toename productiviteit



Bron: BIS



Inflatie

Overheden gaan trakteren

In het inflatiescenario gaan overheden meer besteden om de bevolking te paaien. Italië is daar in 2018 mee begonnen door onder andere een basisinkomen in te voeren, belastingen te verlagen en de pensioenleeftijd te verlagen. Het gevolg is dat de Italiaanse begroting behoorlijk uit het lood is geslagen. Niettemin zorgt het voor groei. Ook andere landen in Europa krijgen de smaak te pakken. Frankrijk en zelfs Duitsland laten de teugels flink vieren. Waarschuwingen van de Europese Commissie om aan de gezamenlijk afgesproken begrotingsregels te voldoen worden in de wind geslagen. De dreiging van de Commissie om boetes uit te delen is juist koren op de molen van populistische politici. Ook het VK voert zijn bestedingen op om de aandacht af te leiden van alle perikelen rondom Brexit. De inflatie in het eurogebied loopt sterk op. Bovendien ontstaat er een kloof tussen de nog harder stijgende inflatie in de kernlanden en die in de periferie. Vooraanstaande economen waarschuwen met de zogeheten Taylor regel in de hand dat de kernlanden een veel hogere beleidsrente nodig hebben om oververhitting te voorkomen. Maar de opvolger van Mario Draghi trekt zich hier

niets van aan en blijft onder druk van de periferie een accommoderend beleid voeren.

Donald Trump krijgt het in zijn ambts-termijn nog voor elkaar om belastingverlaging voor de lage en middeninkomens door het Congres te loodsen. Ook een investeringsprogramma voor infrastructuur kan op steun van zowel Republikeinen als Democraten rekenen. Echte calamiteiten zoals een politieke crisis in het eurogebied, een groot militair conflict of een schuldencrisis in China blijven in het inflatiescenario uit. De financiële sector wordt verder gedereguleerd. De Amerikaanse groei trekt nog verder aan, evenals de kredietverlening door banken. Er ontstaat krapte op de arbeidsmarkt en door een klassieke loon-prijsspiraal loopt ook de inflatie daar flink op. Een strikt migratiebeleid zorgt voor weinig nieuw aanbod van arbeid. De Federal Reserve durft haar beleidsrente niet verder te verhogen uit angst om een recessie te veroorzaken. Politieke druk van president Trump op de Fed om de economie te blijven stimuleren speelt hierbij een belangrijke rol. Op Twitter zet Trump voorzitter Powell regelmatig neer als een maniakale sluipschutter die de goed draaiende Amerikaanse economie om zeep wil helpen.

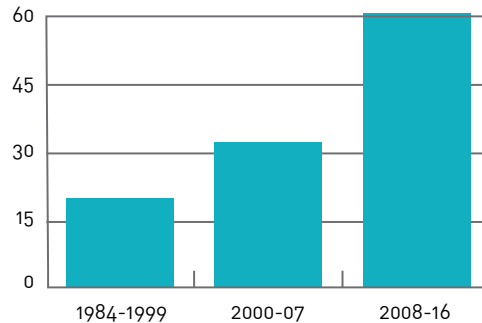
Inflatie op wereldtournee

In alle blokken van de wereld trekken overheden gelijktijdig hun portemonnee. Ook China pompt recordbedragen in haar economie om noodlijdende sectoren te ondersteunen. De wereldeconomie groeit daardoor flink en de inflatie loopt wereldwijd op. De historie laat zien dat hoge overheidsschulden vaak aan inflatiecrises voorafgaan. Gezien de huidige hoge schuld niveaus in veel landen is inflatie dus geen ondenkbare uitkomst. Een verschil met vroeger is dat inflatie steeds meer een mondiaal fenomeen wordt. De inflatie tussen landen hangt namelijk steeds meer met elkaar samen (figuur 13). Dit wordt onder meer verklaard door globalisering waarbij lokale productieketens worden geïntegreerd over diverse landen.⁴ Een inflatieschok zou zich daarom gemakkelijker kunnen verspreiden over de wereld. Hyperinflatie is in dit scenario overigens 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.

