

Geen vertrouwen, geen verandering

Vooruitzichten geavanceerde
economieën 2022

Joeri de Wilde

Triodos  Investment Management



Wij geloven dat 2022 in het teken van vertrouwen in beleidsmakers zal staan. Nu het economisch herstel in de geavanceerde economieën in een lagere versnelling komt, komen korte- en langetermijnvraagstukken volop in beeld en gaan die met elkaar botsen. Aanbodbeperkingen en een hoge inflatie die langer aanhoudt dan verwacht, zijn een test voor de houdbaarheid van het zeer ruime monetaire beleid en van de zeepbellen op de financiële markten. De groeiende sociale onrust stelt het coronabeleid van regeringen op de proef én vraagt om plannen die de toenemende ongelijkheid en de enorme overheidsschuld aanpakken. En de voortdurende opwarming van de aarde in de nasleep van COP26 zet de autoriteiten onder druk om voor de klimaatverbintenissen eindelijk met doortastende beleidsmaatregelen te komen.

Dit alles vindt plaats tegen de achtergrond van weer een jaar met boven-potentiële expansie van de economische bedrijvigheid in de wereld, gesteund door het verder vrijkomen van de ingehouden vraag. Maar beleidsfouten kunnen dit normalisatieproces gemakkelijk verstoren. Het is aan de beleidsmakers om te zorgen voor nieuw vertrouwen in daadwerkelijke verandering. Dat kan dan als katalysator werken voor bredere actie op het gebied van duurzaamheid. Besluiteloosheid, aan de andere kant, zal het gevoel dat alles bij het oude blijft alleen maar meer versterken.

Wereldeconomie

Verder herstel op wankele fundamenten

Joeri de Wilde

Voor 2021 verwachten wij een indrukwekkende groei van de wereldeconomie met 5,7%. Ondersteund door ongekende monetaire en budgettaire stimuleringsmaatregelen en door de vooruitgang in de vaccinatiecampagnes hebben de geavanceerde economieën zich in recordtempo hersteld van de recessie die door het coronavirus is veroorzaakt. In de eerste helft van 2021 was er wijdverbreid vertrouwen dat de beleidsreactie in de geavanceerde economieën de weg had geëffend voor herstel door middel van reflatie, d.w.z. een lange periode van krachtige economische groei gekoppeld aan een zeer lage inflatie.

We weten nu dat die inflatieverwachtingen onrealistisch waren. Er zijn nieuwe, besmettelijker virusvarianten opgedoken en COVID-19 ontwikkelt zich geleidelijk tot een endemische ziekte. Intussen is uit de beperkingen aan de aanbodzijde gebleken dat de lockdowns meer ontwricht hebben dan eerst gedacht. Samen met de forse stijging van de grondstoffenprijzen is daardoor de inflatie ver boven de eerdere verwachtingen uitgestegen, terwijl de economische groeidynamiek tegelijkertijd werd afgeremd. Daardoor brokkelt het vertrouwen in beleidsmakers sinds de zomer steeds verder af.

Ondanks dat we van het perfecte hersteltraject afwijken, voorspellen wij in ons **basisscenario** nog steeds een boven-potentiële expansie van de

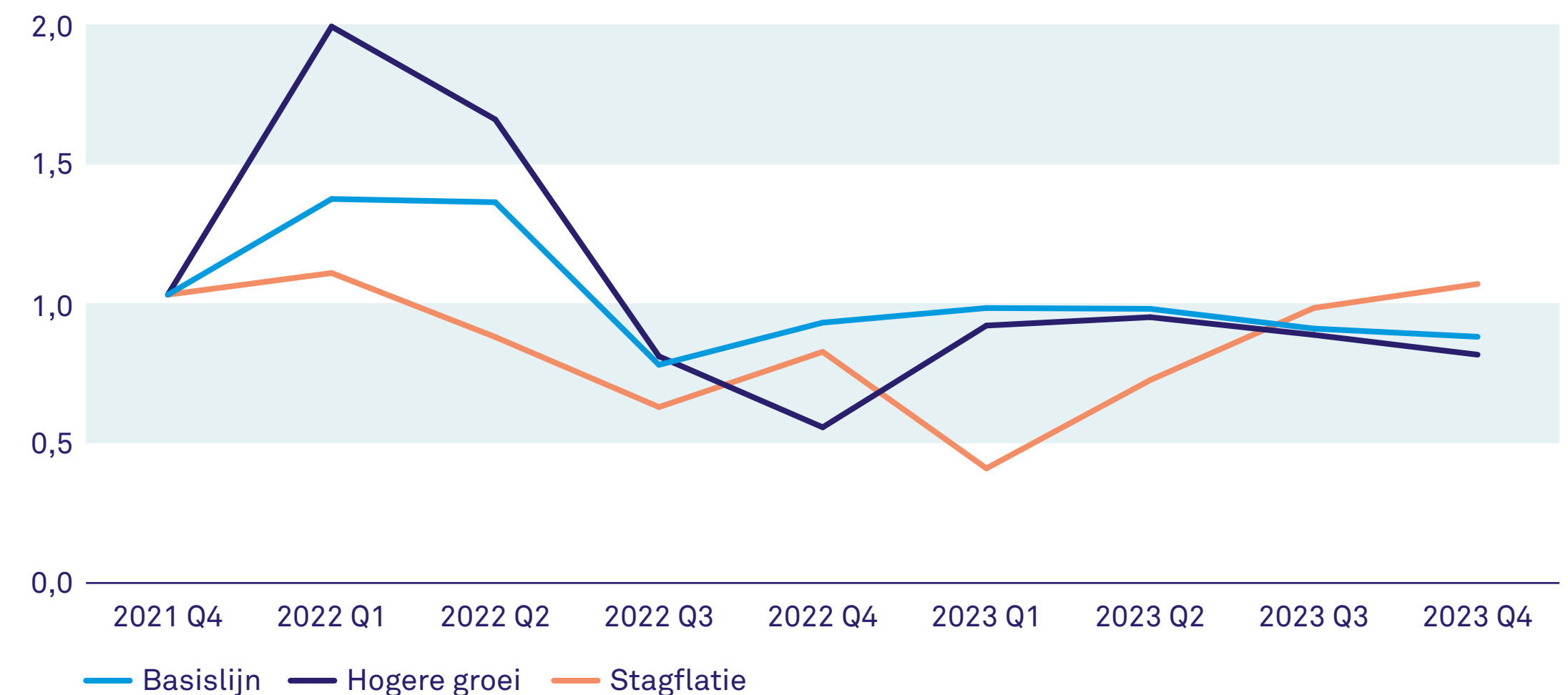
wereldeconomie met 4,4% in 2022. Dat scenario vertrekt van onze verwachting dat het verlies van vertrouwen in beleidsmakers zal vertragen omdat de aanbodbeperkingen (inclusief de krappe arbeidsmarkten) in de loop van het eerste kwartaal afnemen en de inflatie in de tweede helft van het jaar sterk zal dalen. Een zeer geleidelijke vooruitgang in de coronasituatie dankzij regelmatige boosters en mogelijk nieuwe doeltreffende geneesmiddelen vertraagt ook de afname van het vertrouwen. Dit zet de deur open voor een aanhoudend sterke consumptie als gevolg van de inhaalvraag van zowel huishoudens als bedrijven. In dit scenario worden het monetaire beleid en het begrotingsbeleid slechts langzaam strakker.

