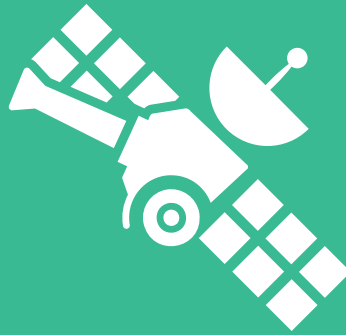


TOMORROW NEVER DIES.

CRAS NON MORITUR, MORGEN STERFT NOOIT.

ECONOMISCHE SCENARIO'S 2024-2026





‘Words are
the new weapons,
satellites the new
artillery’

- Elliot Carver tegen James Bond
in de film *Tomorrow Never Dies* (1997) -

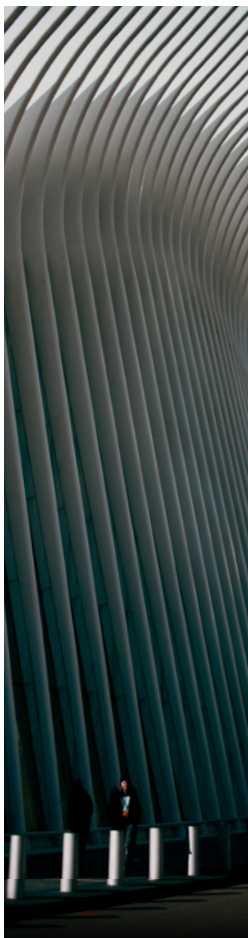


**TOMORROW
NEVER DIES.**

TOMORROW NEVER DIES.

ECONOMISCHE SCENARIO'S 2024-2026

Inhoud



1. Inleiding	5
2. Stappenplan	7
3. Aanjagers van verandering	8
Sociaal	12
Technologie	13
Ecologie	14
Economie	15
Politiek	16
4. Scenario's	17
Depressie	20
Stagflatie	21
Inflatie	22
Voorspoed	23

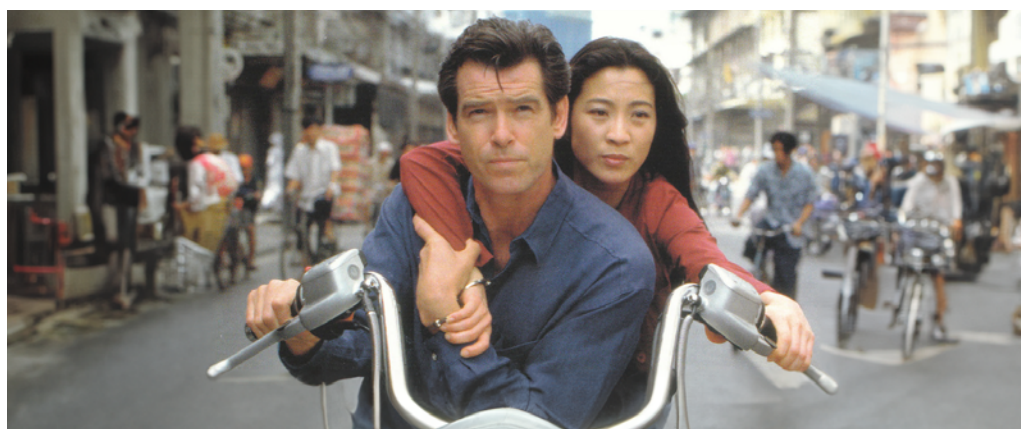
Inleiding

In de film *Tomorrow Never Dies* neemt James Bond het op tegen zijn antagonist Carver, een mediatycoon die de geopolitieke verhoudingen tussen China en het Verenigd Koninkrijk (VK) wil beïnvloeden door het manipuleren van nieuwsberichten. Zijn doel is het uitlokken van een oorlog om daarmee zijn mediamacht in beide landen te vergroten. Met behulp van doorzettingsvermogen, high tech gadgets en de nodige charme lukt het Bond om het catastrofale plan van Carver te verijdelen.

Deze film van meer dan 25 jaar geleden blijkt in veel opzichten behoorlijk actueel. Geopolitieke spanningen tussen China en het Westen zijn ook nu aan de orde van de dag. In plaats van het Verenigd Koninkrijk (VK), zoals in de film, spelen de Verenigde Staten (VS) nu een hoofdrol. Met allerlei protectionistische maatregelen – zoals het aan banden leggen van de export van hoogwaardige chips – wordt geprobeerd om de macht van China tegen te gaan. Ook de situatie rondom Taiwan, de oorlog tussen Rusland en Oekraïne en het conflict tussen Israël en Hamas zorgen voor internationale spanningen. Veiligheidsdiensten maken, net als James Bond, overuren. Het is niet ondenkbaar dat een verdere verslechtering van de wereldwijde politieke verhoudingen, waaronder de relatie tussen

China en het Westen, een wissel gaat trekken op de internationale handel. Deze dynamiek wordt verkend in het *stagflatiescenario*.

Het manipuleren van informatie speelt in *Tomorrow Never Dies* een cruciale rol. In de jaren negentig ging het om meer traditionele media zoals televisie, kranten en tijdschriften. Vandaag de dag wordt informatie vooral verspreid en gemanipuleerd via sociale media. De tycoons van de jaren negentig zijn vervangen door techbedrijven zoals Meta, Google en Microsoft. Met de komst van Artificial Intelligence (AI) zal informatie mogelijk opnieuw een transformatie ondergaan die verstrekende gevolgen kan hebben voor onze maatschappij. In het *voorspoedsscenario* hebben de positieve aspecten van deze nieuwe technologie de overhand. Er vinden grote investeringen plaats in duurzame energie, producten en diensten. En AI helpt bedrijven daarbij om aanzienlijk productiever te produceren. Dit leidt tot een duurzamere economische groei in combinatie met een gematigde inflatie. Om te profiteren van AI is het van belang dat we als maatschappij de negatieve kanten van deze technologie voldoende beheersen. Voor beleidsmakers ligt hier een grote uitdaging, evenals het verder in gang zetten van de energietransitie.



