

5-YEAR EXPECTED RETURNS

Het tijdperk van verwarring

EXECUTIVE SUMMARY

2023

2027

Executive summary

Het tijdperk van verwarring

Voor
professionele
beleggers

Rond 1720 schreef Johann Sebastian Bach – volgens velen een van de grootste klassieke componisten aller tijden – een buitengewoon complexe fuga in b-mineur. Die was namelijk niet alleen voor vier stemmen, maar had ook een thema met alle 12 toonhoogten in de chromatische toonladder, iets wat ongekend was in die tijd. Doordat het thema alle noten in het octaaf omvat, lijkt de fuga een totaal gebrek aan harmonie te hebben. Dat was ook de reden waarom een van Bachs critici de fuga afdeed als “verwarrend”. Het stuk bleek echter revolutionair te zijn. Op het randje van atonaliteit zinspeelde de fuga van Bach al op een grote paradigmaverschuiving in de muziekwereld, die zich pas twee eeuwen later zou aandienen. Want toen gebruikte Arnold Schönberg deze fuga als inspiratiebron om atonale muziek te componeren, waarmee hij de conventionele wereld van tonale muziek achter zich liet.

EXECUTIVE SUMMARY

De fuga van Bach weergalmt luid in de hedendaagse financiële markten. Door het veelvoud aan recente schokken en de hardnekkigheid ervan klinkt een gevoel van desoriëntatie door in de torenhoge volatiliteit op de obligatiemarkt, die het gevolg is van de hoogste Amerikaanse inflatie en laagste Chinese bbp-groei in 40 jaar. Net zoals de vier verschillende stemmen in Bachs fuga speelt ook het orkest van de financiële markten dit jaar vier verschillende regimes, die elkaar in snel tempo afwisselen. Zo zagen we dit jaar een stijgende nominale Treasury-rente met dalende creditspreads (hoge risicobereidheid), een dalende Treasury-rente met stijgende creditspreads (lage risicobereidheid), een stijgende Treasury-rente met stijgende creditspreads (kwantitatieve verkrapping), en een dalende Treasury-rente met dalende creditspreads (kwantitatieve verruiming).

Onze *five-year outlook* van vorig jaar, met de titel *The Roasting Twenties*, had als subtitel 'de temperatuur loopt op'. Helaas moeten we nu, één jaar later, concluderen dat de temperatuur is opgelopen zoals in een snelkookpan, en niet alleen door de opwarming van de aarde. Een verhitte oorlogsstrijd in Europa die leidt tot een energiecrisis, een voedselcrisis en een inflatie in ontwikkelde economieën van in de dubbele cijfers, waren uiteraard niet ingeschat. Covid lijkt op weg om endemisch te worden, maar blijft wel het land met de grootste bijdrage aan de wereldwijde groei teisteren: China. Een land dat ook nog eens te kampen heeft met een vastgoedcrisis en droogte.

Het tijdperk van verwarring draait om veelvoudigheid, hardnekkigheid en reflexiviteit

In onze ogen zijn we nu het tijdperk van verwarring ingegaan. Verwarring die het gevolg is van de vele bewegende elementen waar marktpartijen mee te maken hebben, waardoor de visies van analisten over belangrijke wegwijzers verder uiteenlopen dan normaal. Denk bijvoorbeeld aan de effectiviteit van het monetaire en fiscale beleid, klimaatverandering, de impact van de energie- en voedselprijzen, het groeipad van China, de schuldenberg, zombificatie, en geopolitieke ontwikkelingen. Deze grotere onzekerheid is terug te zien in het feit dat de volatiliteit van de prognose van analisten voor de wereldwijde verwachte winst over 12 maanden bijna is verdubbeld ten opzichte van vóór de Covid-pandemie. Dit tijdperk van verwarring wordt aangedreven door een veelvoud aan recente schokken, de hardnekkigheid ervan en de reactie op die schokken. We constateren de verwarring of desoriëntatie voornamelijk in drie belangrijke gebieden: het gebrek aan inzicht in de inflatie, de verschuiving in monetair beleid, en de aanhoudende discussie over de vraag of de Grote Matiging voorbij is.

Inzicht in het gebrek aan inzicht in inflatie

In de eerste plaats bestaat er verwarring over het ontstaan van inflatie, en binnen centrale banken is die verwarring een kritieke factor.

