

A hand holding a magnifying glass over a coastal landscape at sunset. The magnifying glass is held by a hand in the foreground, focusing on a rocky shore with dense green and brown vegetation. The background shows a calm sea under a soft, orange and blue sky. The text is overlaid on the left side of the image.

# Tijd voor andere keuzes

Herstel na de coronapandemie

Beleggingsvooruitzichten 2021

Triodos @ Investment Management

**The difficulty lies, not in the new ideas,  
but in escaping from the old ones.**

John Maynard Keynes

# Inleiding

---

**Er zijn in de geschiedenis maar een paar voorbeelden te vinden van een pandemie die de loop van de mondiale economische en maatschappelijke ontwikkeling veranderde: de zwarte dood in de Middeleeuwen, de Spaanse griep in 1918-1920 en Covid-19, waar we nu middenin zitten. Het is in het verleden ook voorgekomen dat ecologische verstoring een volledig ecosysteem verwoestte. Denk aan die arme dinosaurussen. En ja, ook nu bevinden we ons weer middenin zo'n disruptie.**

Dit vormt de achtergrond voor onze beleggings-vooruitzichten voor 2021. Er gebeurt heel veel met ons milieu, onze samenleving en onze economie, en het heeft allemaal ernstige gevolgen. Maar het vreemde is dat de financiële markten zich gedragen alsof er niets aan de hand is. De economische activiteit trekt weliswaar weer langzaam aan, maar een duurzaam herstel is nog niet in zicht. Het is daarom tijd om de uitdagingen onder ogen te zien en andere beleggingskeuzes te maken. Zowel voor de lange als voor de korte termijn.

## 2021: Wat voor soort herstel?

Als gevolg van de lockdown-maatregelen om Covid-19 onder controle te krijgen, gaat 2020 de geschiedenisboeken in als het jaar met de diepste wereldwijde recessie in vreedstijd. Voor 2021

verwachten wij een herstel van de wereldwijde groei, zowel in opkomende als ontwikkelde economieën. In de ontwikkelde markten zal het herstel door hernieuwde restricties waarschijnlijk traag verlopen. De economische bedrijvigheid kan pas terugkeren naar het niveau van voor de pandemie als er op grote schaal een vaccin beschikbaar is. Hoewel de ontwikkelingen op dit gebied positief zijn, verwachten wij niet dat dit voor de tweede helft van 2021 zal zijn. In de tussentijd komen er waarschijnlijk meer stimuleringsmaatregelen. Er moeten doortastende beleidskeuzes worden gemaakt om ervoor te zorgen dat de economie zich duurzaam en inclusief herstelt. Voor 2021 verwachten we dat de wereldwijde economische bedrijvigheid met 4,9% zal toenemen en dat de ontwikkelde economieën gemiddeld 3,7% zullen groeien. Deze prognose is echter met de nodige onzekerheid omgeven, als gevolg van de onduidelijkheid over wanneer er vaccins beschikbaar komen en over de duur van de beperkende maatregelen.

Voor de opkomende markten en ontwikkelingslanden verwachten wij voor 2021 een voorzichtig en ongelijkmatig herstel, waarbij vooral sprake is van neerwaartse risico's. Na bijna een jaar van wereldwijde crises – zowel op gezondheids- als economisch gebied – en ongekende stimuleringsmaatregelen, begint voor de meeste landen de bodem van de schatkist in zicht te komen. Er is één doorslaggevende factor die sommige landen kan helpen om het effect van de pandemie

in het komende jaar enigszins te compenseren: het herstel in China. Als de op een na grootste economie ter wereld, speelt China een cruciale rol als afnemer van grondstoffen, is het land een belangrijke aanbieder van buitenlandse financiering en neemt het land deel aan de technologiewedloop als producent met een hoge toegevoegde waarde.

De financiële markten hebben de economische crisis grotendeels genegeerd, omdat ze werden gered door de centrale banken en begrotingsmaatregelen. Omdat de schuldniveaus hoger zijn dan ooit en de onzekere economische vooruitzichten pas in de loop van het jaar helemaal duidelijk zullen worden, houden we vast aan onze behoedzame assetallocatie, met gemiddeld genomen een neutrale positie in obligaties, een onderwogen positie in Amerikaanse aandelen en een licht overwogen positie in Japanse en Europese aandelen.

## Andere keuzes

In het thematische onderdeel van deze Beleggingsvooruitzichten, dat ingaat op de beleggingsvooruitzichten voor de langere termijn, geven wij aan dat we voor de komende jaren over het algemeen lager financiële rendementen verwachten binnen een uiterst onzeker omgeving. Voor beleggers is de wind gedraaid: de meewind van de afgelopen

vier decennia, die hielp om hogere rendementen te realiseren, is omgeslagen in tegenwind, waardoor de rendementen op lange termijn over het algemeen zullen gaan dalen.

Ons meest dringende advies is echter dat de financiële sector anders naar rendement moet gaan kijken. Gebeurt dat niet, dan worden klanten om zowel juiste als onjuiste redenen misleid over het rendement dat zij op hun belegging kunnen verwachten. Daarnaast geven wij deze waarschuwing: als we hetzelfde financiële rendement blijven verwachten als in het verleden, dan komt dat erop neer dat we de instorting van ecosystemen financieren, wat wellicht winst op de korte termijn oplevert, maar wel ten koste van een permanent verlies.

# Inhoudsopgave

---

|                                                                      |    |
|----------------------------------------------------------------------|----|
| Vooruitzichten ontwikkelde markten in 2021                           | 5  |
| Beleggingsvooruitzichten                                             | 10 |
| Vooruitzichten opkomende markten in 2021                             | 12 |
| Langetermijnrendementen, ecosystemen en het vermijden van instorting | 17 |

# Vooruitzichten ontwikkelde markten in 2021

## Een onzeker herstel: een verdeelde VS past in de wereldwijde status-quo

Joeri de Wilde

Als gevolg van COVID-19 en de noodzakelijke lockdown-maatregelen, gaat 2020 de geschiedenisboeken in als het jaar met de diepste wereldwijde recessie in vreedstijd. Wij verwachten dat de mondiale economische bedrijvigheid zich in 2021 herstelt, al zal het herstel wel langzaam verlopen als gevolg van terugkerende restricties. De bedrijvigheid kan pas terugkeren naar het niveau van voor de pandemie als er op grote schaal een vaccin beschikbaar is. Ondanks positieve resultaten van trials met vaccins, verwachten wij niet dat dit gebeurt voor de tweede helft van 2021. In de tussenliggende tijd zijn nieuwe stimuleringsmaatregelen noodzakelijk. Er moeten doortastende beleidskeuzes worden gemaakt om ervoor te zorgen dat het herstel duurzaam en inclusief wordt. Dit kan een essentiële, eerste stap zijn op weg naar een nieuw economisch stelsel – een stelsel dat is toegerust om de uitdagingen van onze tijd aan te kunnen: klimaatverandering, achteruitgang van biodiversiteit en ongelijkheid.

De VS is nog steeds de grootste economie ter wereld en vertegenwoordigt ruim 24% van het wereldwijde bbp. Het aantreden van een nieuwe president kan, in theorie, de vonk zijn die de uiterst noodzakelijke wereldwijde reset van ons economische systeem in gang zet. De nieuwgekozen president, Joe Biden,

wil dat de VS ‘de wereld voorgaat’ bij de aanpak van klimaatverandering en protectionisme. Dit kan het wereldwijde herstel versnellen en duurzamer maken. In de praktijk zal dit echter een verre van eenvoudige opgave zijn. De Senaat, waarin de Republikeinen waarschijnlijk hun meerderheid zullen behouden, zal het laatste woord hebben over vrijwel alle besluiten van Biden. Ook binnen zijn eigen Democratische Partij bestaat grote verdeeldheid over diverse onderwerpen, zoals bijvoorbeeld vrijhandel. De afzwakkende internationale dominantie van de VS vraagt bij het streven naar mondiale compromissen ook om nauwe samenwerking met bevriende landen, maar het zal voor



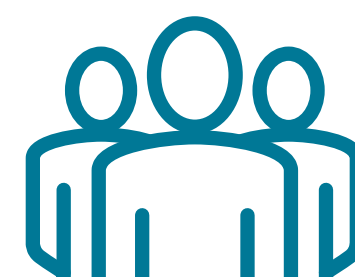
### Milieu

1. Extreem weer
2. Pandemieën
3. Achteruitgang biodiversiteit

de VS niet makkelijk zijn om het idee van Amerikaanse hegemonie los te laten. Dit past bij de mondiale status quo en maakt een duurzaam en inclusief mondiaal herstel minder waarschijnlijk.

### Wereldeconomie: groeiherstel met veel onzekerheid

Wij verwachten dat de wereldwijde economische bedrijvigheid in 2020 met maar liefst 4,1% afneemt. Verwacht wordt dat de ontwikkelde economieën in totaal met 5,5% krimpen, doordat verschillende regio's



### Maatschappelijk

1. Werkloosheid
2. Populisme
3. Loon- en vermogensongelijkheid

zijn getroffen door meerdere golven van Covid-19-besmettingen. Landen beginnen zich te herstellen van de eerste reeks lockdowns, mede dankzij ongekende monetaire en fiscale stimuleringsmaatregelen. Desalniettemin gaan we ervan uit dat de ontwikkelde economieën niet in staat zullen zijn om pre-pandemische activiteitsniveaus te bereiken vóór het laatste kwartaal van 2021, wanneer een substantieel deel van hun burgers zal zijn gevaccineerd. In onze Beleggingsvooruitzichten voor 2020 waarschuwden wij voor een ultra ruime wereldwijde monetaire opstelling die alleen maar zou leiden tot een verdere koersstijging van financiële waarden en de verdere ‘financialisatie’



### (Geo)politiek

1. Protectionisme
2. Brexit
3. Aanhoudende politieke spanningen binnen regio's (VS, eurozone)

van de economie in stand zou houden. Uiteraard hadden we niet gedacht dat dit slechts het topje van de ijsberg zou zijn. In 2020 zijn de financiële markten nog verder ontkoppeld geraakt van de reële economie. Ze zweven in de lucht terwijl de reële, aardse, economische activiteiten zich middenin een orkaan bevinden. Deze trend kan best tot in 2021 aanhouden. Dat is een zorgwekkende gedachte.

Voor 2021 verwachten wij dat de wereldwijde economische bedrijvigheid herstelt met 4,9% en dat de ontwikkelde economieën een totale groei van 3,7% laten zien. Deze prognose is met veel onzekerheid omgeven, wat verband houdt met de tijdlijn voor vaccinaties en de aanhoudende noodzaak van restrictieve maatregelen. In ons basisscenario gaan we ervan uit dat verschillende vaccins begin 2021 zullen worden goedgekeurd, waarbij ontwikkelde economieën hun meest kwetsbare burgers in de eerste helft van het jaar kunnen vaccineren. Dit impliceert dat beperkende maatregelen nodig zijn tot in ieder geval medio 2021. Daarna zal de verminderde druk op ziekenhuizen de ontwikkelde economieën in staat stellen geleidelijk terug te keren naar het pre-pandemische activiteitsniveau, waarbij de meeste landen het normale activiteitsniveau bereiken in het laatste kwartaal van 2021. De economische groei in de Verenigde Staten en Japan herstelt zich in 2021 naar

verwachting naar respectievelijk 3,2% en 2,9%, terwijl voor de eurozone en het Verenigd Koninkrijk een groei van 4,7% en 4,9% wordt verwacht. De groei in de VS en Japan zal wat zwakker zijn doordat de economische krimp in deze landen in 2020 waarschijnlijk beperkter zal zijn als gevolg van minder strenge en/of kortere lockdowns.

### Risico's worden bepaald door vaccinatietijdlijnen

De grootste risico's voor onze vooruitzichten zijn vaccinatie tijdlijnen. Verkorte tijdlijnen voor vaccinatie zijn een duidelijk opwaarts risico. Dit zou een snelle goedkeuring, productie, distributie en implementatie van verschillende zeer effectieve vaccins vergen, waardoor de ontwikkelde economieën hun bevolking vóór medio 2021 gevaccineerd zouden kunnen hebben. In dit positieve scenario, zouden beperkende maatregelen dan niet meer nodig zijn in de tweede helft van het jaar, waardoor de economische activiteit tot een pre-pandemisch niveau kan terugkeren. Dit zou onze verwachtingen voor de wereldwijde economische bedrijvigheid in 2021 zeker positief beïnvloeden. In de tweede helft van het jaar zou een mogelijke 'relief rally' zelfs een deel van de opgelopen verliezen in economische activiteit kunnen

goedmaken, met excessief stijgende consumptieve uitgaven zodra de beperkingen permanent worden opgeheven. Niet gerelateerd aan vaccinatietijdlijnen zou een Democratische controle van de Senaat ook een positieve invloed hebben op de wereldwijde economische bedrijvigheid in 2021.

Het belangrijkste neerwaartse risico is vertraging in het beschikbaar komen van vaccins. Goedkeuring van vaccins zou kunnen worden uitgesteld, of grootschalige productie, distributie en vaccinatie verlopen minder soepel als gehoopt. Een verminderde bereidheid van een deel van de wereldbevolking om zich te laten vaccineren kan een belangrijke reden voor vertraging zijn. In dit negatieve scenario gaan we ervan uit dat ontwikkelde economieën niet in staat zullen zijn om hun meest kwetsbare burgers te vaccineren voor eind 2021. Dit betekent een vol jaar van terugkerend beperkende maatregelen die een aantrekken van de economische activiteit voorkomen. Verbeterde kennis over behandeling en verspreiding en opgeschaalde track-and-trace capaciteit kan echter geleidelijk tot minder strenge beperkingen leiden. Andere neerwaartse risico's, die verband houden met ecologische, sociale en (geo-) politieke factoren, staan afgebeeld op de vorige pagina.