Vreugde is van korte duur

Ondernemers en consumenten zijn aanvankelijk optimistisch over de economische ontwikkelingen. Naarmate de inflatie verder oploopt zakt hen het lood 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 blijven enigszins uit de wind. Aandelenmarkten zijn behoorlijk volatiel, maar staan per saldo in het rood aan het einde van de scenariohorizon.⁵ Vastrentende beleggingen zoals staatsobligaties en solide bedrijfsobligaties presteren buitengewoon slecht. Vastgoed, grondstoffen en inflatie-

Figuur 13: Inflatiesamenhang tussen landen (in %)



Bron: BIS

producten zijn winnaars. De euro wint aan kracht ten opzichte van de dollar en yen, mede doordat marktpartijen minder twijfel hebben over de (schuld)houdbaarheid van de euro. Gepensioneerden in Nederland zien de nominale dekkingsgraden van hun fondsen toenemen, terwijl de koopkracht van het pensioen flink wordt uitgehouden. Het gevoel heerst dat pensionado's opnieuw zijn gepakt door de overheid.

Het valt overigens niet uit te sluiten dat aan het inflatiescenario abrupt een 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. ►

⁴ Auer, R., Borio, C., Filardo, A. (2017). "The globalisation of inflation: the growing importance of global value chains", BIS Working Papers No 602.

⁵ Zie bijvoorbeeld "Expected inflation, stock returns and money illusion: what we can learn from survey expectations", Schmelting, M, Schrimpp, A., European Economic Review, 2011.

‘De elite profiteert vooral van de status quo en wordt daarom in de ogen van de bevolking als corrupt gezien’

Box 4.2 Populisme

Populisme werd tot voor kort vooral geassocieerd met instabiele, opkomende landen in verre oorden. Maar ook in de ontwikkelde landen wordt populisme belangrijker. Een manier om de voedingsbodem van populisme te verklaren is de zichzelf versterkende tegenstelling tussen een welvarende elite en de gewone, hardwerkende man (figuur 14). De elite voert beleid dat vooral ten goede komt aan de welvarende klasse. Daardoor ontstaat ongelijkheid en onvrede onder burgers. De elite profiteert vooral van de status quo en wordt daarom in de ogen van de bevolking als corrupt gezien.

Populistische politici maken gebruik van deze tegenstelling. Zij distantiëren zich openlijk van de elite, spreken de taal van het volk en zijn bereid om met rigoureuze maatregelen de cyclus van de zichzelf verrijkende elite en toenemende sociale ongelijkheid te doorbreken. Het rechts populisme - waarvan het aandeel sinds 1960 in Europa meer dan is verdubbeld - kenmerkt zich door een sterke leider die zich richt op traditionele waarden en een strikte handhaving van regels en wetten, openbare orde en nationale belangen.

Figuur 14: Ongelijkheid als voedingsbodem voor populisme

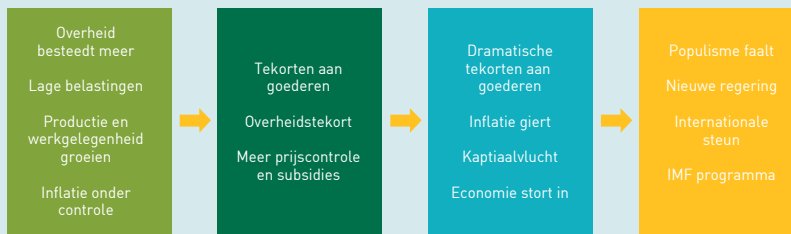


Ervaringen met populisme in Zuid-Amerika

Populistische overheden hebben historisch gezien de neiging om de budgettaire teugels te laten vieren en cadeautjes uit te delen aan de bevolking. Er zijn veel voorbeelden van dergelijk beleid in Latijns-Amerika in de jaren tachtig van de vorige eeuw. Aanvankelijk lijkt het populistische beleid succesvol. De productie en werkgelegenheid groeien terwijl de inflatie onder controle is. De populistische regering lijkt succesvol. Maar al vrij snel pakken donkere wolken zich samen.