Begin 2021 zei voorzitter van de Amerikaanse Federal Reserve (Fed) Jerome Powell dat we de relatie tussen geldhoeveelheid en productie en inflatie zoals die staat beschreven in monetaire handboeken misschien maar moesten vergeten. Andere centrale bankiers, of voormalig centrale bankiers zoals Mervyn King, waren het daar niet mee eens. Zij zijn het namelijk nog steeds eens met de uitspraak van Milton Friedman dat "inflatie altijd en overal een monetair fenomeen is" en zijn van mening dat centrale banken geen extra geld hadden moeten drukken in de nasleep van de Covid-recessie. In Hoofdstuk 4 laten we zien dat het onverstandig is om de uitspraak van Friedman te vergeten, zelfs bij een lage omloopsnelheid van geld.

Natuurlijk bestaat er ook verwarring over het toekomstige inflatiepad. De inschatting van centrale bankiers van vorig jaar dat de inflatie van 'tijdelijke' aard zou zijn, is allang ingehaald door de werkelijkheid. Powell moest toegeven: "Ik denk dat we nu beter weten hoe weinig we weten van inflatie". De grote centrale banken zijn in hun prognoses ten prooi gevallen aan dezelfde misvatting: door alleen maar een inflatiedoelstelling te formuleren, laten ze hun modellen draaien op de aanname dat de inflatie op de lange termijn altijd weer daalt tot 2%. Daarmee hebben centrale bankiers de plank misgeslagen in het herstel na de pandemie, waardoor ze achter zijn gaan lopen op de curve. Uiteindelijk nemen ze niet alleen het risico dat het zogeheten 'verwachtingkanaal' voor monetaire transmissie instort als de inflatieverwachtingen loskomen

EXECUTIVE SUMMARY

van de doelstelling, maar ook dat ze hun eigen geloofwaardigheid als inflatiehoeders te grabbel gooien. Dit jaar hebben centrale bankiers dat risico duidelijk onderkend, door af te stappen van het woord 'tijdelijk' en een snelle verkrappingscyclus in gang te zetten.

In onze publicatie van vorig jaar waarschuwden we dat "de inflatie minder tijdelijk kan blijken te zijn dan aangenomen", gebaseerd op het idee dat de historisch hoge macro-economische onzekerheid als gevolg van de Covid-schok zou leiden tot een langere periode van economische herbalancing. Geruststellend is dat het herstel van het evenwicht al aan de gang is, waarbij de verlichting van de druk op de toeleveringsketen is terug te zien in dalende vrachtprijzen en lagere prijzen voor basisgoederen. Aan de vraagkant is de extreem hoge goederenconsumptie in de jaren 2020 en 2021 inmiddels genormaliseerd. De reële olieprijs is gedaald en nu de basiseffecten van een vertragende olieprijs jaar-op-jaar duidelijk zichtbaar worden in de headline-inflatie, zouden centrale bankiers het iets makkelijker moeten krijgen.

Er is echter een obstakel. In dit stadium hadden de basiseffecten van de energieprijzen al tot dalende CPI-cijfers moeten leiden, maar deze effecten zijn tenietgedaan door reflexiviteit¹: zodra de berichten over de kosten van levensonderhoud veranderen, reageren economische partijen daarop en gaan ze compensatie eisen via lonen en indexering van pensioenen. Reflexiviteit duidt erop dat het beginnende proces van desinflatie na de piekinflatie grillig kan verlopen en niet automatisch betekent dat de inflatie netjes daalt in de richting van de inflatiedoelstellingen van centrale banken. Zelfs als de exogene inflatieschokken (voedsel/energie) wegebben in 2023, leidt de reactie van binnenlandse producenten en consumenten tot endogene effecten waarbij de binnenlandse inflatiebronnen (diensten, huren) toenemen.

1. Een term die George Soros in zijn boek "The alchemy of finance" (1987) introduceerde in de economische discipline.

De opkomst van desinflatie geeft dus nog geen antwoord op de vraag waar de inflatie op middellange termijn naartoe gaat. Nadat de financiële markten in 2022 al werden verrast door zowel het veelvoud aan schokken als de hardnekkigheid ervan, zou reflexiviteit een nieuw aspect kunnen vormen dat de episode van verwarring over de inflatie kan verlengen, tegen een achtergrond van toegenomen onderhandelingsmacht van arbeid versus kapitaal. Hoewel we vinden dat de lat voor verankering van de inflatie vrij hoog ligt en we weten dat recessies – die wij in elk scenario verwachten, in welke vorm dan ook – zeer desinflatoir zijn, is een rechtse scheefheid in de frequentieverdeling voor de verwachte inflatie in ontwikkelde economieën een belangrijke rode draad voor 2023-2027.