### Faillissementen, permanent banenverlies en divergentie tussen sectoren

Hoewel de economische groei in ontwikkelde economieën zich in 2021 zal gaan herstellen, zal het verwachte herstel waarschijnlijk langzaam en ongelijkmatig verlopen. Veel van de negatieve gevolgen van de recessie van 2020 zijn uitgesteld door de ongekende fiscale en monetaire maatregelen. Regelingen voor het behoud van banen hebben in de meeste ontwikkelde landen een sterke toename van de werkloosheid voorkomen en door steun voor bedrijven zijn faillissementen kunstmatig beperkt gehouden. In het waarschijnlijke geval dat sociale restricties in ieder geval tot medio 2021 noodzakelijk blijven, kunnen zelfs substantiële aanvullende beleidsmaatregelen echter onvoldoende blijken. Dit zou leiden tot solvabiliteitsproblemen voor bedrijven, met faillissementen en banenverlies als gevolg. Hierdoor zouden permanente economische littekens ontstaan, doordat levensvatbare bedrijven verdwijnen en ontmoedigde werknemers permanent uitvallen.

Door hernieuwde restricties worden de verschillen tussen sectoren en regio's waarschijnlijk steeds groter. De dienstensector is het grootste slachtoffer van de maatschappelijke restricties en zal waarschijnlijk ook in de eerste helft van 2021 de grootste klappen krijgen.

Groeiprognose 2020-2021

|            | Groeï BBP |       |      | Inflatie |      |      |
|------------|-----------|-------|------|----------|------|------|
|            | 2019      | 2020  | 2021 | 2019     | 2020 | 2021 |
| Wereldwijd | 2,8       | -4,1  | 4,9  | 3,6      | 3,2  | 2,8  |
| VS         | 2,2       | -3,7  | 3,2  | 1,8      | 1,2  | 1,8  |
| Eurozone   | 1,3       | -7,5  | 4,7  | 1,2      | 0,3  | 0,9  |
| België     | 1,4       | -8,1  | 5,1  | 1,2      | 0,6  | 1,2  |
| Duitsland  | 0,6       | -5,7  | 4,0  | 1,3      | 0,4  | 1,2  |
| Nederland  | 1,7       | -5,2  | 3,6  | 2,7      | 1,2  | 1,4  |
| Spanje     | 2,0       | -11,8 | 5,2  | 0,8      | -0,4 | 0,7  |
| VK         | 1,5       | -11,5 | 4,9  | 1,8      | 0,9  | 1,3  |
| China      | 6,1       | 2,1   | 7,9  | 2,9      | 2,7  | 2,0  |
| Japan      | 0,7       | -5,6  | 2,9  | 0,5      | -0,1 | 0,3  |

Omdat we geen terugkeer naar een volledige lockdown verwachten kan de industrie waarschijnlijk echter blijven doorwerken en kan de wereldhandel verder aantrekken. De consumptie van goederen heeft zich al hersteld, wat de vraag naar diensten voor een deel heeft vervangen. Over het geheel genomen betekent dit dat landen die disproportioneel sterk afhankelijk zijn

van de zwaarst getroffen dienstensectoren, waaronder de toerisme- en horecasector (onder andere Italië, Spanje, het Verenigd Koninkrijk), in het eerste halfjaar van 2021 verder achterop geraken, terwijl landen die vooral goederen produceren (zoals Duitsland en verschillende Aziatische landen) een betere uitgangspositie hebben voor een vroeg herstel. Van

vrijtijdsactiviteiten afhankelijke landen kunnen echter in het tweede halfjaar van 2021 een inhaalslag maken als de restricties definitief worden weggenomen en de bestedingen een sterke impuls krijgen door opluchting over het einde van de crisis.

Binnen landen zal divergentie tussen sectoren de ongelijkheid verder versterken. Gezinnen met een laag inkomen zullen nog steeds disproportioneel zwaar worden getroffen, omdat zij oververtegenwoordigd zijn binnen de stilgelegde sectoren en vaak werken op basis van een tijdelijk contract. Kleine en middelgrote bedrijven zullen het ook zwaar te verduren hebben door verkrapping van de kredietvoorwaarden, omdat zij afhankelijk zijn van bankleningen. Grote beursgenoteerde ondernemingen kunnen daarentegen kapitaal aantrekken door de uitgifte van obligaties en aandelen, wat door het toegepaste beleid goedkoop is geworden (dat wil zeggen door de lage rentestand en het positieve aandelenmarktsentiment).

Presidentschap Biden vermindert geopolitieke spanningen

De overwinning van Joe Biden in de Amerikaanse presidentsverkiezingen zal zorgen voor een verandering van het geopolitieke landschap in 2021. Wij verwachten

dat de VS weer terugkeren naar diplomatie en de America First-agenda van Trump loslaten. De relatie met Westerse bondgenoten, zoals de EU, zal weer worden aangehaald en handelsbarrières afgebouwd. Oppositie van een door de Republikeinse partij beheerste Senaat en een groot deel van de bevolking kan het echter moeilijk maken om het huidige protectionisme volledig los te laten. Ook onenigheid over belangrijke onderwerpen, zoals regelgeving en belastingen voor Amerikaanse techondernemingen in de EU, zal een wig blijven drijven tussen de traditionele bondgenoten.

Wat betreft de relatie tussen de EU en het Verenigd Koninkrijk, zal de verkiezingsoverwinning van Joe Biden de Britse premier Boris Johnson onder druk zetten om een handelsdeal met de EU tot stand brengen. Biden heeft verschillende keren gezegd dat Brexit en geopolitieke fout is en dat een handelsdeal tussen het Verenigd Koninkrijk en de VS onwaarschijnlijker wordt als Johnson het vredesproces in Noord-Ierland ondermijnt. De EU en het Verenigd Koninkrijk staan nog steeds heel ver van elkaar af met betrekking tot een aantal cruciale onderwerpen. Wij verwachten dat er uiteindelijk wel een deal komt, omdat dit in het belang is van beide partijen, maar de goedkeuring van de deal kan verder worden opgeschoven in de toekomst, waardoor de periode van onzekerheid nog langer duurt.

## Vooruitzichten ontwikkelde markten in 2021

Wij verwachten dat de VS weerstand blijft bieden aan de toenemende mondiale dominantie van China, maar dat de toon wel diplomatieker wordt en er bescheiden voortgang kan worden geboekt met het precaire Fase 1-handelsakkoord. Spanningen zullen waarschijnlijk de relatie blijven beheersen. De VS zullen waarschijnlijk ook weer een meer uitgesproken positie innemen in internationale conflicten, wat kan leiden tot toenemende spanningen met Rusland, Iran, Turkije en Noord-Korea, al heeft Biden wel toegezegd dat hij het kernenergie-akkoord met Iran zal herstellen. De polarisatie van de Amerikaanse bevolking zal het echter lastiger maken om brede steun te krijgen voor internationale inmenging, waardoor de kans op doortastende buitenlandse beleidsacties afneemt.

### Verdeelde VS ongunstig voor wereldwijde groeivoorzichten

Doordat de kans op een meerderheid van de Democratische partij in de Senaat kleiner is geworden, zal de nieuwgekozen Amerikaanse president Joe Biden waarschijnlijk gedwongen worden om op zoek te gaan naar compromissen. Dit is niet gunstig voor zijn plannen voor een enorm fiscaal stimuleringspakket, dat hij wil financieren door een verhoging van de

vennootschaps- en inkomstenbelasting. Het gevolg hiervan is waarschijnlijk dat de fiscale stimulans vanuit de VS voor de wereldwijde groei in begin 2021 kleiner uitpakt. Later in het jaar kan overeenstemming wordt bereikt over een meer vooruitkijkend stimuleringspakket dat zich richt op investeringen in fysieke en digitale infrastructuur, omdat er ook steun bestaat voor dergelijke investeringen binnen de Republikeinse partij.

Voor de eurozone en Japan betekent een beperkter Amerikaans begrotingspakket waarschijnlijk minder vraag vanuit hun grootste exportpartner. Bovendien maakt de wijdverbreide sympathie voor protectionisme in de VS het moeilijk voor Biden om de opgebouwde handelsfricties volledig weg te nemen, ongeacht de uiteindelijke samenstelling van de Senaat. Voor de eurozone komt dit bovenop de problemen die binnen deze regio worden veroorzaakt door de opleving van het coronavirus in het laatste kwartaal van 2020, waardoor restrictieve maatregelen de economische bedrijvigheid opnieuw hebben afgeremd. Japan heeft minder last gehad van de Covid-19-besmettingen in het eigen land dan de meeste andere ontwikkelde economieën, maar het herstel verloopt tot nu toe traag. Daarnaast worstelt Japan nog steeds met het paradigma van vóór de Covid-19-crisis, dat zich kenmerkt door lage groei en een lage productiviteit. Een en ander zal de overheden

van de eurozonelanden en Japan waarschijnlijk dwingen om tot ver in 2021 aanzienlijke fiscale steun te blijven bieden.

Voor het Verenigd Koninkrijk hangt de gang van zaken in 2021 voor een groot deel af van de uitkomst van de handelsbesprekingen met de EU. Maar ook wanneer er een handelsakkoord wordt bereikt zullen de voorwaarden minder gunstig zijn dan nu. In combinatie met de recente herinvoering van zeer restrictieve maatregelen, betekent dit waarschijnlijk dat het Verenigd Koninkrijk zich langzamer herstelt dan de meeste andere ontwikkelde landen. Het VK zal daarom graag zijn handel met de VS te vergroten, bij voorkeur via een handelsovereenkomst. In ieder geval zal de handel tussen de twee landen vrijwel zeker profiteren van een aanzienlijk fiscaal stimuleringspakket van de VS.

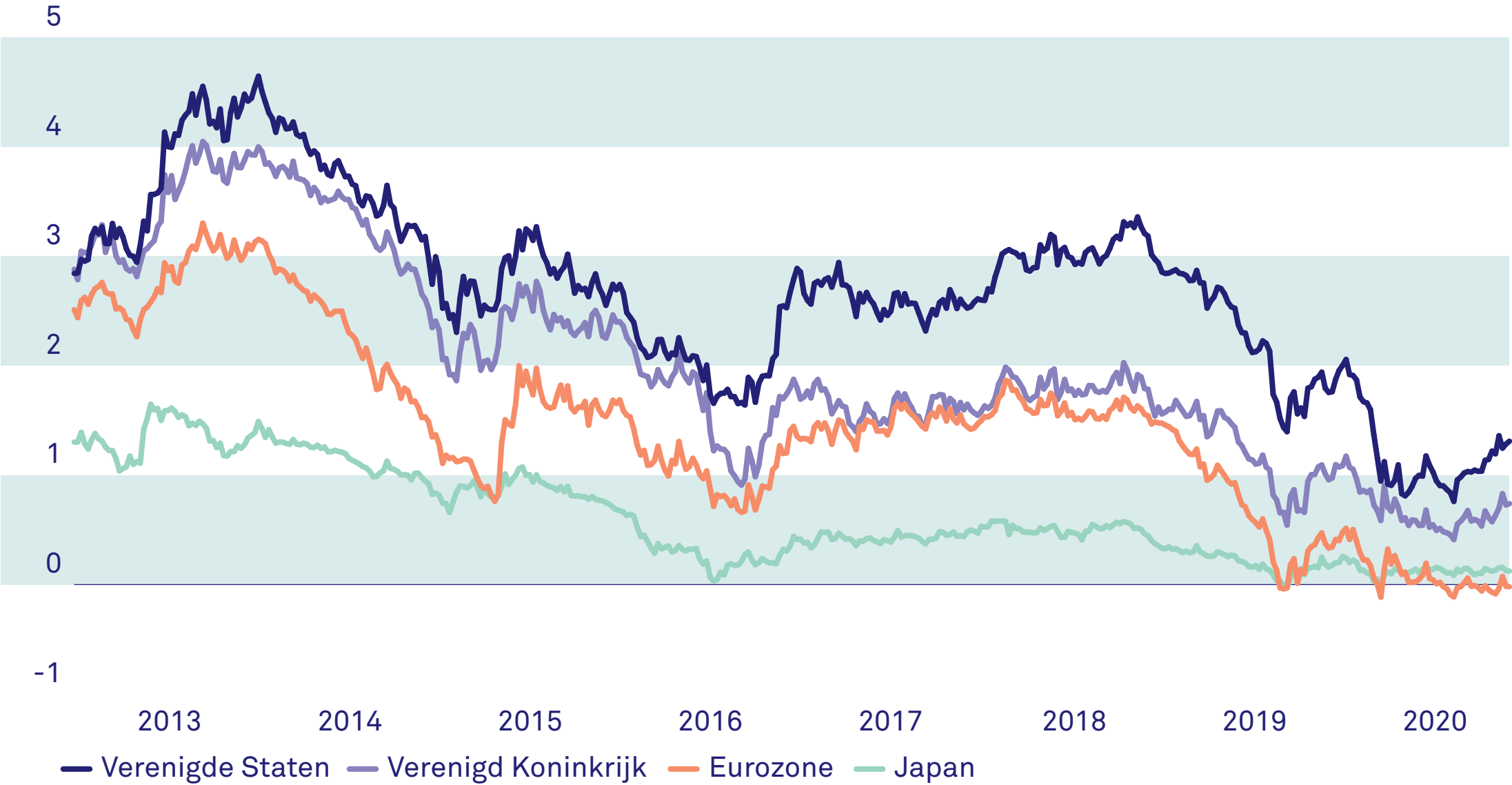
### Lage inflatie en hoge werkloosheid garanderen een soepele monetaire opstelling

Hoewel het ondernemersvertrouwen in ontwikkelde economieën weer terug is op het niveau van voor de pandemie, is het consumentenvertrouwen nog steeds zwak. Wij verwachten dat deze discrepantie in 2021

aanhoudt, doordat de recente positieve ontwikkelingen met betrekking tot vaccins bedrijven kunnen aanzetten om vooruit te lopen op een toekomst zonder restricties en dus de investeringen te verhogen. Consumenten kunnen daarentegen terughoudend blijven tot ze zijn gevaccineerd, waardoor de consumptieve vraag zwak en het spaarniveau hoog blijft tot in ieder geval medio 2021. Aanhoudende restricties beperken ook de mogelijkheden om geld uit te geven. Bovendien zal de werkloosheid in ontwikkelde markten hoog blijven doordat de bedrijvigheid niet voor medio 2021 terug kan zijn op het niveau van voor de pandemie. Hierdoor bestaat het risico dat toekomstige solvabiliteitsproblemen leiden tot een verder verlies van banen. Dit betekent dat loondruk op de arbeidskosten uitblijft. Wij verwachten daarom dat de inflatie in 2021 ruim onder de doelstelling (van ongeveer 2%) van de centrale banken in de respectievelijke ontwikkelde markten blijft.

