

POSITION

Onderwerpen en stof tot nadenken voor investeerders



Heeft u de “held” op de cover van dit nummer herkend? Nee?

Laat ons een gok wagen: het is Pac-Man, het personage van Namco dat begin jaren tachtig het videogamelandschap domineerde.

In onze context is het echter passender om hem een tragische held te noemen, gezien de gelijkenis van zijn silhouet met een taartdiagram dat we op pagina 24 hebben gepubliceerd. Dat diagram toont waar in Duitsland vandaag het grootste deel van het pensioeninkomen vandaan komt: de wettelijke pensioenverzekering.

Voor een vergrijzende samenleving zoals de onze belooft dat weinig goeds voor de toekomst. Idealiter zou de verdeling eruitzien als de ster van Mercedes. Dat zou een zegen zijn – niet alleen voor toekomstige gepensioneerden, maar ook voor de staat, die al jarenlang het wettelijke pensioenstelsel moet bijspringen.

Flossbach von Storch POSITION

2/2026

Flossbach von Storch Invest S.A. presenteert het kwartaalmagazine van onze fondsbeheerder Flossbach von Storch SE.

U kunt zich gratis abonneren op ons engelstalige magazine.



IN EEN WOORD

Het begint allemaal met het besef dat de welvaartsstaat die ons zo dierbaar is op het punt staat onbetaalbaar te worden. We zullen hem grondig moeten hervormen om hem te behouden. Deze hervorming zal pijnlijk zijn, maar we hebben geen keus.

Ik ben geen politicus en ik zou voor geen geld van de wereld willen ruilen met een politieke leider. Ik wil niet overkomen als een preker of een verstokte klager, wel integendeel. Maar als vader kan ik dit niet loslaten.

Het is nu algemeen bekend dat het wettelijke pensioen niet genoeg zal zijn voor toekomstige generaties. Maar de omvang van de problemen waarmee veel huishoudens in Duitsland en andere Europese landen worden geconfronteerd, wordt nog steeds enorm onderschat.

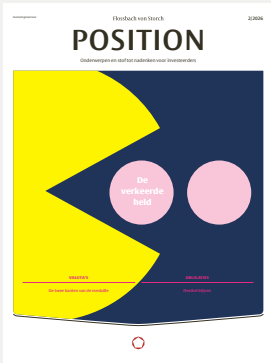
Gezien de precare financiële situatie kan de welvaartsstaat geen miljarden euro's blijven pompen in pensioenfondsen. De investeringsbehoeften op andere gebieden zijn immers enorm – neem defensie als voorbeeld.

De wereld is verruwd. We zien dit momenteel in Iran en opnieuw in Oekraïne, niet in de laatste plaats door de vervreemding van Europa van de VS onder Trump. Toekomstige regeringen zullen veel meer aandacht moeten besteden aan geopolitiek dan hun voorgangers... en daarvoor ook veel meer geld zullen moeten uitgeven.

Zoals vaak het geval is, hangt alles nauw met elkaar samen. Daarom kijken we in dit nummer naar pensioenvoorzieningen, de gevolgen van de oorlog in Iran en het toekomstige monetaire beleid in de Verenigde Staten.

Dat gezegd hebbende, wensen wij u veel leesplezier.

Kurt von Storch
Medeoprichter en eigenaar van Flossbach von Storch SE.



Flossbach von Storch
POSITION
2/2026

	Nagevraagd
6	Hoeveel schuld kunnen we ons veroorloven?
14	De schuldenatlas
	Valuta's
18	De twee gezichten van de Amerikaanse dollar
	Column
22	Posta uit Shanghai
	Titel
24	De verkeerde held
29	Een korte geschiedenis van pensioenverzekeringen
36	Systeemfout
39	De prijs van welvaart
	Obligaties
44	Handelen met een duidelijk doel
50	Verklarende woordenlijst

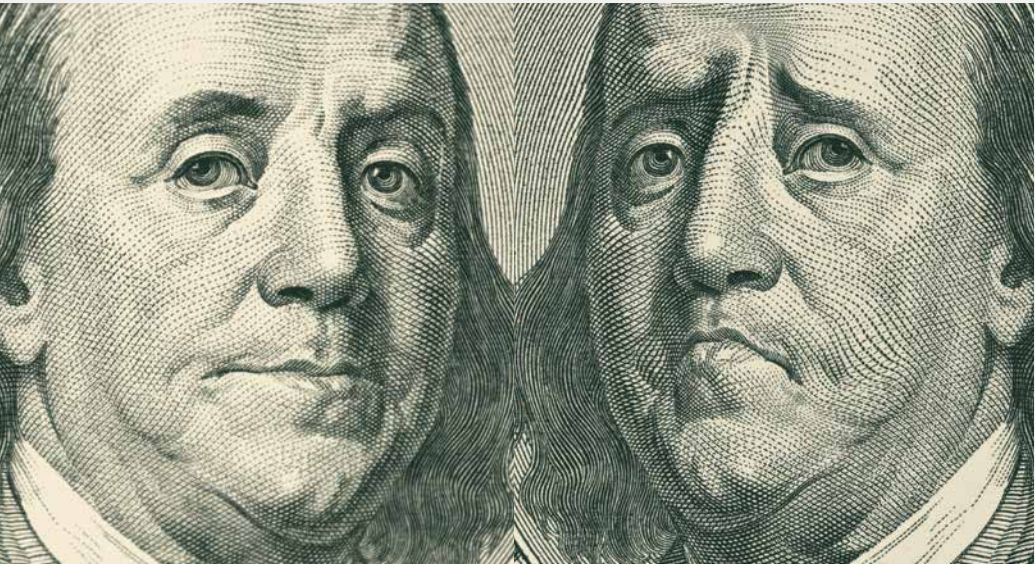


Nagevraagd

Hoeveel schuld kunnen we ons veroorloven?

Recordhoge wereldwijde schuld: risico of kans? Het is tijd om de toekomst te heroverwegen.

6



Valuta's

De twee gezichten van de Amerikaanse dollar

Welke rol zou de “greenback” in de toekomst kunnen spelen voor internationale beleggers.

18



Obligaties

Handelen met een duidelijk doel

Waar obligatiebeleggers in de huidige context goed rekening mee moeten houden.

