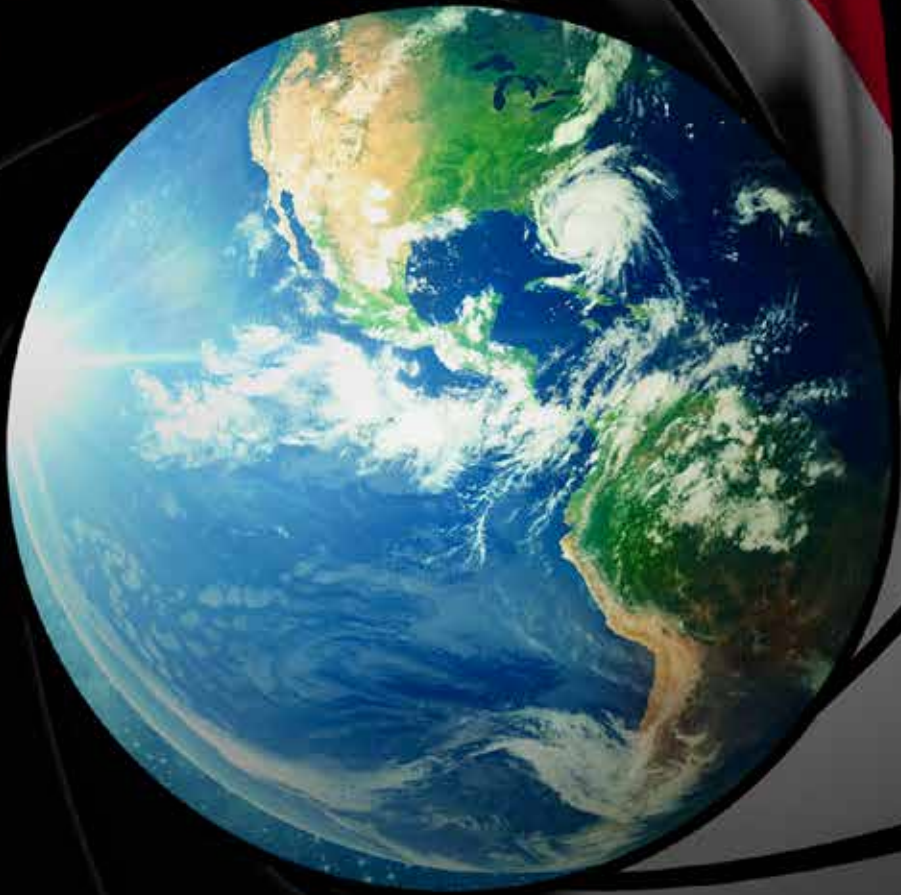
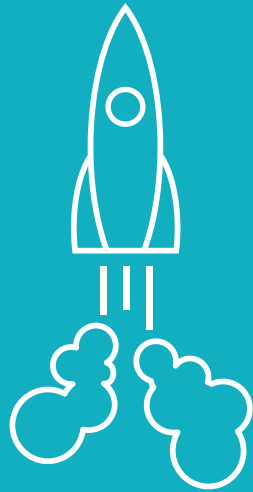


YOU ONLY LIVE TWICE.

EEN KEER VOOR JEZELF EN EEN KEER VOOR JE DROMEN

ECONOMISCHE SCENARIO'S 2020-2022





‘This dream is for you,
so pay the price
Make one dream come true,
you only live twice’

- Nancy Sinatra -
Theme song You only live twice

Inhoud



YOU ONLY LIVE TWICE.

ECONOMISCHE SCENARIO'S 2020-2022

Voorwoord	5
Samenvatting	7
Actuele risico's	11
Aanjagers van verandering	18
Vijf scenario's	20
IJstijd	24
Depressie	28
Inflatie	31
Stagflatie	36
Voorspoed	41
Dynamiek tussen scenario's	43
Conclusie	45



**YOU ONLY
LIVE TWICE.**

**'You only live twice
Or so it seems
One life for yourself
And one for your dreams'**



Nancy Sinatra zingt in 1967 dat je maar twee keer leeft: een keer voor je zelf en een keer voor je dromen. De mysterieuze tekst van het liedje sluit aan op de bijna onmogelijke missie van meesterspion 007 in de gelijknamige film. James Bond moet uitzoeken wie verantwoordelijk is voor het verdwijnen van zowel een Amerikaans als een Russisch ruimteschip ten tijde van de Koude Oorlog. Valse beschuldigingen, internationale spanningen, gevaar, ingenieuze complotten maar ook romantiek zijn vaste succesfactoren.

Uit deze scenariostudie blijkt dat de werkelijkheid niet veel verschilt van de fictie waarin Bond opereert. Zo spelen internationale spanningen, polarisatie en nepberichten een belangrijke rol in de scenario's die we schetsen. Met als gevolg protesten, handelsconflicten, spanningen tussen Noord- en Zuid-Europa in de muntunie, cyberterreur en zelfs militaire conflicten in het Midden-Oosten. Maar er is ook plaats voor dromen en een vleugje romantiek. Zo dromen veel mensen van een goed pensioen, langer en gezond leven, meer gelijkheid tussen mensen, dierenwelzijn en een duurzame aarde. Of deze dromen werkelijkheid worden is natuurlijk onzeker. In plaats van voorspellingen te doen kun je beter de wereld verkennen met verschillende extreme maar plausibele scenario's.

In deze studie presenteren we vier extreme scenario's. Daarnaast hebben we een nieuw basisscenario toegevoegd dat het verlengde is van de ontwikkelingen in het afgelopen jaar. Dit scenario noemen we IJstijd. Belangrijke trends zoals vergrijzing, lage rentes en sociale ongelijkheid lopen als een rode draad door dit scenario. Mensen hebben het gevoel dat belangrijke economische problemen vooruit worden geschoven en gaan steeds vaker de straat op om te protesteren tegen de gevestigde orde. Een nieuwe crisis is een kwestie

van tijd, denken veel mensen. Rentes blijven laag in het ogenschijnlijk stabiele IJstijd-scenario en centrale banken gaan verder met het opkopen van obligaties. Het is voorstelbaar dat dit basis-scenario – wat overigens sterk lijkt op de situatie in Japan in de afgelopen decennia – nog jaren aanhoudt.

Maar het is ook mogelijk dat bij een nieuwe economische schok, politieke aardverschuiving of internationaal (handels)conflict de economie afglijdt richting depressie of stagflatie. Of er vinden onverwacht nieuwe budgettaire en/of monetaire experimenten plaats die eindelijk gaan leiden tot de gedroomde inflatie van beleidsmakers. Het doel van de scenario's is niet alleen bewustwording van mogelijk extreme uitkomsten, maar ook om tijdig signalen op te vangen dat bepaalde scenario's zich daadwerkelijk gaan ontwikkelen. De elementen in de verhaallijnen van de scenario's kun je daarom zien als ruwe *early warnings*.

Voor Cardano zijn de scenario's in deze studie geen absolute waarheden. Het zijn verhalen die het startpunt vormen van een discussie met onze klanten over waar de wereld mogelijk naartoe gaat. We zijn niet alleen benieuwd hoe onze klanten over deze scenario's denken, maar ook wat hun eigen toekomstbeelden zijn. Op deze manier krijgen wij (en onze klanten) beter zicht op de risico's die zij echt lopen en kunnen we oplossingen bedenken om deze risico's te beheersen. Want één ding is zeker: je leeft maar één keer.

Noortje de Beijer
Strategisch Adviseur
Cardano

Ronald Bosman
Onafhankelijk Econoom
MFA

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 wilt 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

Ondanks de uitbundige stemming op de financiële markten in het afgelopen jaar lijken veel risico's eerder toe- dan afgenomen. Kunnen we onze dromen nog wel waarmaken in een tweede leven?

Schuld niveaus van met name bedrijven en overheden zijn in veel regio's toegenomen. In het eurogebied vormen de hoge overheidsschulden in de periferie in combinatie met zwakke banken een belangrijk systeemrisico. De langdurig lage rentes geven steeds minder prikkel om schulden omlaag te brengen. Hierdoor blijven overheden, bedrijven en huishoudens kwetsbaar voor onverwachte rentestijgingen en/of negatieve inkomensschokken. Bovendien leidt de lage rente tot een zoektocht naar rendement waardoor risico's niet adequaat worden geprijsd door marktpartijen. Naast actuele risico's worden ook trends die voor grote veranderingen kunnen zorgen meegenomen in de ontwikkeling van de scenario's. Denk daarbij aan vergrijzing, maat-

schappelijke polarisatie, handelconflicten, klimaatactivisme, politieke verdeeldheid en overheden die te veel vertrouwen op centrale banken als redders in economische nood. Tegen deze achtergrond verkennen we in deze scenariostudie vijf (mondiale) scenario's voor de periode 2020-2022.

De verhalen bij de scenario's zijn geen voorspellingen of absolute waarheden, maar 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 2020-2022						
Reële economie betreft piekniveaus in procenten per jaar gedurende de scenariohorizon						
Financiële markten in niveaus of schokken in procentpunten per ultimo 2022						
	Startpunt	IJstijd	Depressie	Inflatie	Stagflatie	Voorspoed
<i>Reële economie</i>						
Groei bbp (reëel)	1,5	1,5	-5	3	0	3
Inflatie (gerealiseerd)	1,5	1,5	-2,5	7,5	5	2,5
<i>Financiële markten</i>						
Renteniveau lang (30-jrs)	0,5	0,5	-1,25	3,5	0,75	3,5
Reële rente (niveau 30-jrs)	-1,0	-1,0	-1,5	-1	-1,75	1,5
Wereldwijde aandelenschok	-	+10	-50	-15	-35	+40



1. IJstijd

Ondanks de lage rente gaan ouderen steeds meer sparen vanwege onzekerheid over hun pensioen en oude dag. Overtollig spaargeld wordt vaker in aandelen of vastgoed geïnvesteerd, wat de prijs hiervan doet stijgen. Sociale ongelijkheid groeit en zorgt voor spanningen in de maatschappij. Wereldwijd ontstaan verschillende protestbewegingen. Door onzekerheden zoals de handelsoorlog, verkiezingen in de VS en Brexit zijn investeerders huiverig met het doen van investeringen. Mede hierdoor valt de economische groei laag uit. De centrale banken gaan door met hun beleid van lage rentes en opkoopprogramma's om een depressie te voorkomen. Uit voorzorg voor een potentieel nieuwe crisis wordt er meer geld opzijgezet.

2. Depressie

Door stokkende wereldwijde groei beginnen beleggers minder risico te nemen. Vooral opkomende markten hebben in eerste instantie last van het risicomijdend gedrag van beleggers. Overheden beginnen steeds verder in problemen te raken, begrotingstekorten en schulden zijn groter dan gedacht. Italië heeft in Europa de grootste problemen en Italiaanse banken met veel Italiaans staatspapier komen in de problemen. Dit verspreidt zich verder in Europa, vooral in de zuidelijke landen en zelfs in Frankrijk. De euro komt onder druk te staan en

verschillende Europese landen twijfelen aan de houdbaarheid van de muntunie. Centrale banken kunnen weinig meer doen en lijken uitgespeeld in dit klimaat. Door de snel krimpende economie moeten veel bedrijven hun deuren sluiten. Steeds meer mensen verliezen hun baan en de huizenmarkt stort in, met grote (rest)schulden als gevolg.