Er ontstaan zorgelijke overheidstekorten, schaarste aan noodzakelijke goederen en snel oplopende prijzen. De overheid reageert daarop door prijsbepalingen in te voeren en/of producten zoals levensmiddelen te subsidiëren. Dit helpt in de regel niet maar verergert de problematiek juist. Met als gevolg dat de economie om zeep wordt gebracht en de inflatie giert. Daarmee komt ook een einde aan de populistische regering. Er volgt doorgaans hulp van het IMF en een nieuwe regering maakt schoon schip.

Figuur 15: Economische gevolgen van populisme



Bron: Dornbusch and Edwards (1990)



Stagflatie

Nationale belang voorop

In het stagflatiescenario winnen nationaal georiënteerde politici terrein ten koste van zogeheten kosmopolitisch liberalen die progressief denken en voorstander zijn van een meer multiculturele samenleving. Ook het nationalisme binnen regio's in landen laait op zoals de roep om onafhankelijkheid in Catalonië of Vlaanderen. Bedrijven die sterk innoveren zoals de techsector of gebruik maken van internationale supply chains krijgen te maken met forse politieke druk van nationaal georiënteerde politici. Immigratie wordt als een bedreiging gezien, 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.

Handelsconflicten, politieke spanningen en cyberoorlogen

President Trump gaat door met het invoeren van importheffingen op Chinese producten. Bestaande heffingen worden bovendien verhoogd. China reageert met nieuwe heffingen op Amerikaanse producten. De Brexit blijkt toch harder dan verwacht met als gevolg dat de handel tussen het VK en de eurozone flinke averij oploopt. Binnen Europa neemt de verdeeldheid tussen landen verder toe. Er ontstaat grote twijfel of de EU zal overleven in haar huidige vorm.

Ook nemen diverse internationale spanningen toe, bijvoorbeeld in het Midden-Oosten (Israël-Palestijnen, Turkije-Koerden en Iran-VS). De situatie rondom Noord-Korea escaleert onverwacht omdat Kim Jong-un eerdere afspraken met president Trump naast zich neerlegt. De prille vriendschap tussen beide leiders komt daarmee tot een abrupt einde. President Trump noemt Kim Jong-un op Twitter de grootste schurk aller tijden. De spanningen bereiken een hoogtepunt als China Noord-Korea openlijk steunt in reactie op nieuwe Amerikaanse troepen in Zuid-Korea.

Naast militaire spanningen neemt ook cybercrime aanzienlijk toe. De NAVO spreekt openlijk over een cyberoorlog met Rusland. Regelmatig vallen computersystemen uit bij bedrijven en overheden. Zelfs kritische betaalsystemen tussen banken komen onder vuur te liggen, wat een enorme vertrouwensschok teweegbrengt. Financiële journalisten waarschuwen voor een nieuwe systeemcrisis. In Nederland komt een parlementair onderzoek naar de veiligheid van het betalingsverkeer.

Als gevolg van hogere importheffingen, kapitaalrestricties, een strenger immigratiebeleid en toenemende digitale beveiliging nemen de kosten van veel producten en diensten toe. Olieprijzen stijgen flink door geopolitieke spanningen en nieuwe prijsafspraken van OPEC. Overheden blijken

‘Als gevolg van hogere importheffingen, kapitaalrestricties, een strenger immigratiebeleid en toenemende digitale beveiliging nemen de kosten van veel producten en diensten toe’

onvoldoende in staat om de economie te stimuleren. Belastingen op kapitaal nemen toe, hetgeen direct een wissel trekt op de toch al eroderende winstgevendheid van het bedrijfsleven. Het beloofde Amerikaanse publieke investeringsprogramma valt qua intensiteit tegen, mede doordat de Republikeinen in het Congres worden tegengewerkt door de Democraten die sinds de mid term elections in de meerderheid zijn. Centrale banken hebben weinig middelen om de inflatie te bestrijden en staan machteloos. Het financiële systeem blijft in dit klimaat instabiel. De kans op een abrupt einde van dit scenario is kleiner dan bij inflatie die ontstaat door een krachtige economische opleving.