44

ONDER DE LOEP

In onze nieuwe rubriek onderzoeken we vraagstukken die vaak opduiken in het dagelijks leven of in de media. Gezien de polarisatie in de wereld willen we deze uitdagingen op een nuchtere manier bekijken. Vandaag nemen we deze vraag onder de loep: hoeveel schulden kunnen we ons veroorloven?

?

Hoeveel SCHULD kunnen we ons veroorloven?

Julian Marx

De wereld kreunt onder een steeds zwaardere schuldenlast: meer dan 250.000 miljard dollar tot nu toe, een record. Is het tijd om er iets aan te doen?

Tegenwoordig is de staatsschuld een heet hangijzer in het publieke debat. Dit is geen nieuw onderwerp, verre van. Zoals de geschiedenis ons leert door middel van talloze voorbeelden, is schuld een belangrijk instrument om zowel het heden als de toekomst te beïnvloeden. Met schulden kunnen we immers aanzienlijke uitgaven doen die anders onmogelijk te financieren zouden zijn (of alleen tegen onbetaalbare kosten).

In het verleden waren het vooral crises en oorlogen die de spiraal van de staatsschuld voedden. Alleen al over de geschiedenis van de Britse schuld is veel geschreven – er zijn hele boeken aan gewijd. Alleen al in de 18e eeuw was het Verenigd Koninkrijk betrokken bij vijf grote conflicten: de Spaanse Successieoorlog (1701–1714), de Oostenrijkse Successieoorlog (1740–1748), de Zevenjarige Oorlog (1756–1763), de Amerikaanse Onafhankelijkheidsoorlog (1775–1783) en de oorlogen van de Franse Revolutie en de Napoleontische Oorlogen (1792–1815). Elke keer vergrootte de Britse regering haar tekort, dat op het hoogtepunt 11% van het bruto binnenlands product (BBP) bereikte, en haar schuld, die explodeerde tot 155% van het bbp aan de vooravond van de Napoleontische oorlogen, vergeleken met 22% aan het begin van de 18e eeuw.

Maar het zijn niet alleen regeringen die enorme schulden zijn aangegaan om deze immense uitdagingen het hoofd te bieden; ook bedrijven hebben een beroep gedaan op vreemd vermogen.

Neem het voorbeeld van de uitbreiding van spoorwegmaatschappijen in de Verenigde Staten. Na de Amerikaanse Burgeroorlog in 1865 beleefden de spoorwegen een fenomenale groei. Tussen 1866 en 1873 werd er meer dan 56.000 kilometer nieuw spoor aangelegd. In een paar jaar tijd verdubbelde het spoorwegnet in omvang en werden de spoorwegmaatschappijen enkele van de grootste werkverschaffers buiten de landbouwsector.

Banken en andere economische spelers investeerden in de nieuwe spoorlijnen en door het verkrijgen van concessies werden ze meestal eigenaar van vele hectaren land. Een deel van de hoop van de investeerders was ongetwijfeld gebaseerd op speculatie. Ze rekenden erop dat de komst van nieuwe bevolkingscentra langs de spoorlijnen en het ontstaan van steden in de buurt de grondwaarde van deze voormalige braakliggende terreinen zou doen stijgen. Als ze gelijk hadden, zouden ze een pak geld verdienen.

In recordtijd werden aanzienlijke sommen geld gepompt in een economische sector die op korte termijn niet erg winstgevend was. Door de stijgende kosten liep deze strategie uit op een ramp. Veel te lang kostte de aanleg van de spoorlijn meer geld dan de reeds voltooide trajecten opbrachten. Veel investeerders hadden hun hand overspeeld. Dit was het geval bij de prestigieuze Amerikaanse bank Jay Cooke & Co, die had geïnvesteerd in de tweede transcontinentale spoorweg van het land, de Northern Pacific

Railway, en die op 18 september 1873 zonder waarschuwing failliet ging.

Plotseling maakte de euforie plaats voor paniek en brak de eerste Amerikaanse Grote Depressie uit. De schokgolf dwong 89 van de 364 spoorwegmaatschappijen in het land hun deuren te sluiten. In slechts twee jaar gingen zo'n 18.000 bedrijven failliet. De werkloosheidsgraad ging de lucht in: in 1876 was deze gestegen tot 14%. Pas tegen het einde van de jaren 1870 slaagde de Amerikaanse economie er eindelijk in zich geleidelijk te herstellen.

En toch hebben deze jaren van economische crisis op lange termijn niets afgedaan aan het succes van de spoorwegen: kijk maar naar de essentiële rol die treinen nog steeds spelen in het vervoer van mensen en goederen. Maar voor de mannen en vrouwen die de massale werkloosheid en sociale spanningen van de jaren 1870 meemaakten, maakte het weinig verschil.

Kortom, schulden zijn geen doel op zich en moeten verantwoord worden gebruikt. Daarom is de stortvloed van aankondigingen over recordschulden zo zorgwekkend.

HET UITGANGSPUNT: OVERHEIDSSCHULD

Elk jaar lenen overheden kolossale bedragen op de kapitaalmarkten om hun uitgaven te financieren. Eind 2025 bezweek de Verenigde Staten onder een gigantische schuld: 38.000 miljard dollar. In verhouding tot de



economische activiteit breekt deze schuld, die tot voor kort 124% van het bbp bedroeg, alle records. De naoorlogse periode was de enige andere periode waarin het land vergelijkbare schuldniveaus kende.

Toch staan de Verenigde Staten niet alleen met zulke hoge schulden. De hele wereld zwemt in de schulden. Regels zoals de criteria van Maastricht in Europa, die een schuldenplafond van 60% van het bbp voorschrijven, worden in de praktijk grotendeels genegeerd.

In Azië heeft China, de op een na grootste economie ter wereld, een van de sterkste schuldtoenames van de afgelopen jaren gekend. In absolute termen is de schuld van het land in 15 jaar gestegen van 14 naar 139.000 miljard yuan, een bijna vertienvoudiging. De schuld steeg ook in relatieve termen, van 33% naar 99% van het bbp. Het Middenrijk is echter nog niet in de buurt van het onttronen van zijn buurland, Japan, kampioen van alle categorieën, met een schuldniveau van 207% van zijn bbp (zie Schuldenatlas, blz. 14).