In ons **stagflatiescenario** gaan wij uit van een expansie van de wereldeconomie met 3,6% in 2022. Aanhoudende verstoringen door virusuitbraken gaan gepaard met een aanhoudend hoge inflatie van begin 2022 tot eind 2023. Hierdoor gaat het vertrouwen in beleidsmakers om het perfecte herstel mogelijk te maken weer sneller verloren, en dat leidt een daling in consumptie bij huishoudens, in bedrijfsinvesteringen en in internationale handel. Er komt sneller strakker monetair beleid dan in het basisscenario, aangezien aanhoudende pieken in de inflatie beleidsmakers aanzetten tot actie. Eind 2023 bedraagt het verlies aan BBP-groei ten opzichte van het basisscenario 1,7%.

In ons **hogere groeiscenario** voorspellen wij een expansie van de mondiale economische activiteit met 5,2% in 2022, aangezien beperkende maatregelen volledig opgeheven kunnen worden door een snel verbeterende mondiale coördinatie van de vaccindistributie, een steeds hogere vaccinatiegraad per land en doeltreffende medicijnen. Hierdoor stijgt het vertrouwen in beleidsmakers en de toekomstige economische vooruitzichten, met meer consumptie van de huishoudens door een snellere normalisatie van

het gespaarde bedrag en door meer bereidheid om een deel (30%) van het spaaroverschot uit te geven. Het wegvallen van de aanbodbeperkingen doet intussen de inflatie dalen. In dit scenario wijken het monetaire beleid en het begrotingsbeleid niet zo erg van het basisscenario af.

Figuur 1 Reële BBP-groei (Q-o-Q %)



Bron: NiGEM, Triodos Investment Management

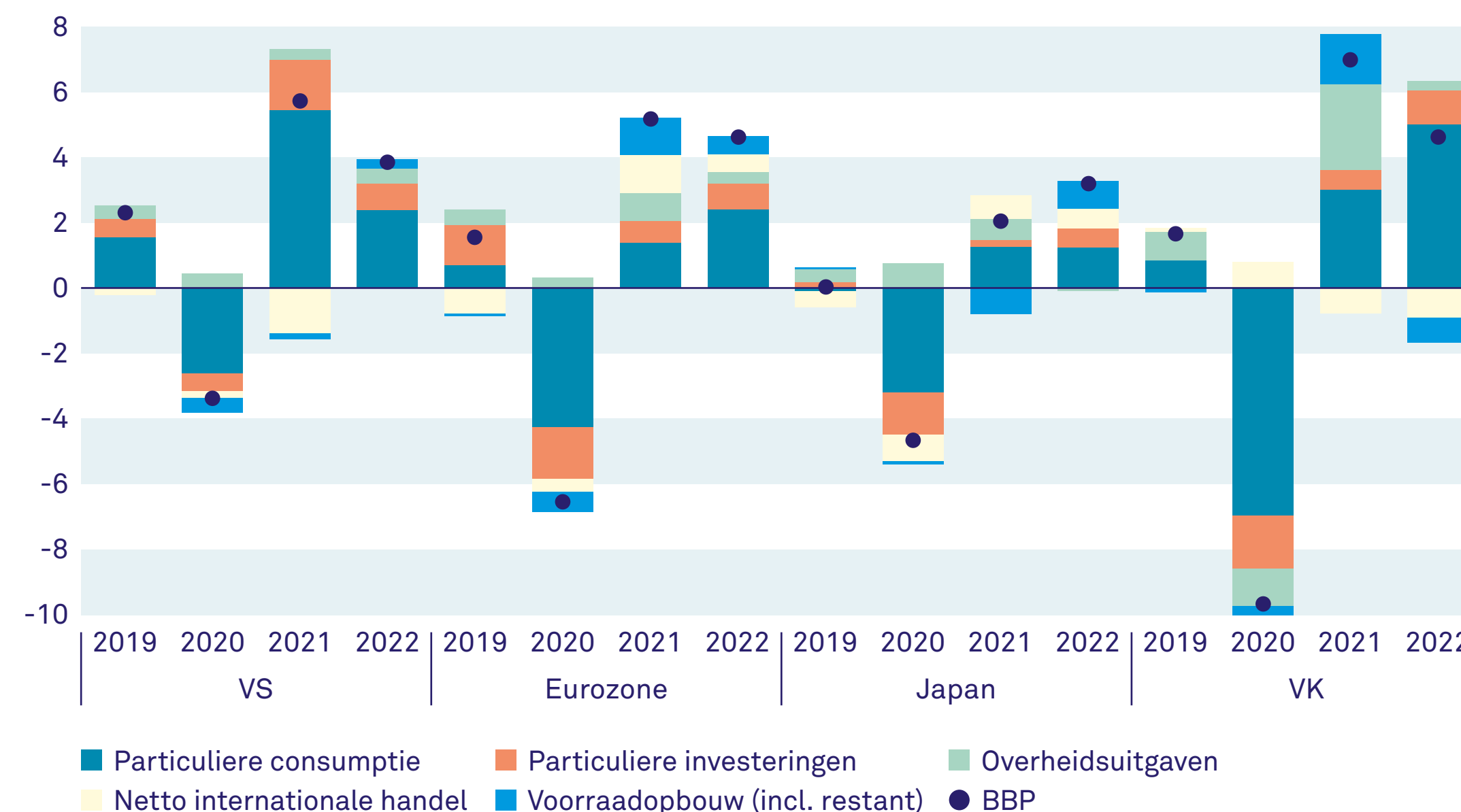
Vertrouwen essentieel voor verdere vrijmaking van ingehouden vraag

In ons basisscenario gaan wij ervan uit dat alle grote geavanceerde economieën nog een jaar groei boven hun langetermijngemiddelde meemaken. De consumptie van huishoudens is verreweg de sterkste drijvende kracht achter deze expansie van economische activiteit (zie figuur 2). Dankzij de enorme inkomenssteun van de overheid en de regelingen voor het behoud van arbeidsplaatsen, en het feit dat er tijdens de lockdowns geen geld kon worden uitgegeven (meestal voor diensten), konden de huishoudens in alle grote geavanceerde economieën aanzienlijk meer sparen sinds het begin van de pandemie. Het geaccumuleerde spaaroverschot bedraagt nu circa 10% van het BBP. Bovendien is het gespaarde bedrag in de meeste grote geavanceerde economieën nog steeds hoog in vergelijking met het niveau van vóór de pandemie. Aangezien wij verwachten dat het vertrouwen in beleidsmakers minder hard daalt naarmate de inflatie en de aanbodbeperkingen verder afnemen, gaan we uit van een verdere normalisering van het gespaarde bedrag en een gedeeltelijke besteding van het spaaroverschot die leiden tot een aanhoudende consumptiegroei in 2022.