Exporteurs en risicovolle activa slachtoffer

In het stagflatiescenario lopen lange rentes marginaal op en risicovolle activa presteren slecht. Credit spreads nemen toe, in het

bijzonder in de kwetsbare periferie van de eurozone. Een lichtpuntje voor beleggers is dat correlaties tussen assets afnemen door de-globalisering. 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. Overigens gaat in Europa ruim 60% van de export naar andere Europese landen.⁶ Daarmee is Europa gevoelig voor protectionisme zowel binnen als buiten Europa.⁷ De euro verzwakt daarom ten opzichte van andere valuta zoals de dollar en yen én omdat beleggers twijfelen over de houdbaarheid van de muntunie. ►



⁶ Betreft EU28 in 2015 (Eurostat).

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

‘Tijdens de Grote Depressie in de jaren dertig kwam aan de vrijhandel abrupt een einde’



Box 4.3 Protectionisme

Protectionisme fluctueert door de eeuwen heen

Historisch gezien kent protectionisme een cyclisch patroon door de eeuwen heen. 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.⁸ 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.

⁸ Reinhart & Rogoff, 2011.

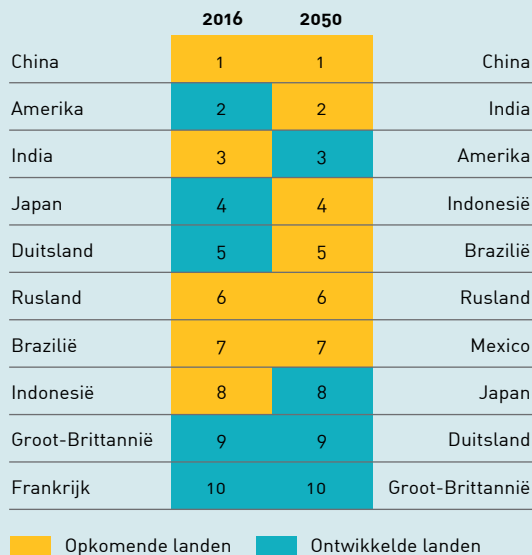
Economische machtsverhoudingen veranderen

De economische machtsverhoudingen in de wereld zijn aan het veranderen. Inmiddels heeft China de grootste economie ter wereld. In 2050 zal de Chinese economie naar verwachting zelfs 20% van de wereldeconomie uitmaken tegen 12% voor de Verenigde Staten. Het aandeel van de Europese Unie bedraagt in 2050 slechts 9% (nu nog 15%). Kortom, het economisch belang van China en andere opkomende landen zoals India, Indonesië en Brazilië zal behoorlijk toenemen. Deze ontwikkeling biedt kansen voor de ontwikkelde landen aangezien er grote nieuwe afzetmarkten voor zowel bedrijven en consumenten zullen ontstaan in met name Azië. Tegelijkertijd zorgen de veranderende economische machtsverhoudingen ook voor nieuwe onzekerheden. Goedkope productie en outsourcing van westerse bedrijven wordt lastiger omdat lonen en productiekosten in opkomende landen zullen

stijgen. De wereldeconomie als geheel zal in 2050 verdubbeld zijn ten opzichte van het huidige niveau. Dit gaat mogelijk gepaard met schaarste aan grondstoffen en ernstige milieuvervuiling. Daarnaast zullen op-komende landen hun rol op-eisen op het geopolitieke wereldtoneel.

Momenteel reageren landen verschillend op de veranderende machtsverhoudingen. De Verenigde Staten gaan de confrontatie aan met de opkomende landen, bijvoorbeeld door heffingen op Chinese export. Ook Rusland zoekt de confrontatie, bijvoorbeeld door het beïnvloeden van verkiezingen in andere landen en cyberaanvallen. Europa richt zich tot dusverre meer op samenwerking en het versterken van innovatie. Kortom, de wijze waarop landen met de veranderde machtsverhoudingen zullen omgaan kan leiden tot zeer verschillende economische uitkomsten. In scenarioplanning is het raadzaam om hiermee rekening te houden.