Het fenomeen beperkt zich echter niet tot Azië. In Brazilië, de grootste economie van Zuid-Amerika, bedraagt de staatsschuld 93% van het bbp. In Noord-Amerika ligt de schuld van Canada – 114% van het bbp – niet ver achter op die van de Verenigde Staten. Ook in Europa liggen de schuldratio's ver boven de 100%, of het nu gaat om België, Frankrijk, Griekenland, Italië, Spanje of het Verenigd Koninkrijk.

Op dit moment wijst niets erop dat deze trend op korte termijn zal worden omgebogen, integendeel: de schuldenberg blijft groeien. In de Verenigde Staten zal het begrotingstekort de komende jaren in de honderden miljarden dollars blijven lopen. Volgens schattingen van het Internationaal Monetair Fonds (IMF) zal dit tussen 2026 en 2030 oplopen tot gemiddeld bijna 2.600 miljard dollar per jaar. De huidige schuldenberg zou daardoor in slechts vijf jaar met 13,1 biljoen dollar kunnen toenemen. En de landen van de eurozone laten zich niet onbetuigd. De stijging van de uitgaven voor sociale bescherming en defensie zal waarschijnlijk leiden tot een stijging van de staatsschuld in deze landen met niet minder dan 3.000 miljard euro tegen 2030 (zie grafiek 1). Zal de schuld binnenkort de spuigaten uitlopen?

STABILITEIT IN HET HART VAN INSTABILITEIT

Om de emmer te laten overlopen, moet de schuldenlast een bepaalde drempel overschrijden. De houdbaarheid van de schuld zou dan niet langer gegarandeerd zijn. Dit is waar de analyse op een struikelblok stuit, omdat a priori niemand in staat is om deze drempel precies te bepalen: er zijn te veel factoren in het spel.

In dit verband moet worden opgemerkt dat de overgrote meerderheid van de bevolking er waarschijnlijk geen belang bij heeft om de solvabiliteit van de Amerikaanse of Duitse overheid in twijfel te trekken, en niet alleen om-

dat een wanbetaling onmiddellijke gevolgen zou hebben voor de portefeuilles van beleggers. De gevolgen van een staatsfaillissement zijn moeilijk te voorspellen, maar oneindig veel problematischer.

In de Verenigde Staten zouden de meeste van de ongeveer 70 miljoen mensen die een ouderdoms-, overlevings- of invaliditeitspensioen ontvangen, plotseling zonder inkomen komen te zitten. In Duitsland zouden bijna 23 miljoen gepensioneerden en ambtenaren hetzelfde lot kunnen ondergaan. Het zou ook kunnen betekenen dat er gesneden moet worden in essentiële uitgaven aan onderwijs, politie en openbare infrastructuur, om er maar een paar te noemen. Het onvermijdelijke resultaat zou een diepe economische crisis zijn. Dit rampscenario zou alleen maar verliezers opleveren.

Het probleem is dat iedereen – schuldeisers van de staat, gepensioneerden, kantoorbedienden, schoolkinderen – afhankelijk is van de goede werking van de staat om het sociale pact in stand te houden, d.w.z. het harmonieuze, vreedzame en welvarende samenleven van miljoenen individuen. Daarom zijn het vermogen om te handelen en de solvabiliteit van staten een absolute prioriteit voor sociale cohesie.

Maar dit heeft ook een goede kant, want het betekent wel dat de diepe verwevenheid van de economische en financiële sferen met de publieke sfeer een stabiliserend effect heeft op de instabiliteit die inherent is aan overheidsschuld. →

Grafiek 1
Geen einde in zicht
Kolossale begrotingstekorten in zowel de Verenigde Staten als de eurozone*

— Verenigde Staten (in miljarden Amerikaanse dollar; linkerschaal)
— Eurozone (in miljarden euro; rechterschaal)

*Ramingen van het Internationaal Monetair Fonds.