Over uitdagingen gesproken, wat te denken van de hoogste inflatie sinds de jaren zeventig? Inmiddels daalt de inflatie, maar centrale banken lijken nog huiverig om het sein brand meester te geven. Zij willen niet dezelfde fout maken als in de jaren zeventig, toen de rente te snel werd verlaagd, waardoor de inflatie na een korte daling weer een comeback maakte. In de Verenigde Staten (VS) werd in reactie op deze inflatie de rente verhoogd naar ruim 20%, een moedige stap van Paul Volcker, die destijds voorzitter was van de Federal Reserve. Of centrale banken de huidige inflatie onder de duim zullen krijgen, is onzeker. Wij houden in ieder geval rekening met een *inflatiescenario* waarin de economie behoorlijk groeit (mede door overheden), de lonen fors stijgen en de inflatie langere tijd hardnekkig hoog blijft. Maar ook deflatie is denkbaar, bijvoorbeeld in de context van een financiële crisis. Hoe je daar in terechtkomt, wordt verkend in ons *depressiescenario*.

In *Tomorrow Never Dies* werkt James Bond succesvol samen met Wai Lin, zijn Chinese tegenhanger. En dat gaat gepaard met de nodige romantiek en passie. Maar dat geheim agenten naast passie ook over de nodige nuchterheid beschikken, blijkt als Wai Lin tegen James bond zegt: ‘In my business, you prepare for the unexpected.’ Dat is ook wat wij doen in risicomanagement: rekening houden met extreme uitkomsten die je niet meteen verwacht. En dat doen wij met de nodige passie! ▶

Samenvatting scenario's en impact financiële markten

Mondiale economie en financiële markten in 2024-2026

Reële economie betreft piekniveaus in procenten per jaar gedurende de scenariohorizon
Financiële markten in niveaus of schokken in procentpunten per ultimo 2026

	Startpunt	Depressie	Inflatie	Stagflatie	Voorspoed
Economie (mondiaal)					
Groei bbp (reëel)	3	-1	3	1	4
Inflatie (gerealiseerd)	4	-1.5	7.5	5	3
Financiële markten (Eurozone)					
Nominale rente (niveau 30 jaar)	2.3	0.5	4	3.5	3.25
Reële rente (niveau 30 jaar)	-0.1	-0.5	0	0.75	1.25
Wereldwijde aandelenschok		-50	0	-35	40

ROBUUST BELEGGEN

MET SCENARIO'S

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

STAP 1

Bepaal welke beleggingsuitkomsten je absoluut wilt vermijden.

Het kan bijvoorbeeld gaan over maximaal verlies waarbij je verplichtingen als investeerder nog waar te maken zijn. Zeker net zo belangrijk is welke ambities je wilt realiseren, bijvoorbeeld bij welke winst alle doelen waargemaakt kunnen worden.

STAP 2

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

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

STAP 3

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

Het kan dan bijvoorbeeld gaan om de vermogens- of solvabiliteitspositie. Stel hiervoor concrete pijn- en fijngrenzen vast.

STAP 4

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

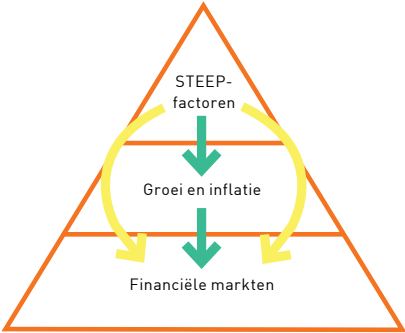
Hoe ga je om met de gedragsvalkuilen die vaak spelen bij besluitvorming onder onzekerheid? Wat moet je vastleggen om aan het beleidsstuur te draaien en wanneer pas je een eerder gemaakt plan aan?



Aanjagers van verandering

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

Om voldoende breed te analyseren, kijken we in elke scenariostudie naar trends die de potentie hebben om de wereld te veranderen. Deze trends noemen we aanjagers van verandering. Er zijn vijf terreinen die we verkennen: Sociaal, Technologisch, Ecologisch, Economisch en Politiek. Deze terreinen worden aangeduid als STEEP-categorieën. De aanjagers van verandering zijn belangrijk omdat deze uiteindelijk van invloed zijn op de economie (groei en inflatie) en de reactie van financiële markten.



Tabel 1 geeft een overzicht van deze aanjagers en de thema’s die in onze visie veel invloed hebben op scenario’s met een horizon van drie jaar. Op sociaal gebied spelen ongelijkheid en vergrijzing een grote rol. Zo geven overheden in het *inflatiescenario* op grote schaal structurele steun aan lagere en middeninkomens om sterke afname in koopkracht door inflatie te compenseren. Op het gebied van technologie speelt de verdergaande digitalisering en het gebruik van AI een prominente rol. Dit zien we vooral in het *voorspoedscenario*, waarin bedrijven hun productiviteit verhogen door niet alleen efficiënter om te gaan met energie, maar ook door meer te investeren in slimme ICT-oplossingen. In het ecologie domein neemt het belang van de energietransitie verder toe, mede door het wegvallen van goedkope fossiele brandstoffen uit Rusland. In het *voorspoedscenario* komt dit tot uitdrukking als een Marshallplan voor investeringen in hernieuwbare energie. In het *depressie- en stagflatiescenario*

daarentegen komt juist de klad in de energietransitie, waardoor de CO2-uitstoot hoog blijft. Bij de STEEP-categorie “Economie” staan hogere rentes centraal. Deze nieuwe trend is het gevolg van de draai van centrale banken; van zeer accommoderend naar verkrappend beleid. In het *depressiescenario* leiden hogere rentes tot grote financiële ongelukken en zelfs tot een systeemcrisis. In het *inflatiescenario* daarentegen zijn de rentes nog niet hoog genoeg om de economische groei en daarmee de inflatie af te remmen. Ook deglobalisering speelt een grote rol in deze studie, met name in het *stagflatiescenario* waar een protectionistische strijd losbarst tussen China en de VS met consequenties voor de hele wereldeconomie. Ten slotte is er de STEEP-categorie “Politiek”. Naast de oorlog tussen Rusland en Oekraïne is in het afgelopen jaar ook het conflict opgelaaid tussen Israël en de Palestijnse organisatie Hamas. Verdere escalatie van deze conflicten komt vooral tot uiting in het *stagflatiescenario*.▶