De combinatie van hoge werkloosheid en lage inflatieverwachtingen garandeert dat alle grote centrale banken hun ultraverruimende opstelling in 2021 zullen handhaven. wij verwachten dat de beleidsrente ongewijzigd blijft, maar centrale banken zullen niet aarzelen om extra verruimende maatregelen te nemen als neerwaartse risico's werkelijkheid worden. De Amerikaanse Federal Reserve (Fed) zal

**Figuur 1** Inflatieverwachtingen (prognose komende vijf jaar, %)



Bron: Refinitiv Datastream / Triodos Investment Management

hier waarschijnlijk bij voorop gaan als omvangrijke extra fiscale stimuleringsmaatregelen uitblijven en de economische cijfers verslechteren. In combinatie met een geleidelijk wereldwijd herstel, zal de verdere verruiming door de Fed waarschijnlijk zorgen voor verzwakking van de Amerikaanse dollar. Over het

algemeen zullen centrale banken aanvullende maatregelen nemen als fiscale beleidsmaatregelen teleurstellen of het coronavirus voor nieuwe disruptie zorgt. Van de Europese Centrale Bank wordt al verwacht dat deze tijdens de laatste vergadering van 2020 besluit om het noodprogramma voor de aankoop

van obligaties (PEPP) en de gunstige langetermijn-financieringsoperaties voor banken (TLTRO) uit te breiden.

**Gerichte groene en inclusieve beleidskeuzes blijven schaars**

Binnen de meeste ontwikkelde economieën zijn beleidsmaatregelen begrijpelijkerwijs gericht geweest op noodsteun, waardoor de aandacht voor existentiële bedreigingen, zoals klimaatverandering en verlies van biodiversiteit, op een laag pitje kwam te staan. Wij erkennen dat de economie op alle mogelijke manieren moet worden ondersteund totdat het herstel krachtig genoeg is. Hiermee wordt voorkomen dat er onnodige blijvende economische littekens ontstaan doordat levensvatbare bedrijven en banen verdwijnen. De huidige wereldwijde maatregelen zijn echter onvoldoende om de doelen van het klimaatakkoord van Parijs te halen. Bovendien heeft de economische recessie die is veroorzaakt door Covid-19 als gevolg dat de voortgang richting de duurzame ontwikkelingsdoelen van de VN (Sustainable Development Goals - SDG's) voor 2030 met nog een decennium wordt vertraagd. Ook voor de uitbraak van het coronavirus was al duidelijk dat de SDG's niet voor 2080 gehaald zouden worden. Dit vraagt om gerichte

monetaire en fiscale beleidsmaatregelen die een groen en inclusief herstel faciliteren en daarmee de noodzakelijke transitie naar een nieuw economisch stelsel dat zich richt op het welzijn op lange termijn aanjagen. Het is noodzakelijk dat er direct actie wordt ondernomen.

Implementatie van de aanbevelingen van het Internationaal Monetair Fonds voor overheids-investeringen in groene infrastructuur, een juiste prijs voor CO<sub>2</sub> en vergoedingen voor gezinnen met lage inkomens zou aanzienlijke vooruitgang betekenen. Zelfs de Europese Green Deal is echter veel te beperkt om echt tegemoet komen aan deze aanbevelingen en de doelen van het klimaatakkoord van Parijs en de SDG's te halen. Bovendien verwachten wij, gegeven dat de verdeelde VS niet in staat is om het goede voorbeeld te geven, nog minder door de overheid in gang gezette vooruitgang in economieën buiten Europa. Dit vraagt dringend om particuliere investeringen die bijdragen aan de vereiste transitie en zijn gericht op impact, niet alleen op rendement. Dit is precies wat wij in 2021 zullen blijven doen en wij hopen dat ook andere beleggers weer gaan inzien dat de uitdagingen op korte en langere termijn dringend gezamenlijk worden aangepakt.

# Beleggingsvooruitzichten

De financiële markten hebben zich op spectaculaire wijze hersteld van de vrije val die werd veroorzaakt door Covid-19. De obligatie- en aandelenmarkten herstelden zich alsof er een snel en volledig economisch herstel in aantocht was, wat opnieuw onderstreepte dat de financiële markten volledig ontkoppeld zijn geraakt van de reële economie. De drijvende kracht achter het positieve beleggerssentiment blijft het vertrouwen in niet-aflatende monetaire stimuleringsmaatregelen. Deze situatie kan zeker nog een tijd aanhouden, maar wij blijven voorzichtig, want er komt ongetwijfeld een moment dat de markten de realiteit onder ogen moeten gaan zien, met alle consequenties van dien.

## Monetair beleid blijft bepalend

Het beleggersvertrouwen werd in 2020 opnieuw gestut door enorme monetaire en fiscale stimuleringspakketten. Deze keer was sprake van een echte crisis die de maatregelen rechtvaardigde. Hierdoor schoten de koersen echter snel omhoog en kwamen sommige markten zelfs boven de vóór Covid-19 bereikte hoogtepunten uit. Een griezelige ontwikkeling, gezien de erbarmelijke toestand van de wereldeconomie en de enorme onzekerheid ten aanzien van de toekomst. We zijn er nog steeds van overtuigd dat de waarderingen ertoe doen en zijn dan ook van mening dat deze situatie op lange termijn niet houdbaar is. Om de financiële markten

op korte termijn tevreden te houden zullen er echter ongetwijfeld nog verdere stimuleringsmaatregelen genomen gaan worden. De lage inflatieverwachtingen en de door Covid-19 veroorzaakte recessie garanderen een ultra ruim monetair klimaat in 2021. Fiscale stimuleringsmaatregelen kunnen ook steun bieden aan het beleggerssentiment, hoewel het versnipperde politieke landschap in de VS ertoe kan leiden dat de steunpakketten kleiner uitpakken dan gehoopt.

Op grond van onze fundamentele benadering blijven wij voorzichtig en rijden wij niet op de rally mee. Dat het beleid van centrale banken niet voldoet aan de verwachtingen van beleggers is een belangrijk risico dat kan leiden tot een omslag van het marktsentiment. Dit geldt ook voor een sterke vertraging van het beschikbaar komen van vaccins en een toename van de winstwaarschuwingen en faillissementen. Dit is voor ons voldoende reden om vast te houden aan een licht onderwogen positie in aandelen en een neutrale positie in obligaties.

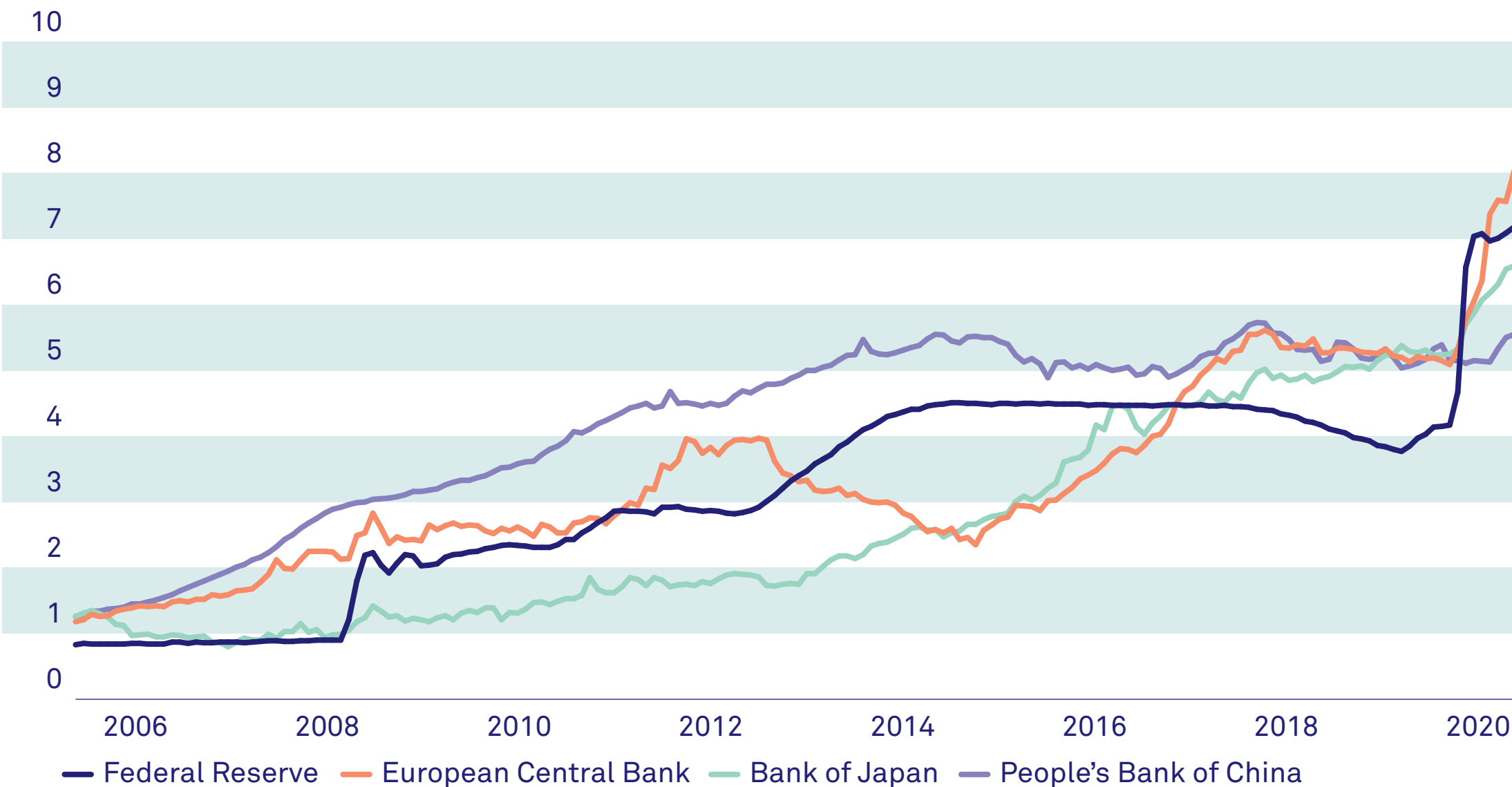
## Obligatierendementen rond historisch dieptepunt

De door Covid-19 veroorzaakte recessie vergrootte de behoefte aan veilige havens en leidde tot ongekende maatregelen van centrale banken, waardoor de lange rente daalde naar een historisch dieptepunt. In de EU kunnen de lage inflatieverwachtingen en

zwakke economische vooruitzichten de ECB in 2021 dwingen tot verdere uitbreiding van kwantitatieve verruimingsprogramma's. Hierdoor zal de Europese kapitaalmarktrente langer laag blijven. Hetzelfde geldt voor staatsobligaties; doordat beleggers uitsluitend kijken naar de maatregelen van centrale banken zal ook het rendement op bedrijfsobligaties laag blijven. In deze barre groeiomstandigheden hebben wij een voorkeur voor bedrijfsobligaties van hoge kwaliteit

van ondernemingen met een sterke balans, omdat de instorting van de economische bedrijvigheid waarschijnlijk meer ratingverlagingen teweeg gaat brengen. Al met al zorgen deze overwegingen ervoor dat wij vasthouden aan een neutrale positie in obligaties.

**Figuur 2** Balans belangrijkste centrale banken - totaal vermogenswaarden (x 1.000 USD miljard)



Bron: Refinitiv Datastream / Triodos Investment Management

Aandelenmarkten blijven afhankelijk van centrale banken

Ondanks tijdelijke correcties in 2020 zijn de waarderingsniveaus voor aandelen wereldwijd hoog gebleven. De winstramingen zijn gedaald, maar wij zijn van mening dat het verwachte brede en stevige winstherstel in 2021 onrealistisch is. Een zwakkere wereldeconomie in combinatie met veel onzekerheid betekent dat er negatieve verrassingen op de loer liggen. Als deze werkelijkheid worden, zouden lagere aandelenkoersen en waarderingen volledig gerechtvaardigd zijn. De voortzetting van de opwaartse trend van de aandelenmarkten is vooral afhankelijk van nieuwe fiscale en vooral monetaire versoepelingsmaatregelen, naast aanhoudend goed nieuws over de goedkeuring, distributie en inzet van vaccins.

De Amerikaanse aandelenmarkt lijkt nog altijd overgewaardeerd, zowel ten opzichte van andere regio's als in historisch opzicht. De verdeeldheid van de Amerikaanse overheid beperkt de kans dat er een reusachtig fiscaal stimuleringspakket komt, maar maakt het voor de regering van Biden ook lastiger om de vennootschapsbelasting te verhogen en strengere regelgeving in te voeren. De Europese en Japanse aandelenmarkten lijken goedkoop in verhouding tot de VS, maar zijn in absolute zin nog steeds (even) duur. Het lijkt erop dat de politieke risico's in de eurozone iets zijn afgenomen nadat EU-leiders het eens zijn geworden over een gemeenschappelijk herstelfonds,

maar de onzekerheid ten aanzien van de handel met het Verenigd Koninkrijk blijft een groot risico. Het belangrijkste probleem voor Japan bestaat uit het geringe vertrouwen en de zwakke externe vraag uit regio's waar het virus nog steeds rondwaart. Gezien al deze omstandigheden, blijven wij negatief over Amerikaanse aandelen, neutraal tot licht positief over Europese aandelen en positief over Japanse aandelen.

