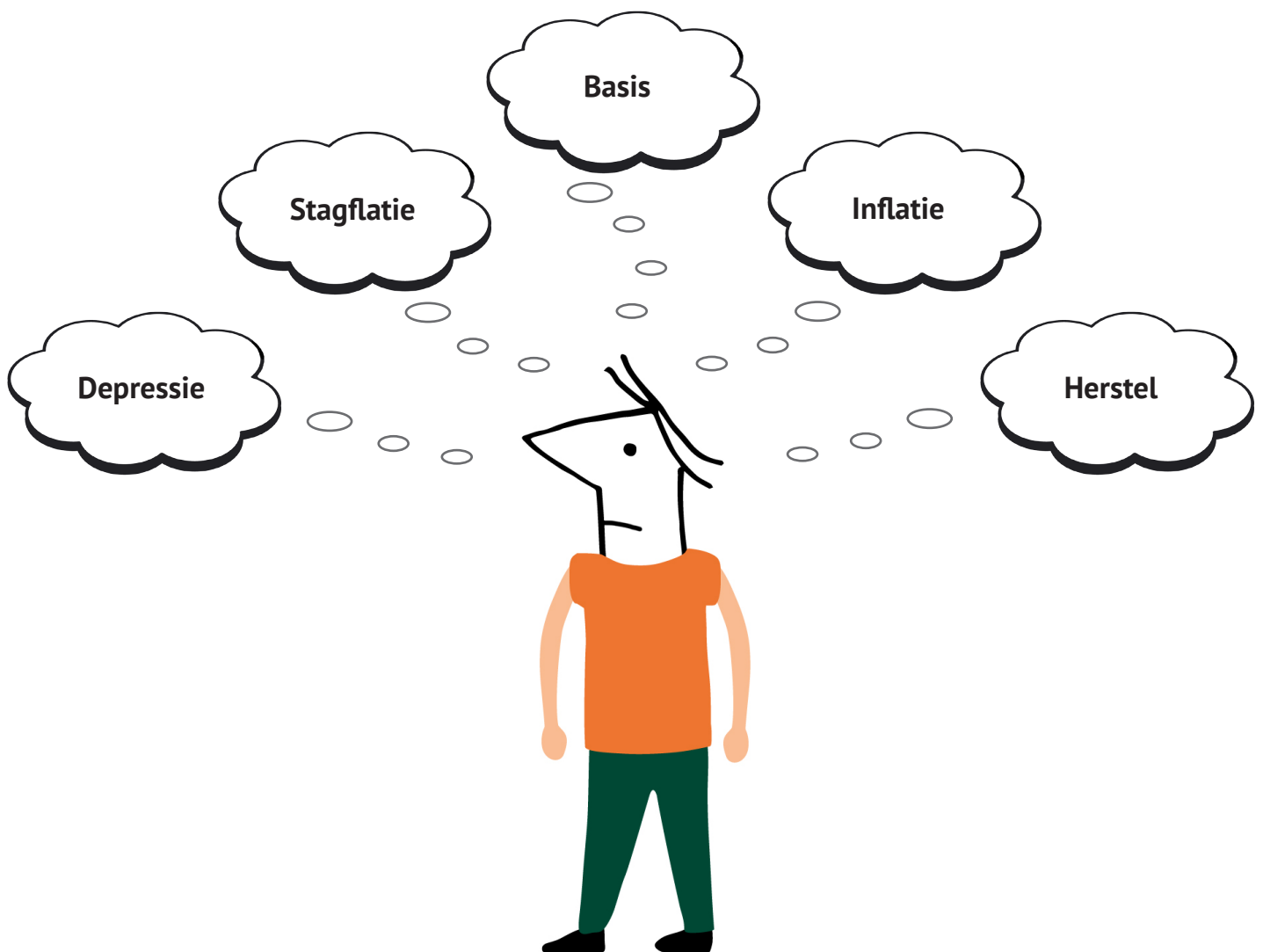

NIEUWE ONZEKERHEID, BEKENDE GEVAREN

Economische scenario's voor 2015-2017

Versie: mei 2015



Inhoudsopgave

Samenvatting	3
I Actuele ontwikkelingen	5
II Vijf scenario's	11
Algemeen	11
Beschrijving scenario's	13
Basisscenario	13
Depressiescenario	16
Inflatiescenario	17
Stagflatiescenario	18
Klassiek herstel	19
Dynamiek tussen scenario's	20
III Conclusie	23

Colofon

Teksten en analyses: Ronald Bosman (MFA) en Thomas van Galen (Cardano) t.galen@cardano.com

Ontwerp: Studio Goosen Grafisch Ontwerp, Tilburg

Reviews en suggesties

Graag bedanken we Andreea Popescu voor haar bijdrage aan de analyses. Daarnaast waarderen we de kritische blik van Rob Janssen en Janwillem Engel op eerdere versies van deze studie.

Samenvatting

Ruim zes jaar na het omvallen van Lehman Brothers zijn de systeemrisico's in de eurozone nog steeds niet verdwenen. Sinds de verkiezingen in Griekenland brengt de dreiging van een 'Grexit' de gemoederen op de financiële markten weer in beweging. Onzekerheid over de financiële gezondheid van banken en landen roept vragen op over de potentie van een mogelijk economisch herstel in de komende jaren. De cruciale vraag is of de groei weer terugkeert naar het niveau van voor de kredietcrisis, zoals sommige financiële markten lijken te verwachten, of dat deze langdurig stagneert, mede vanwege de noodzaak excessieve schulden te verminderen. In dit kader verkennen we vijf (mondiale) scenario's voor de periode 2015-2017.

Impact scenario's op kernvariabelen in de eurozone

	Startpunt	1. Basis	2. Depressie	3. Inflatie	4. Stagflatie	5. Herstel
Reële economie ¹						
Groei bbp (reëel)	0,75	0,75	-5	3	0	3
Inflatie	0,5	0,5	-2,5	7,5	5	2,5
Financiële markten ²						
Rente lang (30-jrs)	1,5	1,5	0	3,5	1,5	4
Aandelenschok	-	+15	-50	-25	-25	+50

¹ Gemiddelden in procenten per jaar voor jaar 1 t/m 3;

² niveaus in procentpunten ultimo jaar 3 t.o.v. startpunt, met uitzondering van aandelen (schok in procentpunten t.o.v. startpunt).

1. Basisscenario

In dit scenario worden de huidige economische en financiële trends geëxtrapoleerd. Beleidsmakers houden de economie op de been met ruim monetair beleid, maar pakken onderliggende (schuld) problemen niet aan. De economie in de eurozone stagneert en de inflatie blijft erg laag. In dit klimaat passen lage beleidsrentes en bescheiden rendementen op risicovolle activa. Door de aanhoudende onzekerheid neemt de volatiliteit op financiële markten van tijd tot tijd flink toe. *Historisch voorbeeld: de Japanse lost decade in de jaren negentig.*

2. Depressiescenario

In de huidige lage groeiomgeving kan een nieuwe economische schok gemakkelijk tot een depressie leiden, met name omdat centrale banken nauwelijks monetaire munitie meer hebben om de economie te stimuleren (de beleidsrente is bijna nul). Er ontstaat vraaguitval – doordat de private sector voorrang geeft aan het aflossen van haar schulden – die niet of onvoldoende wordt gecompenseerd door overheden. De economie in zowel de eurozone als de VS krimpt en de werkloosheid loopt sterk op. China maakt een harde landing. In dit klimaat passen nog lagere rentes, mede als gevolg van dalende consumentenprijzen. Risicovolle activa dalen fors in waarde.

Historisch voorbeeld: de eerste jaren van de Grote Depressie in de jaren dertig.

3. Inflatiescenario

In dit scenario ontstaat economisch herstel door het stimulerende beleid van overheden. Bedrijven en consumenten worden optimistisch en gaan meer investeren en besteden. Omdat centrale banken zeer accommoderend beleid blijven voeren, ontstaat een klassieke loon-prijsspiraal waarbij de inflatie oploopt naar 7,5%. Lange rentes stijgen flink en vastrentende waarden dalen in waarde. Aandelenrendementen zijn over het algemeen slecht. Vastgoed rendeert goed. Het valt niet uit te sluiten dat de inflatie abrupt eindigt op het moment dat centrale banken besluiten om in te grijpen.
Historisch voorbeeld: begin jaren zeventig van de vorige eeuw.