3. Inflatie

Door oplopende sociale spanningen en angst voor economische tegenwind willen politici en centrale banken de economie stimuleren met massale investeringen en een sociaal beleid. Centrale banken willen verder gaan dan de lage rentes en opkoopprogramma's. Ze beginnen te experimenteren met nieuwe ideeën zoals helikoptergeld. Dit beleid resulteert in te snel oplopende inflatie. Vakbonden eisen hogere lonen en, geholpen door krapte op de arbeidsmarkt, ontstaat er een klassieke loon-prijsspiraal. Centrale banken verhogen de beleidsrentes maar niet genoeg om de inflatie te beteugelen. Aandelenkoersen dalen flink, mede omdat veel bedrijven de hogere inkooprijzen niet volledig doorberekenen aan de klant.

4. Stagflatie

De wereld raakt steeds meer gepolariseerd. Nieuwe protestbewegingen schieten als paddenstoelen uit de grond en klimaat-activisten verklaren de oorlog aan ver-



vuilende industrieën. Nationaal georiënteerde politici krijgen steeds meer macht. Sociale beïnvloeding en nepnieuws beginnen steeds grotere vormen aan te nemen. Grote bedrijven worden verantwoordelijk gehouden voor de problemen en worden door politici aangepakt. Op internationaal vlak zijn er eveneens toenemende spanningen. De handelsoorlog tussen China en de VS wordt erger, het Midden-Oosten staat op scherp en cyberterrorisme raakt steeds meer bedrijven en overheden. Global supply chains komen hierdoor steeds verder onder druk en de prijzen van producten stijgen flink. De wereldwijde economie zwakt af en koopkracht gaat rap achteruit. Het klimaat lijkt als enige te profiteren van de afzwakking in internationale handel en sancties op grote (vervuilende) bedrijven.

5. Voorspoed

De afkoeling van de economie blijft uit. Mede door slimme digitalisering en selectieve immigratie is er productiviteits-

groei in de economie. Reëel besteedbare inkomens groeien en er wordt meer uitgegeven. Opkomende landen groeien flink en ontwikkelde landen profiteren daarvan mee. Nadeel hiervan is dat het klimaatprobleem groter wordt en voor spanningen zorgt tussen ontwikkelde en opkomende landen, maar er wordt toch nog geïnvesteerd in deze winstgevende markten. Het westen begint steeds meer te focussen op kwaliteit van leven, waarbij nieuwe industrieën ontstaan terwijl oude langzaam verdwijnen. Werknemers van deze oude industrieën verliezen hun baan en kunnen moeilijk meekomen in de veranderende economie, waardoor een basisinkomen wordt geopperd. Ondanks dat de beleidsrentes langzaam omhooggaan, zorgt een hogere levensverwachting toch voor problemen bij sommige financiële instituties. ■

‘Naast actuele risico’s worden ook trends die voor grote veranderingen kunnen zorgen meegenomen in de ontwikkeling van de scenario’s’



‘You only live twice.
Once when you are born
and once when you
look death in the face’

- Ian Fleming -

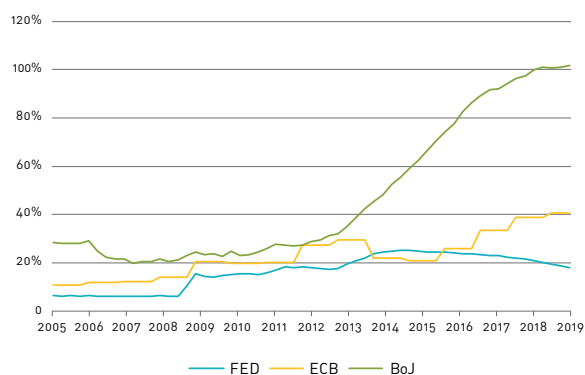
Het afgelopen jaar was een beweeglijk jaar op de financiële markten. In de eerste maanden waren financiële markten erg somber over de economische vooruitzichten, mede door oplopende spanningen tussen China en de VS op handelsgebied. Tegen deze achtergrond maakten de verwachte renteverhogingen van de Federal Reserve beleggers behoorlijk nerveus. Pas toen de Fed aankondigde haar balans niet verder in te krimpen en eerder dacht aan renteverlagingen in plaats van -verhogingen, ontspanden de financiële markten. Het uitblijven van een recessie in de VS, dalende rentes en meevallende bedrijfsresultaten hebben aandelenbeurzen in het tweede deel van het jaar flink ondersteund. Op de beurzen in de VS werden *all time highs* gevestigd. Ook Europese aandelen lieten mooie rendementen zien. Ondanks de positieve stemming van marktpartijen lijken de financieel-economische risico's in het afgelopen jaar eerder toe- dan afgenomen.

Rol centrale banken uitgespeeld?

Sinds de financiële crisis hebben centrale banken op grote schaal onconventionele interventies uitgevoerd om financiële markten en de economie in bredere zin te ondersteunen. De belangrijkste reden voor dit beleid is dat het conventionele beleid – waarbij de beleidsrente wordt verlaagd om daarmee de kredietverlening te stimuleren – niet meer werkte. Het onconventionele beleid heeft zich gericht op drie terreinen. Ten eerste gebruiken centrale banken *forward guidance* waarmee aan de markt duidelijk wordt gemaakt dat rentes langdurig laag blijven. Ten tweede zijn maatregelen genomen om specifieke kredietmarkten te ondersteunen, bijvoorbeeld het opkopen van *asset backed securities*. Tot slot hebben centrale banken overheidsobligaties opgekocht om daarmee lange rentes te drukken. Het onconventionele beleid heeft grote gevolgen voor zowel de centrale banken zelf als voor de financiële markten. Zo zijn de centrale

bank balansen enorm verlengd. De activa van de ECB bedragen inmiddels 40% van het bruto binnenlands product (bbp) van de eurozone. Ter vergelijking, in de periode voor de crisis was dit 10%. Koploper is nog altijd de Japanse centrale bank die inmiddels een balans heeft ter grootte van het Japanse bbp (zie ook kader Monetaire experimenten verderop). Het risico van deze grote centrale bank balansen is moeilijk in te schatten. Vermoedelijk kunnen centrale banken hierin ver gaan, maar het is denkbaar dat er een punt is waarbij marktpartijen het vertrouwen in het monetaire systeem verliezen. Een ander probleem is dat het beleid van centrale banken weinig effect heeft gehad op het verhogen van de inflatie. De opkoopprogramma's hebben vooral geleid tot risicozoekend gedrag van beleggers en prijsstijgingen van vastgoed en financiële activa. Daarvan profiteren vooral de vermogenden die vastgoed en financiële activa bezitten. Dit werkt ongelijkheid verder in de hand. Een gevaar is dat centrale banken bij een volgende financiële crisis nauwelijks munitie hebben om de economische malaise tegen te gaan. Het is denkbaar dat zij dan de handdoek in de ring moeten gooien of uit wanhoop nog veel extremere monetaire experimenten gaan inzetten, zoals bijvoorbeeld helikoptergeld (zie kader Monetaire experimenten). ▶

Figuur 1: Balans centrale banken (%GDP)



Bron: Data afkomstig van websites centrale banken

‘Ondanks de positieve stemming lijken financieel-economische risico’s in het afgelopen jaar eerder toe- dan afgenomen’

Leen je rot

De lange rente is in de afgelopen jaren fors gedaald, mede door interventies van centrale banken. De 10-jaars rente in de kernlanden van de eurozone ligt inmiddels op het niveau van Japan. De langdurig lage rentes geven steeds minder prikkel om schulden omlaag te brengen. Hierdoor blijven overheden, bedrijven en huishoudens kwetsbaar voor onverwachte rentestijgingen en/of negatieve inkomensschokken. Bovendien leidt de lage rente tot een zoektocht naar rendement waardoor de prijs onevenredig stijgt ten opzichte van het risico. Dit kan op macro-economisch niveau leiden tot misallocatie van kapitaal, wat op termijn een wissel kan trekken op het groeivermogen van de economie. Zo worden zwakke bedrijven kunstmatig in leven gehouden dankzij extreem goedkope financiering. Het aandeel van zeer risicovolle bedrijfs-schuld (high yield) is al bijna 50% van de totale bedrijfsschuld in landen zoals China en de VS. In Italië, Spanje en het

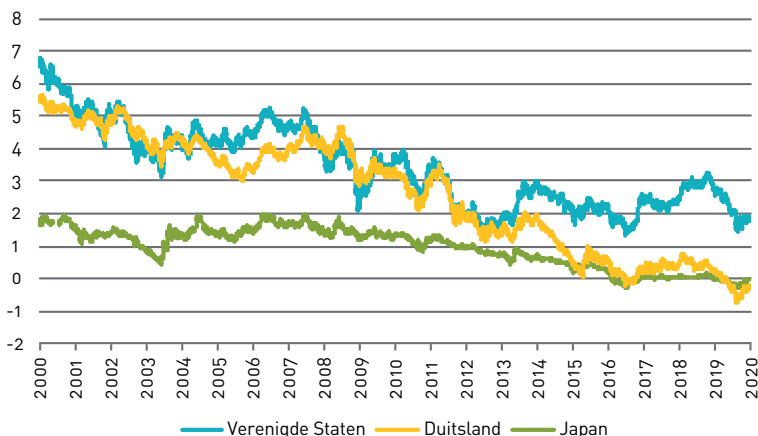
VK ligt dit aandeel zelfs ruim boven 50%.¹

Opvallend is dat de winsten van bedrijven behoorlijk geconcentreerd zijn, waardoor er tweespalt ontstaat. Van de bedrijven in de S&P 500 wordt 21% van de totale winst gemaakt door slechts tien bedrijven, waaronder Apple, Microsoft en Alphabet. Terwijl de overige bedrijven, die veelal opereren in sectoren met weinig groei, juist de meeste werknemers hebben. Dit zorgt voor een aanzienlijk risico in termen van werkgelegenheid.

CLO's in de mode

De hoge bedrijfsschulden worden in toenemende mate gesecuritiseerd via zogeheten collateralised loan obligations (CLO's). CLO's investeren vooral in hefboomleningen. Dat zijn bankleningen aan bedrijven met veel schuld en hoge rentelasten in vergelijking tot de winst die zij maken. Vooral in de VS is deze markt behoorlijk gegroeid in de afgelopen jaren (figuur 3). Circa 50% van alle hefboomschuld in dollars en 60%

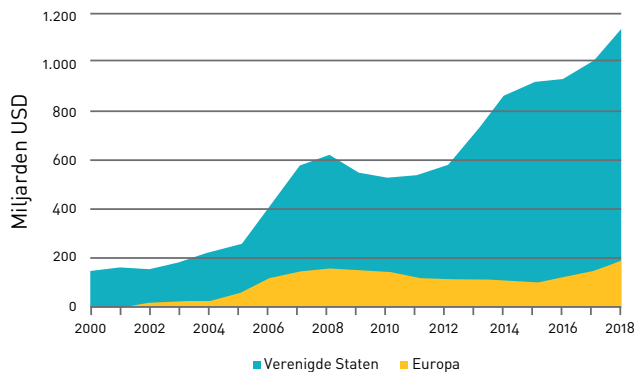
Figuur 2: 10-jaars staatsrentes (%)



Bron: Bloomberg

¹ Zie IMF, Global Financial Stability Report, October 2019.