Kansen op impact

Wij zien nog steeds kansen op het gebied van duurzame beleggingen. De Europese Green Deal, de routekaart van de EU voor het duurzaam maken van de economie, zal waarschijnlijk aan kracht gaan winnen. De daaraan gerelateerde ontwikkeling van een groene taxonomie zal beleggers in staat stellen om beleggingen meer te sturen richting duurzame technologieën en bedrijven, terwijl zij door de ontwikkeling van een Europese standaard voor groene obligaties een uniform hulpmiddel in handen krijgen voor het beoordelen van groene obligaties. De Green Deal zal ook ondernemingen dwingen om transparanter te worden en kan dienen als voorbeeld voor de rest van de wereld. Behalve in Europa, verwachten we ook nog steeds in Japan impactvolle beleggingen te kunnen doen. Al met al hopen we dat een toegenomen gevoel van urgentie bijdraagt aan een hernieuwde focus op investeringen die bijdragen aan beperking van en aanpassing aan klimaatverandering en de realisatie van de duurzame ontwikkelingsdoelen in de komende 10 jaar.

Tactische assetallocatie

| Vermogenscategorie        | Waardering | Cyclus | Sentiment | Eindoordeel |
|---------------------------|------------|--------|-----------|-------------|
| <b>Staatsobligaties</b>   | –          | 0      | +         | 0           |
| EMU                       | –          | 0      | +         | 0           |
| VK                        | –          | 0      | +         | 0           |
| VS                        | –          | 0      | +         | 0           |
| Japan                     | –          | 0      | +         | 0           |
| <b>Bedrijfsobligaties</b> | –          | –/0    | +         | 0           |
| Euro IG corporate credits | –          | –/0    | +         | 0           |
| <b>Aandelen</b>           | –          | –      | +         | –/0         |
| Europa ex. VK             | 0          | –      | 0/+       | 0           |
| VK                        | +          | –      | –/0       | 0           |
| VS                        | –          | –      | +         | –           |
| Japan                     | +          | –/0    | 0/+       | +           |
| Opkomende landen          | +          | –      | +         | +           |

+ = positief   0 = neutraal   – = negatief

# Vooruitzichten opkomende markten in 2021

## Na de pandemie: meeliften op de Chinese herstelgolf

Maritza Cabezas Ludena

**Voor de opkomende markten en ontwikkelingslanden verwachten wij in 2021 een voorzichtig en ongelijkmatig herstel, met vooral neerwaartse risico's. Na bijna een jaar van wereldwijde crises – zowel op gezondheids- als economisch gebied – en ongekende stimuleringsmaatregelen, begint voor de meeste landen het einde van de steunmaatregelen waarschijnlijk in zicht te komen. Toch zal de onzekerheid over het verdere verloop van de pandemie aanhouden, vooral met betrekking tot de grootschalige beschikbaarheid van een Covid-19-vaccin. Intussen zullen overheden de rekening van de pandemie betalen en andere prioriteiten gaan stellen voor hun uitgaven, wat maatschappelijke spanningen met zich meebrengt. Landen die kapitaal kunnen aantrekken om te voorzien in hun financieringsbehoefte zullen meer koopkracht hebben. Landen met lage inkomens die het hardst werden getroffen door de pandemie, zullen proberen te voorkomen dat nog meer mensen in extreme armoede belanden.**

Er is één doorslaggevende factor die sommige landen kan helpen om het effect van de pandemie in het komende jaar enigszins te compenseren: het herstel in China. China is de op een na grootste economie ter wereld en verantwoordelijk voor ongeveer 16% van het wereldwijde BBP. Het land speelt dan ook een fundamentele rol voor wat betreft de vraag

naar grondstoffen, als verschaffer van buitenlands krediet en als hoogwaardige producent en deelnemer aan de technologiewedloop. Hoewel dit uitdagingen heeft opgeleverd voor de gevestigde geopolitieke orde, heeft dit ook gezorgd voor sterkere handels- en financiële banden met veel opkomende economieën en ontwikkelingslanden.

### Vooruitzichten voor de korte termijn

Voor onze basisprognoses voor opkomende markten en ontwikkelingslanden gaan wij ervan uit dat de ergste fase van de crisis achter de rug is en dat de grootste impact voelbaar was in het eerste halfjaar van 2020. De coronavirus-pandemie zal echter niet ineens over zijn. Waarschijnlijk zal deze geleidelijk afzwakken en dit proces kan aanhouden tot na 2021. Wij gaan ervan uit dat er in de eerste helft van 2021 een effectief Covid-19-vaccin beschikbaar komt voor het publiek, maar voor sommige opkomende markten zal het langer duren om een vaccin te bemachtigen. Wanneer het vaccin eenmaal beschikbaar is moet het worden opgeslagen en gedistribueerd, waarvoor op sommige plaatsen nieuwe faciliteiten gebouwd moeten worden. Ook moet er een duidelijk beleid komen voor wie het eerst wordt gevaccineerd.

De wereldwijde distributie van het vaccin gaat tijd kosten en deze onzekerheid zal de groei van de consumptie en investeringen in het komende jaar waarschijnlijk afremmen. Daarnaast verwachten we dat het besteedbaar inkomen afneemt als gevolg van afnemende overheidssteun. Er is echter ruimte voor optimisme. De buitenlandse handel trekt sinds het derde kwartaal van 2020 snel aan en deze trend zal waarschijnlijk in 2021 aanhouden. Dit kan voor een deel worden verklaard door het relatief snelle herstel van de goederen-producerende sector, waar social-distancing gemakkelijker kon worden toegepast, en door de toename van de import van gezondheid-gerelateerde producten. Of het herstel van de handel op middellange termijn houdbaar is, hangt af van de vraag vanuit de grootste economieën, waaronder China, en van geopolitieke ontwikkelingen.

Tot in 2021 zal de economische groei in de meeste opkomende en ontwikkelingslanden achterblijven bij het potentiële niveau of de langetermijntrend. Ook vóór de pandemie bleef in de meeste opkomende economieën al een aanzienlijk deel van de capaciteit onbenut. En nu loopt de werkloosheid op. Voor mensen die hun baan zijn kwijtgeraakt als gevolg van de pandemie zal het in de zwaarst getroffen sectoren moeilijker zijn om terug te keren op de arbeidsmarkt. Dit zijn de sectoren met contact-intensieve banen,

zoals toerisme/horeca en voeding, waarin vooral jonge vrouwen werkzaam zijn. In Latijns-Amerika en sub-Sahara Afrika vonden volgens het **IMF** de meeste ontslagen plaats onder vrouwen in contact-intensieve sectoren.

Een lager dan potentiële groei betekent voor de meeste opkomende en ontwikkelingslanden minder inflatiedruk op korte termijn. Maar in landen waar de pandemie een grotere impact heeft gehad op toeleveringsketens, is de inflatiedruk toegenomen. Sommige landen, zoals Nigeria, India en Turkije, melden een tweecijferige inflatie, waardoor de koopkracht van huishoudens verder afneemt. In Rusland en Kazachstan ligt de inflatie onder de 10%, maar is deze in de afgelopen maanden wel toegenomen. De valuta's van opkomende landen gaan naar verwachting een wisselend beeld laten zien, afhankelijk van de kracht van de fundamentele macro-economische situatie en geopolitieke spanningen. De valuta's van Turkije en Rusland voelen de druk van de verwachte strengere Amerikaanse opstelling, terwijl de valuta's van China en Zuid-Korea zich gunstig zullen blijven ontwikkelen dankzij het solide herstel in deze landen.

# De opkomst van China - een impuls voor opkomende markten

Hoewel de vooruitzichten voor het herstel van opkomende markten sterk afhankelijk is van het verloop van de pandemie, is ook een snel economisch herstel in China een belangrijke factor. China is al enige tijd bezig met het versterken van de handelsintegratie en financiële banden met opkomende landen. De Chinese economische prestaties op de korte en middellange termijn zijn van belang voor de groei in opkomende markten en de patronen van toeleveringsketens en kapitaalstromen.

De Chinese economie vertoont sinds de sterke inkrimping in het eerste kwartaal van 2020 een gestage groei. Dit herstel wordt getrokken door de sterke importgroei, die te danken is aan een toenemende vraag naar harde grondstoffen voor de industriële productie en de bouw, evenals een grotere vraag naar geïmporteerde landbouwproducten. De waardeinstijging van de Chinese valuta heeft deze trend voor een deel aangewakkerd, want een sterkere valuta maakt geïmporteerde goederen

goedkoper. Een snellere verschuiving naar consumptie zou zorgen voor nog meer steun voor het wereldwijde herstel, maar de consumptie van Chinese huishoudens is nog steeds bescheiden. Deze vertegenwoordigt ongeveer 39% van het BBP, vergeleken met een wereldwijd gemiddelde van 63%. Een versterking van de veiligheidsnetten in China zou de besparingen uit voorzorg helpen beperken en de consumptie stimuleren, maar dit kan niet van de ene op de andere dag worden gerealiseerd.

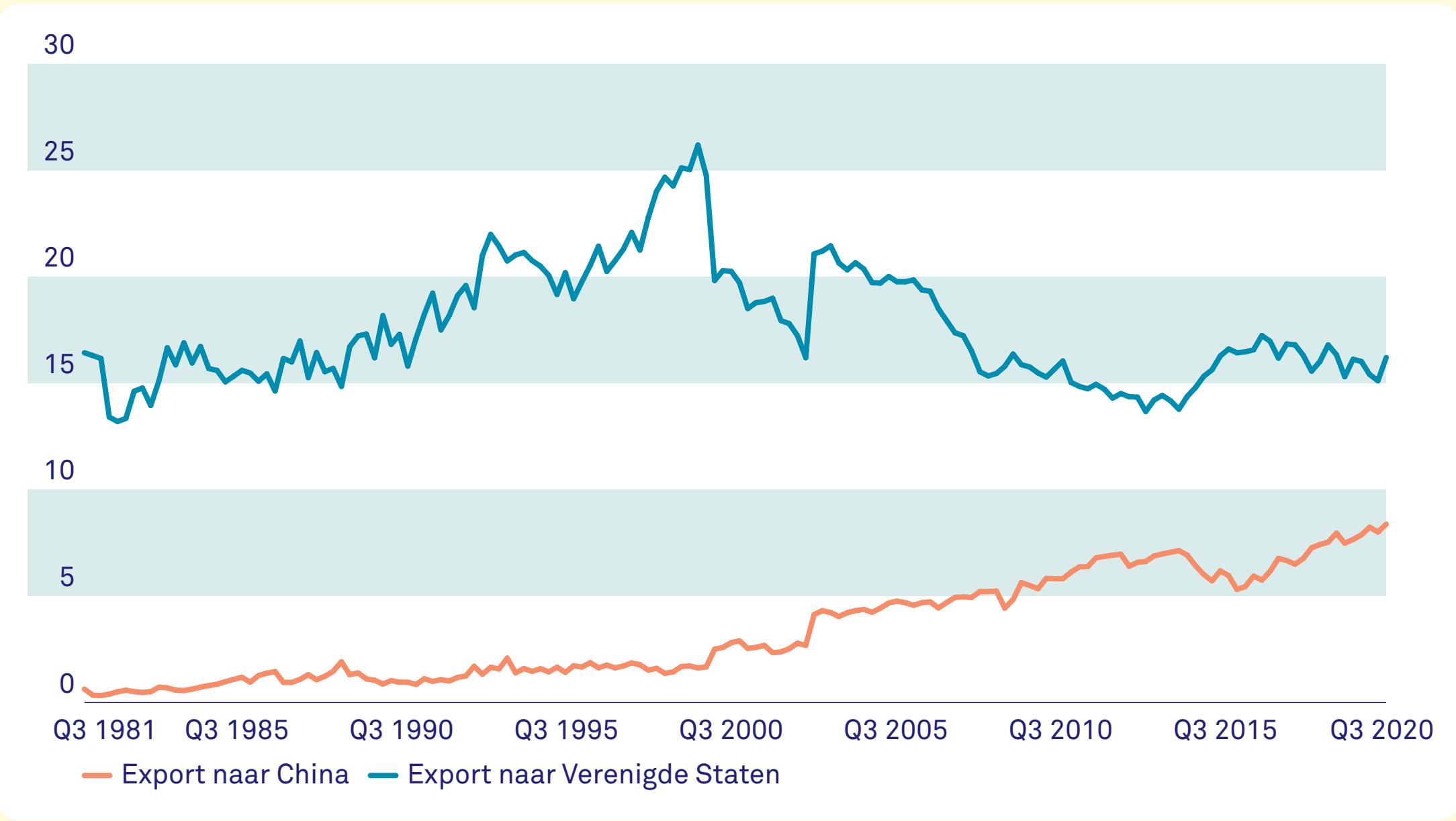
China is de grootste bilaterale kredietverstrekker voor Afrika en is als financier van opkomende en ontwikkelingslanden de Wereldbank en de Club van Parijs voorbijgestreefd. De rol van China als grote kredietverschaffer is belangrijker geworden door het Belt-and-Road-programma, dat zich richt op Azië, Europa en het Midden-Oosten en in 2013 van start ging.

China's rol als vooraanstaande kredietverlener voor sommige landen met lage inkomens kan rekenen op kritiek van Amerikaanse politici, die dit zien als een strategie om de mondiale invloed van China te vergroten en de ontvangende landen op te zadelen met excessieve schulden. Het Center for Global Development rangschikt kredietverstreckende landen op basis van verschillende beleidsdimensies die bijdragen aan ontwikkeling. China staat op de laatste plaats van 40 landen op grond van de ondoorzichtigheid van de financiering, de geringe omvang van de leningen in vergelijking met de omvang van het land en de niet-concessionele structuur. Positief is dat China sinds de pandemie heeft deelgenomen aan schuldverminderingprogramma's samen met andere G20-crediteuren voor aflossingen die dit jaar verschuldigd zijn. Hiermee geeft het land aan dat het in staat is de voorkeur voor bilaterale overeenkomsten opzij te zetten.