4. Stagflatiescenario

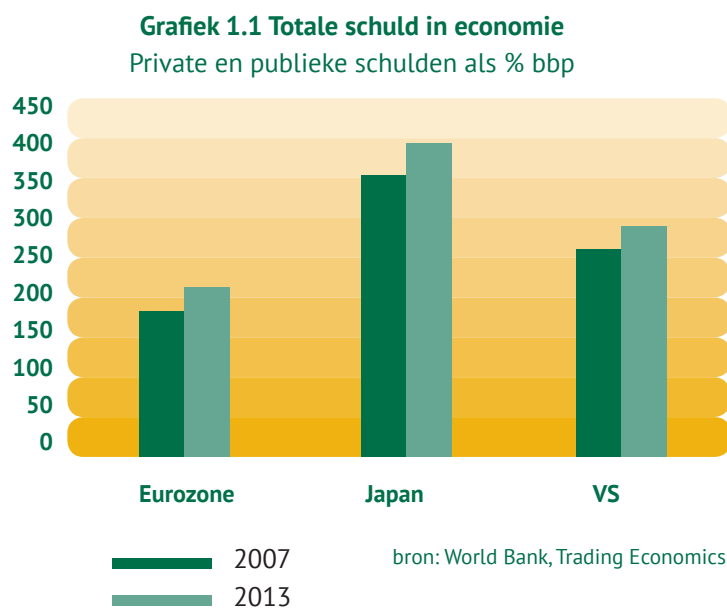
Dit scenario combineert inflatie met economische stagnatie. Inflatie ontstaat niet door economisch herstel, maar door negatieve aanbodschokken zoals lastenverzwaringen of hogere energieprijzen (geopolitieke spanningen). Omdat er geen onderliggend economisch herstel is, houden centrale banken de rente laag. *Recent voorbeeld: het Verenigd Koninkrijk in 2010-2012.*

5. Klassiek herstel

In dit droomscenario komt de economie structureel uit het dal. Excessieve schulden worden afgelost en onhoudbare schulden worden op ordelijke wijze afgeschreven. Banken worden voldoende geherkapitaliseerd, met name in de periferie van Europa. Dit leidt tot vertrouwensherstel, waardoor de economie groeit met zo'n 3% per jaar. De inflatie blijft wereldwijd onder controle, mede door normalisering van het monetaire beleid. Zowel korte als lange rentes zullen op een hoger niveau komen, dicht bij hun langjarig gemiddelde. In dit scenario kunnen risicovolle activa goede rendementen behalen. De inflatie blijft wereldwijd onder controle, mede door normalisering van het monetaire beleid. Zowel korte als lange rentes zullen op een hoger niveau komen in lijn met hun langjarig gemiddelde. In dit scenario kunnen risicovolle activa goede rendementen behalen.
Historisch voorbeeld: de Grote Depressie vanaf 1933 tot 1937.

I Actuele ontwikkelingen

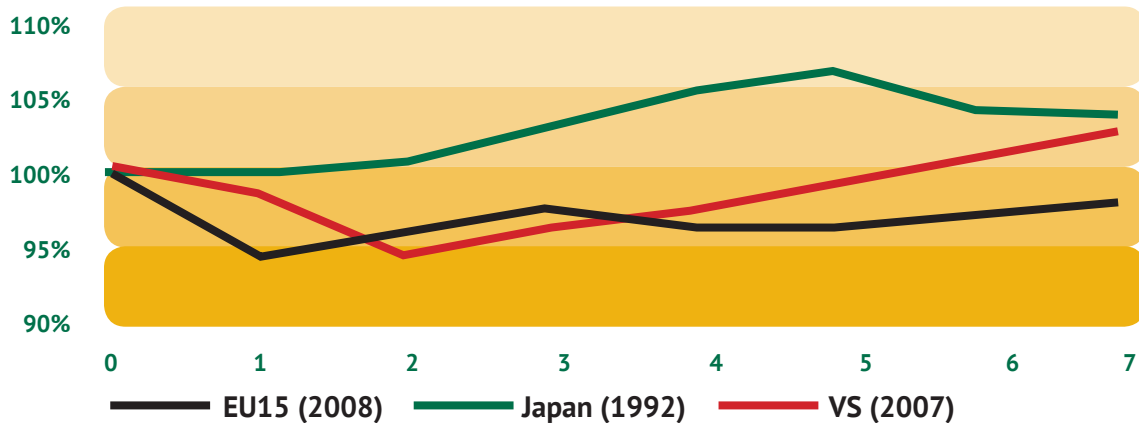
Nadat in 2008 de piek van de wereldwijde private schuldbouw werd bereikt, lijkt de economie zich nu op te maken voor een periode waarin de private sector haar schulden langzaam terugbrengt. Daar staat tegenover dat de schuldpositie van de publieke sector in veel landen juist is verslechterd. In het eurogebied is de publieke schuld in verhouding tot het bbp in de periode 2007-2013 gestegen met ruim 20 procentpunt. In de VS bedraagt het overeenkomstige cijfer 36 procentpunt. Ondanks bescheiden private schuldaflossing nemen totale schulden als percentage van het bbp in de meeste landen toe (grafiek 1.1). Dit zorgt voor kwetsbaarheden en onzekerheid over de toekomstige economische ontwikkeling.



Groei loopt uiteen tussen regio's

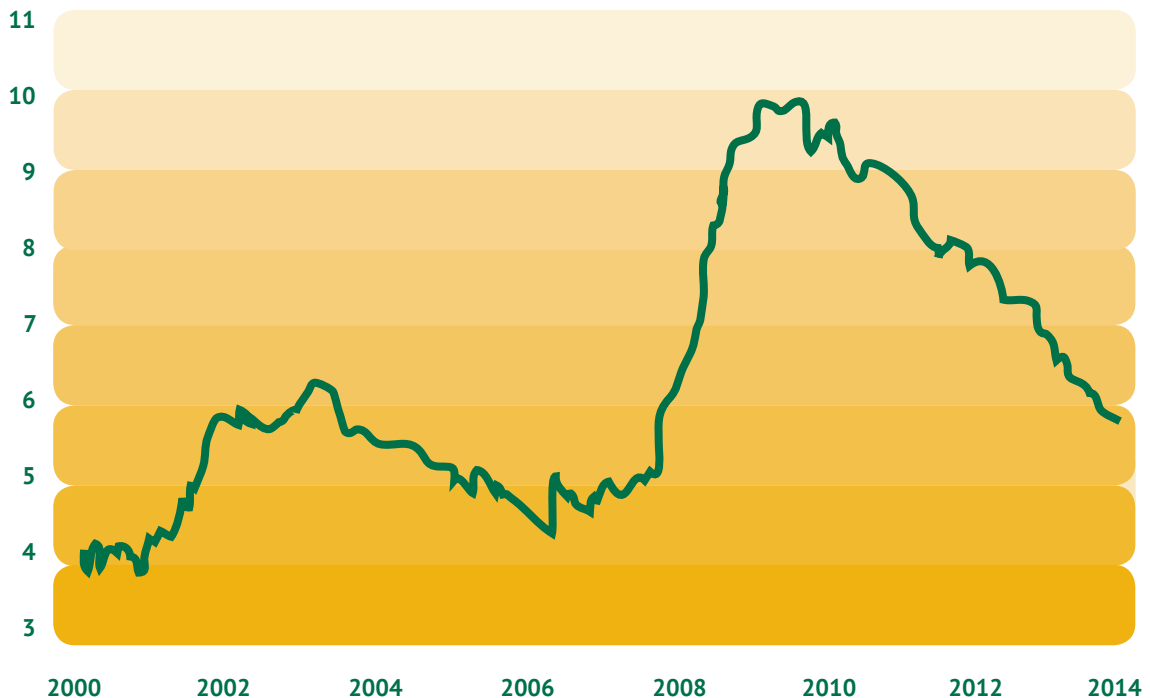
Het afgelopen jaar is grootschalig economisch herstel in Europa grotendeels uitgebleven. Deze ontwikkeling benadert het basisscenario uit de vorige scenariostudie. In de VS daarentegen was sprake van een aantrekkelijke arbeidsmarkt en een economische groei die naar verwachting uit komt op 2,1%. In vergelijking met de VS verloopt het Europese herstel in de huidige periode bijzonder traag. In 2014 bedraagt de groei naar verwachting slechts 0,8%. Zelfs in vergelijking met de crisis in Japan in de jaren negentig loopt Europa bij het herstel achter in termen van welvaart per hoofd van de bevolking (grafiek 1.2). Veel Europese overheden worden gedwongen te bezuinigen onder druk van Brussel en/of de financiële markten; bovendien kiest een aantal landen waar de schuldenniveaus nog relatief laag zijn, zoals Duitsland, voor vrij beperkte overheidsinvesteringen. Het is daarom de vraag of bij de huidige omgeving een ander groeipad hoort dan in de periode voor de crisis. Een economische groei van gemiddeld 2 tot 3% per jaar paste in een periode waarin vooral de schulden stegen. Zowel na het barsten van de schuldbubbel in Japan als na afloop van de Grote Depressie in de VS deed zich een langdurige groeivertraging voor.

Grafiek 1.2 Bbp per hoofd
index in constante dollars; nul is begin crisis



Van de ontwikkelde landen doet de VS het economisch goed, na een aantal jaren van zwakke groei. Dit zou mondiaal gezien kunnen wijzen op een terugkeer naar het historische groeipad. De toenemende groei en afnemende werkloosheid hebben de Amerikaanse centrale bank zelfs voldoende vertrouwen gegeven om hun opkoopprogramma van obligaties op een lager pitje te zetten (grafiek 1.3). Of de Amerikaanse centrale bank het aandurft om ook de rente te normaliseren blijft echter de vraag. De financiële markten anticiperen vooralsnog op een bescheiden renteverhoging.