Figuur 3: Uitstaand volume hefboomleningen (in mld dollars)



Bron: DNB, OFS okt 2019

van deze schuld in euro's is gesecuritiseerd via CLO's. Dit papier staat op de balansen van hedgefondsen, verzekeraars en (vooral Japanse) banken in hun zoektocht naar hogere rendementen. Wanneer de betreffende bedrijven in zwaar weer komen, bijvoorbeeld bij sterk oplopende rentes en/of een recessie, dan zullen deze partijen mogelijk flinke verliezen moeten dragen. Deze ontwikkeling lijkt op de gesecuritiseerde subprime hypotheek die de basis vormden voor de financiële crisis in 2008. Toch zijn er ook verschillen. Zo zijn CLO's minder complex qua structuur, worden zij nauwelijks als onderpand gebruikt in repotransacties en zijn zij minder afhankelijk van korte termijn financiering. Of ze daarmee

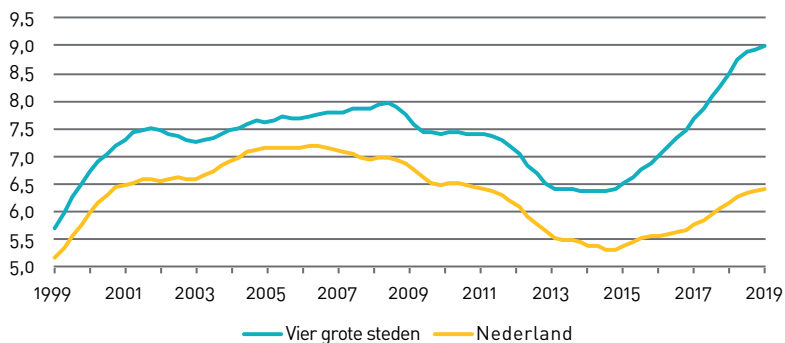
geen rol van betekenis spelen in een nieuwe crisis valt echter nog te bezien.

Huizenmarkt slokt goedkoop geld op

In de afgelopen drie jaar stegen de huizenprijzen in Nederland met circa 8% per jaar. Voor een deel kunnen de hogere prijzen worden verklaard door de dalende hypotheekrente en het achterblijvende aanbod van nieuwe woningen. Maar er zijn steeds meer signalen die wijzen op overwaardering. Zo liggen in de grote steden de prijzen gecorrigeerd voor inflatie ruim 17% boven de vorige piek in 2008.

Doordat de huizenprijzen veel sneller stijgen dan de inkomens van huishoudens ►

Figuur 4: Prijs/inkomen ratio's huizenmarkt (%)



Bron: DNB, OFS

verslechtert de prijs/inkomens ratio. Inmiddels ligt deze ratio voor de vier grote steden met een waarde van 9 op recordhoogte. Voor de Nederlandse huizenmarkt als geheel ligt de prijs/inkomens ratio al bijna op het niveau van voor de financiële crisis in 2008.² Dit is een belangrijke indicator voor het risico dat investeerders in hypotheek lopen. Een tweede belangrijke indicator is de *debt servicing*. Omdat huizenbezitters nieuwe hypotheek tegen een relatief lage rente kunnen vastzetten is het percentage van het inkomen dat huizenbezitters aan hun woonlasten uitgeven juist gedaald sinds 2008 (van 27% naar 15,2%).³ Dit maakt dat ze gemakkelijker aan hun betalingsverplichtingen kunnen voldoen zolang ze niet hoeven te herfinancieren tegen een stijgende rente. Een derde indicator voor het beoordelen van het risico in hypotheek is de zogenaamde LTV-ratio (loan-to-value). Recente regelgeving heeft geleid tot een cap op deze ratio. Daarbij moeten huizenbezitters hun hypotheek

verplicht aflossen en hebben zij een sterkere prikkel om ook vroegtijdig af te lossen.

De hoge huizenprijzen leiden vooral tot problemen bij sterk stijgende rentes en/of oplopende werkloosheid. Omdat huizenbezitters rentes steeds vaker voor lange tijd vastzetten is het renterisico op korte termijn beperkt. In een zware recessie, waarin centrale banken geen munitie meer hebben om de economische malaise te bestrijden, kan werkloosheid voor meer wanbetalingen op Nederlandse hypotheek zorgen dan waarmee nu rekening wordt gehouden. Met het oog op dit risico heeft DNB onlangs al aangekondigd dat banken meer kapitaal moeten aanhouden voor hypothecaire leningen. De hoge huizenprijzen op zich hoeven niet direct te leiden tot meer wanbetalingen, maar als er een default plaatsvindt is de impact groter. Het grote woningtekort zou in dit geval nog wel eens een vangnet voor huizenprijzen kunnen bieden in het lagere tot middensegment. ►

‘Hoge huizenprijzen leiden vooral tot problemen bij sterk stijgende rentes en/of oplopende werkloosheid’



² Zie DNB, OFS, oktober 2019.

³ Calcasa, The WOX Quarterly Q2 2019.



**'De prijs/inkomensratio
in de grote steden ligt op recordhoogte'**

Overheidsschuld systeemrisico in eurozone

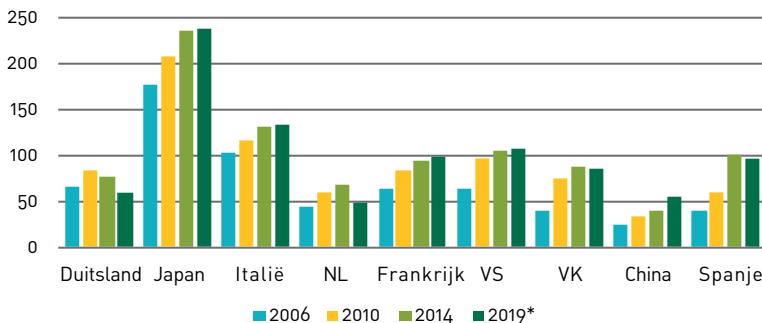
Sinds 2006 zijn de schulden van veel overheden structureel gestegen. Een uitzondering vormen Duitsland en Nederland waar in de laatste vijf jaar de staatsschuld juist aanzienlijk is gedaald.⁴ In het eurogebied vormen de hoge overheidsschulden in de periferie een systeemrisico. Deze landen hebben een hele lage rente nodig om hun schulden te kunnen dragen, terwijl de kernlanden juist baat hebben bij een wat hogere rente om de inflatie af te remmen. Daarnaast kopen banken in de periferie op grote schaal staatspapier van hun eigen overheid. Dat drukt weliswaar de rente maar zorgt ook voor systeemrisico. Als banken bijvoorbeeld minder staatspapier gaan kopen, dan stijgt de rente voor de overheid. Dit kan zorgen voor financieringsproblemen van de overheid. Op het moment dat marktpartijen twijfelen aan de houdbaarheid van de overheidsschuld en een hogere risicopremie vragen, komen banken in de problemen doordat de waarde van dit schuldpapier daalt. Kortom, er is een negatieve wisselwerking tussen banken en overheden in de periferie.

Daarbij speelt ook dat de winstgevendheid van deze banken relatief laag is, waardoor zij kwetsbaarder zijn voor schokken. Lagere schuld niveaus van perifere overheden in combinatie met een bankenunie kan dit systeemrisico in het eurogebied beperken.

Klimaatgevaar onderschat?

De Zweedse tiener Greta Thunberg is het gezicht geworden van jonge mensen die zich zorgen maken over het klimaat. Op een klimaatconferentie in 2019 verwijt de 15-jarige scholiere de huidige wereldleiders dat zij geen actie ondernemen met de bijna legendarische woorden ‘You have stolen my dreams, my childhood’. Er is tegenwoordig veel discussie over het klimaat. Dat is op zich positief. Minder positief is dat de discussie steeds meer gepolariseerd dreigt te worden. Aan de ene kant zijn er klimaatpessimisten die met steeds fellere vormen van protest aandacht vragen voor de klimaatproblematiek. Aan de andere kant zijn er klimaatontkenners die vinden dat er geen probleem is en mogelijke klimaatveranderingen toeschrijven aan natuurlijke processen en niet aan de mens.

Figuur 5: Overheidsschuld (percentage bbp)

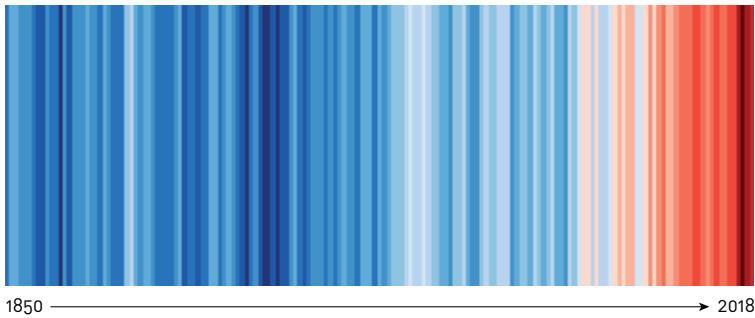


Bron: IMF; * projectie

⁴ Dit geldt ook voor Oostenrijk en – in mindere mate – Finland.

⁵ Zie Jeremy Grantham, *The Race of Our Lives Revisited*, White Paper, GMO, Aug. 2018.

Figuur 6: Wereldwijde jaarlijkse temperatuur (1850-2018)



Bron: Ed Hawkins, Climate Lab Book

De nuance in de discussie lijkt daarvoor steeds meer verloren te gaan. Dat is jammer, want die nuance is nodig voor het ontwikkelen van beleid met een breed draagvlak. En beleid is hard nodig omdat de statistieken laten zien dat het vijf voor twaalf is. Zo neemt de temperatuur op aarde in de afgelopen decennia veel sneller toe dan in voorgaande eeuwen. De afgelopen tien jaren waren zelfs de warmste van de laatste anderhalve eeuw. En de afgelopen vier jaren waren vermoedelijk de heetste jaren ooit.