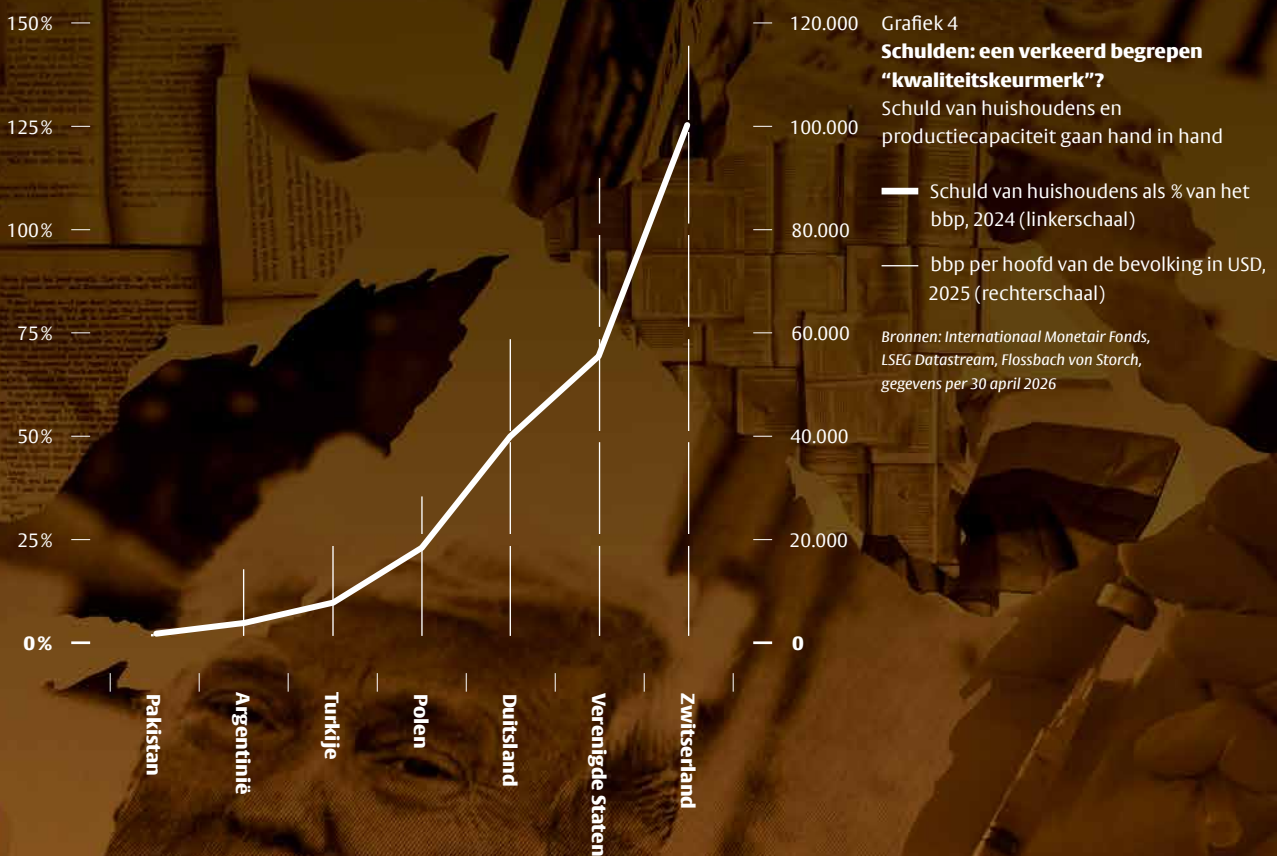
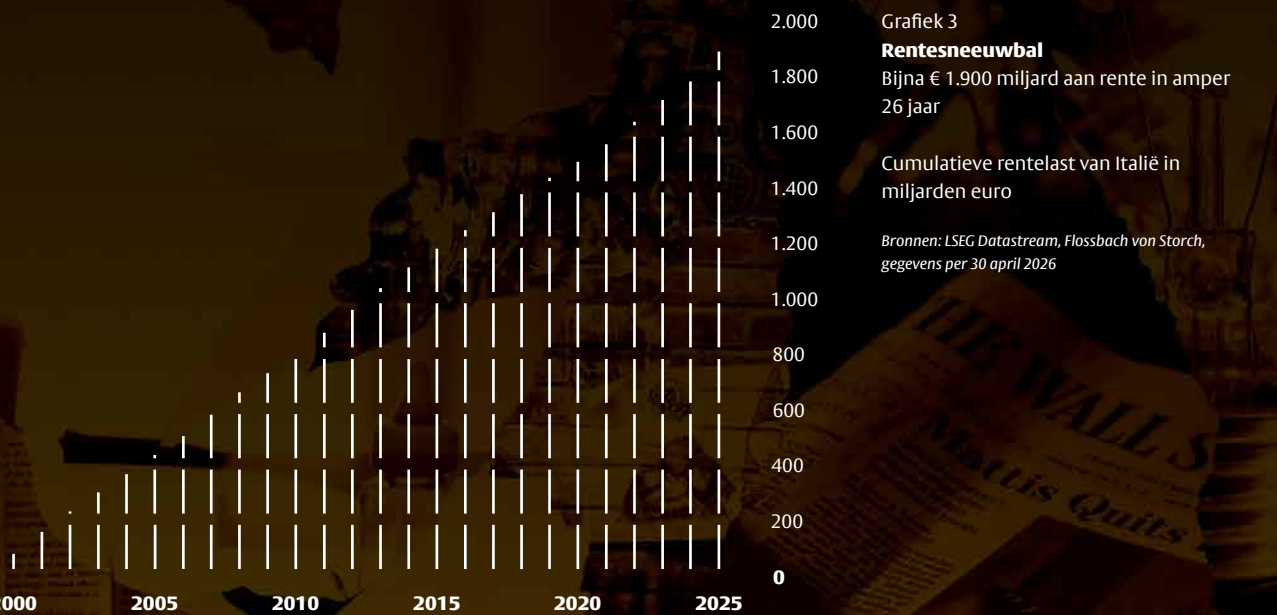
Bronnen: LSEG Datastream, Flossbach von Storch, gegevens per 30 april 2026



Grafiek 2
Generaties volgen elkaar op en de staat gaat niet failliet
Historische schuldratio's als percentage van het bruto binnenlands product (bbp)

Bronnen: Internationaal Monetair Fonds, LSEG Datastream, Flossbach von Storch, gegevens per 30 april 2026





Niemand kan – of wil – zich een faillissement van de overheid veroorloven. Met andere woorden, als het hart zijn pompfunctie niet meer voldoende vervult, is het onvermijdelijk dat de andere organen daaronder lijden.

Dit is ook de reden waarom overheidsemittenten op de obligatiemarkten doorgaans als (relatief) laag risico worden beschouwd en vaak een toegangspoort vormen voor veel beleggers. Het is dan ook niet verwonderlijk dat Italiaanse banken en financiële instellingen ook zwaar investeren in Italiaans staatspapier, ook al is de schuldratio van Italië een van de hoogste ter wereld (meer dan 130% van het bbp). Onlangs investeerden ze meer dan €750 miljard in Italiaanse staatsobligaties.

DE STAAT ZAL HEN OVERLEVEN

Daarom is het bijzonder moeilijk om te definiëren wat een “buitensporige” overheidsschuld is. Japan, de huidige schuldenkampioen, is niet het enige land dat aantoonde dat overheidsschuldratio's in bepaalde omstandigheden veel verder kunnen oplopen dan verwacht mocht worden. In dit opzicht is het geval van het Verenigd Koninkrijk, waarvoor we gegevens over een lange periode hebben en waarvan de schuld soms meer dan 250% van het bbp bedroeg, ook opmerkelijk. Na grote crises, zoals de Napoleontische oorlogen en de twee wereldoorlogen, is het land er op de lange termijn altijd in geslaagd om zijn schuld tot een aanvaardbaar niveau terug te brengen en een fail-

lisement te voorkomen. De Britse overheid heeft haar obligaties altijd terugbetaald (zie grafiek 2).

In landen met een solide institutioneel kader en waar de schuld meestal niet in vreemde valuta's is uitgedrukt, hoeft zelfs een schuldniveau van 200% of meer van het bbp niet de doodsteek voor de overheidsfinanciën te zijn. Dit geldt misschien des te meer in de huidige periode, die wordt gekenmerkt door historisch hoge en stijgende staatsschulden, waarbij eerdere crises hebben aangetoond dat monetaire beleidsinterventie in de markt voor staatsobligaties onder bepaalde voorwaarden goed wordt geaccepteerd door de samenleving.