Grafiek 1.3 Werkloosheid in VS
Percentage, seizoensgecorrigeerd

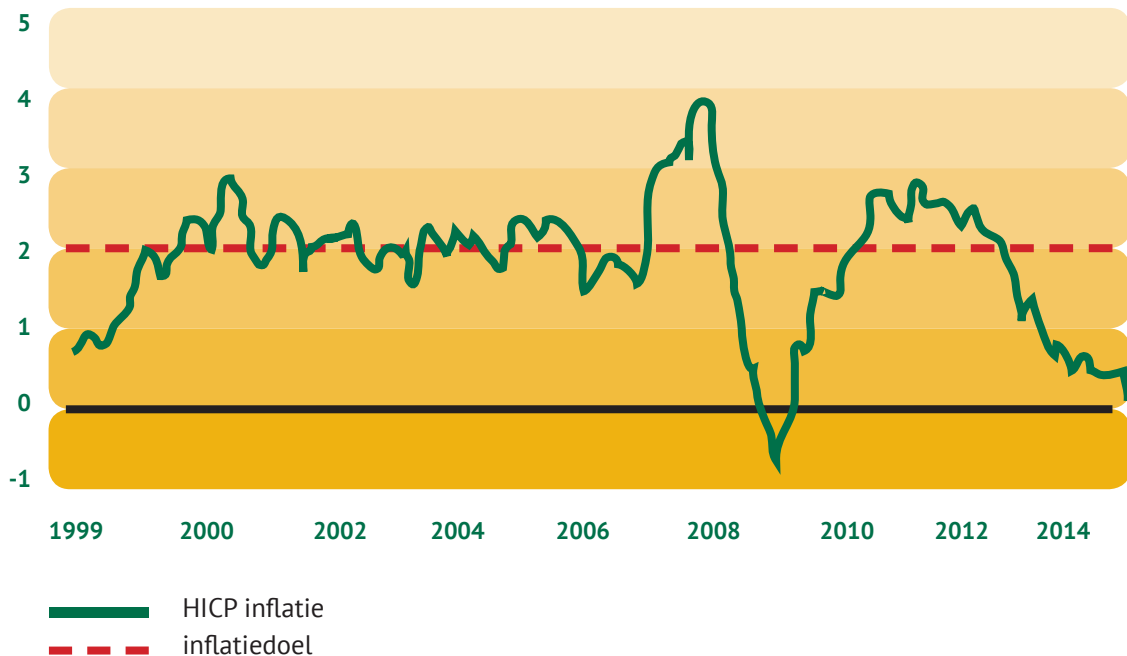


bron: US Bureau of Labor Statistics

De inflatie in de eurozone is alarmerend laag

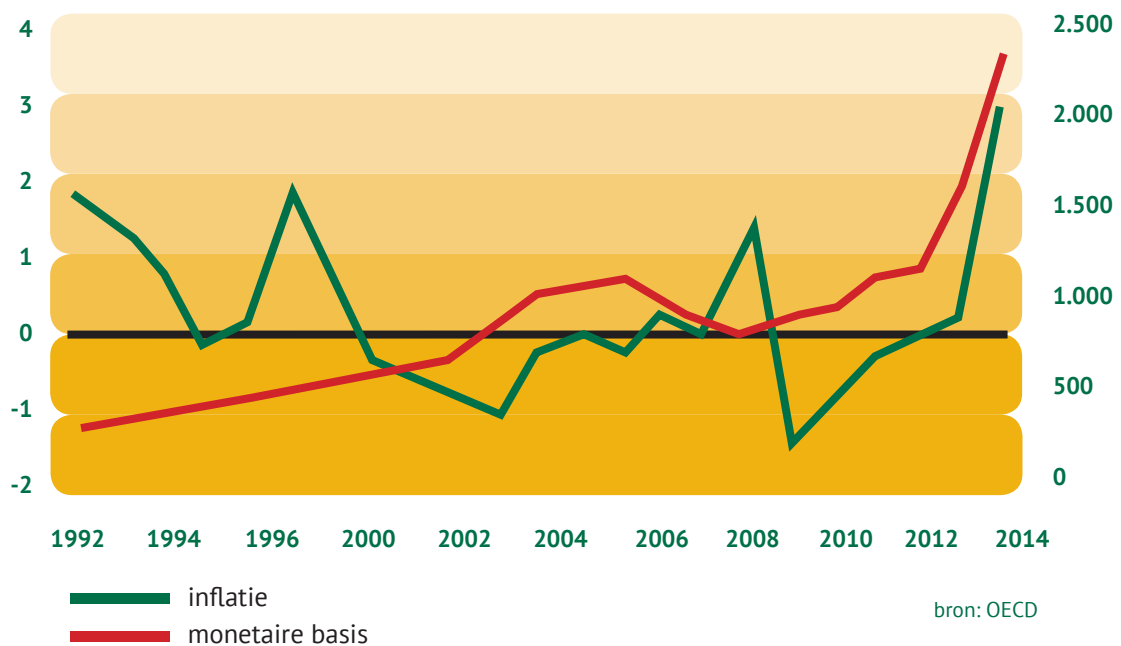
In de tweede helft van 2014 is een duidelijk neerwaartse trend ingezet voor de break-even inflatie in de eurozone. Europa loopt duidelijk achter op de VS in de groeicyclus, wat zich vertaalt in een zeer geringe prijsdruk. Hierdoor is de gerealiseerde inflatie gedaald naar circa 0,3%, minder dan een kwart van de doelstelling van de ECB (grafiek 1.4). De fors lagere energieprijzen in het laatste kwartaal van 2014 bestendigen deze trend op korte termijn. Daarmee worden de zorgen over deflatie binnen de eurozone nog eens extra onderstreept. Het risico dat de inflatie in de eurozone langdurig onder het door de ECB gewenste percentage van circa 2% blijft steken, lijkt behoorlijk groot. Dit zou de ECB kunnen aanzetten tot verdere kwantitatieve verruiming, waarbij mogelijk ook staatsobligaties worden opgekocht. Het ruime monetaire beleid zou op termijn de inflatie kunnen aanjagen, met name als de werkloosheid snel daalt. De inflatie in de eurozone kan dan hoger uitpakken dan marktpartijen momenteel verwachten.

Grafiek 1.4 Inflatie eurozone
Percentage



Als de ECB er niet in slaagt om de inflatie aan te wakkeren, dan kan de huidige situatie van private schuldafbouw weleens langdurig aanhouden. Schuld wordt dan immers niet door inflatie weggegeten. Deze situatie heeft zich eerder in Japan voorgedaan, waar beleidsmakers ondanks jarenlang stimuleren de inflatie niet omhoog kregen (grafiek 1.5). Alleen dit jaar is de inflatie in Japan flink hoger door een forse btw-verhoging. Dit is overigens een eenmalig effect dat volgend jaar weer uit de inflatie loopt. Kortom, het is denkbaar dat de eurozone net als Japan langdurig stagneert en kampt met een heel lage inflatie.

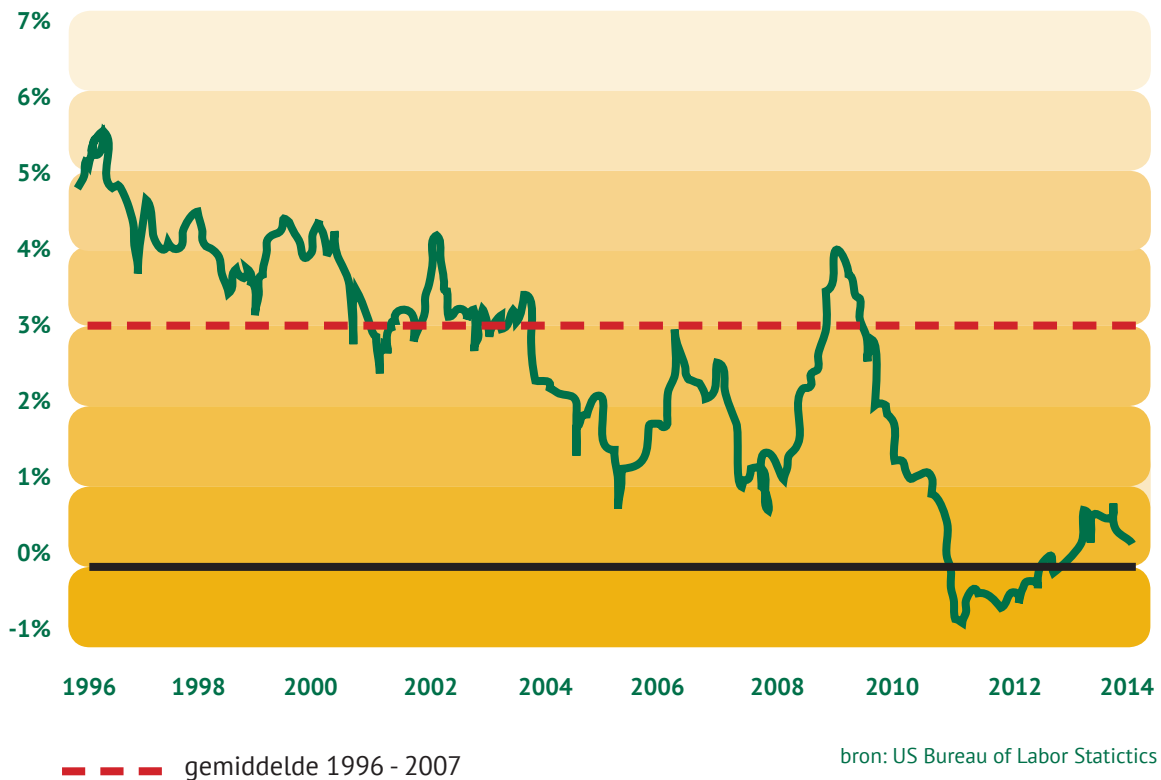
Grafiek 1.5 Inflatie en monetaire basis Japan
 Percentage en niveau in 100 miljard yen



Rentes bereiken historische dieptepunten

De ontwikkeling van de rente is spectaculair. In het afgelopen jaar vond een neerwaartse beweging plaats waardoor de nominale rente zich nu op een historisch dieptepunt bevindt. In vergelijking met de scenariostudie van vorig jaar komt het huidige niveau van de rente grotendeels overeen met het niveau waarmee in het depressiescenario rekening werd gehouden. Ondanks de historische dieptepunten (grafiek 1.6) blijft de onzekerheid over de renteontwikkeling groot. Als de Europese economie zich sterker ontwikkelt dan marktpartijen op dit moment verwachten, dan kunnen rentes behoorlijk stijgen. Aan de andere kant is het ook denkbaar dat de Europese economie met alarme-rend lage inflatie blijft kampen, de werkloosheid hardnekkig hoog blijft en de economische groei verder teleurstelt. De hoge schuldenlast in met name de periferie – die onhoudbaar kan worden als rentes fors zouden stijgen – rationaliseert de huidige lage renteniveaus. Omdat de ECB bovendien heeft besloten om staatsobligaties op te kopen zouden rentes verder kunnen dalen en zelfs nieuwe records kunnen vestigen.