De handel met China maakt al verschil, maar sommige opkomende en ontwikkelingslanden profiteren hiervan meer dan andere. In de afgelopen jaren heeft China een groeiend aandeel van de handel met ontwikkelingslanden voor haar rekening genomen (zie grafiek) en het land begint een belangrijke speler te worden op het gebied van infrastructuur en technologie. Landen met veel natuurlijke hulpbronnen zijn sterk afhankelijk van de Chinese vraag naar grondstoffen. Sommige Afrikaanse landen, zoals Angola, Eritrea en Gambia, exporteren meer dan 50% van hun totale uitvoer naar China. Het herstel van de export naar China zorgt zelfs voor opwaartse bijstellingen van de bbp-groei in landen zoals **Chili, Brazilië en Rusland**.

Maar het gaat niet alleen om de handel; **China** is ook verreweg de belangrijkste investeerder in verschillende ontwikkelingslanden en financiert daar de aanleg van wegen, havens, telecommunicatienetwerken en energieprojecten.

**Figuur 3** Aandeel export opkomende landen naar de VS en China (%)



Bron: Refinitiv

**Gevolgen voor armoede**

De pandemie laat grote littekens na, afhankelijk van de toestand van het gezondheidsstelsel, de fiscale ruimte, de structuur van de economie en de mate van digitalisering van het land. Volgens schattingen van de Wereldbank zullen armoede en inkomensongelijkheid

onvermijdelijk toenemen. De vertraging van de economische bedrijvigheid treft het armere deel van de bevolking het hardst. De effecten zullen het meest voelbaar zijn in samenlevingen waar de ongelijkheid het grootst is. In 2021 zullen nog eens 110 tot 150 miljoen mensen in extreme armoede belanden en moeten leven van minder dan USD 1,90 per dag. Bijna twee derde van

het extreem arme deel van de wereldbevolking leeft in Zuid-Azië en sub-Sahara Afrika. Daarnaast zal ook de **ongelijkheid** verder toenemen, door het verlies van banen voor lager geschoolden of mensen die werkzaam zijn in informele of dienstverlenende beroepen, waarbij social-distancing moeilijker uitvoerbaar is.

Zonder noodhulpprogramma's had het aantal mensen dat leeft in extreme armoede echter nog veel groter kunnen zijn. Volgens het IMF hebben deze programma's in Brazilië voorkomen dat de toename van de armoede is verdubbeld. In Pakistan hebben 12 miljoen gezinnen een contante uitkering van USD 75 gehad. **De Wereldbank** raamt dat ongeveer 55 landen via elektronische weg dergelijke uitkeringen hebben gedaan, waarmee in veel gevallen enige verlichting is geboden voor de consumptie van gezinnen (Bangladesh, Ethiopië, Kenia en Nigeria).

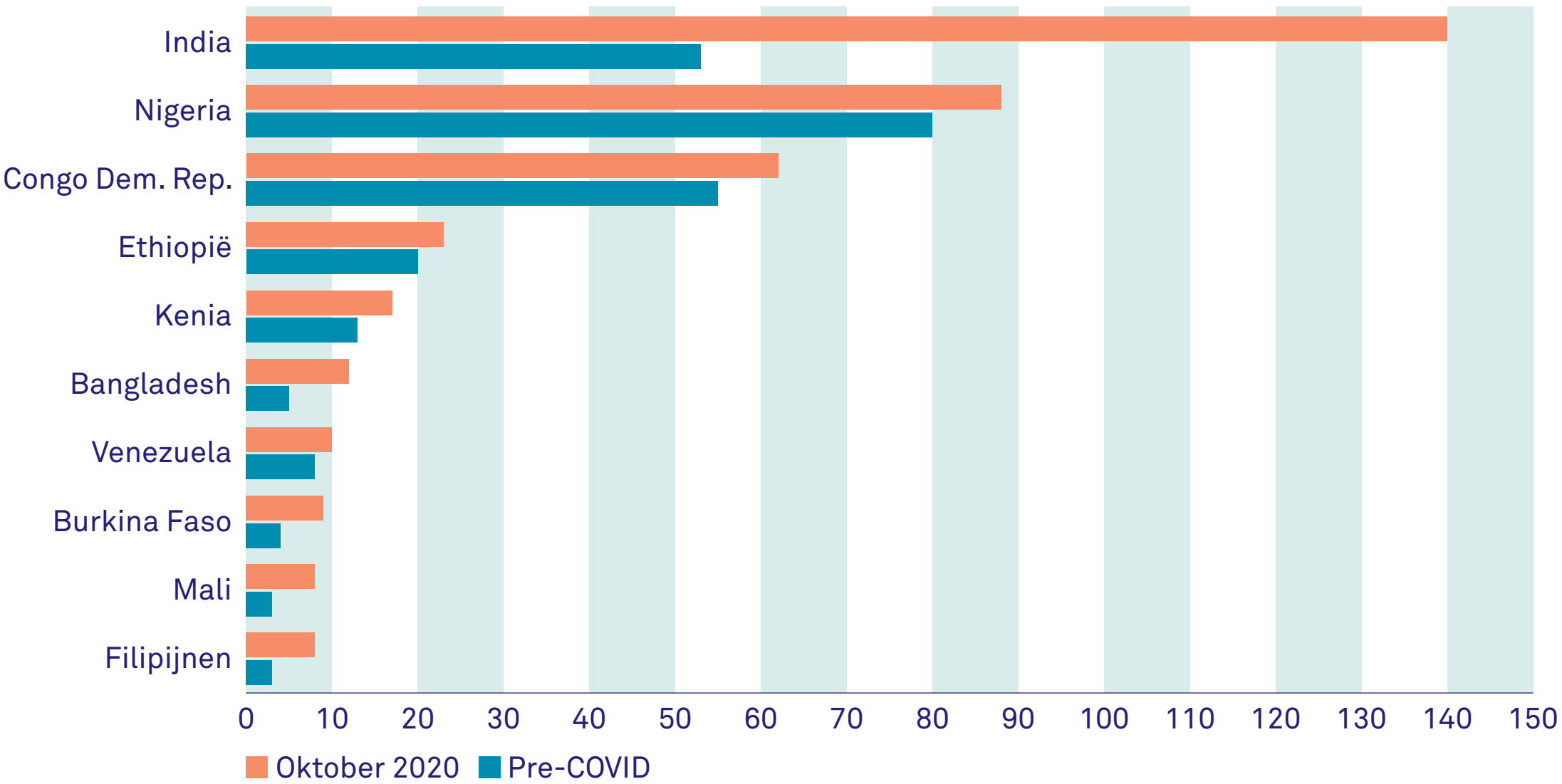
**Begrotingsrestricties gaan overheidssteun beperken**

Het herstel van de economische bedrijvigheid zal voor sommige landen afhangen van de beschikbaarheid van buitenlandse financiering. Sub-Sahara Afrika en Zuid-Azië hebben grote financieringstekorten en beperkte toegang tot buitenlandse leningen en zullen

daardoor waarschijnlijk de laagste groei laten zien, gevolgd door Latijns-Amerika. Opkomende markten die wel beschikken over begrotingsruimte en betaalbare financieringsvoorwaarden, kunnen in het komende jaar aanvullende fiscale stimuleringsmaatregelen overwegen. Opkomende Aziatische landen hebben in de afgelopen maanden met succes een beroep gedaan op de kapitaalmarkt en zullen dit in het komende jaar naar verwachting opnieuw doen. Andere landen met gemiddeld inkomens en een groot begrotingstekort zien de leenkosten toenemen en hebben al minder toegang tot de markt. Dit geldt voor olie-exporterende landen die nog steeds worstelen met een lagere olieprijs dan voor de pandemie en met hoge overheidsuitgaven.

Daarnaast loopt ruim de helft van de lagelonenlanden een groot risico slachtoffer te worden van schuldstress, aldus het **IMF**. De uitgaven aan gezondheidszorg blijven voor deze landen een prioriteit en wij verwachten dat de contante uitkeringen zoveel mogelijk zullen worden voortgezet. Het IMF steunt de inspanningen om de schuldvermindering voor landen met lage inkomens zo snel mogelijk op te voeren. Hoe sneller overheden het eens worden over toekomstige schuldherstructurering voor lagelonenlanden, hoe sneller ze middelen kunnen heralloceren.

**Figuur 4 Landen met de grootste toename in armoede in 2020 (in miljoenen mensen)**



Bron: IMF/World Bank, Brookings

### Vooraf neerwaartse risico's voor de vooruitzichten voor de korte termijn

Veel van de risico's waarmee rekening moet worden gehouden zijn van mondiale aard. De opwaartse risico's voor ons basisscenario betreffen de kans op positieve ontwikkelingen die het wereldwijde herstel kunnen versnellen. Als er eerder dan aanvankelijk verwacht een vaccin beschikbaar komt voor grootschalige distributie, dan zal dit waarschijnlijk het vertrouwen stimuleren en een positief effect hebben op de bedrijvigheid en consumptie. Positieve uitkomsten van trials met vaccins hebben de hoop al doen toenemen dat er in december een vaccin kan worden goedgekeurd door toezichthouders.

Een andere positieve impuls zou zijn dat de nieuwgekozen Amerikaanse president Biden zich sterk gaat maken voor een herstel van de internationale handel en verlaging van eenzijdige importheffingen. Als de VS de terugtrekking uit handelsakkoorden zoals de Trans-Pacific Partnership zou terugdraaien, dan zou dat gunstig zijn voor verschillende opkomende landen.

In dit positieve scenario zetten ontwikkelde economieën hun fiscale stimuleringsprogramma's voort en houden ze de rente rond nul totdat ze zich in een goede uitgangspositie bevinden voor een gestaag

herstel. De Amerikaanse dollar kan iets verzwakken doordat de behoefte aan veilige havens afneemt. Voor opkomende markten zou de groei voortkomen uit een toename van de handel, dankzij sterkere groei in ontwikkelde economieën, en een grotere instroom van kapitaal van financiers die op zoek zijn naar een hoger rendement.

Risico's die zou leiden tot een negatiever scenario zijn onder meer het langer aanhouden van de pandemie dan verwacht en **fiscale onevenwichtigheden en financieringstekorten** die de overheidsuitgaven beperken en leiden tot meer ongelijkheid. Dit is een voedzame bodem voor maatschappelijke onrust en een verdere verslechtering van de balansen van ondernemingen. Geopolitieke spanningen kunnen in heviger vorm weer de kop opsteken – niet alleen met betrekking tot de handel, maar ook ten aanzien van migratie, hoge schulden en ongelijkheid – terwijl overheden discussiëren over beleid en burgers op zoek gaan naar betere kansen. **Studies van eerdere pandemieën** maken duidelijk dat reeds bestaande verschillen in de periode na een pandemie uitvergroot raken.

Dit negatievere scenario komt tot uiting in meer marktvolatiliteit en een sterkere dollar, die profiteert van een vlucht naar kwaliteit en de aantrekkingskracht

als veilige haven. In dit scenario houden de lage rente en de stimuleringsmaatregelen in de VS en de eurozone veel langer aan. Verwacht wordt dat de inflatie verder afneemt. Divergentie tussen China, de VS en Europa doet de geopolitieke spanningen tussen de landen toenemen. Grondstoffenprijzen dalen. In dit scenario overheersen valuta-oorlogen, wat het mondiale herstel vertraagt.

### Vooruitzichten voor de lange termijn

Een ernstige economische inkrimping zoals deze heeft zonder twijfel langdurige gevolgen voor de potentiële groei en de inkomensongelijkheid. Het verlies van menselijk kapitaal, lagere investeringen en tragere toepassing van nieuwe technologieën betekent dat landen niet hun volledige groeipotentieel kunnen realiseren. Daarnaast zal, als geen passende maatregelen worden genomen, de ongelijkheid nu en in de toekomst toenemen, aangezien de armere landen en de meest kwetsbare arbeiders in een land het hardst zijn getroffen.

Overheden hebben zo snel mogelijk stimuleringsmaatregelen doorgevoerd, maar doelbewuste en structurele pogingen om iets te doen aan het lagere groeipotentieel en de grotere

ongelijkheid zullen in het komende jaar waarschijnlijk discussie-onderwerpen zijn. De pandemie heeft ons gedwongen om stil te staan en na te denken en te beoordelen welke vormen van beleid het meest effectief zijn voor het bewerkstelligen van positieve verandering. Landen die besloten om hun bevolking te steunen – met een sterk gezondheidsstelsel, veiligheidsnetten en digitalisering – hebben het tijdens de pandemie beter gedaan. Maar ook hebben landen die contante uitkeringen hebben gedaan aan het arme deel van hun bevolking voorkomen dat meer mensen in extreme armoede terecht kwamen. Hoe grote belangrijke partijen en projecten zoals het Chinese Belt-and-Road-programma voorbeelden van internationale samenwerking worden moet nog worden afgewacht. En wij als impactbeleggers moeten meer gaan doen, door vermogen in te zetten voor verandering (zie het vision paper Investing in Radical Change). Wij zitten met zijn allen in deze situatie en we zullen meer ons best moeten gaan doen om een wereldeconomie te herbouwen die veerkrachtiger is en klaar is voor de toekomst.