Figuur 16: Verschuivende economische machtsverhoudingen



Bron: PWC

Voorspoed

We hebben baat bij het klimaat

De economische hoogconjunctuur biedt consumenten, bedrijven en overheden een buitenkans voor klimaatinnovatie. De structurele schaarste aan arbeid voedt de trend van robotisering en automatisering voor werkgevers die bereid zijn hun winsten te investeren in groene innovaties die de groei verder aanjagen.

Prijzen voor energie dalen sterk onder druk van een wereldwijde energiewapenwetloop tussen Europa, China en de VS. De grote machtsblokken realiseren zich dat ze een comparatief voordeel kunnen behalen door te investeren in nieuwe energietechnologie. We bereiken het tipping-point waarbij de prijs van duurzame energie en opslag lager liggen dan die van fossiele brandstoffen. Zo is de energietransitie niet louter een morele plicht maar wordt die omarmd door iedereen die besluiten neemt met de portemonnee.

Door de toegenomen bestedingsruimte investeren bedrijven en overheden sterk in digitalisering en robotisering waardoor de productiviteit een boost krijgt.

Het tempo waarmee dit gebeurt is hoog genoeg om de gevolgen van de krimpende beroepsbevolking door vergrijzing op te vangen. De overblijvende vraag naar arbeid wordt opgelost via beperkte migratie. Doordat de behoefte van de arbeidsmarkt richtinggevend wordt voor wie wordt toegelaten blijft er draagvlak voor migratie. Heldere wetgeving die de privacy beschermt en meer aandacht heeft voor cybersecurity zorgt ervoor dat techniek haar potentie kan waarmaken.

Groei en bloei

Na de magere crisisjaren houdt de huidige economische opleving aan. We beleven nog flink wat voorspoed. Economen spreken al over een nieuwe supercyclus, gestuwd door technologische innovatie.

De hoge groei drukt de zorgen over te hoge schuldposities van particulieren en overheden de kop in. Overheden stimuleren de economie ook met gematigde investeringen maar brengen de houdbaarheid van hun begrotingen niet in gevaar. Door de groei is de druk om te bezuinigen afgenomen. Conflicten tussen Europese landen onderling nemen in intensiteit sterk af en het vertrouwen in de euro neemt toe. De Brexit blijkt

'De economische **hoogconjunctuur** biedt **consumenten, bedrijven** en **overheden** een **buitenkans** voor **klimaatinnovatie**'



slechts een voetnoot in de economische geschiedenis te zijn en een stevige correctie blijft uit. In Azië geeft toenadering tussen Noord- en Zuid-Korea een flinke stimulans aan het vertrouwen in de regio.

Naast hoge groei kenmerkt dit scenario zich door een gematigde inflatie. Dalende energieprijzen en lagere volatiliteit rondom energieprijzen in combinatie met meer robotarbeid (minder loondruk) zijn hiervoor verantwoordelijk. De werkloosheid mag in de ontwikkelde economieën dan extreem laag zijn, door toegenomen arbeidsproductiviteit blijft een sterke stijging van de inflatie uit.

Opkomende markten floreren en profiteren van bevolkingsgroei maar ook van concurrentievoordeel bij de productie van hernieuwbare energie. In grote delen van Afrika wordt gestart met de ontwikkeling van solar farms die door de vele zonuren en goedkope grond goedkoper zijn dan concurrerende farms in Noordwest-Europa of de VS.

Markten vieren feest als een beest

Aandelenmarkten profiteren volop van de economische hoogconjunctuur en stijgen flink.

De ECB bouwt haar beleid van kwantitatieve verruiming langzaam af. De groei verlicht de pijn van een hogere rente zodat de ECB niet langer gedwongen is de rente op het historische dieptepunt te houden. Waar de nominale rente stijgt blijft de break even inflatie stabiel omdat de rentedoelstellingen van centrale banken geloofwaardig worden gevonden. De zorgen over een structureel lagere reële rente verdwijnen naar de achtergrond en het niveau kruipt terug naar zijn historisch gemiddelde.