Investeringen met private middelen, grotendeels bedrijfsinvesteringen, leveren als tweede een belangrijke bijdrage aan de toename van economische activiteit in 2022 in de grote geavanceerde economieën (behalve Japan, waar de netto-handel een iets grotere rol zal spelen). Net als huishoudens hebben ook ondernemingen een inhaalvraag, aangezien de kapitaalvoorraad nog steeds geen gelijke tred heeft met die vóór de pandemie. In combinatie met de nog steeds stijgende consumentenvraag en knelpunten bij het aanbod lijkt dit de plannen voor kapitaaluitgaven te hebben gestimuleerd: de voorgenomen kapitaaluitgaven in de VS hebben het hoogste peil in 20 jaar bereikt, en ook in de eurozone zijn de voorgenomen kapitaaluitgaven sterk verbeterd. De daadwerkelijke kapitaaluitgaven hangen uiteindelijk af van het vertrouwen in het vermogen van beleidsmakers om het gevaar van een aanhoudend hoge inflatie juist in te schatten en om het effect van de coronacrisis op de economische bedrijvigheid verder te beperken.

In ons basisscenario zet de netto-handel opnieuw een rem op de groei in de VS, en vooral in het VK, waarbij de invoer sneller toeneemt dan de uitvoer. De eurozone en Japan profiteren opnieuw van de internationale handel omdat de import harder groeit dan de export.

Figuur 2 Jaarlijkse BBP-groei (%) - uitgavencomponenten



Bron: NiGEM, Triodos Investment Management

De Amerikaanse economie heeft al vóór de zomer van 2021 een pre-pandemisch activiteitsniveau bereikt en Japan volgt in het laatste kwartaal van 2021. In ons basisscenario verwachten wij dat de eurozone begin 2022 het niveau van vóór de pandemie bereikt, terwijl het VK dat pas aan het begin van het tweede kwartaal

van 2022 bereikt. De totale outputgap voor de grote geavanceerde economieën wordt in 2022 positief, al is dat voornamelijk te danken aan de VS, aangezien de andere economieën dan nog steeds een kleine negatieve outputgap hebben.

Geleidelijke afname aanbodbeperkingen

In ons basisscenario verwachten wij dat de door corona veroorzaakte beperkingen aan de aanbodzijde uiterlijk eind 2022 grotendeels verdwenen zijn, omdat de aanhoudend forse bedrijfsinvesteringen in de loop van het jaar voor een hogere capaciteit zouden moeten zorgen, net als de geleidelijke normalisering van de goederenproductie en vervoersdynamiek. Het stopzetten van de genereuze overheidssteun moet tegelijkertijd het nog altijd hoge werkloosheidspercentage en lage arbeidsparticipatiegraad (beide gelden vooral voor de VS en het VK) verder normaliseren, terwijl de verschuiving van het uitgavenpatroon van de consument van goederen naar diensten de druk op de aanbodketen enigszins moet verlichten.

Verder verwachten we in ons basisscenario dat de opgelegde beperkingen de aanbodzijde de komende maanden blijven hinderen, omdat de vaccinatiegraad in grote delen van de wereld nog laag is en de winter in de grote geavanceerde economieën nadert. In ons stagflatiescenario leiden de aanhoudende coronamaatregelen in heel 2022 tot ontworpen bevoorradingsketens. Het daarmee gepaard gaande verlies van vertrouwen in het vermogen van beleidsmakers om het virus snel weg te krijgen, maakt tegelijk dat mensen

wellicht voorzichtiger zullen herintreden op de arbeidsmarkt, waardoor de aanbodbeperkingen nog verder toenemen. In ons hogere groeiscenario daarentegen, betreden werknemers waarschijnlijk sneller dan verwacht de arbeidsmarkt, naarmate de corona-infecties met succes worden ingedamd en het vertrouwen in beleidsmakers toeneemt. In dit scenario zijn beperkingen vroeg in het jaar niet meer nodig; dat betekent dat de verstoringen van de bevoorradingsketen sneller gaan afnemen.

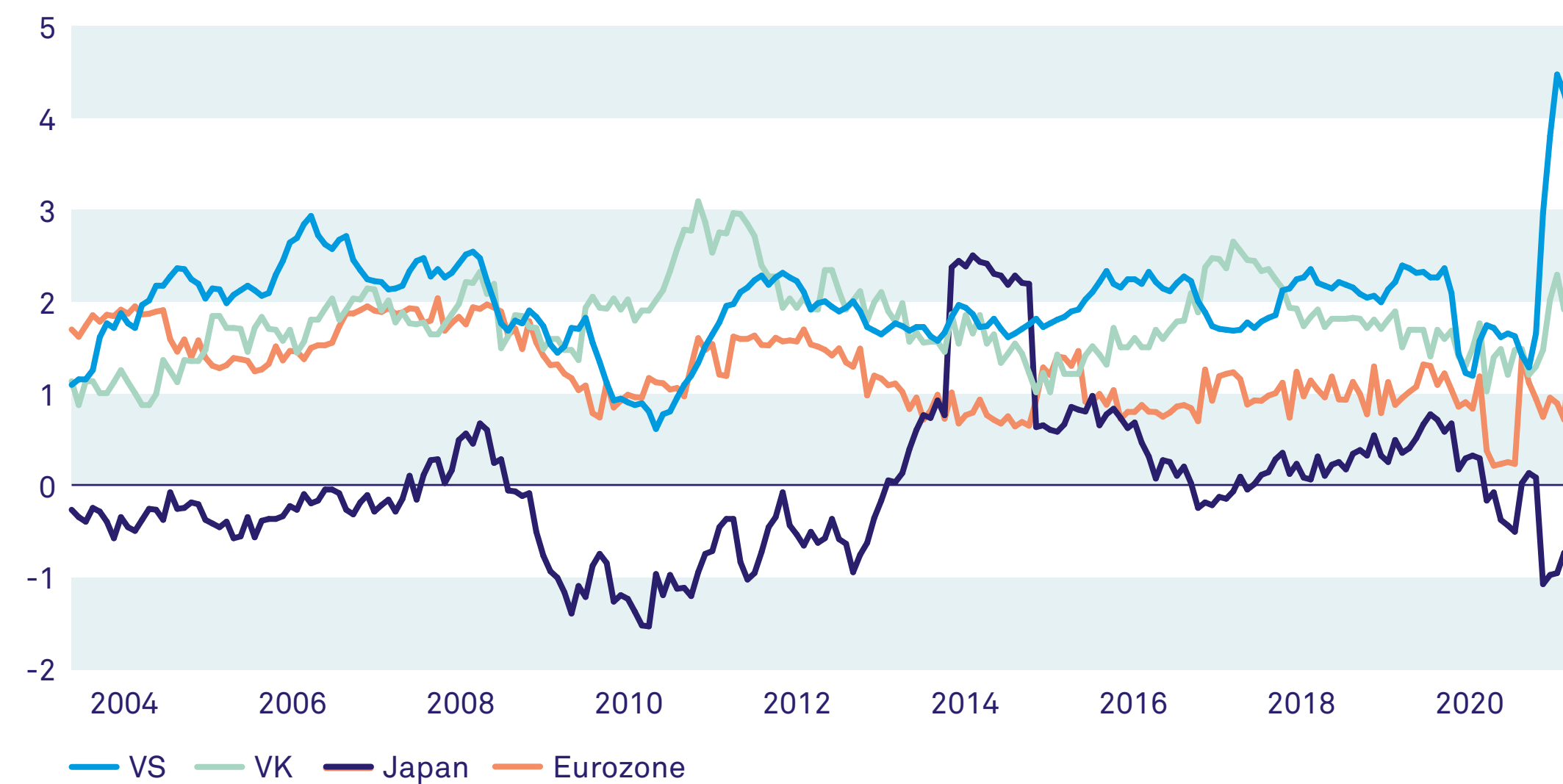
Hardnekkige inflatie, maar vervagende piekdrukke