# Groeiprognose 2020-2021

|             | BBP groei (% joj) |               |      | Inflatie (CPI, % gem. joj) |               |      | Staatsschuld/BBP (%) |               |      | Begroting/BBP (%) |               |       |
|-------------|-------------------|---------------|------|----------------------------|---------------|------|----------------------|---------------|------|-------------------|---------------|-------|
|             | 2019              | Prognose 2020 | 2021 | 2019                       | Prognose 2020 | 2021 | 2019                 | Prognose 2020 | 2021 | 2019              | Prognose 2020 | 2021  |
| Argentinië  | -2,1              | -12,2         | 4,2  | 54,0                       | 42,9          | 48,6 | 90,0                 | 98,2          | 95,5 | -3,6              | -10,9         | -6,7  |
| Brazilië    | 1,0               | -4,5          | 3,0  | 3,5                        | 3,1           | 4,3  | 76,0                 | 94,2          | 97,4 | -6,0              | -18,4         | -8,8  |
| Chili       | 1,0               | -6,6          | 5,1  | 2,5                        | 2,9           | 2,4  | 27,8                 | 35,0          | 39,7 | -2,9              | -9,9          | -6,9  |
| China       | 6,1               | 2,1           | 7,9  | 2,9                        | 2,7           | 2,0  | 16,9                 | 20,4          | 19,8 | -4,9              | -6,6          | -5,8  |
| Colombia    | 3,3               | -7,7          | 4,5  | 4,0                        | 2,6           | 2,8  | 54,0                 | 66,3          | 64,9 | -3,3              | -7,1          | -6,9  |
| Tsjechië    | 2,5               | -6,4          | 4,6  | 2,8                        | 3,2           | 2,3  | 30,5                 | 39,0          | 42,0 | 0,3               | -7,6          | -6,6  |
| Hongarije   | 5,0               | -6,9          | 4,3  | 3,5                        | 3,5           | 3,4  | 68,0                 | 75,0          | 73,0 | -2,0              | -7,5          | -3,5  |
| India       | 4,2               | -10,8         | 9,2  | 3,7                        | 6,4           | 5,2  | 47,0                 | 56,0          | 58,0 | -7,7              | -10,1         | -8,3  |
| Indonesië   | 5,0               | -3,4          | 3,4  | 2,8                        | 1,9           | 2,9  | 29,9                 | 38,8          | 42,9 | -2,5              | -1,0          | -5,9  |
| Maleisië    | 4,3               | -6,0          | 5,8  | 0,7                        | -1,0          | 2,1  | 52,5                 | 59,3          | 59,7 | -3,4              | -6,0          | -5,4  |
| Mexico      | -0,5              | -10,0         | 4,3  | 3,5                        | 3,4           | 3,4  | 44,8                 | 56,2          | 53,0 | -2,0              | -6,0          | -4,1  |
| Peru        | 2,2               | -12,5         | 8,7  | 2,0                        | 1,7           | 2,3  | 26,8                 | 35,4          | 33,3 | -1,3              | -10,2         | -10,2 |
| Filipijnen  | 6,0               | -8,4          | 7,8  | 2,5                        | 2,5           | 2,9  | 39,6                 | 52,8          | 56,1 | -3,3              | -10,0         | -8,6  |
| Polen       | 4,0               | -4,5          | 3,8  | 2,5                        | 3,6           | 2,6  | 46,0                 | 55,3          | 55,5 | -0,7              | -8,1          | -8,1  |
| Rusland     | 1,5               | -3,5          | 2,7  | 4,5                        | 3,3           | 3,9  | 12,3                 | 19,0          | 20,2 | 1,8               | -4,4          | -2,2  |
| Zuid-Afrika | 0,2               | -9,5          | 2,7  | 4,0                        | 3,3           | 4,4  | 62,2                 | 82,0          | 85,5 | -4,0              | -14,9         | -14,9 |
| Zuid-Korea  | 2,0               | -2,0          | 4,8  | 0,5                        | 0,7           | 1,4  | 36,7                 | 41,8          | 44,0 | -0,6              | -4,1          | -2,1  |
| Taiwan      | 2,7               | -1,4          | 3,6  | 0,6                        | 0,2           | 2,0  | 33,4                 | 33,3          | 32,3 | -0,1              | -1,1          | 0,0   |
| Thailand    | 2,5               | -7,6          | 4,0  | 0,7                        | -0,8          | 1,1  | 41,2                 | 53,5          | 59,6 | -2,7              | -6,4          | -6,4  |
| Turkije     | 0,7               | -6,1          | 4,5  | 15,2                       | 12,0          | 12,4 | 32,5                 | 41,0          | 40,4 | -2,9              | -6,5          | -5,5  |

Bron: IMF and IHS

# Langetermijnrendementen, ecosystemen en het vermijden van instorting

## Rendement op lange termijn: verkeerd, om de juiste en de verkeerde redenen

Hans Stegeman

De meeste maatstaven die binnen de financiële sector worden gehanteerd zijn gericht op het verleden. De maatstaven waar we vanuit gaan voor de beloftes die we aan onze klanten doen – vooral het verwachte rendement – zijn voornamelijk gebaseerd op resultaten uit het verleden. Maar we weten dat achteruit kijken niet genoeg is; vandaar onze traditionele disclaimer: ‘Resultaten uit het verleden bieden geen garantie voor de toekomst’. Bovendien heeft de Covid-19-crisis ons op een keerpunt gebracht. De wereldeconomie moet en zal namelijk radicaal veranderen, wat zeker gevolgen zal hebben voor de economische groei en financiële rendementen. Dit is uiteraard wat we willen bereiken met onze beleggingsbenadering. Onze verwachtingen voor het beleggingsrendement op langere termijn zijn daarom gebaseerd op een ander perspectief. Voor onze vooruitzichten op langere termijn gaan wij uit van een over het algemeen lager financieel rendement in de komende jaren, bij uiterst onzekere omstandigheden. Vrijwel alle tegenwind die wij twee jaar geleden zagen aankomen, doet zich op dit moment voelen.

Ons meest urgente advies is echter dat de financiële sector anders naar rendement moet gaan kijken. Gebeurt dat niet, dan worden klanten terecht of onterecht misleid over het rendement dat zij op hun belegging kunnen verwachten. Daarnaast is deze waarschuwing op zijn plaats: als we hetzelfde financiële rendement blijven verwachten als in het verleden, dan komt dat erop neer dat we de instorting van ecosystemen financieren en betekent dit winst op korte termijn voor een permanent verlies.

### De oorsprong van hoge rendementen in het verleden

Het gemiddelde langetermijnrendement op risicovolle beleggingen, zoals aandelen, heeft zich lang rond ongeveer 7% per jaar bewogen (Jorda, Knoll, Kuvshinov, Schularik, & Taylor, 2019). Veiliger beleggingen, zoals staatsleningen, leverden gemiddeld een rendement op van 1-3%, maar gedroegen zich nogal volatiel (Jorda, Knoll, Kuvshinov, Schularik, & Taylor, 2019). Uit recent onderzoek blijkt dat de theorie dat het rendement op vermogen ( $r$ ) het economische groeitempo ( $g$ ) overtreft op lange termijn opgaat en dat het verschil

op jaarbasis gemiddeld ongeveer 5% bedraagt. Dit geldt vooral sinds 1990, toen de omvang van de aandelenmarkt echt ontkoppeld raakte van de omvang van de economie (Kuvshinov & Zimmerman, 2020). Deze theorie is afkomstig van Thomas Piketty ( $r > g$ ) en impliceert dat de ongelijkheid toeneemt doordat de rijkdom van bezitters van vermogen beleggingen sneller toeneemt dan de gemiddelde inkomsten binnen een economie (Piketty, 2014).

Waarom was het rendement op vermogen zoveel hoger dan de economische groei? Voor een deel kunnen we dit uiteraard toeschrijven aan de risicopremie. Daarnaast kan hierbij sprake zijn van een samenstellingseffect, doordat beursgenoteerde ondernemingen, die over het algemeen het grootste deel van beleggingsportefeuilles vertegenwoordigen, slechts een deel van de totale economie vormen en dus niet per se het gemiddelde groeitempo volgen. Maar kunnen we dit hogere rendement niettemin achteraf verklaren? Een uitgebreide kwantitatieve benadering is vrijwel onmogelijk. Verschillende kwalitatieve factoren kunnen echter wel zowel het hoge rendement als in sommige gevallen de hogere economische groei verklaren.

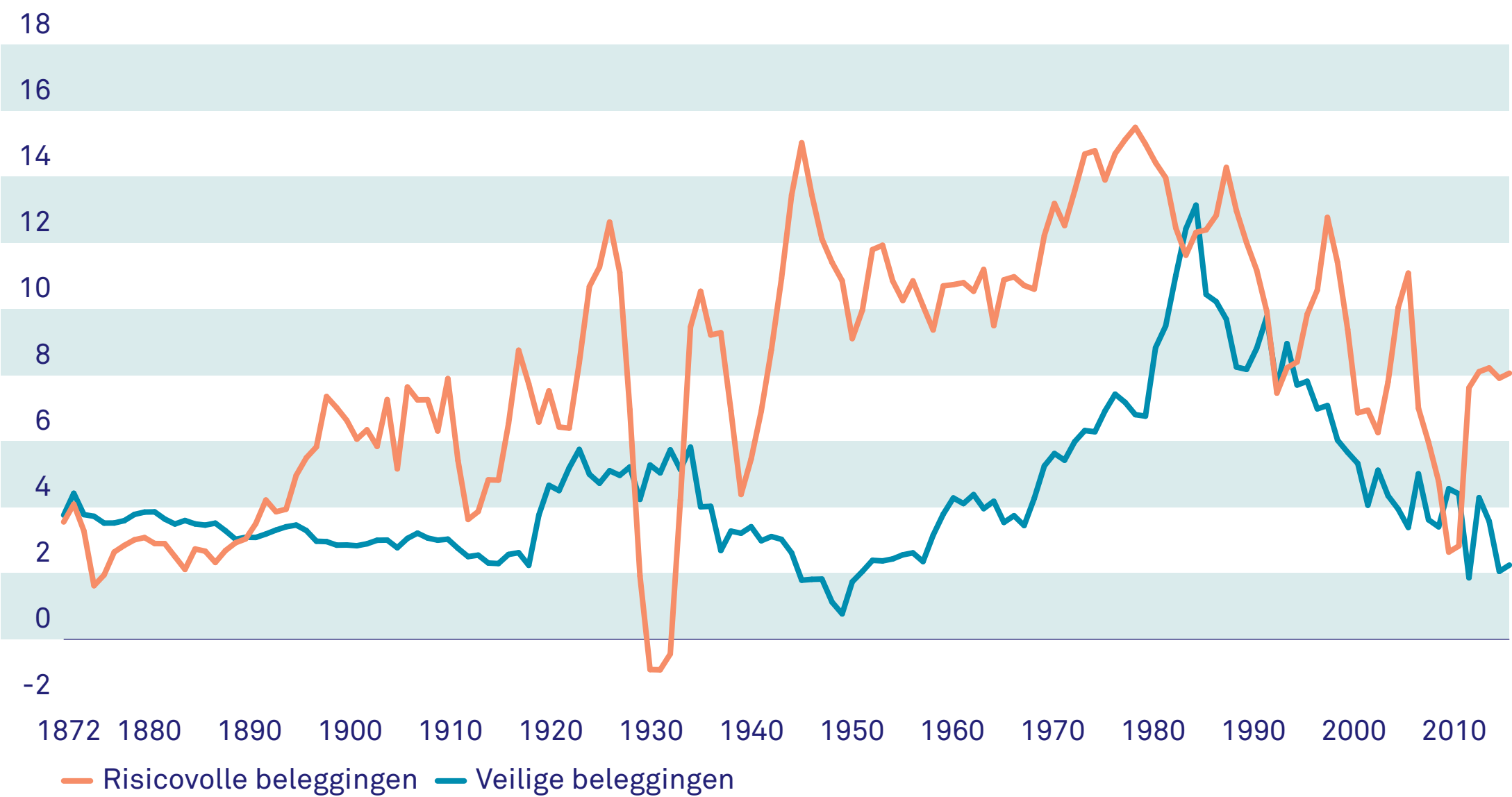
Ten eerste heeft de (financiële) globalisering waarschijnlijk bijgedragen aan de wereldwijde economische groei in de afgelopen decennia (Grossman & Helpman, 2015). Naast de aanwijzingen dat globalisering de factorproductiviteit heeft versterkt, zijn er ook enkele aanwijzingen dat deze ontwikkeling een positief effect heeft gehad op de financiële rendementen, hoewel het twijfelachtig is of dit de totale performance van de economie overtreft (Bekaert, Harvey, Kuguel, & Wang, 2016).

Ten tweede hebben financiële deregulering en lagere belastingen steun geboden aan het beleggingsrendement. Dit geldt vooral voor het rendement op aandelen. Zo is de gemiddelde vennootschapsbelasting wereldwijd gedaald van 46,7% in 1980 naar 26,3% in 2019 en deed deze daling zich voor in elke belangrijke regio.<sup>1</sup>

Ten derde heeft verdere ‘commodificatie’ van de economie ervoor gezorgd dat het BBP is toegenomen terwijl de economische bedrijvigheid gelijk bleef.

<sup>1</sup> <https://taxfoundation.org/publications/corporate-tax-rates-around-the-world/>

**Figuur 5** Historisch rendement op veilige en risicovolle beleggingen (jaarlijks, %, 5-j moving average)



Bron: (Jorda, Knoll, Kusvhinov, Schularik, & Taylor, 2019), database geraadpleegd op 21 oktober 2020.

Commodificatie houdt in dat allerlei soorten producten, diensten, de natuur, informatie etc. worden omgezet in verhandelbare goederen, die kunnen worden gekocht en verkocht op een markt. Het kan hierbij gaan om zaken die uiteenlopen van huishoudelijke of verzorgende taken die voorheen werden uitgevoerd

binnen een gezin (kinderopvang, schoonmaken, restaurant- of afhaalmaaltijden) tot allerlei soorten vrijetijdsactiviteiten (sportscholen, vakanties).

