



# EXPECTED RETURNS

2022  
2026

## THE ROASTING TWENTIES

DE  
TEMPERATUUR  
LOOPT OP

Experts in duurzaam beleggen van  
**ROBECOSAM**

**ROBECO**  
The Investment Engineers

Executive  
summary

# The Roasting Twenties

De  
temperatuur  
loopt op

De fascinatie van Elon Musk voor Nikola Tesla valt goed te begrijpen. Hij was immers de uitvinder van de wisselstroomtechnologie die aan de basis staat van de elektrische auto's van Musks bedrijf. In een interview met het blad *Collier's* in 1926, midden in wat de geschiedenis in zou gaan als de *roaring twenties*, voorspelde Tesla in wezen al het draadloze tijdperk: "Als draadloos perfect wordt toegepast, wordt de hele aarde omgezet in een enorm brein, wat het in feite is, allemaal deeltjes van een echt en ritmisch geheel. We zullen in staat zijn om onmiddellijk met elkaar te communiceren, ongeacht de afstand."

Dankzij technologieën als Zoom zijn we nu duidelijk aanbeland in het tijdperk dat Tesla voor ogen had, waarin we inderdaad “elkaar net zo perfect zien en horen alsof we van aangezicht tot aangezicht waren, ondanks tussenliggende afstanden van duizenden mijlen”. Net als veel van zijn collega’s in de roerige jaren 20 was Tesla een techno-optimist, geïnspireerd door het adembenemende tempo van de technologische vooruitgang aan het begin van de 20e eeuw.

Vooruitkijkend naar 2026 – het eind van onze 5-jaarshorizon in deze publicatie – is het niet moeilijk om gelijkenissen te zien tussen de jaren 20 van de vorige eeuw en de jaren 20 van deze eeuw. Net als een eeuw geleden zijn we net opgekrabbeld na een grote wereldwijde crisis in (en dankzij) een periode van snelle technologische verandering. Tussen 1919 en 1929 lag de Amerikaanse productiviteitsgroei gemiddeld genomen op 2,4%, wat 60 basispunten hoger is dan in het door oorlog en een pandemie geteisterde tweede decennium van de 20e eeuw. Voor het huidige decennium verwachten we een vergelijkbare verbetering. We zijn nu optimistischer dan vorig jaar over de impuls die de wereldeconomie kan krijgen van de aanbodkant. We verwachten een door investeringen aangedreven opleving van de productiviteitsgroei die de gematigde bbp-groei per hoofd van de bevolking in de periode 2009-2019 overtreft – vergelijkbaar met de forse stijging in de roerige jaren 20.

We zijn ook enthousiast over de vooruitzichten voor technologische doorbraken. Als Elon Musk in 2026 wordt geïnterviewd voor Forbes, of een vergelijkbaar magazine, is de kans groot dat hij nog meer reden heeft om optimistisch te zijn dan zijn inspiratiebron precies 100 jaar eerder had.

### We introduceren de Roaring Twenties

Toch zien we ook enkele cruciale verschillen tussen de roaring twenties en de wereld waar we nu in leven. Wat ons betreft past het label ‘roaring’ niet op het huidige decennium. In plaats daarvan spreken we liever van de *Roaring Twenties*.

Ten eerste berust de reden voor optimisme over de technologische en economische groei in het komende decennium (en dus ook in de komende vijf jaar waar we nu op vooruitblikken) op een paradox: het optimisme is verweven met de knoop in onze maag door de naderende klimaatramp. In de jaren 20 van de vorige eeuw konden mensen de goedkope, betrouwbare auto’s van Henry Ford nog afwimpelen met de vraag wat er mis is met het paard. Vandaag de dag is heel duidelijk wat er mis is met auto’s die worden aangedreven door fossiele brandstoffen en waarom vervanging noodzakelijk is. De verwachte productiviteitsgroei zal dan ook te danken zijn aan de noodzaak om de bestaande technologische grenzen te verleggen om de steeds complexere uitdagingen van een vergrijzende samenleving, gezondheids- en klimaatrisico’s en economische polarisatie het hoofd te bieden.