Een historische omslag in monetair beleid

De tweede reden waarom we in onze ogen het tijdperk van verwarring ingaan, is dat een grote verschuiving op de financiële markten van de grond komt, met de overstap van kwantitatieve verruiming naar kwantitatieve verkrapping door centrale banken. De reden voor deze verschuiving is dat de premie voor inflatierisico ons leert dat de decenniumlange vrees voor deflatie is omgeslagen in angst voor inflatie, wat de noodzaak voor kunstmatig lage rentes en onconventionele verruimingsmaatregelen wegneemt. We bevinden ons hier grotendeels op onbekend terrein. Gewend als ze zijn aan de *Fed put* interpreterden de markten slecht macronieuws als goed nieuws, omdat er dan meer goedkoop geld op komst was. Een hele generatie handelaren en ook algoritmes, zijn er nu op ingesteld dat de balans van centrale banken als percentage van het bbp een stijgende lijn vertoont. Deze opwaartse trend heeft gezorgd voor enorme vermogensreflatie. Ondanks de forse daling van de multiples in het voorbije jaar ligt de genormaliseerde koers-winstverhouding van de S&P 500 nog altijd 97% hoger dan toen voormalig Fed-voorzitter Ben Bernanke het eerste kwantitatieve verruimings-programma aankondigde in november 2008. Nu centrale banken op het punt staan hun balans juist weer te verkleinen, is het te makkelijk om gewoon aan te nemen dat kwantitatieve verkrapping het spiegelbeeld van kwantitatieve verruiming oplevert en dus dat alles al volledig is ingeprijsd in de huidige koersen. De milde verkrapping in de periode 2017-2019 in de VS leert ons dat de impact op de liquiditeit asymmetrisch is naar beneden. In een wereld waarin het inflatierisico vooral naar boven is gericht, is slecht macronieuws per slot van rekening simpelweg slecht nieuws.

Afscheid van de Grote Matiging?

Ten derde hebben de veelvoudigheid, hardnekkigheid en daaropvolgende reflexiviteit die voortkomt uit de recente schokken een brede macro-economische discussie op gang gebracht over de vraag of de Grote Matiging voorbij is. Hoewel verwarring wel een indicatie kan zijn van een ophanden zijnde paradigmaverschuiving, is verwarring op zichzelf niet voldoende. In onze ogen is de toekomst minder voorspelbaar geworden en we blijven agnostisch over een regimewisseling in de komende vijf jaar, al is wel duidelijk dat de Grote Matiging wordt onderbroken door vlagen van stagflatie.

Grote beweringen over paradigmaverschuivingen vragen om een grote bewijslast. En wij zien nog onvoldoende bewijs voor de conclusie dat we ons in de buurt van een kantelpunt bevinden, waarbij reflexiviteit ervoor zorgt dat de inflatie in ontwikkelde economieën uit de hand loopt. Wanneer de aanhoudende demografische omslag in China – het land met de grootste bijdrage aan de wereldwijde groei – per saldo uiteindelijk een desinflatoire kracht blijkt te zijn, en een langere periode van schuldafbouw in de grote vastgoedsector resulteert in gematigde consumptiegroei, dan kan de Grote Matiging ook zomaar aanhouden. Maar als al te groeigevoelige centrale banken de verkrappingscyclus voortijdig afbreken, zonder de angel uit de inflatie te halen naarmate China verder herstelt, komt het afscheid van het tijdperk van Grote Matiging waarschijnlijk steeds dichterbij.

Onze scenario's

Wat zijn in onze ogen nou de meest waarschijnlijk scenario's op basis van al het bovenstaande? In ons basisscenario, **de harde landing die de inflatie beteugelt**, volgt de wereldeconomie een lang en hobbelig herstelpad, nadat een Amerikaanse recessie in 2023 de vraag genoeg heeft afgekoeld om de angel uit de inflatie te halen. De renteverlagingen door de Fed tijdens de volgende recessie hebben niettemin een agressieve ondertoon, aangezien de inflatie naar verwachting blijft hangen in een overgangsgebied (gemiddeld 2,6% in de periode 2023-2027). De investeringen voor het herstel van toeleveringsketens vergroten de veerkracht, maar tasten ook de efficiëntie aan. Drie motoren – een lage reële rente, een spaaroverschot en betaalbare huizen – die de bovengemiddelde consumptiegroei in de komende vijf jaar staande kunnen houden in ontwikkelde economieën, beginnen wat te sputteren. Daarom stellen we het groeitraject voor de VS naar beneden bij, van 2,3% naar een benedengemiddelde geannualiseerde reële bbp-groei van 1,75% in de komende vijf jaar. De verslechterende demografische situatie in China zorgt ervoor dat de reële groei van de activiteit daar vertraagt tot onder de 5%.