Ten vierde is de schuld als percentage van het BBP (in zowel de private als publieke sector) in de afgelopen

halve eeuw sterk toegenomen, wat de rendementen heeft opgedreven en waarmee een voorschot wordt genomen op toekomstige productie (toekomstige bbp-groei). Op dit moment is de mondiale schuld hoger dan ooit tevoren, wat impliceert dat ons voorschot op de toekomstige productie ook hoger is dan ooit tevoren. Een belangrijke oorzaak van het ontstaan van de enorme schuldenberg is de daling van de rente sinds het begin van de jaren '80 van de vorige eeuw, vooral als uitvloeisel van het monetaire beleid (Borio, Disyat, Juselius, & Rungcharoenkitkul, 2017). Het is dus goedkoper geworden om een voorschot te nemen op de toekomstige productiviteit, terwijl het actuele rendement is toegenomen.

Naast deze monetaire argumenten, is er nog een andere belangrijke reden waarom de rendementen de economische groei overtroffen. De kosten van externe effecten waren lager dan maatschappelijk gezien optimaal is. Aan geen van de externe effecten, van water- en bodemvervuiling tot CO<sub>2</sub>-uitstoot die werden veroorzaakt tijdens productieprocessen, hing ooit een prijskaartje. Energie is hiervan een goed voorbeeld. Sinds de industriële revolutie wordt de hele economie gevoed en getransformeerd met behulp van goedkope fossiele energie. Volgens de gangbare economische theorie wordt alle economische productiviteit toegeschreven aan arbeid en kapitaal. Toch betekende

de industriële revolutie in de eerste plaats dat menselijke arbeid werd vervangen door machines, die werden aangedreven door fossiele energie. Wij kennen alleen de investeringen in machines (die het gebruik van fossiele brandstoffen mogelijk maken) toe aan een productiefactor (kapitaal) en scharen de rest (energiegebruik) onder de noemer van 'technologische vooruitgang', terwijl het in wezen gaat om substitutie van energie voor menselijke arbeid. Een vat ruwe olie verzet 1700 kWh aan werk, terwijl een menselijke arbeider per werkdag goed is voor ongeveer 0,6 kWh. Een simpel rekensommetje laat zien dat een vat olie gelijk staat aan elf jaren menselijke arbeid. Als we niet expliciet rekening houden met energie (en de wetten van thermodynamica) maken we een fout waar veel milieu-economen al voor hebben gewaarschuwd (Kummel & Lindenberger, 2020). Als groeiberekeningen worden gecorrigeerd voor deze omissie, blijkt dat de productiefactor energie verantwoordelijk is voor een aanzienlijk deel van de economische groei die volgens de reguliere economische theorie wordt toegeschreven aan onverklaarde 'technologische vooruitgang'.

Deze ontwikkeling heeft geleid tot hogere particuliere rendementen ten koste van het milieu. Daarnaast moet het feit dat goedkope energie bijna uitgeput is in overweging worden genomen wanneer wordt gekeken naar toekomstige ontwikkelingen.

### Standaard beleggingsrendement op lange termijn

Het verwachte langetermijnrendement op financiële activa is medebepalend voor onze strategische asset allocatie. Voor het berekenen van dit rendement gaan wij uit van het ‘business as usual’-scenario. Wij berekenen deze langetermijnrendementen voor een periode van 15 jaar, waarmee wij een permanent invloed van kortetermijnafwijkingen, zoals een sterk herstel na Covid-19 of een vertraagd herstel, elimineren. Met dit scenario wordt echter volledig voorbij gegaan aan de negatieve gevolgen van ons huidige economische groeimodel voor mens en milieu of het niet-duurzame karakter van bepaalde ontwikkelingen. Dit is synoniem met een niet-duurzame wereld. Standaardberekeningen van het verwachte rendement op staatsobligaties, bedrijfsobligaties en aandelen komen uit op een historisch gezien laag cijfer. Het berekende verwachte rendement op Amerikaanse overheidsobligaties is het hoogst en komt ook het dichtst in de buurt van het historische rendement, in vergelijking met Britse staatsobligaties, staatsobligaties uit de eurozonelanden en Japanse staatsobligaties. Het berekende verwachte rendement op bedrijfsobligaties met een investment-grade rating uit de eurozone ligt nog verder af van het historische rendement dan dat op staatsobligaties. Het berekende verwachte rendement op aandelen uit het Verenigd Koninkrijk en Japan is in lijn met het historische gemiddelde. Het verwachte rendement op Europese aandelen en met name op aandelen uit de VS blijft ver verwijderd van het historische rendement. Over het algemeen wordt het nemen van risico in vergelijking met het verleden slechts matig beloond.

En wat geldt voor energie, geldt ook voor andere, over het algemeen negatieve, externe effecten van productie, zoals ontbossing, achteruitgang van biodiversiteit, goedkope arbeid en slechte arbeidsomstandigheden. Deze factoren hebben er allemaal aan bijgedragen dat de rendementen hoger zijn dan maatschappelijk wenselijk is.

Er kunnen veel factoren die een hoog rendement faciliteren worden aangewezen. Demografische ontwikkelingen hebben ook sterk bijgedragen aan de

reële totale groei, vooral in de tweede helft van de twintigste eeuw.

### De tekortkomingen van voorspellende methodes

Van oudsher worden groeiverwachtingen voor de lange termijn – de grondslag voor onze rendementsverwachtingen voor de langere termijn – berekend op basis van het klassieke Solow-

model (Solow, 1957). Volgens dit model zijn de groei van het arbeidsaanbod, veranderingen in het kapitaalaanbod en productiviteitsgroei meestal gebaseerd op historische gemiddelden. Uitgaande van deze vrij eenvoudige economische aannames, worden de structurele groeipaden voor verschillende economieën afgeleid met behulp van een raamwerk voor groeiboekhouden. Groeiverwachtingen verschillen als gevolg van verschillen in arbeidsaanbod. Landen met een vergrijzende bevolking groeien minder hard terwijl de verschillen in kapitaal en productiviteit toenemen en minder ontwikkelde landen plegen qua groei over het algemeen een inhaalslag, mede op basis van hun instellingen en integratie binnen de wereldeconomie. De actuele marktwaarderingen en verwachte risicopremies en inflatie, evenals het langetermijnrendement voor verschillende beleggingscategorieën, worden berekend op basis van deze groeicijfers.

Onze berekeningen leverden globaal de consensusverwachting op dat het rendement op lange termijn relatief laag zal zijn vergeleken met het historische gemiddelde (zie kader). De belangrijkste redenen hiervoor zijn een lagere of zelfs negatieve bijdrage van het arbeidsaanbod in de meeste ontwikkelde economieën (vergrijzing), een lagere verwachte productiviteitstoename en de huidige

hoge waarderingsniveaus in de meeste markten. De verwachtingen voor de reële wereldwijde groei bedragen over het algemeen gemiddeld tussen 1 en 1,5% per jaar, vergeleken met een historisch gemiddelde van ongeveer 3%.

Deze eenvoudige methode heeft grote voordelen. Er wordt veel buiten beschouwing gelaten, van economische inputs zoals natuurlijke hulpbronnen tot gevolgen en oorzaak van groei, zoals schuldongelijkheid en de uitstoot van CO<sub>2</sub>. En er worden heel eenvoudige aannames gemaakt over de grote onbekende factor: productiviteitsgroei. Ook wordt ervan uitgegaan dat kapitaal kan worden vervangen door arbeid of natuurlijke hulpbronnen (en vice versa) en dat technologie ons uiteindelijk zal helpen om de economie te behoeden voor milieurampen.

Deze benadering is volledig misplaatst. Ten eerste wordt er hierbij van uitgegaan dat natuurlijke inputs geen rol spelen en dat deze alleen maar worden geëxtrapoleerd vanuit het verleden als een zwarte doos met ‘totale factorproductiviteit’. Maar we weten allemaal dat goedkope fossiele brandstof snel op begint te raken. Als we in de toekomst de energiemix veranderen, heeft dat ingrijpende gevolgen voor de economische groei. Andere materialen, van hout tot

# Langetermijnrendementen, ecosystemen en het vermijden van instorting

metalen, die worden gebruikt in het economisch proces worden ook schaarser en daardoor duurder.

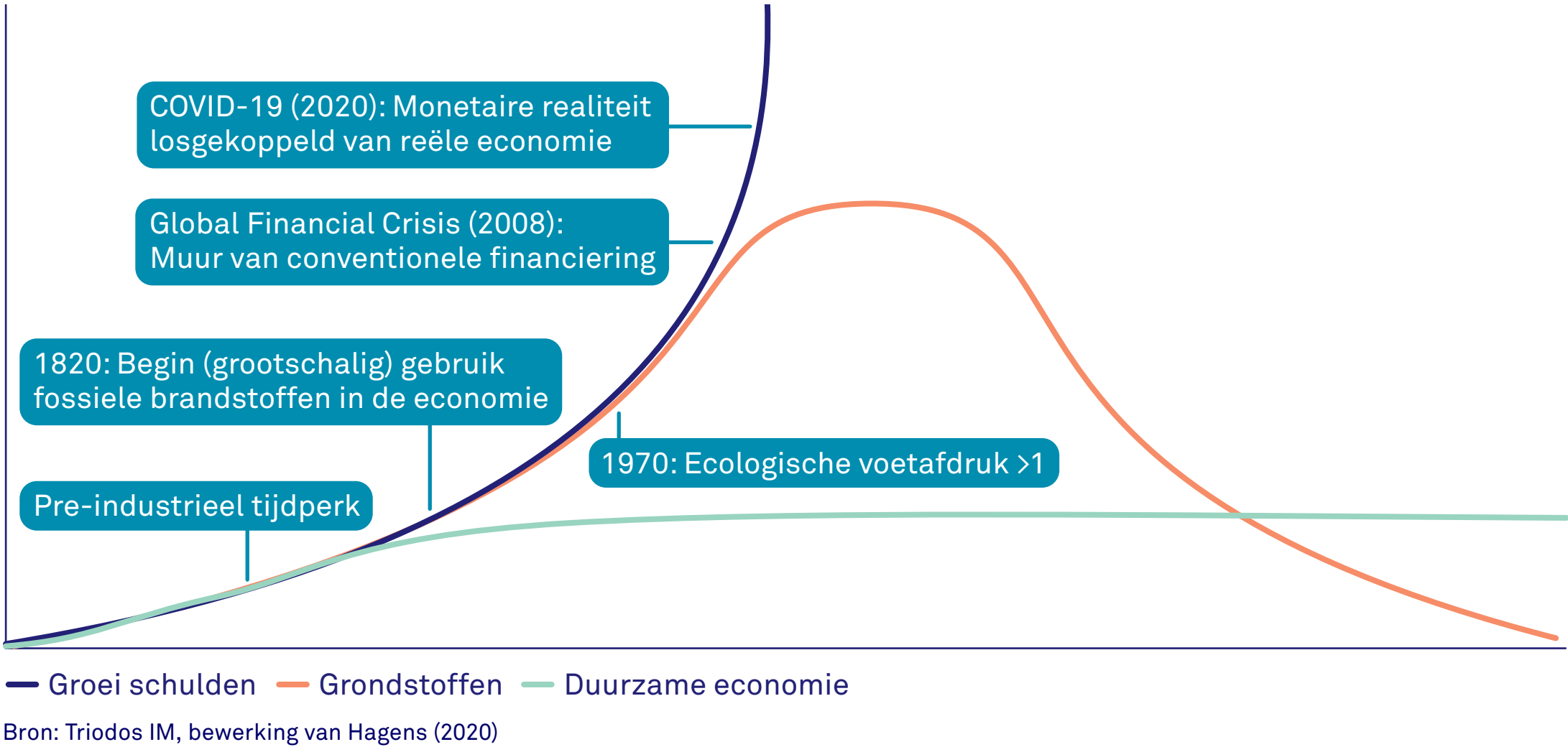
Ten tweede wordt er bij deze methode vanuit gegaan dat historische gemiddelden op enige wijze aangeven wat er in de toekomst kan gaan gebeuren. Dat valt sterk te betwijfelen. De factoren die hebben bijgedragen aan de hogere rendementen hebben een enorme eenmalige component en kunnen in de komende jaren niet gemakkelijk worden herhaald. Het is waarschijnlijker dat sommige van deze factoren zullen omslaan, waardoor het gemiddelde rendement nog lager wordt. Alleen een toekomstgerichte benadering, waarbij rekening wordt gehouden met alle verschillende factoren die hebben bijgedragen aan gunstige financiële omstandigheden in het verleden, kunnen enige richting geven aan de toekomstige rendementsverwachtingen.

Het derde, en belangrijkste, punt is dat wordt aangenomen dat factoren die in het verleden hebben bijgedragen aan groei (behalve de grafische factoren) altijd zullen blijven bestaan.