De aarde warmt op: uit een recent rapport van het Intergovernmental Panel on Climate Change blijkt dat de gemiddelde wereldwijde temperatuur in de komende twee decennia stijgt tot 1,5°C boven het pre-industriële niveau, zelfs in het meest optimistische scenario wat betreft uitstootreductie. Deze temperatuurstijging gaat gepaard met extremere weersomstandigheden, zoals overstromingen, hittegolven en orkanen. Bovendien ligt de zeespiegel in 2100 volgens voorspellingen mogelijk 50 centimeter hoger. Ontwikkelde economieën krijgen in toenemende mate te maken met fysieke klimaatrisico's, zoals we allemaal zagen met de recente bosbranden in Californië, Griekenland en Italië en de overstromingen in Duitsland en België. Onder wetenschappers bestaat geen enkele twijfel meer dat de klimaatverandering is veroorzaakt door menselijk handelen: de veranderingen in de afgelopen decennia zijn ongekend in de voorbije 2.000 jaar.<sup>1</sup> De prijs voor CO<sub>2</sub>-futures zit de laatste tijd in de lift en 86% van de beleggers denkt dat klimaatrisico in 2023 een belangrijke rol speelt in hun portefeuilles.<sup>2</sup> Maar toch zien we in de regionale aandelenwaarderingen nog niet de klimaatrisico's terug waaraan de verschillende regio's zijn blootgesteld.

1. Tussen 1800 en 2006 steeg de zeespiegel zo'n 1,7 millimeter per jaar en sinds 2006 bedraagt de stijging maar liefst 3,7 millimeter per jaar.

2. Bron: 2021 Robeco Global Climate Survey.

We verwachten dat beleggers de komende vijf jaar in hun assetallocatiebeslissingen steeds meer rekening gaan houden met klimaatrisico. Om ze daarbij te helpen hebben we onze Expected Returns dit jaar uitgebreid met een analyse van de invloed die klimaatfactoren kunnen hebben op de waardering van beleggingscategorieën, naast waarderings- en macro-economische factoren. We bespreken ook de potentiële klimaatgerelateerde risico's en kansen voor de verschillende beleggingscategorieën in het nieuwe hoofdstuk 'Klimaat'. Ten tweede verwachten we dit decennium veel letterlijke roasting te zien in metallurgische zin: om te voldoen aan de klimaatdoelen van Parijs moet de transitie naar groene energie worden versneld, waarvoor veel meer erts gesmolten moet worden. Volgens het Internationaal Energieagentschap zijn voor een offshore windturbine namelijk negen keer zoveel minerale hulpbronnen nodig (in gewicht) als voor een gascentrale, terwijl een doorsnee elektrische auto zes keer zoveel minerale grondstoffen nodig heeft als een conventionele auto. De elektrificatie van de transportsector vraagt vooral om grote hoeveelheden koper en aluminium.

Ten derde verwachten we na Covid-19 enige mate van roasting in het bedrijfsleven als gevolg van creatieve destructie en economische littekens. Nieuwe vormen van hybride werken en arbeidsbesparende technologische innovaties die voortvloeien uit de pandemie, kunnen een krachtige katalysator zijn voor productiviteitsgroei, terwijl de hete adem van nieuwe concurrenten (het aantal start-ups is fors gestegen na Covid-19) de achterblijvers in een industrie elimineert. Sommige sectoren krijgen na Covid-19 waarschijnlijk te maken met een structurele daling van de vraag en zombiebedrijven gaan vermoedelijk de structurele economische verandering voelen.

Daarmee zijn we aanbeland bij onze macro-economische voorspellingen. De dynamiek van de wereldeconomie was in 2020 en 2021 behoorlijk atypisch, met een plotselinge stilstand en een daaropvolgend herstel. Het resultaat hiervan is dat de macro-economische onzekerheid op het hoogste niveau ligt in de recente geschiedenis – hoger nog dan tijdens de periode van desinflatie begin jaren 80 en tijdens de wereldwijde financiële crisis in 2008. Dat betekent dat beleggers met een open blik moeten kijken naar het mogelijke economische landschap in de komende vijf jaar.

Op dit moment wordt de markt gedomineerd door de vraag of de inflatie van tijdelijke aard is of een langduriger karakter heeft. Het is nu nog te vroeg om deze vraag te beantwoorden. We denken dat op middellange termijn vier factoren een belangrijke rol gaan spelen in het vormgeven van het macro-economische landschap. En die moeten ook het nodige licht werpen op de inflatiediscussie.