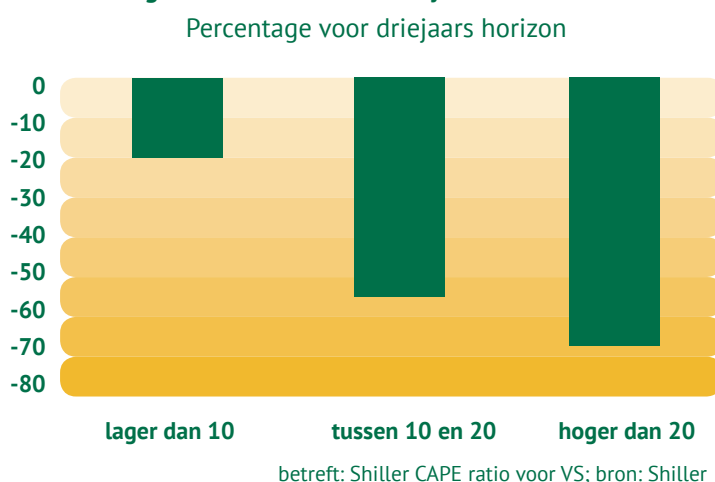
Grafiek 1.6 Reële 10-jaars rente Duitsland
Percentage



Aandelenmarkten lopen vooruit op herstel

Ondanks de matige economische groei in de meeste regio's presteerden de mondiale aandelenmarkten redelijk. Alles bij elkaar steeg de MSCI World Index (euro-hedged) met circa 9,5%. In vergelijking met de vorige scenariostudie blijkt dat aandelen in het afgelopen jaar het basisscenario hebben benaderd. De stijging suggereert dat aandelenmarkten rekening houden met bescheiden mondiaal economisch herstel. De CAPE-index – die de verhouding tussen de prijs van aandelen en bedrijfswinsten weergeeft – bedraagt wereldwijd bijna 20. Hiermee liggen de waarderingen grofweg 25% boven het langjarig gemiddelde, waardoor in onze visie rekening moet worden gehouden met verliezen van 50% of meer in een negatief scenario (grafiek 1.7).

Grafiek 1.7 Maximale negatieve aandelenschok bij verschillende koerswinstverhoudingen



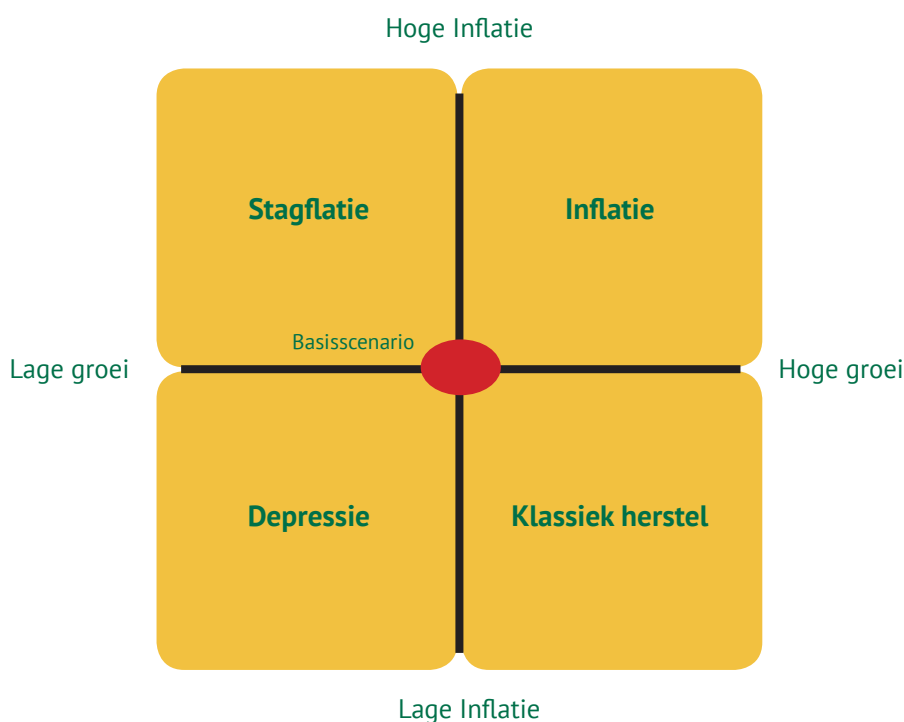
De regionale verschillen zijn echter behoorlijk groot. In Europa en opkomende markten liggen de waarderingen meer in lijn met hun langjarige gemiddelden of zelfs daaronder. In de VS is de CAPE-ratio flink opgelopen naar een niveau van ruim 27. Slechts drie keer in de historie stond deze ratio zo hoog. De huidige waarde van de ratio bevindt zich ruim 50% boven het historisch gemiddelde. Amerikaanse aandelenmarkten hebben daarom de potentie om behoorlijk te dalen. Dit zou bijvoorbeeld kunnen gebeuren indien de economische groei fors tegenvalt (richting depressiescenario) én extra stimulering door de Federal Reserve (Fed) achterwege blijft. Ook een onverwachte forse renteverhoging door de Fed zou aandelenmarkten onder druk kunnen zetten. Als de Amerikaanse aandelen in zwaar weer komen, dan zullen aandelen in andere regio's waarschijnlijk in hun kielzog worden meegetrokken, ondanks hun lagere waarderingen.

II Vijf scenario's

Algemeen

In deze paragraaf worden de scenario's besproken.¹ We houden in principe rekening met alle mogelijke economische windrichtingen door combinaties te maken van de belangrijkste macro-economische variabelen: groei en inflatie (figuur 2.1).² Daarmee wordt een grove indeling van scenario's gemaakt die in tabel 2.1 verder is ingevuld met bijvoorbeeld rentes, spreads en aandelenschokken. Het betreffen mondiale scenario's waarbij verondersteld wordt dat soortgelijke ontwikkelingen een rol spelen in de verschillende economische blokken. Dat is logisch, gezien de grote mate van connectiviteit van de wereldeconomie en van financiële markten. Niettemin is het denkbaar dat er verschillen tussen regio's zijn, wat bijvoorbeeld tot uitdrukking kan komen in de relatieve sterkte van valuta's (zie Box 2.1 Valutarisico).

Figuur 2.1 Economische windrichtingen



***'It ain't what you don't know that gets you into trouble.
It's what you know for sure that just ain't so.'***

- Mark Twain

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

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

Tabel 2.1 Overzicht scenario's en impact op financiële markten

Economie eurozone en financiële markten

¹ Reële economie betreft gemiddelden in procenten per jaar voor jaar 1 t/m 3

² Financiële markten betreffen niveaus in procentpunten ultimo jaar 3

	Startpunt	1. Basis	2. Depressie	3. Inflatie	4. Stagflatie	5. Herstel
Reële economie ¹						
Groei bbp (reëel)	0,75	0,75	-5	3	0	3
Inflatie	0,5	0,5	-2,5	7,5	5	2,5
Werkloosheid*	11	11	25	8	10	6
Overheidsschuld**	94	105	125	80	95	65
Financiële markten ²						
Rente kort	0	0	0	3	0,5	3
Rente lang (10-jrs)	0,5	0,2	0	5	0,75	3,25
Rente lang (30-jrs)	1,5	1,5	0	3,5	1,5	4
Credit spread BBB	1,75	1,75	5	1	2	0,5
Break-even inflatie ¹	1,75	1,75	1	4,5	2,5	2,5
Reële rente (30-jrs)	-0,25	-0,5	-1	-1	-1	1,5
Aandelenschok	-	+15	-50	-25	-15	+50
Vastgoedschok	-	0	-40	+25	+5	+15

*Betreft niveau na drie jaar ; ** betreft ratio (% bbp) na drie jaar; ¹ betref 30-jrs periode; ^{||} betreft verandering in procentpunten ultimo jaar 3 ten opzichte van het startpunt. Credit spread betreft 5-jrs looptijd. Aandelenmarkt betreft MSCI World (euro-hedged) procentpunten ultimo jaar 3 ten opzichte van het startpunt.