Het is inmiddels duidelijk dat de scherpe stijging van de inflatie in het merendeel van de grote geavanceerde economieën sinds het voorjaar van 2021 niet als louter voorbijgaand kan worden bestempeld. De basiseffecten van de aanvankelijke prijsdaling aan het begin van de coronacrisis zijn geleidelijk vervaagd en de inflatie is nu ook duidelijk zichtbaar binnen de kerninflatie (inflatie ontdaan van volatiele voedings- en energieposten, zie figuur 3). Toch zijn er verschillen binnen de grote geavanceerde economieën. In de VS zijn de prijzen verreweg het hardst gestegen, omdat de enorme fiscale stimuleringsmaatregelen tot een forse consumptietoename hebben geleid. Ook het VK en de eurozone kennen aanzienlijke prijsstijgingen, maar

niet in dezelfde mate. Japan daarentegen worstelt nog steeds met lage inflatiecijfers. Wat de kerninflatie betreft, heeft alleen de VS de piek van de afgelopen twee decennia ruimschoots overschreden. Al met al achten wij het risico op aanhoudend hoge inflatie voor de VS (enorme stimuleringsmaatregelen) en het VK (Brexit) het grootst.

In ons basisscenario gaan wij ervan uit dat de arbeidsmarkt en de grondstoffenprijzen in 2022 minder inflatoir zijn. Zoals hiervoor uiteengezet is er nog steeds sprake van enige speling op de arbeidsmarkt, waardoor de huidige tekorten aan arbeidskrachten zouden moeten afnemen. Maar de inflatie is de komende maanden nog hoog, waardoor het reële beschikbare inkomen van de huishoudens wordt

Figuur 3 Wereldwijde kernprijsindex (twaalfmaandse % veranderingen)



Bron: Refinitiv Eikon, Triodos Investment Management

uitgehouden, en de tekorten slechts langzaam verdwijnen. Wij verwachten dan ook dat werknemers hogere lonen eisen. In ons basisscenario verwachten wij dat het wegvallen van de aanbodbeperkingen zwaarder weegt dan de prijsdruk die uit de loonstijging voortvloeit.

Ook verwachten wij dat de grootste stijgingen van de grondstoffenprijzen achter de rug zijn. Brentolie is in oktober 2021 tot bijna 85 dollar per vat gestegen, tegen 35 dollar een jaar geleden. Basiseffecten zouden dus een rol moeten gaan spelen naarmate 2022 vordert, waardoor soortgelijke jaarlijkse prijsstijgingen hoogst onwaarschijnlijk worden.

Uiteindelijk zijn de inflatieverwachtingen van de consument en de markt de sleutel tot de inflatie van volgend jaar. Nu de inflatie in ieder geval de komende maanden hoog blijft, zal het vertrouwen in de capaciteiten van de centrale banken om de inflatie de ene of de andere kant op te krijgen beslissend zijn. In ons basisscenario en ons scenario met hogere groei is het uitgangspunt dat de inflatieverwachtingen op langere termijn verankerd blijven, maar in ons stagflatiescenario ontkracht het tanende vertrouwen in centrale bankiers de inflatieverwachtingen op langere termijn.

Gevangenen van eigen zeer ruime monetaire beleid

Reeds vóór de pandemie waarschuwden wij dat de buitensporige monetaire stimuleringsmaatregelen die tijdens de wereldwijde financiële crisis van 2008 waren genomen, zouden leiden tot een breuk tussen de 'reële' economie en de financiële markten. Het zeer ruime monetaire beleid heeft destijds niet geleid tot het opdrijven van de inflatie in de reële economie, maar leidde juist tot kunstmatig hoge prijzen voor financiële en andere activa. Sindsdien zijn de balansen van de Amerikaanse Federal Reserve (Fed) en de Europese Centrale Bank (ECB) geëxplodeerd, aangezien zij met ongeveer 100% zijn gegroeid om de gevolgen te verzachten van de recessie die door de pandemie is veroorzaakt (zie figuur 4). De beleidsrente van alle grote centrale banken is gelijktijdig verlaagd tot iets boven of zelfs onder nul. Zoals verwacht heeft dit de financiële markt en de huizenmarkt nog meer afgestompt en de prijzen voor activa nog verder naar recordhoogte gestuwd.