Het grootste gevaar van de opwarming van de aarde is niet dat steden zoals Venetië of Miami steeds vaker overstroomd, maar dat de voedselvoorziening van miljarden mensen in het geding komt. Door langdurige droogte in combinatie met extreme regenval vindt steeds meer erosie plaats. Dat ondermijnt op termijn de beschikbaarheid én productiviteit van landbouwgrond. Een vijfde van de wereldwijde rijstproductie vindt bovendien plaats in zeer kwetsbare delta's zoals de Nijl, Mekong en Ganges. Volgens de Verenigde Naties zijn er in 2100 maar liefst 11,2 miljard mensen op aarde, waarvan een groot deel zal leven in kwetsbare gebieden in Afrika en Azië.⁵

Het veranderende klimaat zal langs allerlei wegen effect hebben op onze maatschappij. Sommige daarvan zijn te voorzien zoals voedseltekorten, toenemende ziektes, conflicten en enorme stromen klimaatvluchtelingen. Andere wegen zullen zich als een *black swan* in de toekomst manifesteren. Vanuit risicomanagement is beleid noodzakelijk dat de gevolgen van extreme uitkomsten mitigeert. Of dat overheden bij het klimaat zal lukken is sterk de vraag. Psychologisch gezien zijn wij niet goed in het nemen van pijnlijke maatregelen nu om daarvan de vruchten te plukken op lange termijn. Daarbij is het klimaat ook nog eens een klassiek collectief actieprobleem, waarbij *free riding* (geen pijnlijke maatregelen nemen) op korte termijn lonend is. Voor bedrijven is de uitdaging zich aan te passen aan een klimaatvriendelijkere wereld. Daarbij is het denkbaar dat een energietransitie tot innovatie, nieuwe investeringen en duurzamere economische groei leidt. Er kunnen dus ook positieve verrassingen zijn. De boodschap voor beleggers is dat zij bij het klimaat in ieder geval rekening moeten houden met extreme (zowel negatieve als positieve) uitkomsten en die mee moeten nemen in hun lange termijn scenario's. Want één ding lijkt zeker, het klimaat zal voor grote veranderingen zorgen. ■

AANJAGERS VAN VERANDERING

‘Scenario’s zijn bij uitstek geschikt om na te denken over ontwikkelingen waar je via een stochastische analyse geen zinnig woord over kunt zeggen’



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 onderzoeken kijken we naar trends die de potentie hebben om de wereld te veranderen. Deze trends noemen we aanjagers van verandering. Er zijn vijf terreinen die we verkennen: sociaal, technologisch, ecologisch, economisch en politiek. Deze terreinen worden aangeduid als STEEP-categorieën.

Figuur 7: Relatie tussen aanjagers, economie en markten



De aanjagers van verandering zijn belangrijk omdat ze uiteindelijk van invloed zijn op de ontwikkeling van de economie en de reactie van financiële markten.

Tabel 2 geeft een overzicht van de aanjagers en de link met de scenario's. Sommige thema's hebben op basis van actuele ontwikkelingen wat meer gewicht gekregen in de scenario's ten opzichte van de studie van vorig jaar (groen gemarkeerd). Dit betreft onder meer maatschappelijke en politieke polarisatie, focus op kwaliteit van leven, monetaire experimenten, opkomende landen en oorlog. Andere thema's hebben juist wat minder gewicht gekregen (rood gemarkeerd), bijvoorbeeld ongelijkheid en robotisering. Deze verandering in gewicht moet worden gezien als het verschuiven van accenten in de scenario's. Het betekent niet dat de scenario's uit de vorige studies achterhaald of gedateerd zijn. ▶

Tabel 2: Actuele aanjagers van verandering voor scenariobeschrijvingen

STEEL-categorie	Thema	IJstijd	Voorspoed	Inflatie	Stagflatie	Depressie
Sociaal	Ongelijkheid	**	*	**	**	**
	Maatschappelijke polarisatie	**	*	*	***	**
	Kwaliteit van leven	*	***	**	*	*
	Privacy/Nepnieuws	*	*	**	***	*
	Vergrijzing	**	*	*	*	*
Technologie	Cyberterrorisme	*	*	*	***	*
	Robotisering	*	***	*	*	**
	Block-chain in de ijskast	*	*	*	*	*
Ecologie	Energietransitie	*	***	*	**	*
	Klimaatactivisme	*	**	*	**	*
	Extreem weer	*	**	*	*	*
Economie	Handelsoorlogen	**	*	**	***	**
	Lage rente, schulden	**	*	*	**	***
	Monetaire experimenten	**	*	***	*	*
	Globaliserende waardenketens	*	**	*	***	***
	Opkomende landen	*	***	*	*	**
Politiek	Oprukkend populisme	**	*	***	***	*
	Politiek verdeeld EU/Brexit	**	*	*	***	***
	[Koudel] oorlog	*	*	*	***	**

*=weinig invloed; **= gemiddelde invloed; ***=veel invloed; invloed kan positief of negatief zijn; groen= meer gewicht in huidige studie ten opzichte van vorig jaar; rood= minder gewicht in huidige studie ten opzichte van vorig jaar.



VIJF SCENARIO'S

**IJSTIJD
DEPRESSIE
INFLATIE
STAGFLATIE
VOORSPOED**



Algemeen

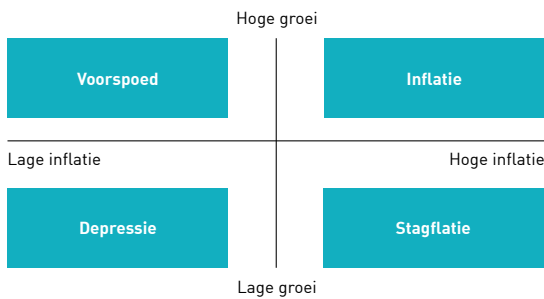
Deze paragraaf bespreekt de vijf scenario's.⁶ Daarbij wordt in principe met alle mogelijke economische windrichtingen rekening gehouden, door combinaties te maken van de belangrijkste macro-economische variabelen groei en inflatie.⁷

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

volume aan economische activiteit (groei) en de prijs (inflatie). In tabel 3 worden de verschillende scenario's (combinaties van groei en inflatie) verbonden aan financiële grootheden zoals rentes, spreads en aandelenschokken. De scenario's zijn mondiale uitkomsten, waarbij verondersteld wordt dat in de verschillende economische regio's soortgelijke ontwikkelingen een rol spelen. Dat is logisch, gezien de grote mate van connectiviteit in de wereldeconomie en op de financiële markten. Niettemin is het denkbaar dat er verschillen tussen regio's zijn, wat bijvoorbeeld tot uitdrukking kan komen in de relatieve sterkte van valuta's.

Het is belangrijk om te benadrukken dat de verhalen bij de scenario's geen voorspellingen of absolute waarheden zijn.

Figuur 8: Economische windrichtingen en de scenario's



⁶ Voor meer informatie over de gebruikte methodologie en geschiedenis van scenarioanalyse verwijzen we naar de eerdere scenariostudie Van Depressie tot Herstel (2014).

⁷ Zie Dalio, R. (2012), 'The All Weather Story', Bridgewater, www.bwater.com

Tabel 3: Overzicht scenario's en impact financiële markten

Economie eurozone en financiële markten in 2020-2022						
Reële economie betreft piekniveaus in procenten per jaar gedurende de scenariohorizon						
Financiële markten in niveaus of schokken in procentpunten per ultimo 2022						
	Startpunt	IJstijd	Depressie	Inflatie	Stagflatie	Voorspoed
<i>Reële economie</i>						
Groei bbp (reëel)	1,5	1,5	-5	3	0	3
Inflatie (gerealiseerd)	1,5	1,5	-2,5	7,5	5	2,5
<i>Financiële markten</i>						
Nominale rente (niveau 1-jrs)	-0,3	-0,3	-1,5	5	0	2,5
Nominale rente (niveau 10-jrs)	0,1	0,1	-1,25	4	0,5	2,75
Nominale rente (niveau 30-jrs)	0,5	0,5	-1,25	3,5	0,75	3,5
Break-even-inflatie (niveau 30-jrs)	1,5	1,5	0,25	4,5	2,5	2
Reële rente (niveau 30-jrs)	-1	-1	-1,5	-1	-1,75	1,5
Wereldwijde aandelenschok	-	+10	-50	-15	-35	+40
Vastgoedschok	-	+10	-40	+25	+5	+15
EUR/USD koers	1,1	1,1	0,8	1,3	1	1,25
Credit spreadschok (IG)	-	-0,5	2,5	0,5	1,5	0
Credit spreadschok (HY)	-	-0,5	4,5	1,5	3	-1,0
Z-spreadschok kern	-	-0,3	-0,3	0,3	0	0,3
Z-spreadschok niet-kern	-	-0,3	0,3	0,3	0	-0,3
Z-spreadschok periferie	-	-0,5	1,5	1	0	-0,5

‘Scenario’s helpen langetermijnbeleggers om in te spelen op nieuwe kansen én risico’s; essentieel bij het voeren van een robuust beleggingsbeleid’

Het zijn beelden bij mogelijke richtingen waarin de economie zich kan ontwikkelen. Hoewel de scenario's een looptijd hebben van drie jaar, komen ook aanjagers van verandering (trends) in het vizier die vooral een rol zullen spelen op de wat langere termijn. Toch kunnen deze lange termijn aanjagers op korte termijn al effect hebben, bijvoorbeeld via de financiële markten. De waardering van aandelen hangt bijvoorbeeld niet alleen maar af van de mogelijke winst in de komende drie jaar maar over een oneindige horizon. Zo kan de waardering van een energiebedrijf dat als eerste een omslag maakt naar een duurzamer

bedrijfsmodel op korte termijn veranderen doordat marktpartijen ineens de energietransitie gaan verdisconteren in de aandelenprijs van het betreffende bedrijf.

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

BESCHRIJVING SCENARIO'S

Economische ijsijd: voortkabbelen met lage rentes

Dit scenario is het minst extreem van alle scenario's en kan worden gezien als een basisscenario. Belangrijke trends zoals vergrijzing, lage rentes en sociale ongelijkheid lopen als een rode draad door dit scenario.

Zorgen om oude dag en ongelijkheid

Het gespreksonderwerp op feestjes van veertigers en vijftigers is niet meer de leaseauto of de vakantie maar het pensioen. Iedereen realiseert zich dat toekomstige pensioenuitkeringen lager zullen uitvallen dan eerder werd gedacht. Mensen worden daardoor ongerust over hun oude dag. Dit levert spanning op tussen jonge en oudere generaties. De vijftigers steken niet de kop in het zand, maar ondernemen actie door extra geld opzij te zetten voor later.

De lage rente ontmoedigt niet om te sparen, het geeft juist een impuls om een extra tandje bij te zetten. Hoewel traditionele spaarrekeningen nog steeds gevuld worden, gaan steeds meer mensen hun spaargeld zelf beleggen. Dividendaandelen, vastgoed en cryptocurrency's fungeren als zwarte gaten die overtollig spaargeld opslokken als licht.

Naast de oude dag maken steeds meer mensen zich zorgen over sociale ongelijkheid. De lage en middeninkomens in veel landen zien hun koopkracht erop achteruitgaan, terwijl politici het tegenovergestelde beweren. Dit zorgt voor onvrede en veel argwaan bij de plannen van beleidsmakers. Herverdeling van inkomen is voor de gevestigde politieke orde een stap te ver. Nieuwe protestbewegingen die zich richten op sociale ongelijkheid schieten als paddenstoelen uit de grond.



In Duitsland leidt dit tot stakingen van onder meer fabrieksarbeiders in de auto-industrie. In Italië gaan mensen de straat op om te protesteren tegen de toenemende armoede onder zowel jongeren als ouderen. Populistische politici springen op deze trein door te beloven de elite aan te pakken en zich in te zetten voor de gewone man.