Tabel 1 Overzicht aanjagers van verandering voor scenariobeschrijvingen

STEEP-categorie	Thema's die veel invloed hebben in de scenario's 2024-2026
Sociaal	Ongelijkheid, polarisatie, vergrijzing
Technologie	AI, digitalisering
Ecologie	Energietransitie, extreem weer, biodiversiteit
Economie	Hogere rente, inflatie, deglobalisering
Politiek	Oorlog, geopolitieke spanningen, protectionisme, populisme

Bovengenoemde thema's zijn niet nieuw en de meesten speelden ook al een rol in onze vorige scenariostudie's. Om meer inzicht te krijgen in de actuele ontwikkelingen rondom de belangrijkste aanjagers van verandering, is een aantal experts gevraagd naar hun visie binnen het kader van de STEEP-factoren.

Sociaal

Kan ongelijkheid in inkomen en/of vermogen zorgen voor lagere economische groei? We leggen de vraag voor aan gedragseconoom Ronald Bosman.

‘Rijkere mensen zullen immers van iedere extra euro die zij krijgen een kleiner deel consumeren in vergelijking met minder welvarende mensen. Ongelijkheid heeft daarmee direct een relatie met de economische ontwikkeling’, licht Bosman toe.

Ongelijkheid heeft veel aandacht gekregen in het afgelopen jaar, maar volgens u is de inkomensongelijkheid de afgelopen decennia in Nederland echter nauwelijks toegenomen?

‘Klopt, vergeleken met andere Europese landen is de inkomensongelijkheid in Nederland zelfs relatief laag. Dit hangt samen met het feit dat toenemende ongelijkheid in zogeheten primaire lonen volledig wordt gecompenseerd door sociale uitkeringen en directe belastingen. De verzorgingsstaat zorgt dus voor een flinke herverdeling, bijvoorbeeld via de AOW en toeslagen.’

Op het gebied van vermogen zijn de verschillen in Nederland relatief groot, ook in vergelijking met andere Europese landen. Zo bezit de rijkste 10% huishoudens meer dan de helft van het totale vermogen in Nederland.’ Bosman maakt daar wel een kleine kanttekening bij: ‘De vermogensongelijkheid is overigens wel iets lager wanneer rekening wordt gehouden met het opgebouwde pensioenvermogen.’

Je zou dus kunnen concluderen dat de vermogensongelijkheid door de jaren heen niet structureel is toegenomen?

Bosman beaamt dat, maar merkt wel op dat de ongelijkheid tussen bepaalde groepen toeneemt. ‘Bijvoorbeeld, tussen eigenwoningbezitters en huurders. Deze vorm van ongelijkheid krijgt



Ronald Bosman
Gedragseconoom

veel aandacht in de media waardoor het beeld ontstaat dat ongelijkheid een serieus probleem is in Nederland. Dit kan populistische politieke partijen die hun vizier richten op de welvarende elite in de kaart spelen.’

Welke invloed heeft het monetair beleid op de ongelijkheid?

‘Na de financiële crisis in 2008/09 hebben centrale banken een ongekend ruim monetair beleid gevoerd. Zij hebben de beleidsrente op nul gezet of soms zelfs negatief. Het opkopen van financiële activa, zoals staatsobligaties door centrale banken heeft geleid tot zeer hoge waarderingen van obligaties, vastgoed en aandelen. De bezitters van deze activa hebben vooral hiervan geprofiteerd.’

Als de overheid meer gaat herverdelen tussen arbeid en kapitaal, hoe kunnen beleggers hiervan profiteren?

‘Beleggers krijgen een kleiner aandeel van de koek, maar die koek kan wel groter worden door hogere economische groei. Sectoren die kunnen profiteren zijn bijvoorbeeld grondstoffen, energie, duurzame consumentengoederen en toerisme.’ In plaats van geld herverdelen tussen arbeid en kapitaal, kunnen overheden volgens Bosman ook directe transfers doen aan de lagere en middeninkomens ten laste hun schuldpositie. Hoewel dit de economie op korte termijn aanjaagt, kan dit op langere termijn leiden tot onhoudbare schuldposities en fors hogere risicopremies op staatspapier. Ook bestaat het gevaar van inflatie. Dit mechanisme komt tot uitdrukking in het *inflatiescenario*.▶

Technologie

De opkomst van AI krijgt veel aandacht. Welke toepassingen van AI zijn op dit moment veelbelovend? Het is volgens AI expert Francesco Vaglianti duidelijk dat AI de volgende grote revolutie is.

‘Bedrijven als Github en Adobe ontwikkelen gespecialiseerde technologieën waarmee professionals hun werk beter en sneller kunnen doen dan ooit tevoren. Deze trend zal zich uitbreiden naar andere vakgebieden, bijvoorbeeld data-analyse. Dit zal bedrijven in staat stellen om al hun databronnen te consolideren en hier via tekst prompts informatie uit te halen met behulp van statistische analyses en automatisch gegenereerde rapporten.’

Kan AI ook worden gebruikt binnen andere vakgebieden dan die gebaseerd zijn op grote taalmodellen?

‘Mijn verwachting is dat we de komende jaren een nog grotere ontwikkeling zullen zien, specifiek binnen het terrein van reinforcement learning. Dit zal nog een grotere schok zijn dan de lancering van ChatGPT.’

De verdergaande robotisering van de maakindustrie en digitalisering van onze maatschappij leidt nog niet tot productiviteitsgroei in macro-economisch opzicht. Waarom zie je technologische ontwikkelingen niet terug in de macrocijfers?