De euro profiteert volop doordat we de jaren van zorgen over het voortbestaan van de muntunie achter ons kunnen laten. Creditspreads dalen door de toegenomen winstgevendheid van bedrijven. Vastgoed profiteert van de sterke economische groei en de gematigde inflatie. Zowel commercieel als residentieel vastgoed profiteert van extra prijsstijgingen wanneer het energie-neutraal is gemaakt. Een hogere huur of verkoopprijs wordt namelijk ruimschoots gecompenseerd door lagere energielasten. ►



Box 4.4 Energietransitie

De energietransitie kan weleens veel sneller gaan dan veel mensen denken en dat heeft grote economische gevolgen. Nadat we het omslagpunt bereiken waarop fossiele brandstoffen het afleggen tegen duurzame alternatieven zal de wereld in hoog tempo veranderen. De geopolitieke machtsverhoudingen zullen trillen op hun grondvesten. Energie wordt spotgoedkoop en zal niet langer meebewegen met de conjunctuur en internationale conflicten.

Hoe de wereld na de energietransitie er precies zal uitzien weet niemand. Toch kunnen we wel iets zeggen over de fundamentele veranderingen die het gevolg zijn. Vooral de prijsdynamiek kan zeer sterk veranderen en duurzame energiebronnen als zon en wind zijn misschien sneller mainstream dan verwacht.

Fossiele energieprijzen

Al decennialang wordt de prijs voor fossiele brandstoffen zoals als aardolie, gas en kolen bepaald doordat het schaarse goederen zijn. De prijs beweegt hierdoor sterk mee met de conjunctuur en neemt bovendien langzaam toe als deze grondstoffen op raken. Als de economie op volle toeren draait er daardoor veel vraag is stijgen de prijzen terwijl tegenwind tot lagere prijzen leidt.

Aan de aanbodkant zijn geopolitieke conflicten bepalend voor de prijzen van fossiele grondstoffen. Sancties voor belangrijke olieproducerende landen als Iran drijven prijzen op terwijl de OPEC als oliekartel eenzelfde invloed kan hebben door het aanbod terug te schroeven. Hiervan is de oliecrisis uit de jaren zeventig een goed voorbeeld.

Een stijgende prijstrend door de uitputting van fossiele brandstoffen en een hoge volatiliteit door de conjunctuur en geopolitieke verhoudingen was altijd bepalend. De energietransitie gaat voor een totaal andere dynamiek zorgen. De signalen dat dit wellicht sneller kan gebeuren dan we denken zijn zeker aanwezig.

Duurzame energieprijzen

In tegenstelling tot fossiele brandstoffen zijn grondstoffen als zon, wind en aardwarmte onuitputtelijk en daarmee niet bepalend voor de prijs van energie. Dat maakt dat vooral de aanschafkosten van zonnepanelen, windturbines en warmtepompen belangrijk zijn. Er is geen prijsvolatiliteit meer voor iemand die al beschikt over zonnepanelen want de prijs staat vast voor de gehele levensduur.

De prijstrend voor duurzame energie zal dalend zijn omdat technologische innovaties en betere productieprocessen de efficiency verhogen. Economen die zich in technologie specialiseren maken hiervoor gebruik van de experience curve. Deze curve laat zien dat de prijs van technologie afneemt naarmate er meer van wordt gemaakt. Aanvankelijk onbetaalbare producten als zonnepanelen worden dus concurrerend als er veel van worden geproduceerd.

Het geopolitieke spel om marktleiderschap in duurzame energie draait vooral om zoveel mogelijk productie. Vooral China zet hier sterk op in met meer dan een miljoen mensen die werken aan het produceren van zonnepanelen. De ervaringsvoorsprong zorgt voor lagere productiekosten en dat levert concurrentievoordeel op.

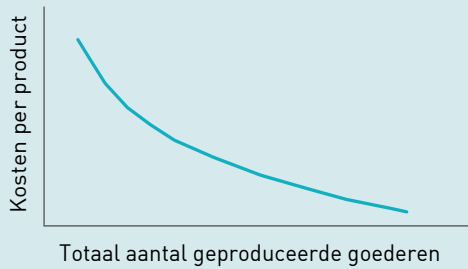
Signalen voor het omslagpunt

De prijzen van duurzame energie nemen af terwijl fossiele brandstoffen op termijn alleen maar duurder kunnen worden. De vraag is wanneer het omslagpunt is bereikt. De signalen zijn dat we dichterbij dat punt zitten dan we denken.