Nog maar een paar jaar geleden kocht de Europese Centrale Bank meer dan 20% van de schuld van EMU-landen op tijdens de eurocrisis en daarna de pandemie. In Japan, momenteel het land met de hoogste schuldenlast ter wereld, stond tot voor kort meer dan 40% van de staatsobligaties in omloop nog in de boeken van de Bank of Japan. Dit beleid beïnvloedt niet alleen het rendement op staatsobligaties en dus de kosten van schulden. In het beste geval zorgt het er ook voor dat effectenportefeuilles van centrale banken aanzienlijke winstoverdrachten genereren. In de jaren 2010 betaalde de Amerikaanse Federal Reserve (Fed) maar liefst 800 miljard dollar aan de Amerikaanse overheid.

Tegen de achtergrond van een hoge overheidsschuld lijkt het erop dat de

overheidsfinanciën ook in de toekomst moeten kunnen profiteren van een soepel monetair beleid, zodat de schuldenlast indien nodig onder controle kan worden gebracht. Mechanismen zoals het transmissiebeschermingsinstrument, dat in 2022 in het leven is geroepen, stellen de ECB al in staat om “ongerechtvaardigde en wanordelijke marktdynamiek tegen te gaan” en om op onbeperkte basis effecten uit bepaalde landen op te kopen als dat nodig is. Het is ook de reden waarom onze tijdgenoten, of het nu Duitsers, Japanners of anderen zijn, waarschijnlijk nooit het faillissement van hun overheid zullen meemaken.

ALLES HEEFT EEN PRIJS

Deze optimistische kijk op de houdbaarheid van de overheidsfinanciën mag ons echter niet doen geloven dat het raadzaam is om de uitgaven uit de hand te laten lopen. Hoewel een hoge schuld en een hoge schuldenlast niet automatisch synoniem zijn met een faillissement, is het duidelijk dat de staat het risico loopt dat zijn financiële manoeuvreerruimte aanzienlijk wordt beperkt.

Italië in de jaren 1990 is een perfect voorbeeld: nadat het vreesde dat het zou moeten afzien van de invoering van de euro vanwege onopgeloste begrotingsproblemen, slaagde het land er uiteindelijk in om zijn tekort onder de drempel van 3% van het bbp te brengen. Zo werd het land weer opgenomen in het Europese monetaire systeem en kon het in 1999 overstappen op de eenheidsmunt.



De schuldenberg was echter niet verdwenen en Italië trad toe tot de euro met een schuld die 114% van het bbp bedroeg. Dat is een situatie waarvan het land tot op de dag van vandaag de gevolgen ondervindt.

Toegegeven, sinds de invoering van de eenheidsmunt heeft Italië zijn overheidsfinanciën verantwoordelijker beheerd dan elk ander land in de eurozone – tenminste als we kijken naar het begrotingssaldo vóór rente (primair saldo). Over de periode 2000-2025 heeft het land in totaal twintig jaar een primair begrotingsoverschot gerealiseerd, vergeleken met dertien jaar voor Duitsland en een gemiddelde van slechts elf jaar voor de landen van de eurozone. In dezelfde periode registreerde Frankrijk, dat onderaan de ranglijst staat, slechts twee jaar primaire begrotingsoverschotten.

Toch vertoont de balans van Italië een groot tekort als de rentelasten worden meegerekend. Sinds het begin van het nieuwe millennium is het land er niet in geslaagd om het jaar af te sluiten met een positief totaal begrotingssaldo: de schuld is gewoon te hoog. In 2000 moest het bijvoorbeeld zo’n 76 miljard euro aan interesten betalen, wat op dat moment ongeveer 6% van het bbp of 14% van de overheidsinkomsten vertegenwoordigde. In totaal heeft Italië sinds de eeuwwisseling ongeveer €1.890 miljard aan interesten moeten betalen (zie grafiek 3), terwijl de Italiaanse schuld ‘slechts’ met ongeveer €1.740 miljard is toegenomen.

Al dit geld had zeker ergens anders in geïnvesteerd kunnen worden. De primaire overschotten van Italië weerspiegelen niet noodzakelijk een engagement van de politieke leiders om de begroting te consolideren. In deze context is het de rente die een beperking vormt door de budgettaire manoeuvreerruimte van de staat te beperken.

HET BELANG VAN PRODUCTIECAPACITEIT

In tegenstelling tot overheden zijn individuele particuliere schuldenaren zelden van groot systemisch belang. De afgelopen jaren waren er alleen al in Duitsland meer dan 100.000 faillissementen per jaar. Toch zijn in beide gevallen dezelfde fundamentele economische principes van toepassing als het gaat om kredietverlening. Wat telt is de financiële draagkracht van de schuldenaar: alleen een stabiel inkomen (op termijn) kan de terugbetaling van schulden garanderen.

Vanuit dit oogpunt is het ook mogelijk om een hoog schuldenniveau te beschouwen als een garantie voor kwaliteit, aangezien het vermogen van een schuldenaar om zijn schulden af te lossen per definitie gecorreleerd is met zijn productiecapaciteit. Debiteuren met een onvoldoende sterke rug vinden het vaak moeilijker om een crediteur te vinden (als ze daar al in slagen). We hoeven maar naar een paar typische voorbeelden te kijken om overtuigd te raken (zie grafiek 4).

Volgens de databank over de wereldwijde schulden van het IMF hebben huishoudens in Pakistan een van de laagste schuldgraad ter wereld: in 2024 zal deze nauwelijks 2% van het bbp bedragen. Zo’n laag percentage verhult echter een weinig benijdenswaardige realiteit: de immense uitdagingen waar dit Zuid-Aziatische land voor staat.

Bijna de helft van de staatsinkomsten wordt gebruikt om de rente op de schuld te betalen. De alfabetiseringsgraad voor mannen is amper 70% en voor vrouwen minder dan 50%. Vorig jaar bedroeg het bbp per hoofd van de bevolking slechts \$1700, 3% van het niveau van Duitsland. Volgens schattingen van de Internationale Arbeidsorganisatie (ILO) maakt meer dan 80% van de werknemers deel uit van de informele economie, d.w.z. dat ze geen legaal bestaan hebben en geen bescherming genieten.

Omdat hun inkomen niet verzekerd is, voldoen de meeste Pakistaanse onderdanen niet aan de primaire voorwaarde om als solvabel te worden beschouwd. Voor veel Pakistaanse huishoudens is een groter, waardiger huis een verre droom. De lage schuldenlast van huishoudens in Pakistan is daarom voornamelijk te wijten aan de preciaire economische situatie van het land.