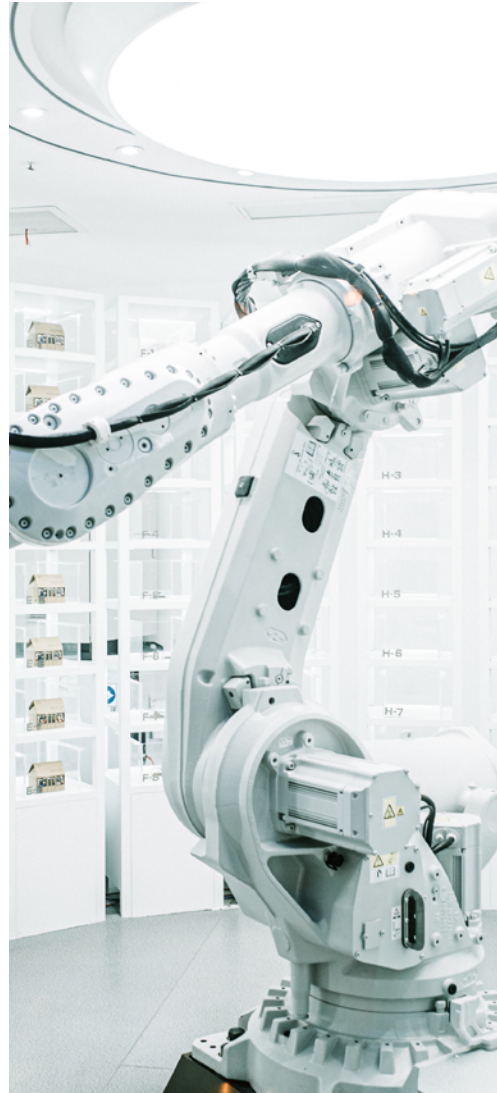
Vaglianti is hier duidelijk over: ‘AI bevindt zich vandaag de dag op het zelfde niveau als de computer tijdens het mainframe tijdperk. Het gebruik van grote AI-modellen, inclusief alle data die hiervoor nodig is, is nu alleen weggelegd voor de grootste bedrijven. Daarom zijn grootschalige AI-toepassingen alleen te zien in specifieke niches.’



Francesco Vaglianti
AI expert

Wat is er nodig om de economie meer te laten profiteren van technologische ontwikkeling?

‘Met de enorme technologische vooruitgang bij Nvidia, kunnen over een aantal jaar ook kleinere bedrijven en organisaties hun eigen AI-modellen draaien. Als deze drempel wordt ontnomen, is de weg vrij voor een explosieve economische groei op basis van AI,’ denkt Vaglianti. ▶



Ecologie

Extreem weer door klimaatverandering wordt steeds beter zichtbaar in de vorm van hittegolven en overstromingen. Welke gevolgen zal extreem weer hebben voor onze maatschappij en economie?

Volgens duurzaamheidsspecialist Nadja Franssen zal extreem weer steeds vaker productieketens en productieprocessen verstoren. ‘Door droogte ontstaan bijvoorbeeld energietekorten in gebieden die afhankelijk zijn van waterkrachtcentrales,’ legt ze uit. ‘Ook kan de productie verstoord raken omdat er te weinig water is voor koeling. Daarnaast neemt het risico op misoogsten toe en is het welzijn van mensen in het geding door toenemende hittegolven. Dit zou kunnen leiden tot nieuwe migratiestromen van klimaatvluchtelingen. Opkomende landen zoals Indonesië of India zijn extra kwetsbaar vanwege de relatief grote afhankelijkheid van de natuur (verbouwen van gewassen, grondstoffen en toerisme).’

Wat zijn de belangrijkste problemen op dit moment als het gaat om het verder verduurzamen van onze energievoorziening? Volgens Franssen zijn er op drie vlakken uitdagingen.

‘Ten eerste is er voor het produceren van duurzame energie een gebrek aan grondstoffen. Bovendien komen veel grondstoffen uit niet-democratische landen waar veelal sprake is van een gespannen relatie met het westen.

Ten tweede zijn er uitdagingen op het vlak van het opwekken van energie. Veel duurzame energie is immers afhankelijk van de weersomstandigheden. De stabiele energiebasis wordt nog steeds gerealiseerd met fossiele bronnen. Nucleaire energie kent dit nadeel niet, maar heeft risico’s met betrekking tot de veiligheid en afvalopslag. Ten derde leidt de toenemende elektrificatie van de industrie tot gebrek aan netwerkcapaciteit voor elektriciteit.’



Nadja Franssen
Duurzaamheidsspecialist

Wat zijn de gevolgen voor de financiële sector van klimaatbeleid?

‘Indien de politiek de wil heeft om klimaatverandering ‘echt’ te gaan bestrijden, dan krijgen bedrijven die CO2 intensieve producten maken – bijvoorbeeld olie en gas – te maken met veranderende wet- en regelgeving, een lagere vraag naar hun producten, waardedalingen en mogelijk zogeheten stranded assets. Maar er zijn ook kansen voor beleggingen in bedrijven die al duurzaam produceren of die de transitie relatief gemakkelijk kunnen maken. Al met al zal meer geïnvesteerd moeten worden in duurzame processen. Zo mijden Westerse beleggers steeds vaker bedrijven die energie opwekken met behulp van steenkool of andere fossiele brandstoffen. Beleggers zullen niet alleen moeten kijken of bedrijven een transitieplan hebben, maar vooral hoe geloofwaardig deze is. Van slechts een klein deel van de bedrijven zijn de investeringsbudgetten in lijn met klimaatdoelstellingen. Nog veel werk aan de winkel,’ concludeert Franssen. ►



Economie

De inflatie verraste beleidsmakers in het afgelopen jaar en is nog steeds behoorlijk hoog. Welke factoren bepalen de inflatiedynamiek op dit moment? We leggen de vraag voor aan macro-econoom Bas Jacobs.