Bedrijven investeren weinig

De problemen rondom de handelsoorlog tussen China en de VS worden niet opgelost. Iedere keer lijkt een oplossing in zicht, maar als puntje bij paaltje komt worden weer terugtrekkende bewegingen gemaakt. Dit proces doet sterk denken aan de film *Groundhog Day* waarin de hoofdpersoon dezelfde dag steeds opnieuw beleeft. Naast de handelsperikelen blijft ook de uitwerking van Brexit voor onzekerheid zorgen. In de Amerikaanse verkiezingen is sprake van een nek-aan-nek race tussen Democraten en Republikeinen, waardoor de uitkomst moeilijk valt te voorspellen. Er heerst een gevoel van onzekerheid en doormodderen. Bedrijven zijn huiverig met het doen van investeringen en internationale supply chains staan onder druk. Winsten worden gebruikt om aandelen te kopen. Als de winsten ontoereikend zijn lenen bedrijven tegen zeer lage rentes geld om met ogenschijnlijk slimme *financial engineering* de marktwaardering op te krikken. Omdat zowel bedrijven als consumenten weinig besteden valt de economische groei laag uit. Ook de inflatie blijft wereldwijd laag. De eurozone kent een duidelijke tweedeling. Het noorden kent een redelijke groei en inflatie, terwijl het zuiden kampt met stagnatie en van tijd tot tijd flirt met deflatie. Het beleid van de ECB zorgt ogenschijnlijk voor stabiliteit in de eurozone maar de vraag is wat er zal gebeuren wanneer burgers dit beleid niet meer accepteren. Overheden vertrouwen echter



'Zogeheten zombiebedrijven worden door de zeer lage rente kunstmatig in leven gehouden'

op het vangnet van de centrale banken en ondernemen zelf weinig om de economische groei te bevorderen.

Negatieve rentes worden normaal

'Never change a winning' team lijkt het adagium van beleidsmakers. Het onconventionele monetaire beleid heeft in 2008 een depressie voorkomen, de eurozone in 2012 gered en alom gevreesde deflatie voorkomen. Dus waarom niet doorgaan met dit beleid om de lage groei op te krikken? Centrale banken verlagen onder druk van politici wereldwijd de rentes en starten diverse opkoopprogramma's. De ECB koopt niet alleen staatsobligaties maar ook steeds meer bedrijfsobligaties, simpelweg omdat er te weinig staatsobligaties zijn om te kopen binnen het mandaat. Steeds meer risicovolle schuld wordt verhandeld tegen flinterdunne spreads. Zogeheten zombiebedrijven worden door de zeer lage rente kunstmatig in leven gehouden. Financiële experts waarschuwen voor zeepbelvorming en Japanificatie (lage groei en inflatie) van de economie in de VS en de eurozone. Het beleid is volgens hen gericht op het vooruitschuiven van problemen in plaats van het nemen van verlies bij onhoudbare bedrijfsmodellen. Banken hanteren voor het eerst negatieve rentes voor gewone spaarders. Veel consumenten hebben het gevoel dat er een nieuwe crisis voor de deur staat. In plaats van te besteden gaan mensen uit voorzorg juist extra sparen. Ondanks de lage groei neemt de waardering van aandelen wereldwijd verder toe door goedkope financiering en opkoopprogramma's. ►

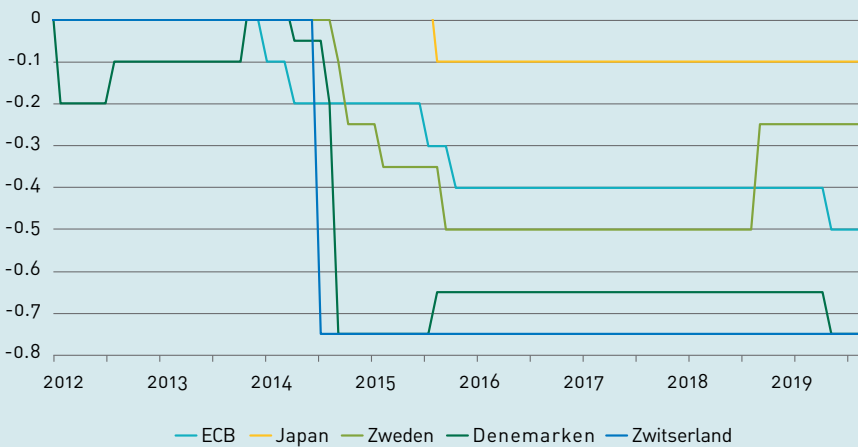
Box 1: Negatieve rentes

Negatieve rentes

Het idee van negatieve rentes stamt al uit 1900. De Duitse theoretisch econoom Silvio Gesell vond dat de houders van geld een oneerlijk voordeel hadden ten opzichte van de bezitters van natuurlijke producten zoals voedsel aangezien deze producten veelal te maken hebben met bederf of natuurlijk verval. Hierdoor zou op voedsel direct een afslag moeten zijn om waardevermindering over de tijd te compenseren.⁸ In de jaren zeventig was Zwitserland de eerste moderne economie die negatieve rentes hanteerde. Het land wilde geen oneerlijk voordeel van geld compenseren maar voorkomen dat buitenlandse investeerders hun geld massaal zouden stallen in de veilige Zwitserse franc, om zo de franc te behoeden voor extreme waardeinstijgingen en de Zwitserse export te beschermen. Na de financiële crisis van 2008 hebben

landen zoals Denemarken, Zweden, Japan, Zwitserland en de Europese Centrale Bank (ECB) geëxperimenteerd met negatieve rentes. Dit betreft vooral de zogeheten depositorente. Dit is de rente die commerciële banken normaal gesproken ontvangen (en nu betalen) wanneer zij hun overtollige reserves stallen op hun rekening bij de centrale bank. Het idee achter negatieve rentes is dat dit banken stimuleert om hun overtollige reserves uit te lenen dan wel te investeren in risicovollere activa (bijvoorbeeld bedrijfsobligaties). Dit zou tot ruimere financiële condities moeten leiden, wat gunstig is voor de kredietgroei en de economie in bredere zin. Daarnaast willen sommige landen hun valuta minder aantrekkelijk maken om daarmee hun concurrentiepositie te verbeteren. Dit lijkt vooral te gelden voor Zwitserland, Zweden en Denemarken.

Figuur 9: Depositorente centrale banken (%)



Bron: Refinitiv

⁸ https://www.researchgate.net/publication/225701604_Negative_Nominal_Interest_Rates_History_and_Current_Proposals

‘Banken hanteren voor het eerst negatieve rentes voor gewone spaarders’



Het is lastig om de effecten van negatieve rentes empirisch te beoordelen omdat er simpelweg weinig ervaring mee is. Data zijn beperkt. Japan heeft bijvoorbeeld sinds 1999 een rente van rond nul procent en in de afgelopen drie jaar is deze licht negatief. De lage rente in Japan heeft als doel om deflatie te voorkomen. Of het rentebeleid Japan echt heeft geholpen is onduidelijk. De groei en inflatie zijn nog steeds persistent laag en de overheid heeft een ongekend hoog schuldniveau van meer dan 200% van het bbp. Volgens de Japanse econoom Richard Koo heeft de lage rente erger (een depressie) voorkomen.

In theorie zouden negatieve rentes banken een impuls moeten geven om meer geld uit te lenen aan bedrijven en huishoudens. Toch zijn er ook nadelen. Zo kunnen mensen negatieve rentes zien als een officieel signaal dat het slecht gaat met de economie. Hierdoor kunnen zij uit voorzorg meer gaan sparen. Door vergrijzing is er sowieso al een impuls om meer geld opzij te zetten voor later. Negatieve rentes vormen daarbij een tegenwind, waardoor mensen mogelijk nog meer geld opzij willen zetten om een bepaald eindkapitaal te behalen. Een ander nadeel van negatieve rentes is dat het voor banken moeilijker wordt om voldoende rentemarge te realiseren. Hierdoor kan de winstgevendheid én de financiering van banken in gevaar komen, hetgeen kan leiden tot extra

systeemrisico's. Banken zijn huiverig om negatieve rentes door te berekenen aan gewone spaarders omdat deze de optie hebben om hun geld van de bank te halen en dit als cash aan te houden - al dan niet in een kluis. Zo lang fysiek geld niet wordt afgeschaft blijven spaarders deze optie hebben. Wel zou eventueel een wisselkoers tussen fysiek en digitaal geld spaarders een impuls kunnen geven om negatieve rentes te accepteren. Of beleidsmakers dergelijk flankerend beleid zullen inzetten is echter onzeker.

Een bijwerking van negatieve rentes is dat ook de balansen van pensioenfondsen en verzekeraars worden geraakt, met name als negatieve korte rentes doorwerken op het lange einde van de rentecurve. Dit gebeurt bijvoorbeeld omdat banken mede door strengere regelgeving (hogere kapitaaleisen) hun reserves niet uitlenen aan de private sector, maar investeren in veilige staatsobligaties. Het effect van negatieve depositorentes op de lange rente is dus vooral indirect en naar verwachting minder sterk dan wanneer centrale banken direct langlopend staatspapier kopen (kwantitatieve verruiming). De lange rente wordt sowieso meer bepaald door vraag en aanbod van geld. Daarbij spelen factoren zoals vergrijzing (meer besparingen) en technologie (meer concurrentie/prijstransparantie en prijsdaling van kapitaalgoederen) vermoedelijk een belangrijke rol bij de trendmatige daling van de lange rente.

Depressie: monetair beleid impotent bij nieuwe tegenwind

Hoge schulden en politiek risico zorgen voor instabiliteit

Sinds de financiële crisis in 2008 zijn schulden verder toegenomen. De vergoeding voor risico die beleggers krijgen is gedaald tot schrikbarend lage niveaus. Niet alleen de ontwikkelde landen torsen hoge schulden met zich mee, ook opkomende economieën zijn met schuld beladen. Er komen steeds meer signalen dat de wereldeconomie afkoelt. Het IMF verlaagt zijn prognose voor de groei van de wereldeconomie van 3,5% naar 1,5%. Een nieuwe peiling onder inkoopmanagers laat zien dat de industrie aan de vooravond staat van een recessie. Beleggers worden ineens voorzichtiger en beginnen aandelen, high yield obligaties en schuld van opkomende landen te verkopen. De prijzen van risicovolle activa dalen sneller dan gedacht. Op sommige deelmarkten droogt de liquiditeit tot ieders verrassing snel op. Een aantal opkomende landen komt in problemen door een snelle devaluatie van de wisselkoers en vraagt om hulp bij het IMF. Beleggers raken door deze negatieve spiraal in paniek. De geforceerde afbouw van met schuld gefinancierde posities versterkt deze negatieve spiraal. In het eurogebied wordt het systeemrisico rondom de perifere landen met de dag groter. Begrotingstekorten vallen groter uit dan eerder werd gedacht en ook de schuld neemt sneller toe dan voorzien. De Italiaanse regering steekt als eerste haar kop in het zand en negeert de waarschuwingen van

de Europese Commissie. Beleggers verkopen massaal Italiaans staatspapier, waardoor de spread ten opzichte van Duitsland explodeert. Er wordt getwijfeld aan de stabiliteit van Italiaanse banken die veel Italiaans staatspapier op hun balans hebben staan. De aandelenkoersen van Italiaanse banken halveren in enkele dagen tijd en spaarders staan bij sommige banken in de rij om hun spaargeld op te eisen. Er treedt besmetting op naar andere perifere landen zoals Spanje, Portugal, en Griekenland. Zelfs Frankrijk ziet de spread op haar staatspapier flink oplopen en credit default swaps prijzen een grotere kans in op faillissement van een aantal grote Franse banken. De instabiliteit van de muntunie is voor Oostenrijk reden om een referendum uit te schrijven over vertrek uit de eurozone. Finland, Italië en Griekenland dreigen hetzelfde te doen. Vooraanstaande economen in Nederland en Duitsland waarschuwen voor de mogelijkheid van een euro break-up. Klaas Knot zegt in Nieuwsuur op een bijna alarmerende toon dat hij zeker niet uitsluit dat de gulden ooit weer moet worden ingevoerd. Op de vraag van de interviewer of DNB al guldens heeft geslagen gaat de president van DNB niet in.