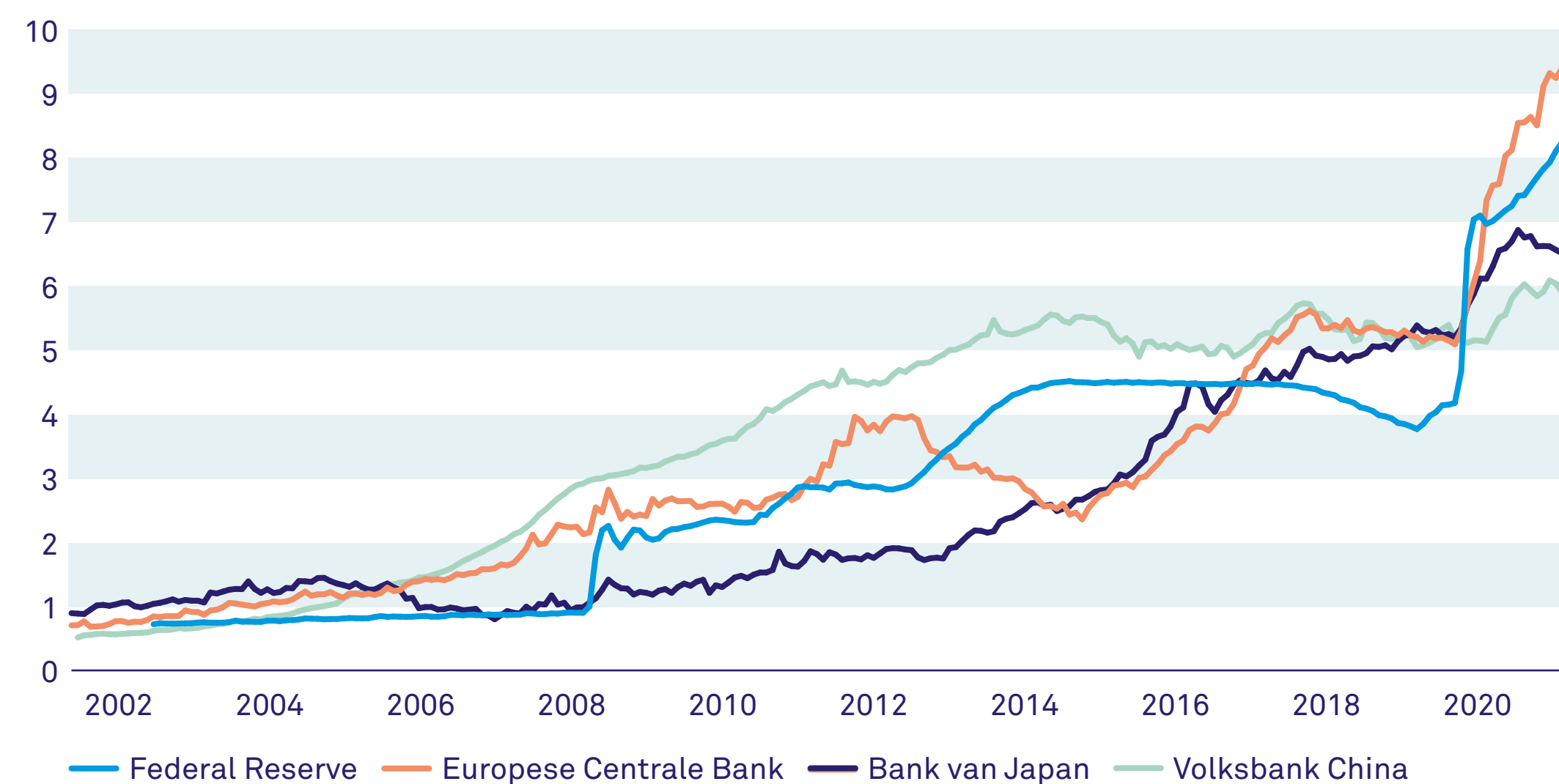
Door de hoge inflatiecijfers van de afgelopen maanden zijn de markten gaan rekenen op een eerste renteverhoging door de Fed medio 2022 en door de ECB eind 2022. In ons basisscenario en het scenario voor hogere groei verwachten wij dat beide centrale

banken terughoudender zijn: de Fed verhoogt haar beleidsrente in het laatste kwartaal van 2022 en de ECB eind 2023. Bij inflatie die vanaf haar hoogtepunt daalt, neemt het vertrouwen in de centrale banken toe, aangezien zij correct hebben ingeschat dat de inflatie grotendeels van voorbijgaande aard zou zijn. Dit houdt de inflatieverwachtingen vast, waardoor de centrale

bankiers langer accommoderend kunnen blijven; dat doen zij waarschijnlijk uit angst de opgeblazen markten te schaden. In die zin zijn zij gevangenen van hun eigen beleid geworden.

Wij verwachten dat de ECB haar Pandemic Emergency Purchase Programme (PEPP) eind maart 2022 stopzet

Figuur 4 Balansen van de belangrijkste centrale banken - totale activa (x 1.000 miljard USD)



Bron: Refinitiv Eikon, Triodos Investment Management

(hoewel zij de hoofdsom op waardepapieren bij afloop van de looptijd ervan wel zal herbeleggen), maar dat de bank haar 'gewone' opkoopprogramma tijdelijk tot boven de huidige 20 miljard euro per maand opvoert om onrust op de markt te voorkomen. In ons stagflatiescenario doet een aanhoudend hoge inflatie het vertrouwen in de capaciteiten van centrale bankiers afnemen, waardoor de inflatieverwachtingen worden losgelaten. Gezien het huidige inflatieniveau achten wij de kans hierop het grootst in de VS. In ons stagflatiescenario verwachten wij dan ook dat de Fed gedwongen wordt de rente conform de marktverwachtingen op te trekken, wat een eerste renteverhoging medio 2022 betekent.

Wij verwachten dat de Bank of Japan in alle drie de scenario's haar zeer ruime monetaire beleid doorheen 2022 handhaaft, aangezien de inflatie in Japan in alle gevallen gematigd blijft. Onze verwachtingen voor de Bank of England daarentegen zijn in alle scenario's even agressief, met nog twee renteverhogingen in 2022, volgend op de verhoging in december 2021.