‘De zogeheten kerninflatie (exclusief energie en voedsel) in het eurogebied is aan het dalen. Mede dankzij de ongekende renteverhogingen van de centrale banken. Deze doen de economie in een hoog tempo afkoelen. Maar de inflatie ligt nog wel op een hoog niveau. Dit wordt vooral gedreven doordat lonen flink stijgen. Toch is van een echte loon-prijs spiraal, zoals in de jaren zeventig van de vorige eeuw, geen sprake, want we zien de loonstijgingen afvlakken. Daarnaast lijken de inflatieverwachtingen in de financiële markten behoorlijk goed verankerd op de doelstelling van de centrale banken.’

De arbeidsmarkt is erg krap op dit moment. Is dit een tijdelijk verschijnsel door de nasleep van de coronapandemie? Of gaat het om een structureel probleem in het licht van vergrijzing?

‘Door de lockdowns hebben economieën een flinke klap gekregen en is er veel reallocatie van arbeid geweest,’ licht Jacobs toe. ‘Toen de beperkende maatregelen werden opgeheven, gaven consumenten weer meer geld uit, vooral in de dienstensectoren. Daarnaast was het begrotingsbeleid en ook het monetaire beleid aanvankelijk ruim. Daardoor is extra vraag naar arbeid ontstaan. Bedenk daarbij’, zegt Jacobs, ‘dat de arbeidsmarkt voor de pandemie ook al behoorlijk krap was. De vergrijzing zal de komende jaren zorgen voor extra druk op de arbeidsmarkt.’

De productiviteit is ondanks alle technologische vooruitgang gedaald de afgelopen decennia. Hoe is dat te verklaren?

‘Dit is vragen naar de heilige graal van de macro-economie. Hier kan ik slechts speculeren. Lage



Bas Jacobs

Hoogleraar overheidsfinanciën

productiviteitsgroei hangt denk ik samen met het feit dat de laatste doorbraaktechnologieën – ICT en AI – niet alleen leiden tot efficiëntieverbetering, maar ook tot grote efficiëntieverliezen. Zie hoeveel tijd we verspillen achter de computer en hoeveel nutteloze informatieprocessen er binnen overheden en bedrijven zijn bijgekomen. Ook is veel productie verplaatst naar China waar arbeid goedkoop en in overvloed aanwezig was. Daarnaast zijn er veel goedkope arbeidsmigranten in zowel Europa (Oost-Europa) als de VS (Mexico). Bedrijven hebben daardoor minder sterke prikkels gehad om arbeid productiever te maken door innovaties.’

Wat betekent een aanhoudende lage productiviteitsgroei voor de toekomstige economische ontwikkeling?

‘Lagere productiviteitsgroei leidt direct tot lagere economische groei.’

De financiële crisis in 2008/2009, de coronapandemie in 2020 en de oorlog in Oekraïne hadden grote economische gevolgen. In hoeverre kan de economische dynamiek van deze crises worden verklaard met behulp van economische modellen? Waar schieten modellen nog te kort? En wat is het alternatief?

‘Dit soort schokken valt niet te voorspellen. En ook hoe economieën hierop reageren is ingewikkeld te modelleren,’ beaamt Jacobs. ‘Economische theorieën en modellen zijn niet goed geschikt om te kunnen voorspellen, maar zijn wel nodig om tot goede economische analyses en ramingen te komen. Zie modellen daarom als economische consistentiecheck op verschillende economische scenario’s. Als een scenario afwijkt van gangbare theoretische en empirische inzichten, dan moet je uitleggen waarom dat dan zo is.’ ▶

Politiek

In geopolitiek opzicht lijkt de wereld volledig uit balans. Er zijn meerdere militaire conflicten en de machtsverhoudingen lijken op losse schroeven te staan. Wat staat ons mogelijk nog te wachten op politiek terrein? We leggen deze vraag voor aan beleggingsspecialist Corné van Zeijl.

‘Een risico van de conflicten tussen Oekraïne en Rusland, alsmede tussen Israël en Hamas, is dat meer landen erbij worden betrokken. Naast het menselijk leed, zou dit ook economische consequenties kunnen hebben, bijvoorbeeld doordat grondstofprijzen fors stijgen.’ Volgens Corné van Zeijl kunnen dergelijke schokken de inflatie verder aanjagen. ‘Maar,’ voegt hij toe, ‘ook blijft de verhouding tussen China en de VS cruciaal. Taiwan zou een trigger kunnen zijn voor nieuw conflict.’

Zijn er nog meer factoren van invloed?

‘De aankomende verkiezingen in de VS in 2024 zijn belangrijk voor de politieke koers van het land. Mocht Trump de verkiezingen winnen, dan zou dit voor Europa slecht nieuws zijn vanuit het perspectief van Amerikaanse steun voor de NAVO. Ten slotte krijgen in steeds meer landen populistische, rechtse partijen voet aan de grond. Dit kan leiden tot meer nationalistisch beleid, zoals tot uitdrukking komt in het *stagflatiescenario*.’

Wat zijn de economische gevolgen van recente geopolitieke trends?

‘Door spanningen en conflicten komen globale waardeketens onder druk te staan,’ aldus van Zeijl. ‘Bedrijven krijgen meer oog voor een stabiele productie in plaats van zo goedkoop en efficiënt mogelijk produceren. Verder worden grondstoffen, zoals zeldzame aardmetalen, maar ook hoogwaardige chips onderdeel van protectionistische politiek. Zo heeft China veel aardmetalen, terwijl de VS leverancier zijn van hoogwaardige chips. Deze



Corné van Zeijl

Beleggingsstrategen en econoom

trends impliceren hogere kosten voor bedrijven en hebben daarmee een prijsopdrijvend effect. Ook deze dynamiek komt terug in het *stagflatiescenario*.’

Het eurogebied kent grote verschillen tussen de kernlanden en de periferie. Wat is nu de kern van het probleem in het eurogebied?