Beleidsmakers staan met lege handen

Centrale banken realiseren zich dat zij nauwelijks munitie hebben om de economie te stimuleren. De beleidsrentes bevinden zich rond het nulpunt en de balansen zijn na jaren van kwantitatieve verruiming verzadigd geraakt. In het eurogebied zetten de kernlanden openlijk een rem

'Er wordt getwijfeld aan de stabiliteit van Italiaanse banken die veel Italiaans staatspapier op hun balans hebben staan'



op de balansgroei van de ECB. Er is onder centrale bankiers in de ontwikkelde landen consensus ontstaan dat nieuwe opkoopprogramma's averechts zullen werken. Nieuw onderzoek van vooraanstaande economen dat is gepubliceerd in de *American Economic Review* laat zien dat het effect van kwantitatieve verruiming op de economische groei in de VS en het eurogebied verwaarloosbaar klein is geweest. Centrale banken zijn feitelijk uitgespeeld. Ook beleggers lijken zich dit te realiseren. Dat wakkert de angst voor meer instabiliteit verder aan. Overheden hebben steeds meer een afwachtende houding, zijn verdeeld en pleiten voor schuldreductie en begrotingsevenwicht. Geld lenen om de economie te stimuleren wordt als onverantwoord gezien. Hetzelfde geldt voor klimaatbeleid. Duitsland laat in haar ogen in Europa het goede voorbeeld zien door eerder overwogen (groene) overheidsbestedingen af te blazen.

Zelfs China - dat zich doorgaans uit de economische malaise leent - maakt onverwacht een budgettaire pas op de plaats.

Economie en huizenmarkt knock out

Het vertrouwen onder consumenten en bedrijven verdwijnt als sneeuw voor de zon. Er wordt zeer weinig besteed en investeringen worden massaal uitgesteld. De economie krimpt fors en de werkloosheid stijgt flink. Er heerst het gevoel dat deze recessie lang kan aanhouden omdat beleidsmakers weinig mogelijkheden hebben om in te grijpen. Economen van het CPB spreken al openlijk over een depressie en wijzen naar de overeenkomsten met de jaren dertig van de vorige eeuw. Zombiebedrijven met hoge schulden vallen door omzetverlies massaal om. Sterk gegroeide mondiale waardenketens staan onder grote druk. Armoede wordt ineens heel zichtbaar. Voedselbanken kunnen de aanloop niet aan en grote steden kampen met steeds meer daklozen. ►

**'Voedselbanken kunnen
de aanloop niet aan en
grote steden kampen
met steeds meer daklozen'**



Ook de huizenmarkt komt in een diepe crisis terecht. Veel mensen kunnen hun hypotheeklasten niet meer dragen en worden gedwongen om hun huis te verkopen. Doordat de huizenprijzen dalen ontstaan forse restschulden. In Nederland ontstaat twijfel of de Nationale Hypotheek Garantie wel voldoende reserves heeft om de verliezen op te vangen. Kamerleden vragen de Minister van Financiën om snel een onderzoek in te stellen. Institutionele beleggers willen van hun vastgoed af, maar kunnen in de slechte marktomstandigheden alleen verkopen tegen dumprijzen. Beleggers vermijden massaal de ooit zo veilig geachte

Nederlandse hypotheek. Spreads op dit type papier bereiken recordhoogtes. Angst en verslagenheid heersen alom. Volgens sommige economen is er in dit zwarte scenario toch licht aan het eind van de tunnel. Niet levensvatbare bedrijven verdwijnen eindelijk, schulden worden geherstructureerd en mensen worden zich weer bewust van de gevaren van schuld-financiering met gratis geld. In *The Economist* verschijnt een special met de kop *The Great Reset* waarin wordt betoogd dat we een nieuw economisch tijdperk ingaan met lagere schulden, meer stabiliteit en gezonder beleid van centrale banken.

Inflatie: nieuwe sociale experimenten

Overheden gaan los

De economische cyclus loopt op zijn laatste benen. Overheden realiseren zich dat nieuwe economische tegenwind gepaard gaat met sociale ongelijkheid en oplopende spanning. Zij willen alles uit de kast halen om maatschappelijke onrust - en daarmee de voedingsbodem voor nog meer populisme - te voorkomen. De economie is maakbaar, lijkt hun devies. Sociaal georiënteerde politici krijgen in dit klimaat meer voet aan de grond. Zij pleiten voor meer bestedingen van de overheid en een socialer beleid.

Duitsland investeert miljarden in onder meer infrastructuur en scholing. Frankrijk en Italië verlagen structureel de belasting voor de lage en middeninkomens. De VS komen vlak voor de verkiezingen met een bestedingsimpuls gericht op achterstandsbuurten in steden. China pompt miljarden in noodlijdende sectoren om daarmee de gewenste groei van 6% te bereiken. De bestedingsimpuls van overheden sorteren snel effect. De groei van de wereldeconomie versnelt en de inflatie loopt langzaam op. Sociaal beleid werkt, is het beeld dat politici graag uitdragen. Burgers worden optimistisch en gaan zelf ook meer uitgeven. ►



'De economie is maakbaar'

‘Behalve overheden zijn ook centrale banken bereid om hun steentje bij te dragen aan het realiseren van meer groei en inflatie’



Nieuwe monetaire experimenten

Behalve overheden zijn ook centrale banken bereid om hun steentje bij te dragen aan het realiseren van meer groei en inflatie. Zij zijn tot de conclusie gekomen dat renteverlagingen en opkoopprogramma's onvoldoende werken en beginnen hardop na te denken over het inzetten van zogeheten helikoptergeld. Het idee hierachter is dat de economie niet moet worden gestimuleerd via kredietverlening door banken, maar dat geld direct moet terechtkomen in de portemonnee van burgers. Het belangrijkste adviescomité van de ECB, de Monetary Policy Committee, heeft een plan uitgewerkt waarin iedere inwoner van 18 jaar en ouder 5.000 euro belastingvrij op zijn of haar bankrekening krijgt gestort van de ECB. Dit plan lijkt radicaal maar krijgt verrassend genoeg steun in tal van media en ook politici staan ervoor open. Leden van het Europese Parlement roepen Christine Lagarde op dit plan snel uit te werken. Vooraanstaande economen die waarschuwen voor de negatieve gevolgen van dit beleid worden genegeerd of weggezet als *old school* denkers.

Geest uit de fles

De inflatie loopt na anderhalf jaar sneller op dan eerder werd gedacht. Vakbonden vinden dat werknemers moeten worden gecompenseerd voor de hogere prijzen en eisen hogere lonen. Overheden geven als eerste toe en verhogen de lonen van ambtenaren. Het bedrijfsleven volgt niet lang daarna. Er ontstaat een klassieke loon-prijs spiraal waarvoor economen hadden gewaarschuwd. Een strikt migratiebeleid in zowel de VS als Europa draagt bovendien bij aan krapte op de arbeidsmarkt. Dit werkt verdere loonsverhogingen in de hand. Hoewel de centrale banken in zowel Europa als de VS de rente verhogen, is het te weinig om de inflatie echt af te remmen. Marktpartijen verliezen wereldwijd het vertrouwen in centrale banken en lange rentes stijgen behoorlijk. Aandelenkoersen dalen flink, mede omdat veel bedrijven de hogere inkooprijzen niet volledig doorberekenen aan hun klanten. ►



**‘Renteverlagingen en opkoopprogramma’s
werken onvoldoende en centrale banken
beginnen hardop na te denken over
het inzetten van zogeheten ‘helikoptergeld’**





Monetaire experimenten

Het gebruik van monetaire experimenten om economische problemen op te lossen is zo oud als de weg naar Rome – of beter gezegd Syracuse.⁹ In het jaar 400 voor Christus veroverde de Griekse veldheer Dionysius uit Syracuse diverse steden in Sicilië. Een leger met huurlingen in combinatie met een exorbitant hof zorgde echter voor een begrotingstekort. Om dit probleem op te lossen leende Dionysius alle munten van één drachme, verving het getal 1 door 2 en gaf de originele waarde weer terug. Deze vorm van geld bijdrukken leek in eerste instantie aantrekkelijk, maar leidde al snel tot inflatie, productieverlies en vermoedelijk veel chaos.

Ook tegenwoordig vinden monetaire experimenten plaats. Sinds de financiële crisis hebben centrale banken niet alleen hun rentes verlaagd naar historisch zeer lage niveaus (soms zelfs negatief), maar ook op grote schaal financiële activa opgekocht zoals hypotheekgedekt papier of staatsobligaties. Japan is al in de jaren negentig met dit soort beleid


begonnen en kan als een voorloper worden beschouwd. De Bank of Japan heeft inmiddels meer dan 40% van alle overheidsobligaties op haar balans staan. Ook koopt zij aandelen- en vastgoed exchange traded funds (ETFs) om daarmee marktprijzen te ondersteunen. De Bank of Japan bezit meer dan 5% van de marktkapitalisatie van de beurs in Tokio. Verder probeert zij om door middel van interventies zelfs de gehele Japanse rentecurve te bepalen, het zogeheten yield curve targeting.

Het doel daarvan is een voorspelbare rentemarge voor banken, wat voor stabiliteit in de financiële sector moet zorgen. Het beleid in Japan heeft volgens econoom Richard Koo een depressie in de jaren negentig voorkomen.¹⁰ De geringe particuliere consumptie is gecompenseerd door overheidsbestedingen die zijn gedekt met schuld papier dat is opgekocht door de Bank of Japan. Omdat het beleid in Japan (nog) niet heeft geleid tot instabiliteit, krijgen steeds meer politici in het westen interesse voor dit type beleid, ook wel aangeduid met de term

⁹ Zie Reinhart, C.M., Rogoff, K.S. (2009), *This time is different – Eight centuries of financial folly*, Princeton University Press, pagina 174.

¹⁰ Koo, R. (2011), *The world in balance sheet recession: causes, cure, and politics*, real-world economics review, issue no. 58.