Dringende behoefte aan transformatie-actie

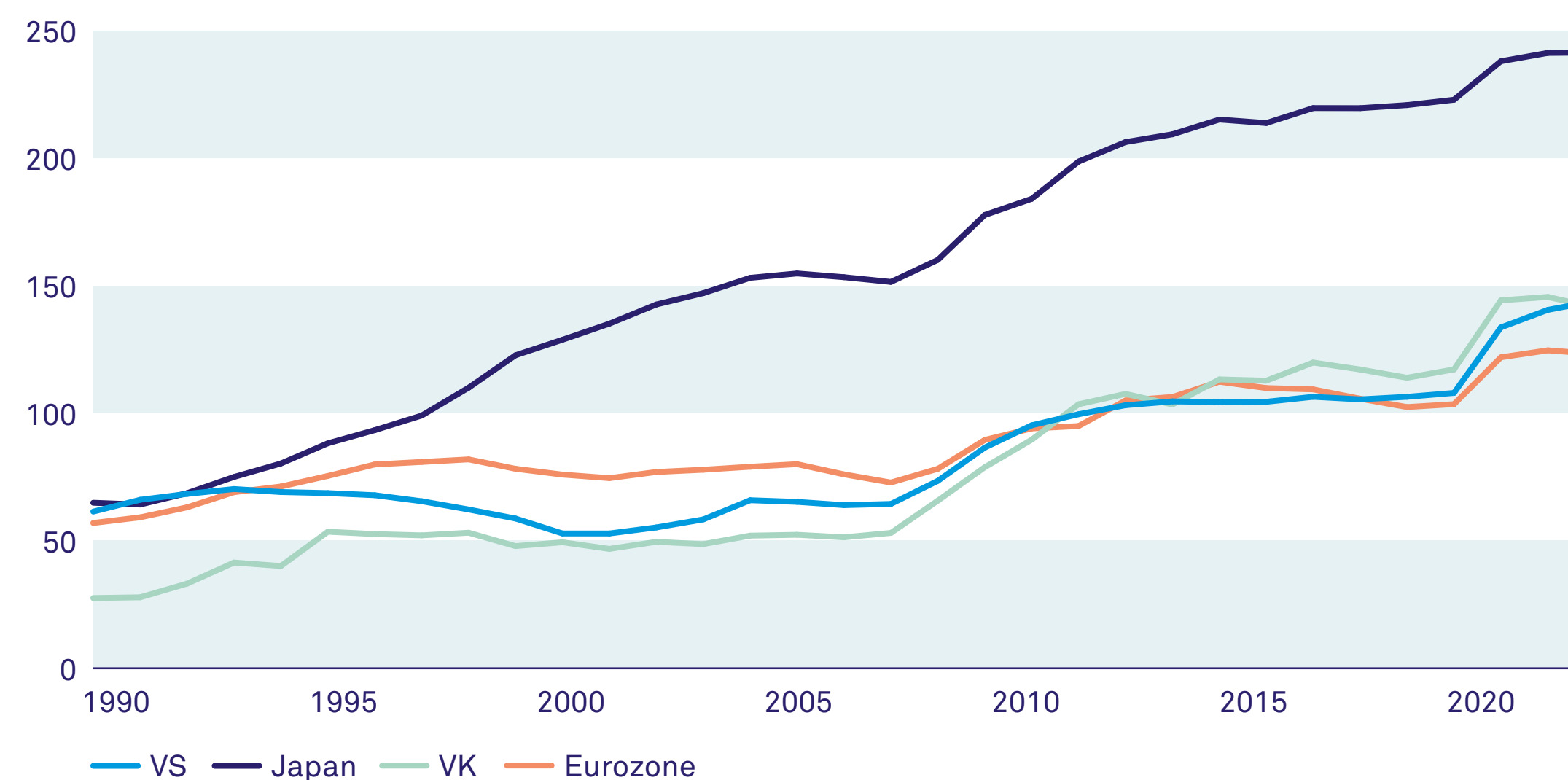
In zowel 2020 als 2021 hebben de regeringen van de geavanceerde economieën alles gedaan wat in hun vermogen ligt om de economie te ondersteunen. Dit maakte een snel economisch herstel mogelijk en voorkwam meer blijvende economische littekens, maar leidde ook tot een sterke stijging van de staatsschulden (zie figuur 5). Sinds afgelopen zomer zijn de steunregelingen stopgezet of teruggeschroefd, en dit proces wordt in 2022 voortgezet. Daardoor dalen de tekorten, hetgeen impliceert dat fiscale impulsen niet meer bijdragen aan economische groei.

Net als bij de centrale banken bepaalt het vertrouwen in regeringsbeleid de waarschijnlijkheid van onze drie scenario's. Dit niveau van vertrouwen in ieder land hangt grotendeels af van het optreden van de regering op drie (met elkaar verband houdende) gebieden: het coronavirus, ongelijkheid en klimaatverandering. In het hogere groeiscenario moeten regeringen hun burgers ervan overtuigen dat zij de juiste coronastrategie volgen. Dit is al een ontmoedigende taak gebleken, aangezien op lange termijn de **neerwaartse trend** in institutioneel vertrouwen in geavanceerde economieën nu gepaard gaat met een tanend vertrouwen in de binnenlandse maatregelen van de overheidsinstanties

om de coronacrisis aan te pakken. Dit houdt nauw verband met de gestegen ongelijkheid veroorzaakt door het virus. Ongelijkheid terugdringen moet dan ook een belangrijke pijler van de coronaplannen zijn. Regeringen moeten zich richten op de herverdeling van rijkdom door belastinghervormingen, en op investeringen in onderwijs en (digitale) infrastructuur. Kleine stapjes in

de goede richting zijn het meest realistische scenario, en stroken met ons basisscenario, waarbij het vertrouwen boven het minimumniveau blijft dat nodig is voor een aanhoudende solide economische groei die gedreven wordt door de inhaalvraag. Indien men het coronavirus en de daarmee samenhangende problemen niet voor eind 2022 onder controle krijgt, waardoor

Figuur 5 Staatsschulden (% van BBP, incl. OECD vooruitzicht)



Bron: Refinitiv Eikon, Triodos Investment Management

Vooruitzichten geavanceerde economieën 2022

er langer beperkingen nodig zijn en het vertrouwen verder daalt, zou dat in overeenstemming zijn met ons stagflatiescenario.

Even belangrijk is dat regeringen eindelijk de daad bij het woord voegen en vage klimaatbeloften in doortastende maatregelen omzetten. Dit kan een sterk signaal zijn waardoor het vertrouwen in de groene transitie als enige weg voorwaarts aanzienlijk toeneemt. Uit de onlangs gehouden klimaatconferentie van de Verenigde Naties (COP26) blijkt dat de doelstelling om de opwarming van de aarde voor het einde van deze eeuw tot 1,5 °C te beperken nog steeds haalbaar is, maar dat de doelstellingen voor 2030 **volstrekt ontoereikend blijven**. Dit wijst op een geloofwaardigheidskloof, aangezien de meeste engagementen gaan over emissiereducties na 2030. Dit vooruitschuiven van daadwerkelijke klimaatactie holt het vertrouwen in een snelle groene transitie uit, wat het minder waarschijnlijk maakt dat burgers en bedrijfsleven hun essentiële investeringsrol gaan vervullen. Dit onvermogen om werkelijk transformationeel beleid te voeren, strookt met ons basisscenario. Voor een forse verbetering van het vertrouwen moet het overheidsbeleid in geavanceerde economieën worden toegespitst op investeringen in groene infrastructuur en zgn. ‘first-of-a-kind’-projecten om de waargenomen risico’s voor

Groei- en inflatieprognoses – basisscenario

	BBP-groei (%)			Algemene inflatie (% gem.)		
	2020	2021	2022	2020	2021	2022
Wereldwijd	-3,1	5,7	4,4	2,9	4,2	4,2
VS	-3,4	5,7	3,8	1,2	4,4	3,5
Eurozone	-6,6	5,2	4,6	0,5	2,4	2,3
VK	-9,7	7,0	4,6	1,7	2,4	3,6
Japan	-4,7	2,0	3,2	0,2	-0,2	0,8
China	2,3	8,0	5,7	2,4	1,1	2,0

particuliere beleggers te verminderen. Ook moeten de emissiereductiedoelstellingen voor 2030 verder worden aangescherpt en moet er internationaal intensiever worden samengewerkt, terwijl nu al met de uitvoering van de plannen moet worden begonnen. Als er geen actie wordt genomen, kan het vertrouwen in het toekomstige welzijn ernstig worden aangetast door de toenemende zorgen over de gevolgen van klimaatverandering.