De productiekosten voor elektriciteit met de goedkoopste fossiele brandstof liggen rond 5 dollarcent per kilowattuur.

Deze prijsbarrière is in biedingen voor een nieuwe solar farm in Saoedi-Arabië inmiddels ruimschoots geslecht. Gegeven de ervaringscurve – waarbij de kosten van een product sterk afnemen wanneer de cumulatieve productie toeneemt – is het de verwachting dat de prijzen verder zullen dalen en duurzame energie binnen enkele jaren de overhand zal hebben.

Figuur 17: De ervaringscurve



‘De energietransitie kan weleens veel sneller gaan dan veel mensen denken en dat heeft grote economische gevolgen’

‘De besproken scenario’s zijn mogelijke economische werelden met elk een eigen dynamiek’

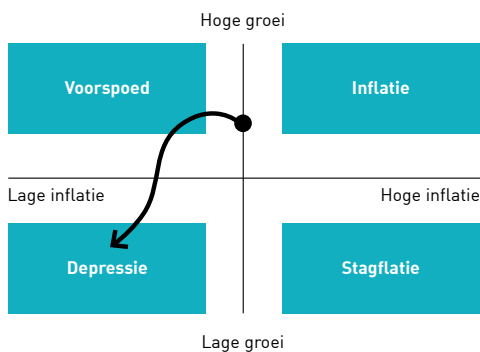
Dynamiek tussen scenario’s

De besproken scenario’s zijn mogelijke economische werelden met elk een eigen dynamiek. Niettemin bestaat er ook samenhang tussen de scenario’s. Zo kunnen scenario’s veranderen omdat beleidsmakers bepaalde keuzes maken. De status quo kan bijvoorbeeld overgaan in een depressie-scenario op het moment dat beleidsmakers besluiten om aanzienlijk minder te stimuleren bij economische tegenwind (figuur 18). Of een ontluikend voorspoedsscenario kan transformeren in een inflatiescenario op het moment dat centrale banken te lang wachten met het normaliseren van het

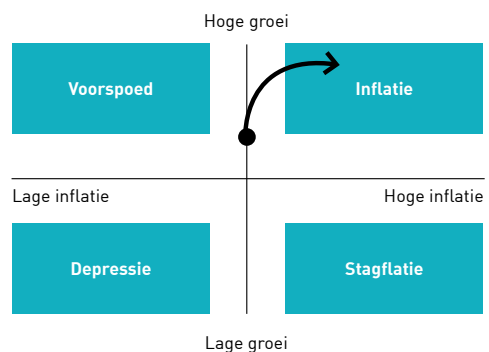
huidige ruime monetaire beleid (figuur 19). Kortom, scenario’s zijn niet statisch en dienen aangepast te worden op basis van een taxatie van de economische, financiële en politieke trends.

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 18: Dynamiek naar depressie



Figuur 19: Dynamiek naar inflatie





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

**'Als scenariodenker moet je
als spin in het web nadenken
over hoe uiteenlopende ontwikkelingen
met elkaar samenhangen en tot zeer
verschillende uitkomsten kunnen leiden'**

CONCLUSIE

Het gaat economisch en sociaal een stuk beter in de wereld dan pakweg dertig jaar geleden. Armoede, criminaliteit en oorlogsgeweld zijn per saldo gedaald. Onderwijsniveaus en inkomens zijn gestegen, met name in veel opkomende landen. De wereldeconomie raakt steeds meer een geïntegreerd systeem waarin mondiale waardeketens een belangrijke rol spelen. Technologie en innovatie spelen hierbij een cruciale rol. Deze ontwikkelingen kunnen leiden tot meer welvaart en voorspoed voor grote groepen mensen. Tegelijk zijn er ontwikkelingen die een meer pessimistisch perspectief oproepen.