‘Het eurogebied kampt met grote verschillen in groeipotentieel en schuldhoudbaarheid tussen landen. Normaal gesproken zouden zwakkere landen hun munt laten devalueren. In een muntunie is devaluatie geen optie. Landen met een te hoge schuld die niet houdbaar is zouden eigenlijk failliet moeten kunnen gaan,’ vindt van Zeijl. ‘Het ontbreekt in het eurogebied echter aan een afwikkelmechanisme. Schuldproblemen worden daarom vooruitgeschoven in de hoop dat landen er vanzelf uit groeien. Daarbij heeft de ECB de mogelijkheid te interveniëren op de obligatiemarkt indien renteversillen tussen landen teveel oplopen. Een ander probleem in het eurogebied is de verwevenheid tussen banken en landen. Zo hebben Italiaanse banken veel Italiaans staatspapier op de balans. Als het kredietrisico van dit staatspapier toeneemt, dan komen banken onder druk te staan. Het beleid zou zich moeten richten op voorkomen van een dergelijke doom loop. Ook het vormen van een bankunie en een Europees depositogarantiestelsel is nodig voor het waarborgen van financiële stabiliteit.’ ▶

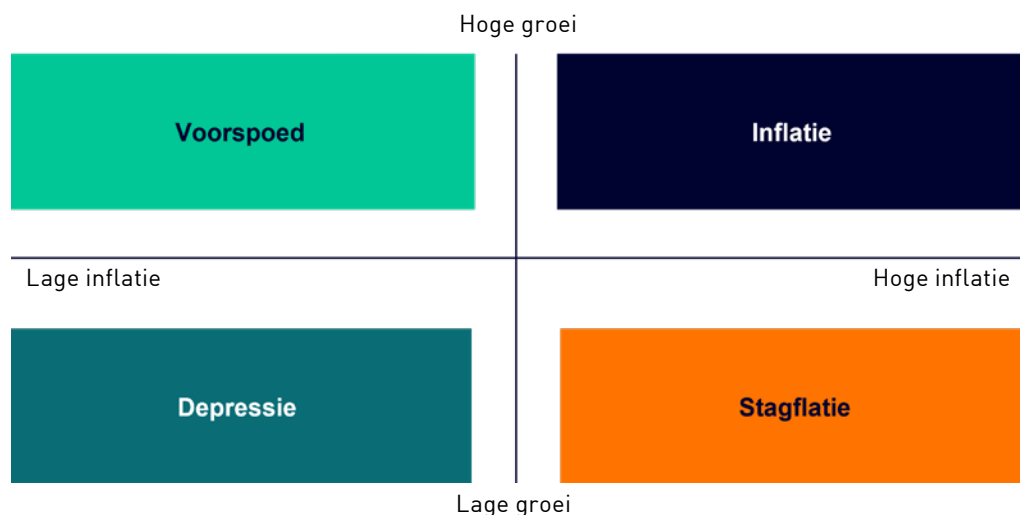




De 4 scenario's

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

Figuur 11 Economische windrichtingen en de scenario's



Op deze manier zijn de mogelijke economische episodes gemakkelijk in te delen. Denk bijvoorbeeld aan de Grote Depressie in de jaren dertig (lage groei en lage inflatie), inflatie in de jaren 70 (hoge groei en hoge inflatie) of de periode van zogeheten disinflatie in de jaren tachtig (hoge groei en lage inflatie). Verder is met deze economische windrichtingen een koppeling te maken naar beleggingen. De waarde van een belegging wordt namelijk grofweg bepaald door het volume aan economische activiteit (groei) en de prijs (inflatie). In de tabel op de volgende pagina worden de verschillende scenario's (combinaties van groei en inflatie) verbonden aan financiële grootheden zoals rentes, spreads en aandelenschokken. De scenario's zijn mondiale uitkomsten, waarbij verondersteld wordt dat in de verschillende economische regio's soortgelijke ontwikkelingen een rol spelen. Dat is logisch, gezien de grote mate van connectiviteit in de wereldeconomie en op de financiële markten. Niettemin is het denkbaar dat er verschillen tussen regio's zijn, wat bijvoorbeeld tot uitdrukking kan komen in de relatieve sterkte van valuta's.

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

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

Overzicht scenario's en impact financiële markten

Mondiale economie en financiële markten in 2024-2026

Reële economie betreft piekniveaus in procenten per jaar gedurende de scenariohorizon
 Financiële markten in niveaus of schokken in procentpunten per ultimo 2026

	Startpunt	Depressie	Inflatie	Stagflatie	Voorspoed
Economie (mondiaal)					
Groei bbp (reëel)	3	-1	3	1	4
Inflatie (gerealiseerd)	4	-1.5	7.5	5	3
Financiële markten (Eurozone)					
Nominale rente (niveau 1 jaar)	3.5	0.5	5.5	5	2.75
Nominale rente (niveau 10 jaar)	2.5	0.5	4.5	3	3
Nominale rente (niveau 30 jaar)	2.3	0.5	4	3.5	3.25
Break-even inflatie (niveau 30 jaar)	2.4	1	4	2.75	2
Reële rente (niveau 30 jaar)	-0.1	-0.5	0	0.75	1.25
Wereldwijde aandelenschok		-50	0	-35	40
Vastgoedschok		-40	-5	-10	15
EUR/USD koers	1.1	0.8	1.3	1	1.25
Credit spreadschok (IG)		3.5	0.5	1.5	-0.5
Credit spreadschok (HY)		7	1.5	3	-1.5
Z-spreadschok kern		-0.5	0.5	0	0.25
Z-spreadschok niet-kern		1	0.75	1	-0.5
Z-spreadschok periferie		1.5	1	1.25	-1

De door ons weergegeven geïdentificeerde scenario's zijn een door ons gemaakte selectie uit een veelheid aan mogelijke scenario's en bieden daarom geen compleet of accuraat beeld van alle toekomstmogelijkheden. De scenarioverhaallijnen op de volgende pagina's zijn ondersteunend aan de schokken en niveaus in de bovenstaande tabel en dienen ter illustratie van het verloop van een scenario. Er zijn meerdere verhaallijnen mogelijk die tot dezelfde schokken en niveaus kunnen leiden en vice versa kunnen de verhaallijnen leiden tot andere schokken en niveaus. In de tabel staan mogelijke uitkomsten indien extreme maar voorstelbare scenario's zich ontploegen.