De eerste is de schuldenerfenis van de Covid-schok, aangezien er geen sanering van de bedrijfsbalansen heeft plaatsgevonden zoals we die in een normale recessie wel zien. De tweede is de ontwikkeling van het beleidstrilemma, oftewel het vinden van een evenwicht tussen het beëindigen van de pandemie, de economie draaiende houden en het behoud van persoonlijke vrijheden. De derde factor is het samenspel tussen centrale banken en regeringen. Tot slot speelt ook de geopolitiek een belangrijke rol, want de spanningen tussen de supermachten van deze wereld lopen op.

### Laten we nu onze drie belangrijkste scenario's bekijken

In ons basisscenario, de **Roasting Twenties**, gaat de wereld over naar duurzamere economische groei, na een zeer vroeg in de cyclus opgetreden piek in het groeimomentum in 2021. Er is nog steeds geen duidelijke uitweg uit de Covid-19-pandemie, al hebben regeringen, consumenten en producenten een effectieve manier gevonden om om te gaan met een inmiddels bekende vijand.

In ontwikkelde economieën zorgt een negatieve reële rente voor een bovengemiddelde consumptie- en investeringsgroei, terwijl het verband tussen bedrijfs- en overheidsinvesteringen en de daaruit voortvloeiende productiviteitsgroei intact blijft. Een positief reëel rendement op kapitaalinvesteringen komt de reële lonen en de consumptiegroei ten goede. De onderhandelingspositie van werknemers wordt sterker, doordat meer babyboomers vervroegd met pensioen gaan na de pandemie – niet alleen in de ontwikkelde wereld, maar ook in China. Centrale banken willen dat hun economieën blijven groeien, maar niet al te snel, en in dit scenario hebben ze ook het geluk aan hun kant.

En hoe zit het met de vraag of de inflatie slechts tijdelijk is of structureel hoger komt te liggen? Die blijft grotendeels onbeantwoord, wat de status quo tussen toenemende cyclische en afnemende niet-cyclische inflatiekrachten weerspiegelt. Hierdoor hebben de Federal Reserve (Fed) en andere centrale banken uit ontwikkelde markten de ruimte om geleidelijk de monetaire omstandigheden te verkrappen, met in 2023 een eerste renteverhoging van 25 bp door de Fed en in de drie jaar daarna nog eens 175 bp aan verhogingen.

Ons optimistische scenario noemen we de *Silver Twenties*, omdat we daarin een *silver lining* zien voor de wereldeconomie die voortkomt uit de pandemie. Schokken, zoals de huidige pandemie, kunnen een positieve uitwerking hebben op de structuur van de samenleving. In dit optimistische scenario zorgen effectieve vaccins over de hele wereld voor groepsimmunitet en verliest Covid-19 geleidelijk terrein zonder dat daar maatregelen voor nodig zijn. De opluchting is immens en dus komen er *animal spirits* vrij: “de spontane neiging om liever iets te doen dan niets te doen”, zoals Keynes deze mindset beschreef in 1936. De USD 2,5 biljoen aan overtollige spaartegoeden van huishoudens, opgebouwd tijdens de pandemie, stroomt de reële economie in, terwijl elders de hoge spaarquotes zakken tot onder het historische gemiddelde.

De wereldeconomie weet de bovengemiddelde productiviteitsgroei langer vast te houden, doordat de verstoringen op de goederen- en arbeidsmarkt, die bedrijven dwongen zich aan te passen, sneller worden opgelost dan in ons basisscenario. Dat betekent dat de niet-cyclische inflatiedruk afneemt in 2022, terwijl de cyclische inflatie onder controle blijft dankzij snellere groei van de arbeidsproductiviteit als gevolg van meer verspreiding van technologie over sectoren. En nu de pandemie voorbij is, volgt een constructievere dialoog tussen de Verenigde Staten (VS) en China over een groot aantal onderwerpen.