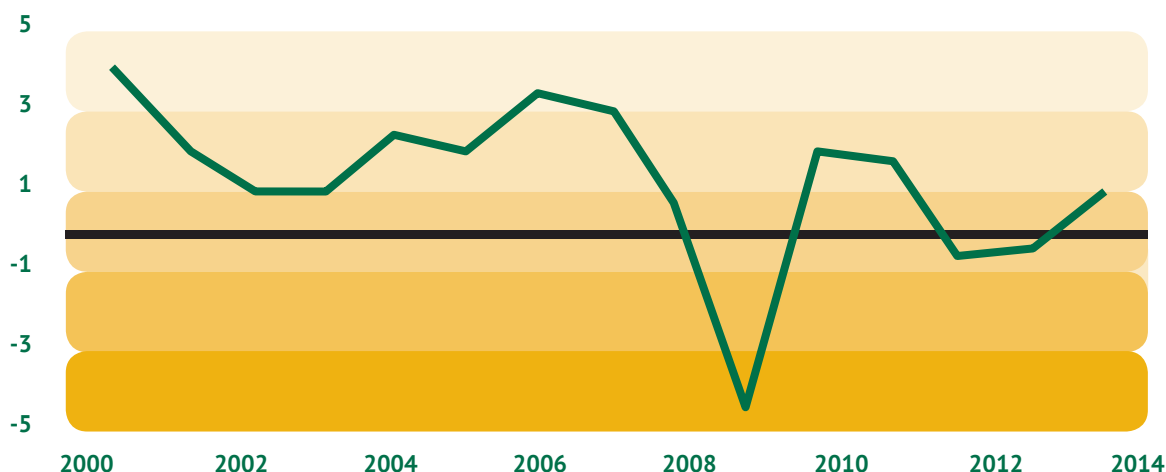
Beschrijving scenario's

1. Basisscenario

In dit scenario worden de huidige economische en financiële trends geëxtrapoleerd (grafiek 2.1). Beleidsmakers houden de economie op de been met ruim monetair beleid, maar pakken onderliggende (schuld)problemen niet aan. De economie in de eurozone stagneert en de inflatie blijft erg laag. In dit klimaat blijft onzekerheid bestaan over de solvabiliteit van Europese banken en perifere overheden, waardoor het financiële systeem instabiel blijft. Overheidsschulden lopen verder op, met name in de periferie. De private sector gaat langzaam door met het verminderen van haar schulden. Banken worden in onvoldoende mate geherkapitaliseerd. Tevens worden zij door toezichthouders gedwongen om meer kapitaal aan te houden. Voor financiering blijven zij grotendeels afhankelijk van de ECB die de rentetarieven laag houdt en, indien nodig, verdere onconventionele maatregelen neemt (zie Box 2.2 Intensivering opkoopprogramma's). De economie in de eurozone groeit slechts mondjesmaat en heeft regelmatig te maken met (korte) krimp. Gemiddeld komt de groei uit op zo'n 0,75%. De VS groeit harder dan de eurozone door het accommoderende beleid van de Amerikaanse overheid en de centrale bank. China houdt met een groei van 7% de wereldeconomie draaiend. In dit klimaat passen lage beleidsrentes die overeenkomen met de huidige niveaus, en bescheiden rendementen op risicovolle activa. Door de aanhoudende onzekerheid en instabiliteit van het financiële systeem neemt de volatiliteit op financiële markten van tijd tot tijd flink toe. Dit scenario kan in potentie lang aanhouden, mede vanwege de zero bound.³ De ultra lage rentes kunnen leiden tot speculatie en misallocatie van kapitaal. Dit proces vertoont grote gelijkenissen met de Japanse lost decade in de jaren negentig van de vorige eeuw (bijvoorbeeld periode 1995-1997). De Japanse groei bedroeg toen circa 0,6% per jaar en de lange rente daalde met bijna 2 procentpunt in drie jaar tijd. Een verschil met Japan betreft de rente die in het basisscenario niet daalt. Dit wordt verklaard door het feit dat de huidige rentes al op een erg laag niveau liggen en er relatief weinig ruimte is voor verdere dalingen.

Grafiek 2.1 Economische groei eurozone

Reële bbp (%)



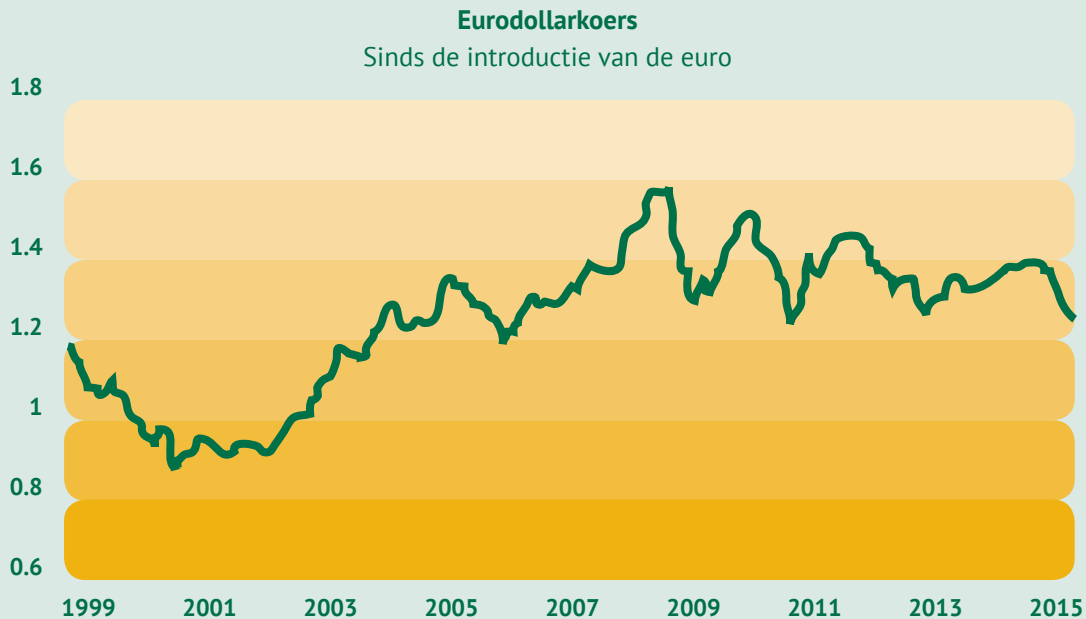
bron: Eurostat

³ Doordat de beleidsrente (bijna) nul is hebben centrale banken nauwelijks ruimte om de economie te stimuleren.

Box 2.1 Valutarisico

De eurodollarkoers is sinds de introductie van de euro in 1999 bijzonder volatiel geweest. Koersen fluctueerden tussen circa 0,90 en 1,60 euro en daarmee kunnen valutaschommelingen een dominant risico zijn.

De scenario's in deze studie hebben in beginsel een mondiaal karakter. Grote valutaschokken kunnen echter vooral ontstaan als gevolg van regionale verschillen. Hier worden daarom twee regionale scenario's onderscheiden: één waarin de dollar uit de gratie raakt en een scenario waarin de euro deprecieert door een verslechtering van de economische situatie in de periferie in Europa.



Dollar uit de gratie

Door de aanhoudende politieke tegenstellingen tussen Democraten en Republieken verliezen consumenten het vertrouwen in de Amerikaanse economie. De groei valt terug, waardoor de Fed besluit om weer schulden op te gaan kopen. De status van de dollar als reservemunt neemt af, mede doordat in toenemende mate olie en andere transacties in lokale valuta worden verricht. Tegelijkertijd werpt het opkoopprogramma van de ECB zijn vruchten af. De economie herstelt langzaam en onder druk van Duitsland en Nederland wordt de beleidsrente verhoogd om de inmiddels oplopende inflatie te bestrijden. Investerders in China en Japan verliezen steeds meer het vertrouwen in de dollar en zien de euro als goed alternatief. Gevolg is dat de dollar verzwakt. De Fed grijpt niet in om de koers van de dollar te manipuleren en gelijktijdig de werkgelegenheid te stimuleren. In dit geval zou je kunnen denken aan een flinke appreciatie van de euro met bijvoorbeeld een eurodollarkoers: 1 euro = 2 dollar.

Europa onder druk

In dit scenario neemt het draagvlak voor het bezuinigingsbeleid in landen als Spanje, Griekenland en Italië steeds verder af. Het opkoopprogramma van de ECB blijkt – net als in Japan – niet in staat om de noodzakelijke groei en inflatie aan te wakkeren. Tegelijkertijd zet de groeitrend in de VS zich door, met als gevolg dat Europa steeds verder op achterstand raakt. De Fed verhoogt langzaam de rente in het zich langzaam normaliserende klimaat, om de eerste tekenen van een oplopende inflatie te bestrijden. In dit klimaat vloeien de kapitaalstromen in toenemende mate vanuit de EMU richting de VS. Het gevolg is dat de trend van een verzwakkende euro zich niet alleen voortzet maar ook wordt versterkt. In zo'n situatie zou je kunnen denken aan eurodollarkoers: 1 euro = 0,5 dollar.

Box 2.2 Intensivering opkoopprogramma's

Als gevolg van dreigende deflatie in de eurozone is de ECB een opkoopprogramma van obligaties gestart van ruim EUR 1000 miljard, dat loopt tot september 2016. Als de inflatie echter ruim onder de doelstelling van 2% blijft liggen, dan is het denkbaar dat de ECB in de toekomst het beleid van kwantitatieve verruiming voortzet of zelfs intensiveert; bijvoorbeeld door het opkoopvolume verder op te schroeven. Het valt niet uit te sluiten dat de monetaire autoriteiten schuld papier van bedrijven of zelfs aandelen gaan opkopen, zoals respectievelijk de Fed en de Bank of Japan eerder al deden.