Depressie: een systeemcrisis zorgt voor chaos

Het gevecht van centrale banken tegen de inflatie krijgt een onverwachte wending. Hoewel de inflatie daalt, blijkt het financiële systeem niet bestand tegen het rentemedicijn. Er ontstaat een systeemcrisis, met als gevolg dat de economie afglijdt in een depressie met stijgende werkloosheid, een golf aan faillissementen en dalende consumentenprijzen. Rentes dalen vervolgens hard.

De inflatie daalt, maar centrale banken zijn terughoudend met het verlagen van de rente. Een te snelle renteverlaging zou de inflatie weer kunnen doen opleven. Ze hebben geleerd van de fouten in de jaren zeventig van de vorige eeuw. Financiële markten staan hierdoor onder druk, omdat het besef doordringt dat de lage rentes in de periode na de financiële crisis niet zomaar terugkomen.

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

De economie koelt schrikbarend snel af en prijzen dalen over een breed front. De energieprijzen maken door de (verwachte) daling van de productie een duikvlucht, ondanks de spanningen in het Midden-Oosten en de

aanhoudende oorlog tussen Rusland en Oekraïne. De werkloosheid loopt scherp op en de eerste signalen van toenemende armoede beginnen zichtbaar te worden. Het aantal Nederlanders in de sociale bijstand is hoger dan ooit tevoren en ook het aantal mensen dat de huur niet meer kan betalen neemt snel toe.

Huizenbezitters hebben inmiddels grote moeite om aan hun hypotheekverplichtingen te voldoen en het aantal gedwongen verkopen neemt schrikbarend toe. Banken verstrekken nauwelijks meer krediet, waardoor huizenprijzen snel dalen. ‘Nachtmerrie op de huizenmarkt erger dan in de jaren zeventig’ kopt de Telegraaf met chocoladeletters naar aanleiding van de laatste cijfers van de NVM.

De maatschappij schakelt over naar een overlevingsstand, waarbij zaken als solidariteit, duurzaamheid en de energietransitie snel naar de achtergrond verdwijnen. In de horeca, detailhandel en het toerisme beginnen de lonen fors te dalen. Consumentenprijzen dalen hard en historicus Niall Ferguson maakt in de *Financial Times* de vergelijking met de depressie in de jaren dertig. Economen zijn verdeeld over hoe deze crisis moet worden aangepakt, wat leidt tot beleidsverlamming. Er heerst een sfeer van angst en grote onzekerheid. ►

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

Stagflatie: protectionisme verdeelt de wereld

In dit scenario bereiken geopolitieke spanningen tussen China en de VS een kookpunt. Protectionisme slaat om zich heen. De internationale handel tussen China en het westen komt onder grote druk te staan. De economie stagneert, er ontstaan grote tekorten op goederenmarkten en de prijzen stijgen flink.

Het conflict tussen Israël en Hamas verergert doordat Hezbollah en Syrië actief betrokken raken. Tegelijk lopen de spanningen tussen China en de VS hoog op na schendingen van het Taiwanese luchtruim door Chinese gevechtsvliegtuigen. Naast militair machtsvertoon, nemen beide landen nieuwe protectionistische maatregelen die een wissel trekken op de internationale handel. Zo wordt de lijst van technologie die Amerikaanse bedrijven niet meer mogen exporteren naar China steeds langer. De VS zet grote druk op Europa om deze sancties ook te hanteren. Europa zwicht uiteindelijk voor de Amerikaanse druk. De aandelenkoersen van westerse chip- en technologiebedrijven krijgen een harde klap. China op zijn beurt legt de export van zeldzame aardmetalen naar Europa en de VS aan banden. Ook zet het land druk op grondstoffenexporteurs om alleen nog te leveren aan China en bevriende landen. Sommige olie- en gasleveranciers in het Midden-Oosten kiezen partij voor China en leveren niet meer aan het westen.

Door een scala aan protectionistische maatregelen hebben internationale bedrijven grote moeite om hun waardeketens te laten functioneren. Er ontstaan tekorten aan goederen die variëren van smartphones, medicijnen, zonnepanelen tot aan auto's. Hierdoor worden bedrijven wereldwijd geraakt door de spanningen tussen China en de VS.

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

en misoogsten in grote delen van Noord- en Zuid-Amerika. De werkloosheid stijgt en het vertrouwen van consumenten en bedrijven in de economie is zeer negatief. Centrale banken staan machteloos aan de zijlijn en beseffen dat het rentewapen tegen deze vorm van inflatie weinig kan uithalen. Overheden zijn verdeeld over hoe om te gaan met deze nieuwe realiteit. Ook de energietransitie verloopt stroef en de roep om duurzaamheid wordt minder luid. De sfeer in veel landen wordt grimmig. Protesten tegen de overheid worden steeds gewelddadiger. Sommige populistische partijen roepen op tot actief verzet. In Frankrijk wordt een avondklok ingesteld in de hoop het geweld tegen de autoriteiten te beheersen. In Duitsland ontstaat woede onder migranten nadat een Afghaanse vluchteling overlijdt door politieoptreden bij een demonstratie in Berlijn.

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

Indicatoren: Handelsbeperkende maatregelen, dalende importen en exporten (China), politieke spanningen tussen landen, tekorten aan goederen, opkomend populisme en extreemrechts, snel stijgende inflatie, dalende aandelenmarkten.

Inflatie: hulp voor iedereen

Overheden zetten flink in op het verbeteren van bestaanszekerheid. Zij compenseren burgers voor de hoge (energie)prijzen. Werknemers krijgen hogere lonen, waardoor een loon-prijs spiraal in stand wordt gehouden. De economische groei blijft op peil, arbeid blijft schaars en de inflatie krijgt een persistent karakter.