Investeringsvooruitzichten 2022

In 2022 is het vertrouwen van beleggers in de grote centrale banken doorslaggevend voor de koers van de financiële markten. Zoals het er nu voorstaat, lijken de aandelenmarkten nog steeds te geloven dat de monetaire stimulans eeuwigdurend is, met markten die steeds nieuwe records verbreken. Hoewel de obligatiemarkten vragen beginnen te stellen bij de geloofwaardigheid van het oneindige stimuleringsprookje, liggen de rendementen nog steeds dicht bij historische dieptepunten. Naarmate 2022 vordert, dwingen de economische en inflatiedynamieken de beleggers er volgens ons toe om hun geloof in een eeuwigdurende monetaire stimulans te laten varen. Bijgevolg handhaven wij onze voorzichtige allocatiekoers, omdat die verandering in het sentiment waarschijnlijk leidt tot een terugkeer van de opwaartse trend op de financiële markten die wij de afgelopen jaren hebben gezien.

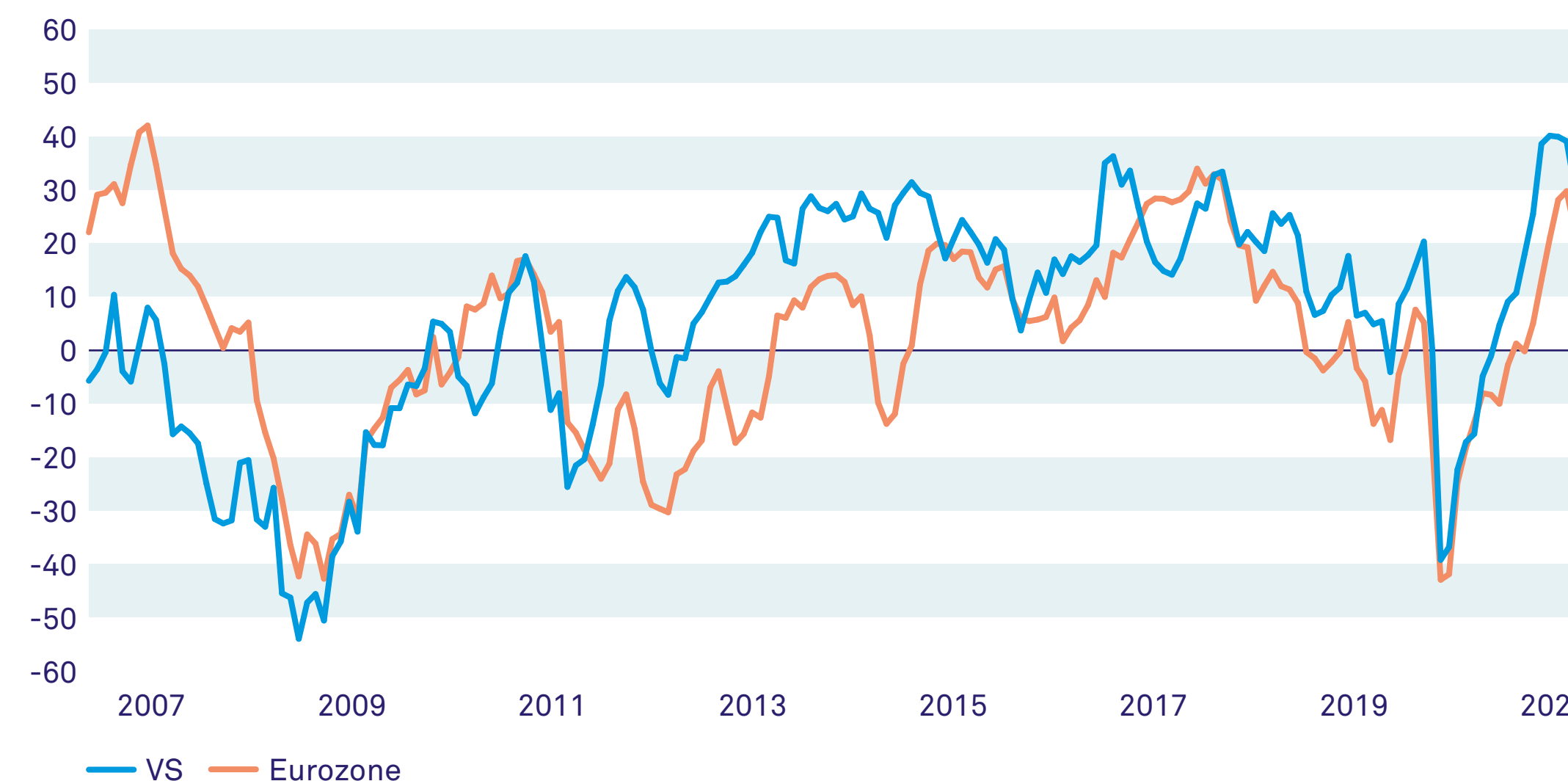
Laatste hoofdstuk monetair sprookje

Voor alle duidelijkheid: in ons basisscenario en dat voor hogere groei verwachten wij dat de meeste grote centrale banken zich vredelievender opstellen dan de markten momenteel verwachten. De centrale banken zijn zich er terdege van bewust dat de financiële markten in hoge mate afhankelijk zijn van een voortzetting van het extreem ruime monetaire beleid, en gezien de huidige omvang van de financiële markten in vergelijking met de reële economie zullen de centrale bankiers bijna alles doen om instorting van die markten te voorkomen. Naarmate de economische bedrijvigheid in de geavanceerde economieën dichterbij de trend van vóór de pandemie komt, de arbeidsmarkten zich verder herstellen en de inflatie de komende maanden de streefcijfers van de centrale banken blijft overschrijden, wordt het voor

de centrale banken wel lastig om beleggers ervan te overtuigen voet bij stuk te houden. De economische situatie zal in toenemende mate in tegenspraak zijn met het geloof in een zeer ruim monetair beleid. Wij verwachten dan ook dat de centrale banken minstens hun 'forward guidance' gaan aanpassen en zullen wijzen naar eventueel strakker beleid. Daarom verwachten wij in ons basisscenario dat beleggers uiteindelijk het vertrouwen in het eeuwigdurende stimuleringsprookje verliezen, zelfs als het beleid langer dan verwacht accommoderend blijft. Wij handhaven dan ook onze voorzichtige allocatiekoers, omdat dit geschonden vertrouwen ernstige gevolgen voor de markt zal hebben.