In deze variant op het basisscenario komen de ontwikkelingen op financiële markten steeds losser te staan van de reële economie. De interventies van monetaire autoriteiten drijven de aandelenprijzen op, terwijl ze tegelijkertijd de rentes verder onder druk zetten. Hoewel de maatregelen in dit scenario extreem zijn, geldt dat niet voor de consequenties. Het gecombineerde rente- en aandeleneffect heeft in dit scenario minder extreme gevolgen voor de nominale of reële dekkingsgraad dan een herstel- of depressiescenario. Niettemin blijft kwantitatieve verruiming een onconventioneel instrument, waarvan de effecten op langere termijn zeer onzeker zijn. Als het ruime monetaire beleid verder wordt geïntensiveerd moet in de toekomst rekening worden gehouden met extreme scenario's. Dit betekent mogelijk een krachtiger economisch herstel, maar als het beleid faalt wellicht ook een diepere depressie.

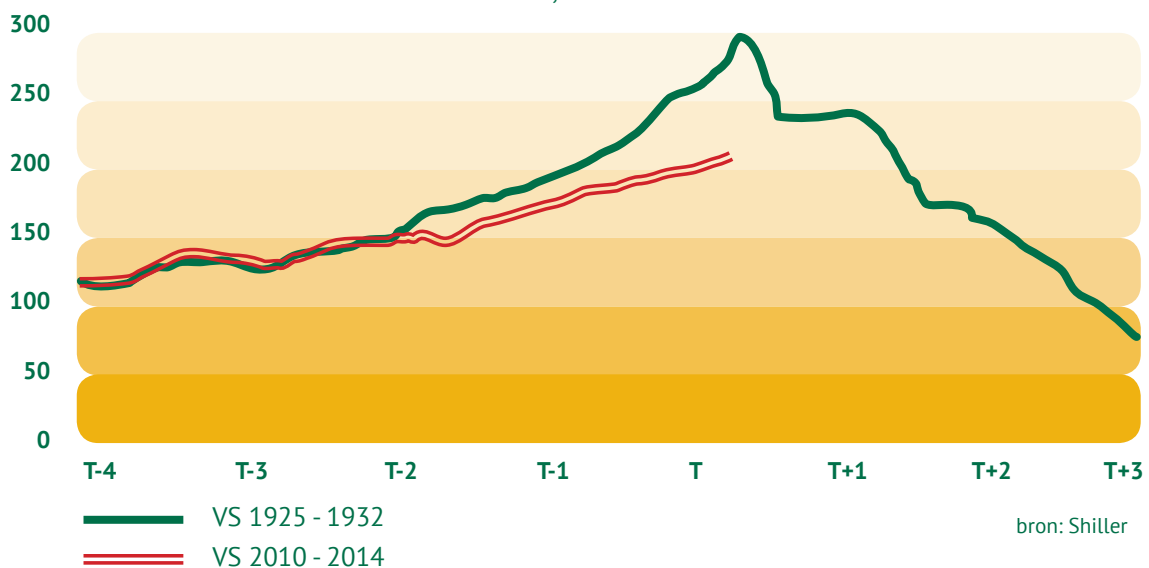
2. Depressiescenario

In de huidige lage-groeiomgeving kan een nieuwe economische schok gemakkelijk tot een depressie leiden, met name omdat centrale banken nauwelijks monetaire munitie meer hebben om de economie te stimuleren (de rente is al nul). In dit klimaat ontstaat grote vraaguitval doordat de private sector haar schulden sterk terugbrengt. Die uitval wordt niet of onvoldoende gecompenseerd door de overheden. Banken verkleinen hun balansen aanzienlijk, wat gepaard gaat met een flinke krimp in de kredietverlening. Door schuldeflatie ontstaan faillissementen van zwakke banken, bedrijven en landen. Het financiële systeem wordt zeer instabiel, wat bijvoorbeeld tot uiting komt in een sterk verhoogd tegenpartijrisico. De economie in zowel de eurozone als de VS krimpt en de werkloosheid loopt sterk op (circa 25% in de eurozone). China maakt een harde landing met een jaarlijkse groei van slechts 3%. Vergrijzing van de beroepsbevolking en protectionisme versterken deze economische trends. Consumenten en bedrijven zijn somber en verwachten dat de malaise lang aanhoudt. In dit klimaat passen zeer lage beleidsrentes, mede als gevolg van dalende consumentenprijzen. Centrale banken worden niettemin terughoudend met kwantitatieve verruiming omdat die niet effectief blijkt te zijn. De rendementen op risicovolle activa dalen fors; aandelen zullen bijvoorbeeld in waarde halveren na drie jaar tijd. Ook dit scenario kan in potentie lang duren, tenzij overheden ervoor kiezen om meer te stimuleren waardoor het depressiescenario meer richting het basisscenario gaat.

Een historisch voorbeeld van depressie zijn de eerste jaren van de Grote Depressie in de jaren dertig. In die periode kromp de economie met bijna 10% per jaar en daalden de prijzen fors (-4,6%). De lange rente daalde met 0,3 procentpunt. Aandelen vielen na een periode van stijging terug met ruim 80% in drie jaar tijd (grafiek 2.2). Ter vergelijking: ook in de periode 2010-2014 stegen de koersen in de VS fors. Toch houden we geen rekening met een daling van 80%, omdat we veronderstellen dat overheden en centrale banken op dit moment meer zullen doen om systeemrisico's te beperken en de economie te stimuleren. Daarbij vormen overheden (en hun uitgaven) een groter deel van de economie dan in de jaren dertig, waardoor ze bepalender zijn voor de totale economische groei.

Grafiek 2.2 Aandelenkoersen in jaren '30 en nu

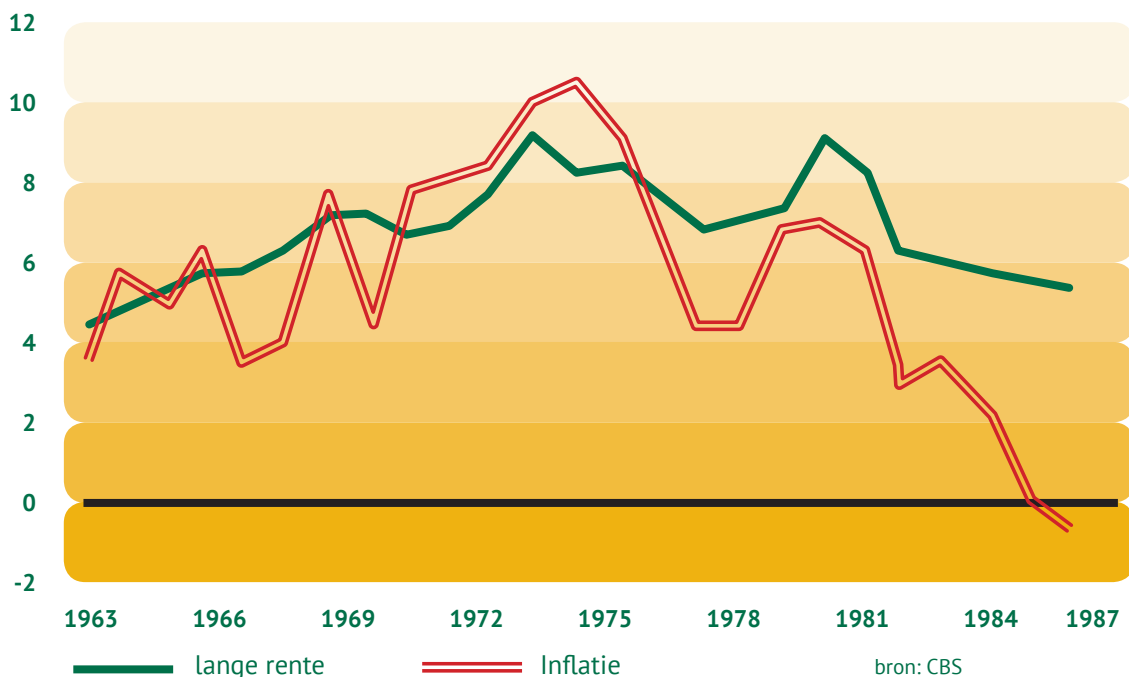
Index, T-4 = 100



3. Inflatiescenario

In dit scenario blijven calamiteiten zoals het uiteenvallen van de eurozone, een groot militair conflict of een harde landing in China uit. Er ontstaat economisch herstel door het stimulerende beleid van overheden, waardoor de economie in de eurozone groeit met zo'n 3% per jaar. Bedrijven en consumenten krijgen meer vertrouwen en gaan vervolgens investeren en besteden. Omdat centrale banken een zeer accommoderend beleid voeren vanwege hun focus op het terugbrengen van de werkloosheid, ontstaat een klassieke loon-prijsspiraal waarbij de inflatie oploopt naar zo'n 7,5%. Hyperinflatie is daarbij geen gevaar omdat er voldoende vertrouwen blijft bestaan in de grote valutablokken. In dit scenario lopen lange rentes flink op. Vastrentende waarden met lange duration dalen fors in waarde. Aandelen renderen over het algemeen slecht, als gevolg van stijgende kosten, rentes en volatiliteit.⁴ Vastgoed rendeert goed. Het valt niet uit te sluiten dat aan dit scenario een abrupt einde komt op het moment dat centrale banken besluiten om in te grijpen. Dit is in de historie verscheidene malen gebeurd, bijvoorbeeld in de VS begin jaren tachtig, toen Fed voorzitter Volcker de beleidsrente verhoogde naar 20% om de inflatie terug te brengen. Ook in Europa zijn de beleidsrentes in die periode fors verhoogd. Een historisch voorbeeld van inflatie bij economische groei zijn de jaren zeventig van de vorige eeuw (grafiek 2.3). De inflatie was met gemiddeld 9,3% in de periode 1972-1974 bijzonder hoog. In het scenario wordt verondersteld dat inflatie wat lager uitvalt, voornamelijk vanwege het relatief ruime arbeidsaanbod op dit moment en de zwakkere vakbonden. Dat in de huidige omgeving de inflatie potentieel snel zou kunnen oplopen blijkt uit een studie naar het verband tussen kortetermijnwerkloosheid (minder dan zes maanden) en loongroei in de VS.⁵ Als de korte werkloosheid lager is dan 4,5%, dan nemen de lonen over het algemeen snel toe (figuur 2.2). Het huidige niveau van 4% impliceert dat inflatie door loongroei plausibel is.