In ons optimistische scenario, **de Silver Twenties**, zien we een silver lining tevoorschijn komen uit het veelvoud aan recente schokken. We verwachten dat de Amerikaanse reële bbp-groei in 2024 weer stijgt naar 3,75% en dat de geannualiseerde bbp-groei over vijf jaar uitkomt op een gezonde bovengemiddelde 2,75% in de periode 2023-2027. Dit is gebaseerd op onze visie dat innovaties die voortvloeiën uit groene investeringen en de hausse aan investeringen na de Covid-pandemie eindelijk zichtbaar worden in de productiviteitscijfers. De onlangs goedgekeurde Inflation Reduction Act in de VS gaat een cyclische opleving van groene investeringen teweegbrengen. Europa neemt versneld afstand van Rusland als belangrijke energieleverancier, via importterminals voor vloeibaar gas (LNG) en bijbehorende langlopende LNG-contracten, en wordt strategisch onafhankelijk van Rusland. Daarnaast draagt het REPowerEU-plan van de Europese Commissie bij aan de Fit for 55-doelstelling van Europa. In 2023 weet China groepsimmunitet te bereiken en lukt het om de schulden in de vastgoedsector gecontroleerd af te bouwen, waardoor het jaarlijkse groei-doel van 5,5% van de Chinese Communistische Partij wordt behaald.

In ons pessimistische scenario, **de Stag Twenties**, zijn de huidige wereldwijde verkrappingscyclus en de daaruit voortvloeiende recessie in 2023 niet voldoende om de hardnekkige inflatie de kop in te drukken. In dit scenario worden talloze risico's werkelijkheid, doordat de reflexiviteit hoog is, zowel op de financiële markten als in de reële economie. In navolging van de Fed onder leiding van Paul Volcker in de jaren 80 zijn er twee recessies nodig om de inflatie te beteugelen. De Fed

EXECUTIVE SUMMARY

toont een grotere gevoeligheid voor groei naarmate de verkrappingscyclus vordert en verlaagt de Amerikaanse beleidsrente tijdens de recessie in 2023-2024 verder dan in ons basisscenario. Toch houdt de recessie langer aan, doordat het consumentenvertrouwen minder snel herstelt dan in de andere scenario's als gevolg van de hoge inflatie.

De problemen aan aanbodzijde blijven aanhouden tegen een achtergrond van hoge geopolitieke spanningen, waardoor de kerninflatie weer versnelt naar 4,75% in 2025. De Fed maakt zich hier grote zorgen over en begint aan een agressieve verkrappingscyclus. De yield curves keren weer om en rond 2026/2027 volgt er een nieuwe, zwaardere recessie. De geannualiseerde bbp-groei over vijf jaar komt uit aan de onderkant van de historische bandbreedte, waarbij de Amerikaanse bbp-groei blijft steken op slechts 0,95% in de periode 2023-2027.

Op dit moment is het heel plausibel om extremere en meer afwijkende scenario's te verwachten voor de komende vijf jaar – uiteenlopend van regelrechte deflatie na een harde landing, tot een economische situatie waarin de inflatoire psychologie zich nestelt waardoor de inflatie een omslagpunt bereikt en uit de hand loopt. Hoewel aannemelijk, zijn dergelijke toestanden van de wereld in onze ogen toch niet heel waarschijnlijk en vormen ze zeer onstabiele evenwichten.

Lage tot negatieve reële rendementen, gematigde risicopremies

Hoe voorkomen beleggers in het tijdperk van verwarring dat ze uit koers raken? Door de ontwikkelingen te bekijken vanuit het oogpunt van veelvoudigheid, hardnekkigheid en reflexiviteit. Verwarring op de financiële markten is niets nieuws – sterker nog, verwarring is voor beleggers al vanaf het allereerste begin iets waar ze mee te maken hebben. Dat blijkt wel uit het boek *Confusion of Confusions* van Joseph de la Vega uit 1688, over de eerste aandelenbeurs ter wereld in het 17e-eeuwse Amsterdam. Verwarring levert kansen op voor actieve beleggers. Op de financiële markten zou het tijdperk van verwarring wel eens kunnen uitmonden in een tijdperk van alphas voor bekwame actieve beleggers, nu het tij van overvloedige liquiditeit wegeeft die het mogelijk maakte om makkelijk geld te verdienen.

We verwachten dat het rendement op beleggingen in euro's de komende vijf jaar onder het historische langetermijngemiddelde blijft, vooral doordat de risicovrije rente onder het trendniveau ligt en de risicopremies in sommige gevallen gematigd zijn, behalve voor grondstoffen. Voor beleggers in Amerikaanse dollars met een internationale portefeuille zijn de prognoses wat rooskleuriger. Wij verwachten namelijk dat de bullmarkt voor de dollar ergens in de komende vijf jaar op zijn einde loopt en dat andere valuta's in waarde gaan stijgen ten opzichte van deze munt.