Natuurlijk, als we het mis hebben en centrale banken eerder dan verwacht een strakker beleid gaan voeren omdat de inflatieverwachtingen afnemen (zoals in ons

Figuur 6 Vertrouwen van beleggers



Bron: Refinitiv Eikon, Triodos Investment Management

stagflatiescenario, of zelfs eerder), leidt een stijging van de beleidsrente ook tot sterke verslechtering van het beleggerssentiment en tot een correctie in de financiële markten. De huidige status quo kan daarentegen ook nog een jaar aanhouden, waarbij het beleggerssentiment wordt gekalmeerd door de aanhoudende monetaire stimulering in heel 2022 en

de afwezigheid van duidelijke prognoses voor strakker monetair beleid.

Geleidelijke stijging obligatierente

Het rendement op staatsobligaties uit de eurozone ligt nog steeds dicht bij een historisch dieptepunt, wat staatsobligaties uit de eurozone duur maakt. Tegelijkertijd hebben we sinds begin 2021 een periode van (bescheiden) stijgende obligatierendementen op langere termijn gezien, meeliftend op stijgende inflatieverwachtingen en een wereldwijde verschuiving in de richting van strakker monetair beleid, terwijl de reële rendementen verder naar negatief terrein zijn gedaald. Dit wijst erop dat de obligatiemarkt begint te twijfelen aan de waarschijnlijkheid van een eeuwigdurende monetaire stimulant. De ECB lijkt echter nog steeds vastbesloten om een aanzienlijke stijging van kosten voor staatsleningen in 2022 te voorkomen, wat betekent dat het klimaat van lage rendementen waarschijnlijk nog geruime tijd aanhoudt. Wij verwachten wel dat de rendementen op langer lopende staatsobligaties geleidelijk stijgen, omdat beleggers zich door de prognoses over de uiteindelijke afbouw van de opkoopprogramma's steeds meer instellen op eventueel strakker monetair beleid van de centrale bank. Wat bedrijfsobligaties uit de eurozone betreft, zijn de spreads nog steeds smal, omdat sterke bedrijfswinsten een positief effect hebben gehad op het risicosentiment en beleggers zijn blijven zoeken naar rendement nu de rente op staatsobligaties uit

de eurozone nog steeds laag is. Wij verwachten dat de vraag naar bedrijfsobligaties groot blijft, maar verwachten niettemin een bescheiden verruiming van de kredietsspreads naarmate het juiste klimaat voor riskante activa (sterke economische groei en een monetaire stimulanspiek) langzaam slechter wordt. Ook verderop, wanneer de stimuleringsmaatregelen worden opgeheven, kunnen zich nog financiële problemen voordoen. Daarom blijven wij voorzichtig en geven wij de voorkeur aan de betere namen. Ook de dreiging van het plotseling loslaten van de inflatieverwachtingen met een forse stijging van de rentevoeten tot gevolg geeft ons vertrouwen in onze voorzichtige aanpak. Over het algemeen blijven wij neutraal voor obligaties.

Piek aandelenmarkten uiterlijk medio 2022

De waarderingen van de aandelenmarkten wereldwijd zijn nog steeds onaantrekkelijk. De Amerikaanse aandelenmarkt blijft duur, zowel historisch gezien als vergeleken met Europa en Japan, waarbij Japan goedkoper is dan Europa. Aangezien de economische groei geleidelijk aan normaliseert en de inflatie minstens in de eerste helft van 2022 hoog blijft, denken wij dat de druk op de inkomsten en de marges zal toenemen. Dit betekent dat de periode van opwaartse winstherzieningen dan achter ons ligt, en dat maakt de

weg vrij voor negatieve winstverrassingen, die lagere aandelenkoersen zouden rechtvaardigen. Uiteindelijk verwachten wij dat aandeelhouders uiterlijk medio 2022 weer met beide voeten op de grond komen te staan, wanneer hun vertrouwen in eindeloze opkoopprogramma's (ECB) en in rentetarieven die op de nul-ondergrens blijven (Fed) beschaamd wordt door het advies van de centrale banken om op dezelfde voet verder te gaan. Naar verwachting verslechtert de liquiditeit wereldwijd als gevolg van tapering en de gestaag stijgende officiële discontovoeten. Stijgende inflatieverwachtingen die resulteren in plotseling hogere obligatierendementen blijven een extra risico voor de aandelenmarkten vormen. Over het geheel genomen denken wij dat de huidige waarderingen de onderliggende fundamentele factoren niet goed weerspiegelen en gaan wij ervan uit dat er een einde komt aan het door beleggers verzonden sprookje dat de centrale banken nooit ophouden met hun accommoderende houding. Daarom blijven wij onderwogen in aandelen.

Impactmogelijkheden

Wij blijven kansen zien in het duurzame beleggingslandschap. De Europese Green Deal, de routekaart van de EU voor de verduurzaming van

haar economie, wint verder aan kracht. Door de bijbehorende groene taxonomie kunnen beleggers zich richten op beleggen in duurzamere technologieën en ondernemingen, en de totstandbrenging van een EU-norm voor groene obligaties levert een uniform instrument op voor de beoordeling van groene obligaties. De onlangs ingevoerde Verordening betreffende informatieverstrekking over duurzaamheid in de financiële dienstensector (SFDR), een onderdeel van de Europese Green Deal, zal beleggers ook bewuster maken van financiële risico's in verband met duurzaamheid, en zal de mogelijkheden voor greenwashing tot op zekere hoogte beperken. De Green Deal zal bedrijven ook dwingen transparanter te worden. Behalve in Europa verwachten wij duurzame beleggingskansen te blijven vinden in Japan, waar het ondernemingsbestuur blijft verbeteren dankzij top-down governance-initiatieven terwijl de Duurzame Ontwikkelingsdoelstellingen van onderaf hoog op de agenda van ondernemingen worden gezet. In de VS zijn er nog steeds interessante pioniers in kleinere ondernemingen, zij het tegen hoge waarderingen. Over het algemeen zullen wij blijven bijdragen aan de beoogde transitie door ons te richten op investeringen die de beperking van en aanpassing aan de klimaatverandering en de verwezenlijking van de doelstellingen voor duurzame ontwikkeling in dit decennium ondersteunen.

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 2021 EUR 6,1 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

Publicatiedatum

November 2021

Tekst

Joeri de Wilde,
Triodos Investment Management

Ontwerp en layout

Via Bertha, Utrecht

Omslagfoto

Absolutvision