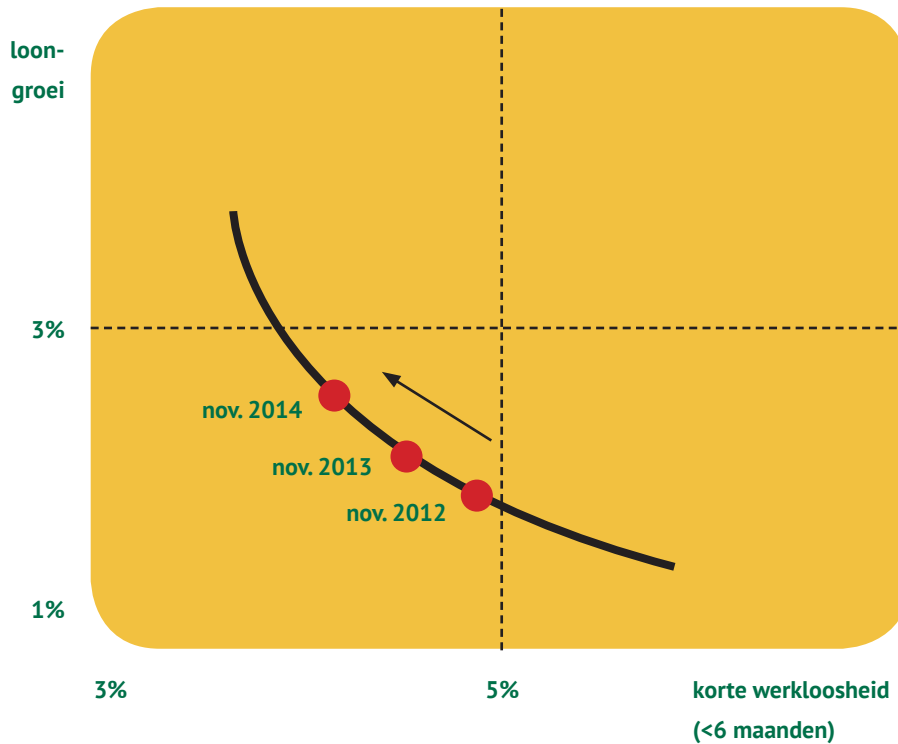
Grafiek 2.3 Inflatie en lange rente in Nederland
Jaarlijkse mutatie en niveau (%)



⁴ Zie bijvoorbeeld "Expected inflation, stock returns and money illusion: what we can learn from survey expectations", Schmeling, M., Schrimpp, A., European Economic Review, 2011.

⁵ Zie Krueger, A., Cramer, J., Cho, D. (2014) 'Are the Long-Term Unemployed on the Margins of the Labor Market?', Brookings Institute, voorjaar 2014.

Figuur 2.2 Verband tussen werkloosheid en loongroei



bron: Blackrock 2014, BLS

4. Stagflatiescenario

Dit scenario lijkt enigszins op het inflatiescenario, zij het dat stagflatie gepaard gaat met zeer lage economische groei. Inflatie ontstaat in dit scenario niet door economisch herstel, maar door negatieve aanbodschokken als lastenverzwaringen, hogere importtarieven (handelsoorlogen) of hogere energieprijzen (door geopolitieke spanningen of meer vraag vanuit opkomende landen). Ook depreciatie van de wisselkoers kan tot import van inflatie leiden. Omdat er geen onderliggend economisch herstel is houden centrale banken de rente laag. Het financiële systeem blijft in dit klimaat instabiel. Omdat inflatie in dit scenario ontstaat door negatieve aanbodschokken zullen centrale banken niet ingrijpen met renteverhogingen. Daarmee is de kans op een abrupt einde van dit scenario kleiner dan bij inflatie die ontstaat door krachtig economisch herstel.

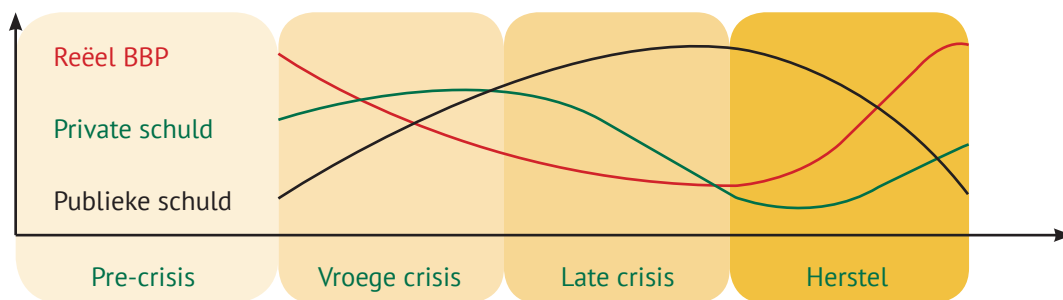
Een recent voorbeeld van stagflatie is het VK in 2010-2012. In deze periode groeide de Britse economie gemiddeld met slechts 1% per jaar, terwijl de gemiddelde inflatie 3,5% bedroeg (de piek bedroeg circa 5%). In deze periode daalde de lange rente met 2,2 procentpunt. In het stagflatiescenario veronderstellen we een iets lagere groei en een hogere inflatie van 5%. In tegenstelling tot het historische voorbeeld wordt niet uitgegaan van een verdere daling van de lange rente, omdat die thans al op een laag niveau ligt.

5. Klassiek herstel

In dit droomsценario vallen alle puzzelstukjes voor herstel op hun plaats en komt de economie structureel uit het dal. Voorafgaand aan dit herstel verminderen zowel de private sector als overheden excessieve schulden. Centrale banken geven hiervoor impulsen door de monetaire verruiming geleidelijk te verminderen. Onhoudbare private en publieke schulden worden op ordelijke wijze afgeschreven. Banken worden geherkapitaliseerd waar nodig en kunnen weer krediet gaan verlenen. Het financiële systeem wordt stabiel. De genoemde maatregelen leggen een stevig fundament voor vertrouwensherstel, waardoor de economie groeit met zo'n 3% per jaar. Soortgelijk herstel vindt plaats in de VS. De Chinese economie trekt door toenemende import vanuit het westen aan tot een groei van zo'n 10% per jaar. De inflatie blijft wereldwijd onder controle, mede door normalisering van het monetaire beleid. Zowel korte als lange rentes gaan naar een hoger niveau in de richting van hun langjarig gemiddelde. In dit scenario kunnen risicovolle activa goede rendementen behalen. Veilige bedrijfs- en staatsobligaties zullen echter in waarde dalen. Dit scenario vereist een grote mate van beleidscoördinatie tussen overheden en centrale banken. Indien deze coördinatie op enig moment faalt, kan het scenario snel afglijden richting het doormoddersscenario.

Figuur 2.3 Herstel naar Scandinavisch voorbeeld

Parallellen met de Zweedse en Finse crisis impliceren nieuwe groeikansen

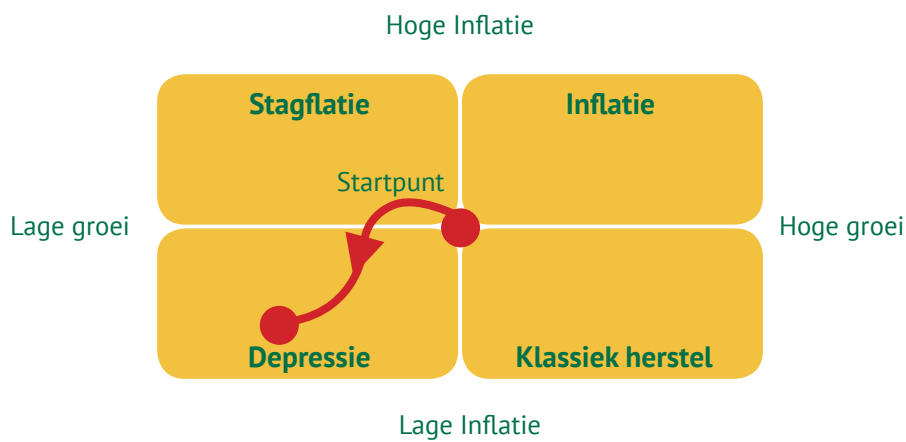


Het herstelpatroon na een schuldenbubbel kent vaak drie fases. Als herstel naar Scandinavisch voorbeeld (figuur 2.3) verloopt, dan zou de eurozone zich in de late crisisfase begeven terwijl het herstel in de VS net is ingezet. De eurozone heeft de recessie achter zich gelaten, maar de economische groei blijft nog altijd laag terwijl de publieke schuld verder stijgt. In de VS daarentegen trekt de groei aan en zijn huishoudens weer meer gaan lenen. Een ander historisch voorbeeld van herstel na een schulden crisis betreft de VS in de Grote Depressie vanaf 1933. In deze periode werd de dollar losgekoppeld van de goudprijs, waardoor de VS gemakkelijker kon exporteren. Bovendien stimuleerde de overheid de economie door investeringen in onder meer infrastructuur en landbouw. In deze periode groeide de economie met ruim 7% per jaar, terwijl de inflatie relatief laag was. In het herstelscenario veronderstellen we een matigere groei dan destijds. Omdat tijdens de Grote Depressie de economie zo sterk kromp, was het herstel daarna relatief krachtig (inhaaleffect). Een ander verschil betreft de lange rente, die aan het begin van de historische periode op een hoog niveau lag en daalde met 0,6 procentpunt. In het herstelscenario ligt de lange rente bij aanvang juist op een zeer laag niveau, waardoor een stijging meer voor de hand ligt.