Denk aan klimaatverandering, vervuiling, ongelijkheid tussen arbeid en kapitaal en toenemend populisme dat vooral baat heeft bij de perceptie dat de wereld slechter is geworden. Beleidsmakers en politici zetten vandaag de dag hoog in door hun kop in het zand te steken (klimaatverandering, hoge schulden) of door juist extreme maatregelen te nemen (protectionisme, geopolitiek). Tegen deze achtergrond is het zinvol om met zeer uiteenlopende scenario's rekening te houden en je te wapenen tegen de negatieve gevolgen die je niet wilt of kunt dragen. ■



CASINO ROYALE.

ECONOMISCHE SCENARIO'S 2019-2021



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 tien jaar bij verschillende afdelingen van de

Nederlandsche 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 Eric Mathijssen, Marco Teunissen, Michel Lansink, Marc Strijbos, Olivier Laseroms en Manon ten Voorde voor hun bijdragen aan deze studie.

WAT KAN IK ALS PENSIOENFONDS MET DEZE SCENARIO'S?

Gebruik het stappenplan om aan de slag te gaan met deze scenariostudie

STAP 0: Onderschrijft u deze scenario's of wilt u bepaalde scenario's aanpassen of juist toevoegen? Belangrijk dat u tot uw eigen set met stress-scenario's gaat komen.

STAP 1: Ga een discussie aan over uw doelstellingen en ambities. Welke financiële positie wilt u bereiken en over welke horizon? Koppel hier een fijngrens aan. Tegelijkertijd: welke terugval of teleurstelling wilt u als pensioenfonds absoluut voorkomen? Koppel aan dit niveau van de dekkinggraad uw pijngrens.

STAP 2: Maak een impact-analyse met uw eigen scenarioset en toegepast op de balans van uw pensioenfonds. Wat zijn de effecten voor uw belangrijke grootheden zoals de nominale en reële dekkinggraad?

STAP 3: Bekijk eens wat uw strategische opties zijn. Aan welke knoppen kunt u draaien om de uitkomsten die uw pijngrens onderschrijden te verbeteren en waarbij u toch zicht houdt op de fijngrens en daarmee op het behalen van uw doelstellingen.

STAP 4: Welke van de grote rente-, inflatie-, valuta- en aandelenrisico's gaat u behouden, vergroten of juist meer afdekken? Bepaal uw eigen robuuste balansstrategie.



WAT KAN CARDANO VOOR MIJ BETEKENEN?

- Wij helpen u graag een handje om door middel van een **workshop** te discussiëren over uw **scenarioset**, impact-analyse en de stappen om tot een meer **robuuste strategie** te komen.
- Vaak wilt u niet alleen het risicoprofiel bepalen voor de huidige financiële positie, maar juist ook **het beleid vooraf vastleggen voor lagere en hogere dekkinggraden**. Wij zijn gespecialiseerd in **advies én implementatie van dynamisch balansbeheer**. We delen graag de **best-practices van pensioenfonds** waarvoor wij dit hebben geïmplementeerd.
- Kunt u wat hulp gebruiken bij het tot uitvoering brengen van de robuuste balansstrategie? **Voor implementatie van de afdekking van rente-, inflatie-, valuta- en aandelenrisico bent u bij ons aan het juiste adres**. Ook voor de inrichting van een **veilige en flexibele LDI-/matchingportefeuille**.

NEEM CONTACT MET HOOFD STRATEGISCH ADVIES:

Manon ten Voorde

M +31(0)6 30 026 235

E m.voorde@cardano.com

Pim van Diepen

M +31 (0)6 30 022 963

E p.diepen@cardano.com



IN POKER YOU
NEVER PLAY
YOUR HAND.
YOU PLAY THE MAN
ACROSS FROM YOU.

- JAMES BOND -

CARDANO

WEENA 690, 21^e ETAGE, 3012 CN ROTTERDAM

POSTBUS 19293, 3001 BG ROTTERDAM

TELEFOON: +31 (0)10 2061300

EMAIL: INFO@CARDANO.COM

CARDANO.NL