¹¹ Engen, M., Laubach, T., Reifschneider, D. (2015), *The Macroeconomic Effects of the Federal Reserve's Unconventional Monetary Policies*, Finance and Economic Discussion Series 2015-005. Board of Governors of the Federal Reserve System.



modern monetary theory. Het idee hierachter is dat overheden met hun eigen munt begrotingstekorten niet hoeven op te vangen met hogere belastingen, maar door de uitgifte van extra schuld papier dat wordt opgekocht door de centrale bank. Of dergelijk beleid op lange termijn houdbaar is valt sterk te betwijfelen. Schuldniveaus zullen immers steeds verder toenemen.

Terugkijkend hebben de opkoopprogramma's van centrale banken in de VS en het eurogebied slechts in zeer beperkte mate bijgedragen aan een hogere inflatie.¹¹ Dit komt omdat het extra geld van de opkoopprogramma's niet in de economie terecht komt maar zich ophoopt als reserves in het bancaire systeem. Banken hebben deze reserves nauwelijks gebruikt voor extra kredietverlening aan de private sector. De economische effecten van de opkoopprogramma's vallen dus tegen. Zij hebben vooral geleid tot prijsstijgingen van vastgoed en financiële activa en daarmee tot vermogensongelijkheid.

In plaats van nog meer opkoopprogramma's zouden centrale banken ook kunnen overwegen om hun inflatiedoel te verlagen. Sommige economen pleiten voor een radicaler monetair beleid om de inflatiedoelen te bewerkstelligen. In plaats van overheidsobligaties opkopen zou de centrale bank zogeheten helikoptergeld kunnen inzetten. Het idee hierachter is dat de centrale bank geld bijdrukt en dit direct aan alle burgers geeft. Die zullen dit geld meteen besteden, waardoor de economie een flinke impuls krijgt en de inflatie stijgt in de richting van de doelstelling. Een voordeel van dit beleid is dat het niet leidt tot

bubbels in financiële activa en vastgoed (en vermogensongelijkheid) zoals bij de opkoopprogramma's. Helikoptergeld zou echter alleen overwogen moeten worden in een situatie van extreme deflatie waarin de economie afkoerst op een depressie. In meer normale situaties zouden de risico's van een dergelijke free lunch wel eens kunnen overheersen. Zo is het de vraag of de inflatiedoelstelling precies gehaald kan worden met helikoptergeld.

Dit veronderstelt dat de economie werkt als een machine en dat beleidsmakers precies weten hoe consumenten en bedrijven zullen reageren op het extra geld. De economie is echter geen machine maar een complex systeem dat is omgeven met een hoop onzekerheid. Het is goed denkbaar dat gratis geld tot veel minder óf juist veel meer inflatie leidt dan de doelstelling. In het laatste geval kunnen marktpartijen het vertrouwen verliezen in de centrale bank, waardoor inflatieverwachtingen flink kunnen ontsporen (zie inflatiescenario).

Een ander nadeel van helikoptergeld is dat het hoogstens een tijdelijke impuls geeft aan de economie. Het is geen instrument voor het bereiken van duurzame groei. Daarvoor zijn economische hervormingen, investeringen en innovatie nodig. Gratis geld kan tijdelijk de illusie geven van voorspoed, waardoor lange termijn investeringen juist achterblijven. Tot slot kunnen centrale banken bij de inzet van helikoptergeld hun onafhankelijkheid verliezen omdat overheden de centrale bank gaan gebruiken als pinautomaat om kiezers te paaien. Dit ondermijnt het vertrouwen in het monetaire systeem.



Stagflatie: polarisatie zorgt voor een verlies-verliessituatie

Maatschappij in rep en roer

De trend van nieuwe protestbewegingen zet overal door. Klimaatactivisten verklaren de oorlog aan vervuilende industrieën en bezetten havens en vliegvelden. Dierenactivisten bezetten megastallen en barricaderen voedselproductiebedrijven die in hun ogen dieronvriendelijk produceren. Meer nationaal georiënteerde politieke activisten pleiten voor het beschermen van traditionele economische sectoren en roepen op tot een zeer streng immigratiebeleid in reactie op de vele klimaatvluchtelingen die naar Europa afreizen. Nepnieuws en sociale beïnvloeding zijn aan de orde van de dag. Hierdoor krijgen veel grote bedrijven het moeilijk. Zij worden verantwoordelijk gehouden voor de grote problemen van de wereld. Politici pleiten voor strengere maatregelen tegen deze bedrijven, bijvoor-

beeld in de vorm van extra heffingen op transport, het afschaffen van subsidies en een kapitaalbelasting voor vervuilende bedrijven. Dit alles heeft een remmend effect op groei en innovatie.

Internationale branden

Ook op internationaal vlak is overal polarisatie te zien. De handelsoorlog tussen de VS en China bereikt een kookpunt. China loopt boos weg uit een overleg van topfunctionarissen in Genève. De volgende dag belast de VS vrijwel alle handel met China tegen een tarief van 25% of meer. Sommige producten of diensten, zoals bijvoorbeeld zeldzame aardmetalen, worden helemaal niet meer verhandeld. De situatie in het Midden-Oosten staat op scherp met spanning tussen Iran en Saoedi-Arabië enerzijds en Turkije en Koerden/Syrië anderzijds. Marktpartijen vrezen een groot regionaal machtsconflict, wat leidt tot fors toenemende oliepijzen.

De internationale spanningen uit zich ook in de digitale wereld. Cyberterroristen uit vermoedelijk Iran en Rusland zorgen voor ingrijpende verstoringen in de digitale infrastructuur bij grote bedrijven en overheden. De Belastingdienst in Nederland wordt gehackt, waardoor burgers en bedrijven wekenlang geen aangiftes kunnen doen. De Tweede Kamer pleit voor een parlementair onderzoek naar de digitale beveiliging van de Nederlandse overheid. China heeft naast de handelsoorlog ook te maken met binnenlandse protesten die inmiddels zijn verspreid vanuit Hong Kong naar andere grote steden. De Chinese autoriteiten lijken de controle te verliezen. De protesten hebben inmiddels invloed op de economische activiteit in tal van sectoren. Beleggers trekken zich terug uit opkomende markten en maken geen onderscheid tussen landen met of zonder sociale protesten.

Global supply pains

Door protectionisme, hogere grondstofprijzen, digitale disrupties en nieuwe maatregelen tegen vervuilende industrieën komen zogeheten mondiale waardeketens onder grote druk te staan. Het comparatieve voordeel van producten waarvan overal ter wereld een stukje wordt gemaakt blijkt nu ineens een nadeel te zijn. Dit eist zijn tol. De economisch groei zwakt wereldwijd af en de prijzen van veel goederen en diensten nemen snel toe. De koopkracht van burgers gaat rap achteruit. Centrale banken realiseren zich dat zij op dergelijke aanbodschokken geen invloed hebben en staan verslagen aan de zijlijn. In dit scenario zijn bijna geen winnaars, iedereen lijkt te verliezen, met uitzondering van het klimaat dat baat heeft bij de wereldwijde daling van transportbewegingen en minder uitstoot van CO₂. ▶



**‘De internationale spanningen
uit zich ook in de digitale wereld.
Cyberterroristen uit vermoedelijk
Iran en Rusland zorgen voor
ingrijpende verstoringen
in de digitale infrastructuur’**

**'BEWARE OF FALSE
KNOWLEDGE;
IT IS MORE
DANGEROUS THAN
IGNORANCE'**

- GEORGE BERNARD SHAW -

Box 3: Social media

Social media

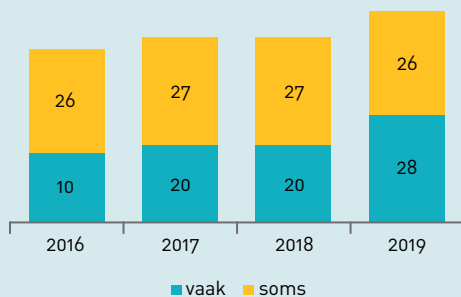
Beïnvloeding via media is van alle tijden. In alle grote oorlogen is propaganda gebruikt om de tegenstander te demoniseren en het publiek enthousiast te maken voor de eigen (nationale) boodschap. In het verleden lag deze macht vaak bij één persoon of één politieke partij. De opkomst van social media maakt het voor steeds meer partijen en individuen mogelijk om op deze manier hun specifieke doelgroep te beïnvloeden.

Onderstaande figuur¹² toont de ontwikkeling van het gebruik van social media in de VS als nieuwsbron over de afgelopen jaren. De figuur laat zien dat het gebruik van social media als primaire nieuwsbron sterk toeneemt. Tegelijkertijd leven we in het tijdperk van ‘fake news’ en ‘slimme algoritmes’. Al dan niet opzettelijk incorrecte berichtgeving kan grote gevolgen hebben. In 2015 plaatste de Financial Times bijvoorbeeld per ongeluk een vooraf geschreven bericht over het rentebesluit van de

ECB. Dit werd direct opgepikt door marktpartijen en leidde tot een aanzienlijke marktimpact. Een fake bericht over malversaties in de boekhouding en het ontslag van de financieel directeur van het bedrijf Vinci in 2016 leidde tot een koersdaling van 18%, ondanks de directe ontkrachting van het bericht door het bedrijf zelf.

Iedereen met een telefoon kan zijn of haar eigen waarheid de wereld in twitteren. Fact-checking lijkt daarbij geen vereiste. Bij high-profile gevallen zoals het Russische trollenleger of marktmanipulatie van Elon Musk worden achteraf onderzoeken ingesteld. Hier gaat echter veel tijd overheen en het kwaad is dan vaak al geschied. Steeds vaker worden beschuldigingen aan het adres van hooggeplaatste personen afgedaan als ‘fake news’. Met de komst van nieuwe technologie is het maken van zogenaamde ‘deepfakes’ voor iedereen mogelijk.

Figuur 10: Gebruik social media als nieuwsbron onder Amerikaanse volwassenen (%)



Bron: Pew Research Center, July 2019

¹² <https://www.businessinsider.com>



Hiermee kunnen bestaande beelden en video's met elkaar worden gecombineerd, waardoor je in sommige situaties je ogen letterlijk niet kunt geloven. Bedrijven als Twitter en Facebook investeren fors in technologie om de authenticiteit van nieuwsberichten zo snel mogelijk vast te stellen, maar dit is nog lang niet waterdicht. Naast dat de betrouwbaarheid van social media niet altijd goed en tijdig is vast te stellen, wordt het nieuws dat we onder ogen krijgen via populaire platforms als Facebook grotendeels bepaald door ons historisch surfgedrag. Hierdoor kan nieuws een hogere nieuwswaarde lijken te hebben dan feitelijk het geval is. Het groeiende bewustzijn dat we op deze manieren beïnvloed worden, introduceert wantrouwen omtrent nieuws in het algemeen. Maar wat is de impact van deze trends op de financiële markten?