Maar het is niet alleen maar goed nieuws wat de klok slaat en dus kunnen we dit scenario niet de Golden Twenties noemen: resultaatgerichte centrale banken gaan eerder verkrappen

dan in ons basisscenario, omdat hun doelen voor volledige werkgelegenheid en de inflatie eerder in zicht komen dan verwacht.

Tot slot ons pessimistische scenario: de **Stag Twenties**. In dit scenario wordt een vertraging van het economische groeimomentum in 2022 versterkt door hardnekkig hoge productie-kosten, die het gevolg zijn van aanhoudende verstoringen in de kapitaal- en arbeidsmarkten. Een oplossing voor het beleidstrilemma blijft uit: we raken de controle over de pandemie kwijt, doordat vaccins minder effectief zijn tegen nieuwe virusvarianten. Over de hele wereld worden weer strenge lockdowns ingevoerd, gevolgd door een schok aan de aanbodzijde zoals we die ook in 2020 zagen. De productiedaling die daar het gevolg van is, leidt tot lagere inkomensgroei. In 2023 komt de inflatie in ontwikkelde economieën uit op 3-4%, waardoor het ruime fiscale en monetaire beleid noodzakelijk blijft en stagflatie de kop opsteekt.

En nu komen de onderwerpen naar voren waarop afgelopen jaren de focus lag in onze Expected Returns-publicatie: torenhoge schuld niveaus bij bedrijven, hoge inkomens-ongelijkheid, de duurzaamheid van het euro-experiment en zombificatie. We belanden in een nieuwe recessie, die langer maar ook oppervlakkiger is dan de eerste neergang als gevolg van Covid-19. Na de uitbarsting van stagflatie volgt desinflatie, veroorzaakt door lagere consumptiegroei, hogere belastingen, gedwongen schuldafbouw, meer wanbetalingen door bedrijven en huishoudens, en een afgenomen vermogenseffect. In de vorige periode met stagflatie kregen de financiële markten namelijk een flinke schok voor de kiezen.

### Bevroren obligatiemarkten, verhitte aandelenmarkten

Wat betekent dit allemaal voor beleggers die hun geld aan het werk willen zetten in markten die zich alweer bijna op – en in sommige gevallen zelfs boven – het niveau van vóór de pandemie bevinden?

De huidige waarderingen, en dan vooral die van risicovolle beleggingen, lijken uit de pas te lopen met de economische cyclus en meer in de buurt te liggen van een laatcyclisch niveau. De dominante rol die centrale banken zich hebben aangemeten op de obligatiemarkten, heeft ervoor gezorgd dat de rente ver onder het niveau ligt dat de macro-economische en inflatieverwachtingen rechtvaardigen. Hoge waarderingen zijn doorgaans een voorbode voor benedengemiddelde rendementen op de middellange termijn in alle beleggingscategorieën, en voor Amerikaanse aandelen in het bijzonder. Dat is reden genoeg om het neerwaartse risico goed in de gaten te houden in een tijd waarin veel beleggers bang zijn om de slag te missen en kopen in de dip.

En toch kunnen ex-ante waarderingen historisch gezien slechts zo'n 25% van de daaropvolgende variatie in rendementen verklaren. De overige 75% is het gevolg van andere, voornamelijk macro-economische factoren. Vanuit macro-economisch oogpunt hoeft het gebrek aan synchroniciteit tussen de economische cyclus en de waarderingen geen probleem te zijn. Wij verwachten namelijk bovengemiddelde groei op de middellange termijn, wat een goed voorteken is voor de marges en de topline-groei. In ons basisscenario gaan we ervan uit dat de groei van de winst per aandeel voor de wereldwijde aandelenmarkten net boven de 10% uitkomt, wat de forse daling van de koers-winstverhoudingen goedmaakt. In eerdere periodes waarin de inflatie iets boven de doelstelling uitkwam – wat wij nu ook verwachten in ons basisscenario – deden aandelen het 4,4 procentpunt per jaar beter dan obligaties. In een wereld met een inflatie van minder dan 3% zou de correlatie tussen obligaties en aandelen negatief moeten blijven.