We hebben het verwachte rendement voor aandelen met 0,25% verlaagd, wat resulteert in een verwacht nominaal totaalrendement van 4% voor aandelen uit ontwikkelde markten in euro's. De stijging van de nominale risicovrije rente sinds september 2021 heeft geleid tot een verhoging van het verwachte rendement voor veel vastrentende beleggingscategorieën, met een verhoging van maar liefst 1,5% voor staatsobligaties uit ontwikkelde markten (afgedekt naar de euro).

In vergelijking met vorig jaar wordt het nemen van risico op ontwikkelde aandelenmarkten iets minder beloond dan het nemen van risico op de vastrentende markten. Dit is de eerste keer sinds we 12 jaar geleden onze eerste Expected Returns publiceerden dat onze voorspelling voor de risicopremie op ontwikkelde aandelenmarkten voor eurobeleggers onder het langetermijngemiddelde voor de excess return ligt. Dit komt deels doordat we een niveaoverschuiving in de volatiliteit van de consumptie verwachten die op middellange termijn een hogere risicopremie voor aandelen rechtvaardigt dan op dit moment door de markt wordt weerspiegeld. Wat betreft nominaal absoluut rendement is er in het traditionele multi-assetuniversum echter nog steeds amper een alternatief voor aandelen voorhanden, waarbij voor beleggers in euro's alleen grondstoffen op gelijke voet staan met het aandelenrendement.

EXECUTIVE SUMMARY

Verwachte rendementen 2023-2027

	Verwacht jaarlijks rendement komende 5 jaar	
	EUR	USD
Vastrentende waarden		
Cash binnenland	1,00%	2,50%
Binnenlandse AAA-staatsobligaties	-0,50%	3,25%
Staatsobligaties wereldwijde ontwikkelde markten (afgedekt)	1,00%	2,50%
Staatsobligaties opkomende markten (lokaal)	2,75%	5,75%
Wereldwijde investmentgradecredits (afgedekt)	1,75%	3,25%
Wereldwijde highyieldbedrijfsobligaties (afgedekt)	2,75%	4,25%
Aandelen		
Aandelen ontwikkelde markten	4,00%	7,25%
Aandelen opkomende markten	5,25%	8,25%
Beursgenoteerd vastgoed	3,75%	6,75%
Grondstoffen	4,00%	7,00%
Consumentenprijzen		
Inflatie	2,25%	2,75%

Bron: Robeco. September 2022. De waarde van uw beleggingen kan fluctueren en verwachte rendementen bieden geen garantie voor de toekomst.

Voor een wereldwijd gespreide portefeuille wordt het een flinke uitdaging om zijn reële koopkracht te behouden, want we hebben vastgesteld dat een wereldwijd gespreide portefeuille met aandelen en obligaties uitkomt op een reëel – d.w.z. gecorrigeerd voor inflatie – rendement van -2,9% per jaar bij een jaarlijkse inflatie boven de 4%. Met andere woorden, inflatoire periodes zijn met afstand het meest ongunstig als het gaat om de koopkracht van beleggers. Met uitzondering van ons optimistische scenario verwachten we voor ontwikkelde economieën een inflatie tussen 2,5% en 5%. Dit levert zonder meer ook een uitdaging op voor het spreiden van portefeuilles, aangezien de correlatie tussen aandelen en obligaties in ontwikkelde markten doorgaans positief is in dit inflatiebereik. De zoektocht naar alternatieve beleggingen om het aandelenrisico af te dekken houdt dus aan. In dit opzicht merken we nog op dat we onze prognose voor vastgoed niet hebben verlaagd, terwijl grondstoffen naar verwachting een rendement rond het langetermijngemiddelde blijven realiseren, ondanks het supercycluserendement op grondstoffen in de afgelopen twee jaar.

Bachs laatste fuga in b-mineur uit *Das Wohltemperierte Klavier* deed het heersende paradigma van de 18e-eeuwse muziekwereld op zijn grondvesten schudden en inspireerde Beethoven, Mendelssohn en vele anderen in latere eeuwen. Toch heeft Bach de boel niet omvergeworpen, want uiteindelijk bleven zijn composities wel tonaal van aard. Op dezelfde manier zal het tijdperk van verwarring de fundamenten van de Grote Matiging van de voorbije 40 jaar flink op de proef stellen en veranderen, maar worden die mogelijk nog niet omvergeworpen. ●

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.

© Robeco – mei 2022