Ter vergelijking: meer dan 5.000 kilometer verderop is de realiteit compleet anders. Zwitserland is wereldrecordhouder op het gebied van schulden van huishoudens: 125% van het bbp, dat is de moeite! Tegelijkertijd kan het

kleine Alpenland bogen op een uiterst productieve economie. Met een bbp per hoofd van de bevolking van meer dan 100.000 dollar is het een van de rijkste landen ter wereld.

Maar het hoge inkomensniveau van het land is niet het enige argument voor de goede kredietwaardigheid van Zwitserse huishoudens. Het is ook zo dat de activa waarop de schulden van Zwitserse huishoudens zijn gebaseerd solvabele activa zijn - meer dan 90% daarvan zijn hypotheeklen. Tot slot speelt de fiscale aftrekbaarheid van hypotheekrente zeker ook een rol in de hoge internationale schuldenlast van de Zwitserse bevolking. In Zwitserland bijvoorbeeld is slechts een op de tien huiseigenaren schuldenvrij, een uitzonderlijk laag cijfer vergeleken met de rest van de wereld.

IS DE TEERLING GEWORPEN?

Deze twee extreme voorbeelden van Pakistan en Zwitserland laten zien hoe moeilijk het is om een universeel toepasbaar schuldenplafond vast te stellen. In het geval van Zwitserland zouden we ons theoretisch een nog hoger niveau van schulden van huishoudens kunnen voorstellen. Volgens statistieken van het Federaal Huisvestingsbureau (FHO) is slechts 36% van de permanent bewoonde woningen een eigen woning - het laagste percentage van alle Europese landen. Een toename van het aantal bewoners van een eigen woning (die krediet hebben gebruikt om de aankoop van hun woning te

financieren) zou de schuldratio dus kunnen opdrijven in Zwitserland, een land van huurders bij uitstek.

Voor Pakistaanse huishoudens is het daarentegen ondenkbaar om meer schulden aan te gaan, ondanks het feit dat ze momenteel zeer weinig schulden hebben. Om dit te bereiken moet het land uit de preciaire economische situatie komen waarin het zich nu bevindt. Op dit moment zijn de meeste huishoudens virtueel failliet.

Uiteindelijk komt de vraag of een schuld houdbaar is neer op het beoordelen of een debiteur geloofwaardig in staat is om zijn verplichtingen na te komen. Een dergelijke diagnose kan nooit zuiver statisch van aard zijn, omdat er te veel dynamische factoren in het spel zijn. In elk land evolueert het institutionele kader in de loop van de tijd, net als de reële economische activiteit.

Stijgende inflatie helpt om schulden houdbaar te maken door de reële waarde ervan uit te hollen, ook al verhogen rentebetalingen de verplichtingen. Wat de rentevoeten betreft, hebben centrale banken een krachtige hefboom om de houdbaarheid van de schuld te verbeteren, zoals ze tijdens voorbije crises krachtig hebben aangetoond. Tegen een achtergrond van stijgende (overheids)schulden is het heel goed mogelijk dat ze er in de toekomst weer gebruik van zullen maken.

Dit is ook de reden waarom, als het gaat om staatsschulden, de vraag soms

niet zozeer is hoeveel schuld we ons kunnen veroorloven, maar hoeveel we ons willen veroorloven. Schulden gaan niet alleen over interesten. Enerzijds rijzen er ook andere vragen op langere termijn, zoals het risico op inflatie of intergenerationele rechtvaardigheid, als toekomstige generaties gedwongen worden om een schuld die is aangegaan voor de huidige consumptie regelmatig terug te betalen. Anderzijds mogen essentiële investeringen niet eindeloos worden uitgesteld, wat op korte termijn een hoger schuldniveau kan rechtvaardigen. Het is een constante evenwichtsoefening.

Enerzijds is het frustrerend om te concluderen dat het onmogelijk is om een maximaal schuldniveau in absolute termen vast te stellen. Anderzijds is er hoop in de wetenschap dat de teerling nog niet volledig geworpen is, zelfs nu de economie bloeit en de staatsschuld een recordhoogte bereikt. De geschiedenis van de Britse schuld gaat meer dan 200 jaar terug. De huidige schuldencyclus kan daarom slechts een kleine stop zijn in een zeer lange reis.

Julian Marx is analist bij Flossbach von Storch SE in Keulen.

DE SCHULDENATLAS

– ARGENTINIË –
EEN OVERHEID GAAT
ZELDEN VANZELF FAILLIET

Er was een tijd dat mensen zeiden “zo rijk als een Argentijn”, omdat Argentinië rond 1900 een van de meest welvarende landen ter wereld was. De export van vlees en tarwe bracht het land aanzienlijke rijkdom. Aan het begin van de 20e eeuw stroomden miljoenen Europeanen, vooral Italianen en Spanjaarden, naar het land op zoek naar werk. Belangrijke minerale bronnen, een overvloed aan landbouwgrond, een ideale geografische ligging aan de rand van de oceaan... Al deze factoren hadden de basis kunnen leggen voor blijvend succes voor wat nu het op acht na grootste land ter wereld is. De geschiedenis besliste er helaas anders over.

Zodra de Tweede Wereldoorlog was afgelopen, begon de economische neergang van het land. Juan Perón's “derde weg”, tussen kapitalisme en socialisme, was een mislukking. De snelle stijging van de sociale uitgaven (invoering van betaald zwangerschapsverlof, betaalde vakantiedagen en gratis ziektekostenverzekering voor alle werknemers) werd grotendeels gefinancierd door de expansie van de geldhoeveelheid. Dat leidde tot aanhoudend hoge overheidstekorten en inflatie. Tegelijkertijd werd de economische productie uitgehold door een golf van nationalisaties en toenemend protectionisme. De vleesproductie, die onder Juan Perón een recordniveau van 145.000 ton had bereikt, daalde eind 1961 tot 87.000 ton, wat een catastrofaal tekort op de handelsbalans veroorzaakte.

Het land is er nooit in geslaagd om terug te keren naar zijn roemruchte verleden. Zelfs vandaag de dag is het economische leven in Argentinië doordrongen van wantrouwen ten aanzien van het monetaire systeem en de politieke instellingen. In het moderne Argentinië wordt de term grieta (breuk) gebruikt om de diepe verdeeldheid in de samenleving tussen de verschillende politieke gevoeligheden te beschrijven. Het land is al negen keer failliet gegaan, waarvan drie keer sinds de millenniumwisseling. De verwaarlozing door de staat is een Argentijnse traditie geworden.