De reële rente blijft langere tijd negatief, maar we verwachten wel dat die tegen 2026 minder negatief wordt. Dat impliceert dat de temperatuur in sommige delen van het multi-

assetuniversum nog verder kan stijgen. Op dit moment is de nominale rente op 24% van het uitstaande schuldpapier wereldwijd negatief, wat beleggen in de obligatiemarkten een koude aangelegenheid maakt. Het is immers moeilijk om manieren te vinden die een positief rendement opleveren. Bronnen van carry binnen vastrentende beleggingen worden schaarser en zijn alleen nog maar te vinden in de risicovollere segmenten van de markt, zoals highyieldcredits en obligaties uit opkomende markten.

De overvloedige liquiditeit blijft rondklotsen en de impliciete risicopremies op aandelen zijn nog altijd aantrekkelijk, waardoor TINA – *there is no alternative* – de dienst blijft uitmaken. Met andere woorden, het is moeilijk om alternatieven te vinden voor aandelen. Al met al verwachten we dat het nemen van risico wordt beloond in de komende vijf jaar, maar we denken ook dat het opwaartse potentieel gaat afnemen. Grote winsten voor de aandelenmarkten zijn nog steeds mogelijk, maar de kansen nemen wel af.

Nikola Tesla voorspelde dat de gematigde zones van deze wereld “heel koud of heel warm” zouden worden. Inmiddels weten we dat beide extremen naast elkaar kunnen bestaan.<sup>3</sup> Vermogensbeheerders moeten dan ook nagaan hoe hun portefeuille tegelijkertijd een bevroren obligatiemarkt en verhitte aandelenmarkt kan doorstaan in de komende vijf jaar.

3. Alleen al in Griekenland zijn in 2021 temperaturen gemeten die uiteenlopen van -19°C tot +48°C.

#### Verwachte rendementen 2022-2026

	Verwacht jaarlijks rendement komende 5 jaar	
	EUR	USD
<b>Obligaties</b>		
Binnenlandse AAA-staatsobligaties	-1,50%	1,00%
Staatsobligaties wereldwijde ontwikkelde markten (afgedekt)	-0,50%	0,75%
Wereldwijde investmentgradecredits (afgedekt)	0,25%	1,50%
Wereldwijde highyieldbedrijfsobligaties (afgedekt)	1,50%	2,75%
Staatsobligaties opkomende markten (lokaal)	2,75%	3,75%
<b>Cash</b>	-0,25%	1,00%
<b>Aandelen</b>		
Aandelen ontwikkelde markten	4,25%	5,25%
Aandelen opkomende markten	4,00%	5,00%
Beursgenoteerd vastgoed	3,75%	4,75%
Grondstoffen	5,00%	6,00%
<b>Consumentenprijzen</b>		
Inflatie	2,00%	2,25%

Bron: Robeco. September 2021. De waarde van uw beleggingen kan fluctueren en in het verleden behaalde rendementen bieden geen garantie voor de toekomst.

## Belangrijke informatie

Robeco Institutional Asset Management B.V.), hierna Robeco, heeft een vergunning van de Autoriteit Financiële Markten te Amsterdam als beheerder van instellingen voor collectieve beleggingen in overdraagbare effecten (ICBE's) en alternatieve beleggingsfondsen (AIF's). Deze publicatie is uitsluitend bedoeld voor professionele beleggers. De informatie in deze publicatie is derhalve niet bedoeld voor derden, zoals particuliere klanten, en het is niet toegestaan deze informatie geheel of gedeeltelijk aan hen te verstrekken.

Deze publicatie bevat informatie over Robeco's specifieke vaardigheden, maar is geen aanbeveling om financiële instrumenten te kopen of verkopen. Robeco is niet aansprakelijk voor enige schade voortvloeiend uit het gebruik van enige uitdrukkelijke of stilzwijgende mening of informatie opgenomen in dit document. Alle rechten van Robeco met betrekking tot deze publicatie blijven voorbehouden aan Robeco.

Niets uit deze publicatie mag worden verveelvoudigd, opgeslagen in een geautomatiseerd gegevensbestand en/of openbaar gemaakt in enige vorm of op enige wijze, hetzij elektronisch, mechanisch, door fotokopieën, opnamen of op enige andere manier zonder voorafgaande schriftelijke toestemming van Robeco.

## Contact

### Robeco

Postbus 973  
3000 AZ Rotterdam  
Nederland

T +31 10 224 1 224

I [www.robeco.com](http://www.robeco.com)