Figuur 6 is een sterk gestileerde versie van de relatie tussen de input van materialen, economische groei en krediet binnen de economie, op basis van Hagens (Hagens, 2020). Figuur 7 toont de ‘real-

life’ ontwikkelingen op basis van actuele mondiale cijfers. Krediet kan, op lange termijn, globaal worden geïnterpreteerd als het rendement op financiële beleggingen. In de pre-industriële periode was het heel duidelijk dat er gemiddeld een directe relatie bestond tussen economische bedrijvigheid, krediet en de input van materialen. Het aandeel van het financiële stelsel binnen de hele economie was onvergelijkbaar veel kleiner en de economische bedrijvigheid bleef duidelijk binnen de ecologische grenzen. Rond 1820 begon de economische bedrijvigheid deze grenzen te overschrijden doordat we steenkool begonnen te gebruiken als gemakkelijk voorhanden zijnde input voor ons economische systeem. De hieruit voortkomende economische groei leidde tot een materiële verbetering van levensomstandigheden. Het succes van dit model resulteerde in een economisch stelsel dat tegen 1970 buiten de ecologische grenzen was getreden. Vanaf de jaren '80 van de vorige eeuw versnelde de grote ontkoppeling tussen de reële economie en de financiële wereld en raakte een steeds groter deel van de economie gefinancierd. Dit duurde tot de financiële crisis van 2008. Sindsdien zitten we vast aan onconventionele financiële omstandigheden, die zich kenmerken door krachtige interventie door centrale banken, middels een extreem lage rente en een zeer stek verruimend monetair beleid, evenals een enorme overheidsschuld ter ondersteuning van de economische

**Figuur 6** Grondstoffen, groei schulden, en een duurzame economie

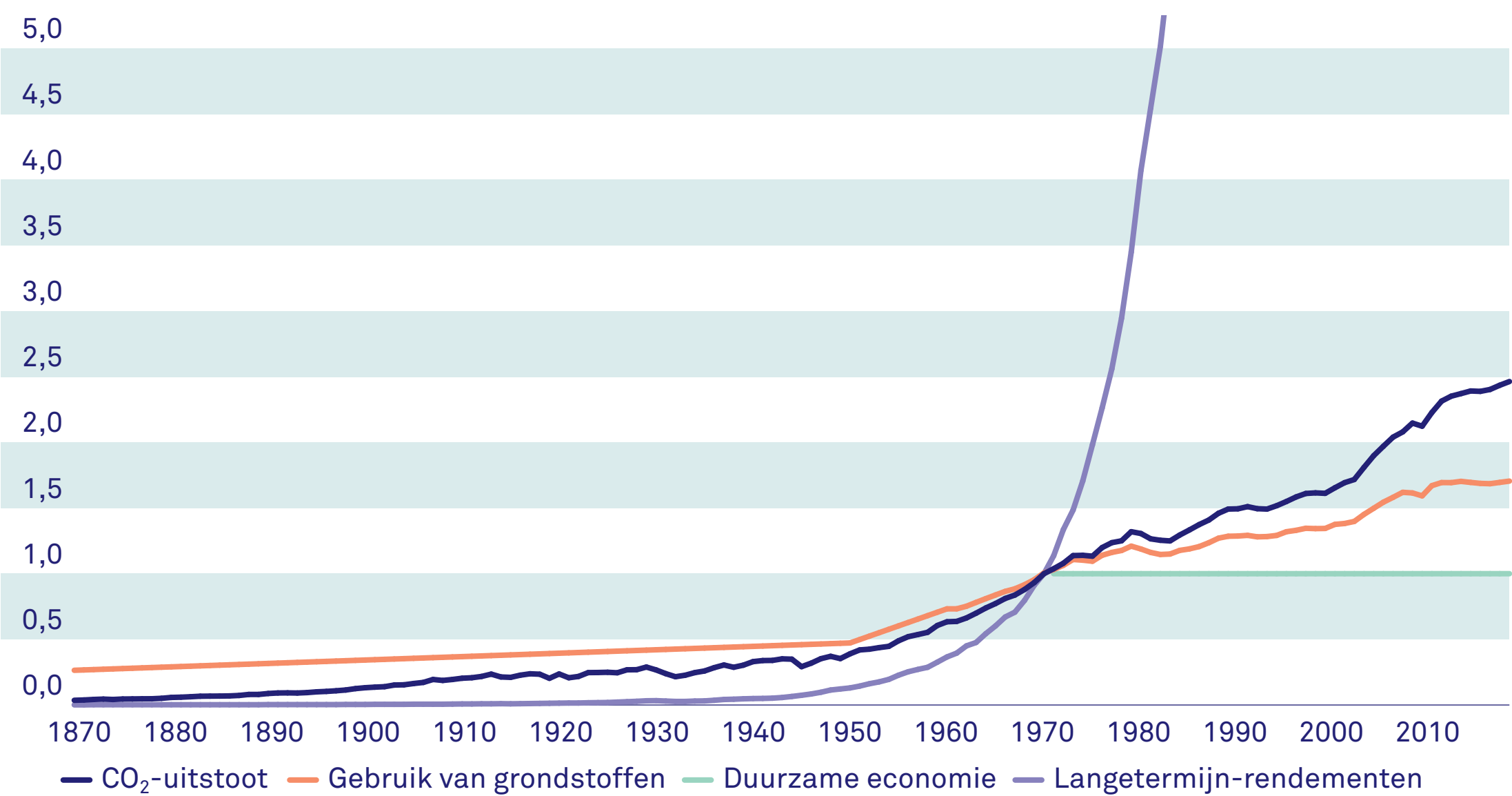


bedrijvigheid. Dit beleid en deze maatregelen hebben slechts beperkt succes gehad en de afgelopen 10 jaar kenmerkten zich door een gebrek aan effectieve vraag (Summers, 2018), wat leidde tot lagere groei (maar hoger financieel rendement).

Covid-19 kan een keerpunt betekenen. Sinds de uitbraak van de pandemie, moest ons exponentieel toenemende financiële groeimodel worden geschraagd

door ongekende reddingpakketten: een fiscale impuls van ongeveer 12% van het wereldwijde bbp en een monetaire impuls van ongeveer 4% van het mondiale bbp (IMF, 2020). Hierdoor is de ontkoppeling tussen de reële economische activiteiten en het financiële rendement nog verder toegenomen.

**Figuur 7** Gebruik van grondstoffen, CO<sub>2</sub>-uitstoot, en langetermijn-rendementen (Index, 1970=1)



Bronnen: Macrohistory, Our world in data, Global footprint network, (Toth & Szigeti, 2016)

### Met de blik op de toekomst: minder is onvermijdelijk, tenzij...

Als we de tijd nemen om na te denken, dan is het heel duidelijk dat we een andere, meer vooruitkijkende benadering nodig hebben om te bepalen wat voor rendement een belegging op lange termijn kan opleveren. Als we hetzelfde rendement verwachten als in het verleden, dan komt dat erop neer dat we een instorting financieren: mogelijk op korte termijn, maar onvermijdelijk desastreus op de lange termijn.

In de 21e eeuw begint de economie af te wijken van het pad van de voorgaande decennia:

- 1 Energie en hulpbronnen worden weer factoren die de economische ontwikkeling en de ontwikkeling van de maatschappij afremmen.
- 2 Fysieke expansie die berust op krediet wordt riskanter en bereikt uiteindelijk een grens.
- 3 Samenlevingen raken gepolariseerd en verliezen het vertrouwen in de overheid, media en wetenschap.
- 4 Ecosystemen gaan achteruit, doordat ze grote hoeveelheden energie en materieel afval van menselijke systemen moeten absorberen.
- 5 Gunstige financiële omstandigheden voor de winstontwikkeling van bedrijven, zoals belastingverlagingen, worden waarschijnlijk ongedaan gemaakt.

We weten niet hoe deze effecten zich in de komende jaren gaan ontwikkelen. Wel kunnen we ze uitsplitsen in verschillende factoren die relevant zijn voor het beleggingsklimaat.

Ten eerste vereist de energietransitie dat we kijken naar de lange termijn. Dit geldt niet alleen voor de verwachte arbeidsproductiviteit, die, zoals we hebben toegelicht, deel uitmaakt van de productiviteitstoename die wordt toegeschreven aan energie, maar ook voor de vermogensallocatie. Hierbij moet in aanmerking worden genomen dat beleggen in fossiele brandstoffen niet de beste optie is vanuit duurzaamheids- of risico/rendementsperspectief. Beleggen in transities, van energie of niet-hernieuwbare bronnen naar hernieuwbare energiebronnen, is een betere optie voor de vermogensallocatie.

Ten tweede begint het maken van geld met geld een gevaarlijker spelletje te worden (hoewel het nog wel enige tijd door kan gaan), gegeven de wereldwijd hoge schuldniveaus. De beste manier om op langere termijn een voldoende voor financieel risico gecorrigeerd rendement te behalen is beleggen in de reële economie. Ondernemingen met een sterke balans die niet afhankelijk zijn van hoge groeiverwachtingen zijn de veiligere opties.

# Langetermijnrendementen, ecosystemen en het vermijden van instorting

Ten derde gaan de geopolitieke spanningen niet weg en kunnen deze de mondiale toeleveringsketens erg kwetsbaar maken. Er is geen gemakkelijke manier om dit risico te verminderen binnen de strategische assetallocatie. Dit probleem lossen wij op in onze tactische assetallocatie. Wij verwachten dat op lange termijn de ongunstige effecten van geopolitieke kwesties meestal opgevangen zullen worden door de aanpassing van toeleveringsketens en strategische bijstelling van bedrijfsmodellen en de inkoopstrategie.

Ten vierde kunnen beleggers zich op twee manieren indekken tegen aantasting van ecosystemen. De positieve benadering bestaat uit beleggen in duurzame oplossingen, bijvoorbeeld door het overwegen van ondernemingen die bijdragen aan een kringloop- en/of regeneratieve economie. Een andere mogelijkheid bestaat uit het vermijden van ondernemingen waaraan een hoog (bedrijfsmatig en extern) risico van duurzaamheidsbedreigingen is verbonden en die binnen hun ondernemingsmodel op een onverantwoorde wijze gebruik maken van kwetsbare ecosysteemdiensten.

De uitdagingen waarmee we taken hebben moeten in aanmerking worden genomen in elk strategisch assetallocatieraamwerk. Onze benadering houdt in dat wij deze uitdagingen benaderen vanuit een positieve

hoek en beleggen in impact en transities. Dit helpt om risico's te vermijden en garandeert een positief rendement op lange termijn.

## Verwijzingen

Bekaert, G., Harvey, C. R., Kguel, A., & Wang, X. (2016). Globalization and Asset Returns. *Annual Review of Financial Economics*, 221-288.

Borio, C., Disyat, P., Juselius, M., & Rungcharoenkitkul, P. (2017). *Why so low for so long? A long-term view of real interest rates*. Basel: BIS.

Grossman, G. M., & Helpman, E. (2015). Globalization and Growth. *American Economic Review*, 100-104.

Hagens. (2020). Economics of the future - Beyond the Superorganism. *Ecological Economics*, 1-16.

IMF. (2020). *Fiscal Monitor*. Washington: IMF.

Jorda, O., Knoll, K., Kuvshinov, D., Schularik, M., & Taylor, A. M. (2019). The Rate of Return on Everything, 1870–2015. *The Quarterly Journal of Economics*, 1225-1298.

Kummel, R., & Lindenberger, D. (2020). Energy in Growth Accounting and the Aggregation of Capital and Output. *Biophysical Economics and Sustainability*, 1-10.

Kuvshinov, D., & Zimmerman, K. (2020). *The Big Bang: Stock Market Capitalization in the Long Run*. CEPR Discussion papers NO. 14468.

Piketty, T. (2014). *Capital in the twenty-first century*. Harvard University Press.

Solow, R. (1957). Technical change and the aggregate production function. *The review of economics and statistics*, 312-320.

Summers, L. (2018). Secular Stagnation and Macroeconomic Policy. *IMF Economic Review*, 226-250.

Toth, G., & Szigeti, C. (2016). The historical ecological footprint: From over-population to over-consumption. *Ecological Indicators*, 283-291.

# Disclaimer

- › Dit document is met de grootst mogelijke zorgvuldigheid opgesteld en wordt aangeboden door Triodos Investment Management.
- › Het verschaft geen recht tot publicatie of openbaarmaking van dit document of van delen daarvan aan enige andere partij.
- › Dit document is uitsluitend bedoeld als discussiemateriaal.
- › De informatie en opinies in dit document vertegenwoordigen het oordeel van Triodos Investment Management op het aangegeven tijdstip en kunnen zonder kennisgeving worden gewijzigd. Ze mogen niet worden beschouwd als gezaghebbend en treden niet in de plaats van het gezonde oordeel van de ontvanger zelf. Dit document mag in geen geval worden gebruikt of beschouwd als een aanbieding om te kopen. Evenmin mag het de basis vormen voor of mag worden vertrouwd op dit document in verband met enig contract of enige verplichting of mag het worden opgevat als een beleggingsadvies.
- › De inhoud van dit document is gebaseerd op informatiebronnen die betrouwbaar worden geacht, maar er wordt geen, expliciete of impliciete, garantie of verklaring gegeven aangaande de juistheid of volledigheid hiervan.
- › Dit document is niet bedoeld om te worden vertrekt aan of gebruikt door enige persoon of entiteit in een rechtsgebied of land waar dergelijke verstrekking of dergelijk gebruik in strijd zou zijn met de lokale wet- of regelgeving.
- › Alle copyrights, octrooien en andere eigendommen die deel uitmaken van de informatie in dit document, zijn bezit van Triodos Investment Management en blijven eigendom van Triodos Investment Management. Er worden geen rechten in licentie gegevens of toegewezen of anderszins overgedragen.

## Over Triodos Investment Management

Triodos Investment Management beschikt over ruim 25 jaar ervaring als wereldwijd opererende impactbelegger en is een volledige dochter van Triodos Bank. Triodos Investment Management heeft als zodanig uitgebreide sectorspecifieke kennis opgebouwd over sectoren als Energie & klimaat, Inclusieve financiële dienstverlening, Duurzame voeding & landbouw en impactbeleggen in beursgenoteerde aandelen en obligaties. Wij bieden impactoplossingen aan in vorm van private equity, leningen en beleggingen in beursgenoteerde aandelen en obligaties en hadden per 30 juni 2020 EUR 4,9 miljard aan vermogen onder beheer.

## Beleggen in positieve verandering

Voor meer informatie over de impactfondsen van Triodos en anderemoplossingen voor impactbeleggen kunt u contact opnemen met ons Investor Relations team op:  
+31 (0)30 694 2400  
TriodosIM@triodos.com  
[www.triodos-im.com/impact-equities-and-bonds](http://www.triodos-im.com/impact-equities-and-bonds)

## Publicatiedatum

November 2020

## Tekst

Maritza Cabezas Ludena / Joeri de Wilde /  
Hans Stegeman, Triodos Investment Management

## Ontwerp en layout

Via Bertha, Utrecht

## Omslagfoto

Marco Mons