– CHINA –
EEN LAND DAT OP HET PUNT STAAT ALLE
ANDEREN TE ONTTRONEN

De Chinese economie is sinds het begin van de 21e eeuw aan het boomen. Nog in 2000 was het bruto binnenlands product (bbp) van het Middenrijk vijf keer lager dan dat van de eurozone. Nog geen twintig jaar later zijn de rollen omgedraaid: sinds 2018 is het bbp van China jaar na jaar hoger dan dat van de eurozone.

Als het op schulden aankomt, staat China ook op het punt om alle andere landen te onttronen, en niet alleen omdat de schuld tussen 2010 en 2025 bijna verdrievoudigd is, van 33% naar 99% van het bbp. De fors gestegen schuldgraad heeft ook gevolgen voor bedrijven en huishoudens: in de afgelopen vijftien jaar is de schuld van huishoudens gestegen van 22% van het bbp tot ongeveer 60%, terwijl de schulden van bedrijven, die onlangs maar liefst 140% van het bbp bedroegen, tot de hoogste ter wereld behoren. Aangezien een groot deel van de bedrijven waarop deze schuld betrekking heeft, eigendom is van de staat, is het bovendien mogelijk om hun verplichtingen als overheidsschuld te boeken.

Over het geheel genomen bereikte de totale schuld van China (staatsschuld + bedrijfsschuld + schulden van huishoudens) eind vorig jaar een piek van ongeveer 300% van het bbp, vergeleken met slechts 270% in de Verenigde Staten, de grootste economie ter wereld, en iets minder dan 250% in de eurozone.

– ITALIË –
EEN LEVEN ONDER
HET JUK VAN DE RENTE

“Italië, de voorbeeldige leerling!” Er is niets absurds aan deze bewering, ook al heeft geen enkel land in de eurozone een schuldgraad die zo hoog is als die van Italië, met uitzondering van Griekenland. Tussen 2000 en 2025 konden de Italiaanse overheidsfinanciën twintig jaar lang een primair overschot voorleggen, wat betekent dat de middelen van de staat – vóór betaling van de rente op de schuld – groter waren dan de uitgaven. Geen enkel ander land in de eurozone is geslaagd in zo'n regelmatig

herhaald huzarenstukje. Over deze periode bedroeg het gemiddelde aantal jaren met een primair overschot in de EMU eerder elf jaar.

Maar op de keper beschouwd vertoont de balans van Italië een groot tekort. Zodra de rente op de schuld is betaald, heeft het land een aanzienlijk jaarlijks begrotingstekort: de afgelopen 26 jaar bedroeg dit gemiddeld 3,8%. De rente die de Italiaanse staat over dezelfde periode verschuldigd is, bedraagt bijna 1900 miljard euro. Ter vergelijking: het bruto binnenlands product van het land bedroeg onlangs 2258 miljard euro. Dit voorbeeld illustreert hoe een geërfde schuld en de daaruit voortvloeiende rentelast de budgettaire manoeuvreerruimte kunnen beperken.

– JAPAN –
DE “PERPETUUM MOBILE” VAN
DE OVERHEIDSFINANCIËN

Japan is de onbetwiste kampioen van de statsschuld. In 2025 was ze goed voor 2,1 keer het bbp van het land. Er is echter niets nieuws onder de (rijzende) zon; de schuld van Japan bedraagt al 13 jaar meer dan 200% van het bbp. Toch hadden de Japanse ministers van Financiën jarenlang de vrije hand. Daarom bedraagt het jaarlijkse primaire tekort van Japan (vóór rentebetalingen op schulden) sinds de millenniumwisseling gemiddeld meer dan 4% van het bbp.

Deze situatie werd mogelijk gemaakt door de sterke steun van de Bank of Japan. Als gevolg van decennia van lage rentevoeten en massale aankopen van staatsschuld door de Japanse centrale bank, was de schuldcapaciteit van de overheid vrijwel onbeperkt. Tot voor kort had de Bank of Japan bijna 40% van de Japanse staatschuld op haar boeken staan. Maar de Japanse overheid is niet de enige die weet hoe ze schulden moet maken. De totale schuld van Japan bedraagt ongeveer 400% van het bbp, nog een gedenkwaardig wereldrecord.





– NOORWEGEN – GEEN ZORGEN OVER DE SCHULDENLAST

Met een staatsschuld van 45% van het bbp is Noorwegen naar internationale maatstaven een land met een relatief lage schuld. De schuldratio is bijvoorbeeld de helft van die van de eurozone. Bovendien rijst de vraag waarom de Noorse staat ervoor kiest om zich in de schulden te steken. Het land heeft een staatsinvesteringsfonds dat verantwoordelijk is voor het beheer van de aanzienlijke middelen die worden gegenereerd door de olie- en gasreserves, waarvan de activa veel meer waard zijn dan de staatsschuld.

Eind maart 2026 was dit fonds ongeveer 20.000 miljard Noorse kronen waard (bijna 1.800 miljard euro, d.w.z. ongeveer 300.000 euro per hoofd van de bevolking). Dat is acht keer het bedrag van de Noorse overheidsschuld. In feite kan Noorwegen worden beschouwd als een schuldenvrij land. Als ze ondanks alles een beroep blijft doen op schuld, is dat ongetwijfeld vooral om “voor de markt te zorgen”. De uitgifte van staatsobligaties draagt immers bij aan de marktliquiditeit voor effecten in Noorse kroon.

– PAKISTAN – TWEDE KANTEN VAN DEZELFDE MEDAILLE

Er zijn maar weinig landen die de helft van hun begroting uitgeven aan schuldaflossing, maar Pakistan doet dat wel. Voor het boekjaar 2025/2026 voorspelde de regering rentebetalingen van 8.200 miljard Pakistaanse roepies, of 46,7% van de federale begroting. Vanuit dit oogpunt lijkt de schuldenlast van Pakistan ongelooflijk hoog.

Maar helemaal schuldenvrij zijn is net zo onverstandig. Kijk maar naar de Pakistaanse huishoudens, met schuldniveaus van slechts 2% van het bbp, of minder dan \$50 schuld per hoofd van de bevolking. De reden voor deze lage schuldenlast is vrij eenvoudig: de precaire economische situatie waarin veel Pakistanen leven, betekent dat ze geen toegang hebben tot krediet. Meer dan 80 % van de werknemers in het land werkt in de informele economie. De gemiddelde levensverwachting is minder dan 70 jaar.