Overheden zijn gevoelig voor signalen dat veel mensen niet meer rondkomen aan het einde van de maand. Deze mensen krijgen compensatie voor de hoge prijzen. Zo wordt het energieprijzplafond in veel landen permanent. In Nederland wordt de btw op de dagelijkse boodschappen verlaagd, het eigen risico in de zorg afgeschaft en de zorgtoeslag verhoogd. Ook de loonbelasting wordt verlaagd. Sommige landen zoals Italië hanteren zelfs maximumprijzen voor pasta, groenten en koffie. In het eurogebied wordt een solidariteitsfonds opgericht dat steun verleent aan de zwakste landen en inkomensgroepen, waaronder migranten. Hoewel de steun in veel landen is bedoeld voor de laagste inkomens, profiteren ook veel mensen met midden- en hogere inkomens. Overheden financieren deze maatregelen door hun schulden te laten oplopen. Bezuinigen is geen optie in deze tijd. De directeur van het CPB waarschuwt in zware bewoordingen dat toekomstige generaties voor deze schulden op zullen draaien. De boodschap van deze econoom is echter gericht aan dovemansoren in Den Haag.

De economie draait behoorlijk goed en de arbeidsmarkt blijft krap. Bedrijven hebben grote moeite om personeel te vinden én te behouden. De CEO van ASML pleit in een brandbrief aan het kabinet voor aanzienlijk meer arbeidsmigrant van buiten de EU, maar het politieke draagvlak blijkt hiervoor te klein. Vakbonden eisen hogere lonen en veel bedrijven gaan overstag door de lonen met het inflatiepercentage te compenseren. Hierdoor ontstaat een klassieke loon-prijs spiraal. De inflatie wordt inmiddels zeer breed gedragen in de economie en krijgt een persistent karakter. Centrale banken zijn

afwachtend om de rente verder te verhogen. Christine Lagarde legt in een interview met de BBC uit dat 'de ECB afwacht omdat monetair beleid met grote vertraging doorwerkt in de economie'. Een aantal vooraanstaande Duitse economen vindt het beleid van de ECB volstrekt onverantwoord en waarschuwt zelfs voor de gevaren van hyperinflatie. Financiële markten prijzen ondertussen meer renteverhogingen in en verwachten een hogere break-even inflatie in de komende jaren.

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

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

Voorspoed: een intelligente impuls

In dit scenario krijgt AI voet aan de grond. Ook vinden veel investeringen plaats in schone energie en duurzame productie. De economie groeit behoorlijk en de inflatie komt snel onder controle.

AI blijkt geen hype maar een echte gamechanger. Grote bedrijven die AI toepassen kunnen hun productiviteit met dubbele cijfers laten groeien. Kleinere bedrijven volgen snel, volgens de verwachting onder ondernemers, bankiers en beleggers. Ook de energietransitie komt in een stroomversnelling door investeringen op grote schaal. In Europa komt er een nieuw fonds ter grootte van EUR 500 miljard dat achterblijvende regio's gaat helpen. Zo worden majeure verbeteringen van het stroomnet gerealiseerd om elektriciteitstekorten en -overschotten zeer efficiënt te beheersen, ook over de Europese grenzen heen. Tot ieders verbazing lukt het bedrijven en huishoudens om elk jaar meer energie te besparen. Bill Gates voorspelt een nieuwe groene revolutie die de wereld ingrijpend gaat veranderen. 'Er is hoop voor het klimaat', kopt de New York Times boven het interview met de voormalige Microsoft topman.

Bedrijven profiteren volop van productiviteitsgroei door tal van verbeteringen op het gebied van ICT, slim gebruik van AI en een efficiënter (duurzaam) energieverbruik. Daarbij investeren ook overheden steeds meer in digitale veiligheid en infrastructuur. Helaas gaat het niet alle bedrijven voor de wind. Bedrijven die CO2 intensieve producten maken krijgen te maken met krimp en afnemende werkgelegenheid.

Frankrijk en Duitsland komen gezamenlijk met een nieuw plan dat is gericht op het versterken van de muntunie, onder meer door het verder uitwerken van een bankunie. Het optimisme in Europa slaat over op internationale beleggers die meer belangstelling krijgen voor Europese banken en schuldittels zoals eurobonds. De euro neemt in waarde toe ten opzichte van de dollar en volgens het IMF kan Europa een economisch power house worden dat zich kan meten met China en de VS. Wel blijven de defensie-uitgaven achter

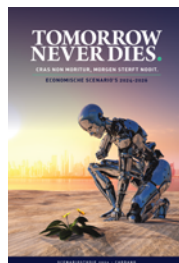
ten opzichte van landen als de VS en China. Volgens geopolitiek strateeg Rob de Wijk is dit een risico voor Europa. Maar de wereld lijkt wat veiliger te worden, zeker na het toch onverwachte vredesakkoord tussen Rusland en Oekraïne. Verder onderhandelen Israël en Hamas over een langdurige wapenstilstand en ook de betrekkingen tussen China en de VS beginnen wat meer te ontspannen.

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

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

TOMORROW NEVER DIES.

ECONOMISCHE SCENARIO'S 2024-2026



Alex de Haas, Strategisch Advies

Alex is sinds 2021 werkzaam bij Cardano in het Client Servicing & Advice team. In deze rol adviseert hij diverse klanten ten aanzien van strategisch beleggingsbeleid en risicomanagement. Voordat hij bij Cardano kwam, werkte Alex als Investment Analyst bij FMO en bij het expertise centrum risicomanagement bij DNB. Alex heeft Quantitative Finance (magna cum laude) gestudeerd in Zürich en is eveneens CFA Charterholder.



Marcel Kruse, Strategisch Advies

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



Ronald Bosman, Gedragseconoom

(1971) studeerde Algemene Economie (cum laude) aan de Universiteit van Amsterdam en is daarna gepromoveerd op de vraag hoe emotionele factoren van invloed zijn op financiële beslissingen. Hij werkt als onafhankelijk consultant en docent op het gebied van (behavioural) risk management.

A long-exposure photograph of a night sky filled with concentric star trails, centered on the North Star. Below the sky, a dark, rocky coastline is visible with a few small, illuminated buildings and lights along the shore.

cardano

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

WWW.CARDANO.NL