Bank of America Merrill Lynch heeft onderzoek gedaan naar de relatie tussen het aantal tweets van Donald Trump en de impact op de aandelenmarkt.¹³

Als Trump meer dan 35 tweets op een dag plaatst, heeft dit een statistisch significant negatief effect op de aandelenmarkt. Als het minder dan vijf tweets zijn, is het effect juist positief. Ander onderzoek toont aan dat aandelen van bedrijven met een hoge *social media coverage* volatieler zijn dan aandelen van bedrijven die in de meer traditionele media worden besproken.¹⁴ De onderzoekers verklaren dit door zogeheten *echo chambers*. Dit betekent dat als mensen een bericht meerdere keren onder ogen krijgen, ze dit elke keer weer als nieuws interpreteren. Kortom, sociale media kunnen de volatilititeit op financiële markten versterken. Tegelijk blijkt uit onderzoek dat als mensen zich bewust worden van nepnieuws, ze minder sterk reageren op nieuwsberichten. Zo zou de enorme toevloed van nepnieuws met als doel mensen te beïnvloeden op termijn wel eens averechts kunnen uitpakken.¹⁵ Met de Amerikaanse presidentsverkiezingen voor de deur, staan ons op dit gebied vast nog genoeg verrassingen te wachten.

¹³ <https://www.cnbc.com/2019/09/03/on-days-when-president-trump-tweets-a-lot-the-stock-market-falls-investment-bank-finds.html>

¹⁴ Social Media, News Media and the Stock Market, Jiao, P., Veiga, A., Walther, A. (2018).

¹⁵ https://editorialexpress.com/cgi-bin/conference/download.cgi?db_name=AFA2020&paper_id=1287

Voorspoed: innovatie stuwt productiviteitsgroei én levensgeluk

Productiviteit in de lift

De verwachte afkoeling van de economie blijft uit en de groeicyclus met gematigde inflatie blijkt veel langer houdbaar dan eerder werd gedacht. Er komen steeds meer signalen dat de productiviteit van de economie overal sluipenderwijs toeneemt door de inzet van computers en slimme digitalisering. Zo wordt verlichting en verwarming in gebouwen minutieus afgestemd op de gebruikers. Computers optimaliseren onderhoud aan machines steeds verder. Investerings in schone energie komen in een stroomversnelling. De toegenomen productiviteit komt niet alleen ten goede aan de aandeelhouders van bedrijven, ook werknemers profiteren mee. Hierdoor neemt het reëel beschikbare inkomen van doorsnee werknemers na jaren van stagnatie eindelijk weer eens toe. Dit zorgt voor een positieve impuls voor de bestedingen. De economie in de ontwikkelde landen groeit behoorlijk en de inflatie blijft onder controle, mede doordat selectieve immigratie helpt om arbeidsmarkttekorten

in snelgroeiende sectoren op te vangen. Centrale banken verhogen geleidelijk hun beleidsrentes maar de niveaus van voor de crisis in 2008 zijn nog lang niet in zicht, ook omdat schuld niveaus absoluut gezien nog hoog zijn.

Opkomende landen are the place to be

Opkomende landen laten een groei-versnelling zien en worden een steeds belangrijkere geopolitieke macht. In veel van deze landen is een trend zichtbaar dat de economie minder afhankelijk wordt van export en buitenlands kapitaal en meer gericht is op de binnenlandse consumptie en besparingen. Dit zorgt voor meer stabiliteit. Ontwikkelde economieën profiteren van de opleving in opkomende landen door zich te richten op samenwerking en duurzame vrijhandel. De handelsoorlog tussen de VS en China is inmiddels beslecht en vrijwel alle tarieven zijn verlaagd of zelfs helemaal afgebouwd. De economische opleving zorgt tegelijk ook voor spanning. Wereldwijd neemt de uitstoot van CO₂ en andere vervuilende stoffen zorgwekkend toe. De ontwikkelde landen sporen opkomende landen aan om meer aan duurzaamheid en het klimaat te doen, maar meer dan alleen ►



een paar mooie beloftes wordt niet gedaan. Ondanks het gebrek aan duurzaamheid worden beleggers enthousiast over aandelen in opkomende landen. In Nederland ontstaat discussie of pensioenfondsen wel mogen beleggen in vervuilende landen die hun verantwoordelijkheid voor een schone aarde niet lijken te nemen.

Meer focus op kwaliteit van leven in het westen

Veel jonge mensen in het westen zijn steeds meer gericht op het ervaren van welzijn in hun leven in plaats van geld verdienen en consumptie. Deze trend uit zich op allerlei manieren in de maatschappij. Werken voor lokale, meer kleinschalige bedrijven wordt populair. Ook de zorg voor ouderen door vergrijzing beschouwen steeds meer jongeren als zinvol én belangrijk werk. Verre vliegvakanties raken uit de gratie. Goederen delen in plaats van kopen wordt steeds meer de norm. In veel steden staan bijvoorbeeld overal fietsen, stepjes en kleine elektrische voertuigen die je met een app vliegensvlug kunt boeken en na gebruik achterlaat op je bestemming. De noodzaak om dingen te kopen wordt kleiner. Meer traditionele economen zien deze trend als een bedreiging voor de economische groei en werkgelegenheid, maar jonge entrepreneurs

wijzen juist op het ontstaan van nieuwe banen met meer levensvreugde. Toch blijkt dat werknemers die hun baan verliezen in oude industrieën niet gemakkelijk aan de slag komen in nieuwe vooruitstrevende sectoren. In Nederland gaat een brede maatschappelijke werkgroep onder voorzitterschap van een succesvolle 35-jarige tech-ondernemer deze arbeidsmarktfragen verder onderzoeken. Op verzoek van ZZP Nederland wordt de mogelijkheid voor een basisinkomen onder de loep genomen. Het CBS is samen met andere statistiek-bureaus in Europa begonnen met een pilot om het ervaren economisch welzijn van mensen te meten. Harde economische cijfers zoals reële loongroei of toegevoegde waarde zeggen steeds minder over hoe het echt gaat in de economie, zo luidt de opinie. Zo hechten steeds meer mensen waarde aan langer gezond leven. Doorbraken op het gebied van het behandelen van chronische ziektes zoals diabetes en reuma helpen hierbij. De stijgende levensverwachting zorgt tegelijk voor onrust bij financiële experts die waarschuwen voor onhoudbare pensioensystemen. In de sociale media worden deze experts weggezet als onruststokers die alleen maar aan geld kunnen denken. ■



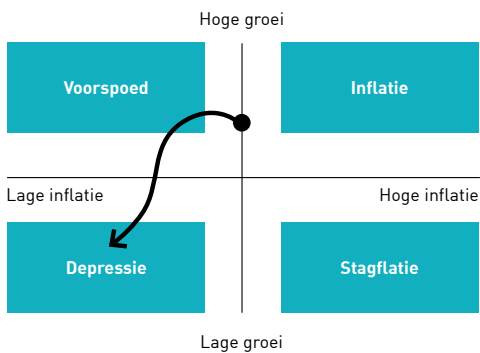
**'Goederen delen
in plaats van kopen
wordt steeds meer de norm'**

DYNAMIEK TUSSEN SCENARIO'S

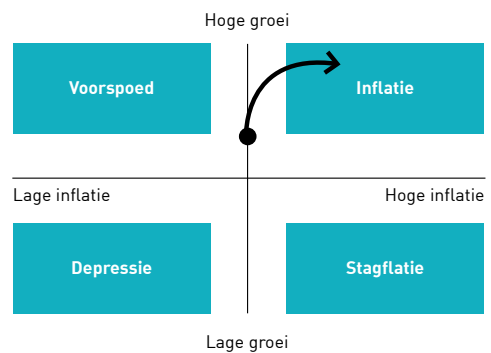
De besproken scenario's zijn mogelijke economische werelden met elk een eigen dynamiek. Niettemin bestaat er ook samenhang tussen de scenario's. Zo kunnen scenario's veranderen omdat beleidsmakers bepaalde keuzes maken. De status quo kan bijvoorbeeld overgaan in een depressie-scenario op het moment dat beleidsmakers besluiten om aanzienlijk minder te stimuleren bij economische tegenwind (figuur 11). 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 12).

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 11: Dynamiek naar depressie



Figuur 12: Dynamiek naar inflatie



**'Desondanks blijven
veel mensen gelukkig
ook positief en dromen
van een betere,
duurzamere
en eerlijkere wereld'**



CONCLUSIE

De economische ontwikkeling in het afgelopen jaar was behoorlijk goed. De koersen van aandelen en obligaties hebben in veel regio's recordstanden bereikt. Toch hebben veel mensen het gevoel dat een crisis voor de deur staat. Zij ervaren de huidige tijd als erg onzeker. Nieuwe problemen zoals klimaatverandering, vergrijzing, torenhoge schulden, ongelijkheid, handelsconflicten, nepnieuws en cyberterreur spelen bij dit gevoel van onzekerheid een belangrijke rol. Desondanks blijven veel mensen gelukkig ook positief en dromen van een betere, duurzamere en eerlijkere wereld. Technologische vooruitgang, innovatie en de menselijke drang naar creatieve oplossingen kunnen wel eens voor positieve

verrassingen zorgen. Maar het is ook denkbaar dat de wereld van morgen er minder rooskleurig uitziet. In plaats van een voorspelling over de toekomst te doen, is het veel zinvoller om met verschillende, zeer uiteenlopende scenario's rekening te houden. Zowel positieve als ook negatieve uitkomsten. Dit vormt de basis van het denken bij Cardano. Op deze manier hopen wij vroegtijdig signalen op te vangen als bepaalde scenario's zich daadwerkelijk ontfouwen en krijgen wij beter zicht op welke risico's onze klanten nu echt lopen. Zo kunnen we oplossingen bedenken om organisaties robuuster te maken voor eventuele tegenslag. Want één ding is zeker, onzekerheid is van alle tijden. ■



YOU ONLY LIVE TWICE.

ECONOMISCHE SCENARIO'S 2020-2022



**Noortje de Beijer
– van der Vorst,
Strategisch Advies**

Noortje de Beijer is sinds 2011 werkzaam bij Cardano. Haar huidige rol is hoofd

van het Client Servicing & Advice team. In deze rol adviseert ze klanten ten aanzien van balansrisicomanagement en geeft ze leiding aan het strategisch advies team van Cardano. Noortje heeft biomedische technologie gestudeerd in Eindhoven en econometrie in Tilburg.



**Ronald Bosman,
onafhankelijk
econoom MFA**

Studeerde Algemene Economie aan de Universiteit van Amsterdam (1996, Cum Laude). Daarna deed hij promotie-onderzoek 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, gerichte op macro-financiële risico's.

REVIEWS EN SUGGESTIES

Graag bedanken we Pim van Diepen, Rik Klerkx, Stefan Lundbergh en Thomas Bavin 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 dekkingsgraad 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 dekkingsgraad?

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 dekkingsgraden. Wij zijn gespecialiseerd in advies én implementatie van dynamisch balansbeheer. We delen graag de best-practices van pensioenfondsen 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:

Noortje de Beijer - van der Vorst

M +31(0)6 30 0 291 44

E n.beijer@cardano.com

Pim van Diepen

M +31 (0)6 30 022 963

E p.diepen@cardano.com



THE MOST
DANGEROUS PERSON
IS THE ONE
WHO LISTENS,
THINKS AND
OBSERVES

- 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