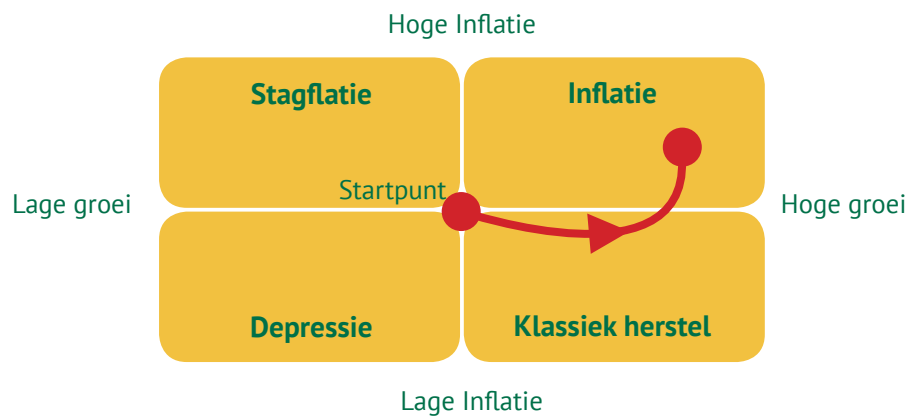
Dynamiek tussen scenario's

De besproken scenario's zijn mogelijke economische werelden met ieder een eigen dynamiek. Niettemin bestaat er in bepaald opzicht ook samenhang tussen de scenario's. Zo kunnen scenario's veranderen omdat beleidsmakers bepaalde keuzes maken. Het basisscenario kan bijvoorbeeld overgaan in een depressiescenario op het moment dat beleidsmakers besluiten om minder te gaan stimuleren (figuur 2.4). Of een herstelscenario kan transformeren in een inflatiescenario op het moment dat centrale banken te lang wachten met het normaliseren van het monetaire beleid (figuur 2.5). Kortom, scenario's zijn niet statisch en dienen voortdurend geactualiseerd te worden op basis van een taxatie van de economische, financiële en politieke trends.

Figuur 2.4 Van basisscenario naar depressie



Figuur 2.5 Van herstel naar inflatie



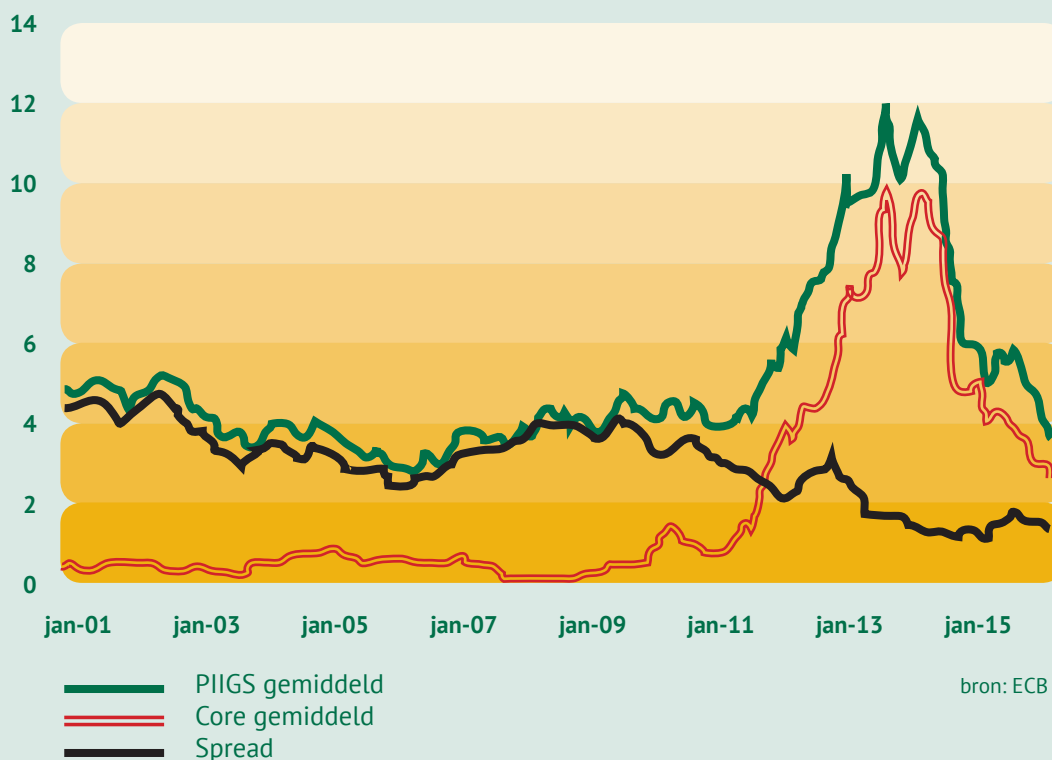
Verder kunnen ook regionale verschillen van invloed zijn op economische scenario's en specifieke financiële deelmarkten. Zo kunnen in het eurogebied de verschillen tussen de kern en de periferie verder uiteenlopen of juist convergeren. Dit is met name relevant voor spreadverschillen op vastrentende waarden (zie box 2.3: Spreadverschillen in de eurozone).

Box 2.3 Spreadverschillen in de eurozone

De spreadverschillen op schuldpapier uit de eurolanden in de periferie en kernlanden ten opzichte van de swap zijn aanzienlijk geweest. Aangezien de problemen met overheidsschulden in landen als Griekenland en Portugal nog lang niet achter de rug zijn, blijft beleggen in Europese staatsobligaties risicovol.

De fluctuatie van de spreads kunnen in de obligatieportefeuille van pensioenfondsen een dominant risico vormen, maar zijn per definitie het gevolg van regionale verschillen. Om deze risico's inzichtelijk te maken schetsen we een convergentie- en een divergentiescenario, waarin de spreads respectievelijk in- en uitlopen.

Grafiek 2 Historische 10-jaars PIIGS-Core spread
Ongewogen gemiddelde tussen 2001 en 2014



Gedwongen garanties (convergentie)

Schulddeflatie zorgt in dit scenario voor toenemende financiële instabiliteit in het eurogebied, waarbij grote zorgen ontstaan over de houdbaarheid van de overheidsfinanciën in de periferie. Centrale banken worden niettemin terughoudend met kwantitatieve verruiming omdat het niet effectief blijkt te zijn. Europese overheden in de kernlanden voelen zich in dit klimaat gedwongen om alle schulden van de periferie te garanderen. Dit zorgt weliswaar voor rust op de obligatiemarkten maar ook tot het verdwijnen van de spreadverschillen tussen de kern en periferie. Daar waar de spread boven de swaprente van kernlanden als Nederland en Duitsland stijgt tot circa 200 basispunten daalt de spread voor perifere landen juist tot 200 basispunten.

Divergentie

In dit scenario herstelt Noord-Europa in het kielzog van de VS. De Europese perifere landen blijven echter achter bij de kernlanden, mede door het uitblijven van de noodzakelijke economische hervormingen en een te beperkte sanering van de overheidsfinanciën. Het gevolg is een verslechterde schuldhoudbaarheid in de periferie ten opzichte van de steeds beter presterende kernlanden. Spreads gaan in dit scenario steeds verder uiteen lopen. In de periferie moet een spread worden betaald van 200-300 basispunten boven de swaprente (looptijdafhankelijk). Op papier uit landen als Duitsland en Nederland daalt de spread verder, tot 50-100 basispunten onder swap.

III Conclusie

Zes jaar na de kredietcrisis lijkt de onzekerheid over waar de economie heen gaat nog altijd bijzonder groot. Aan de ene kant zou de economische groei gemakkelijk kunnen verrassen. Doordat consumenten en bedrijven al jaren op de rem staan kan een beetje meer gas voor een opleving zorgen (herstel- en inflatiescenario). Aan de andere kant kan de economie bij een nieuwe schok gemakkelijk afglijden richting een depressie, met name omdat monetaire beleidsmakers weinig munitie hebben om de economie verder te stimuleren (depressiescenario). Robuust beleid betekent dat je met verschillende scenario's rekening houdt en je wapent tegen de negatieve gevolgen die je niet wilt of kunt dragen. Want één ding is zeker: de toekomst voorspellen is onmogelijk.