In dit voorbeeld zijn overmatige schuldenlast van de staat en de te lage schuldgraad van de bevolking, gecombineerd met een lage levensstandaard, twee kanten van dezelfde medaille.

– ZWITSERLAND – HOGE SCHULDEN, EEN GARANTIE VOOR KWALITEIT

Waar vinden we de huishoudens met de meeste schulden ter wereld? Waar de economische output bijzonder hoog is en huishoudens een regelmatig inkomen hebben. Met een bbp per hoofd van de bevolking van meer dan 100.000 Amerikaanse dollar staan Zwitserse huishoudens aan de top van de internationale ranglijst. Als gevolg daarvan genereert de gemiddelde Zwitser gemiddeld twee keer meer rijkdom dan de gemiddelde Duitser en 16 keer meer rijkdom dan de gemiddelde Paraguayaan.

De schuld per hoofd van de bevolking in de Zwitserse Bondsstaat is echter nog hoger: in 2024 bedroeg deze maar liefst 130.000 dollar. Ter vergelijking: de schuld per hoofd van de bevolking bedraagt amper 28.000 dollar in Duitsland en minder dan 500 dollar in Paraguay. Een hoog schuldniveau kan daarom worden gezien als een garantie voor kwaliteit: het weerspiegelt vaak een sterke productiecapaciteit en een stabiel institutioneel kader.

– VERENIGDE STATEN – SCHULDENKONING

Sinds 1992 vertoont de lopende rekening van de VS een constant tekort (gemiddeld 3% van het bbp). Dat komt in absolute termen overeen met een gigantisch cumulatief tekort van 17.000 miljard dollar over de periode 1992-2025. U zou daarom kunnen denken dat de Verenigde Staten onvermijdelijk boven hun stand leven, omdat ze elk jaar meer goederen en diensten importeren dan exporteren.

Als een dergelijke situatie mogelijk is, dan is dat te danken aan het privilege dat hun munt hen geeft, namelijk een constant hoge vraag vanuit het buitenland naar de Amerikaanse dollar of activa die in deze munt luiden. De schuld van de VS toont dit duidelijk aan. Eind vorig jaar hadden buitenlandse beleggers voor zo'n \$16 biljoen aan Amerikaans schuld papier, waaronder \$9300 miljard aan Amerikaans schatkist papier. Amerikaanse beleggers hielden daarentegen slechts \$4 biljoen aan buitenlandse obligaties. Eenvoudiger gezegd, het is de rest van de wereld die het hoge consumptieniveau van de Verenigde Staten in het buitenland financiert. ♦

De gezichten Amerikaanse twee van de dollar

Julian Marx

De Amerikaanse dollar kreeg klappen toen Donald Trump aan zijn tweede termijn als president van de Verenigde Staten begon. Is 's werelds referentievaluta over zijn hoogtepunt heen?

Welke geïndustrialiseerde landen groeien momenteel het sterkst? Als we deze vraag willen beantwoorden, kunnen we niet om de Verenigde Staten heen, de grootste economie ter wereld. Vorig jaar realiseerde het land een reële groei van ongeveer 2% dankzij duurzame consumptie en toegenomen investeringen, met name in datacenters. Een prestatie die volgens het Internationaal Monetair Fonds (IMF) dit jaar zou moeten worden herhaald. Dat is heel positief nieuws.

Elders lijkt de groei relatief bescheiden: voor de zes andere G7-landen (Duitsland, Canada, Frankrijk, Italië, Japan en het Verenigd Koninkrijk) voorspelt het IMF een reële groei van minder dan de helft van die van de Verenigde Staten, d.w.z. gemiddeld 0,9% dit jaar. Het groeipatroon van vorig jaar zou zich wel eens kunnen herhalen. Op het eerste gezicht is het

daarom des te verrassender dat de Amerikaanse dollar in 2025 aanzienlijk in waarde zal zijn gedaald ten opzichte van de euro, het Britse pond en de Canadese dollar. Het is duidelijk dat de redenen voor deze terugval dieper moeten worden gezocht.

EEN KWESTIE VAN VERTROUWEN

De Verenigde Staten zijn het epicentrum van de wereldwijde financiën. Voor veel bedrijven in de financiële sector is de Amerikaanse dollar de belangrijkste activaklasse en voor centrale banken over de hele wereld is de greenback de reservemunt bij uitstek. Het volume van de buitenlandse investeringen in de Verenigde Staten, met name 38.000 miljard dollar aan het einde van het jaar 2025, onderstreept het belang van deze economie voor de wereldwijde financiële spelers. Dit cijfer, dat hoger is dan het Amerikaanse bruto binnenlands product (bbp) over een heel jaar, is vorig jaar opnieuw gestegen. Volgens het Amerikaanse ministerie van Financiën investeerden niet-ingezetenen beleggers in 2025 netto \$1552 miljard aan vers geld in langlopende Amerikaanse effecten.

De dominante rol van de Amerikaanse dollar op het internationale toneel kan niet alleen worden verklaard door de omvang van de economie van het land of de omvang van zijn kapitaalmarkt. Decennialang werd de dollar ook gezien als een veilige haven in tijden van crisis, omdat de Verenigde



Staten (tot nu toe tenminste) de garantie boden van een stabiel institutioneel en macro-economisch kader, waardoor goed gepland kon worden. Maar dat gevoel van veiligheid is teloorgegaan onder Donald Trump, vooral sinds die dag in april 2025 (“Bevrijdingsdag”) toen de Amerikaanse president de doodsklok luidde voor een tijdperk van vrijhandel door zijn dreigementen om exorbitante tarieven in te voeren op Amerikaanse import uit te voeren. Verschillende “deals” moesten vervolgens de schadelijke gevolgen van dat besluit verzachten.

In januari 2026 deed een ander voorval het vertrouwen van Europese investeerders bijzonder wankelen, toen de Amerikaanse president dreigde Groenland te annexeren. Aanvankelijk liet hij zelfs doorschemeren dat hij het gebruik van geweld tegen zijn bondgenoten niet zou uitsluiten. Tegelijkertijd heeft hij, om zijn claim kracht bij te zetten, douanerechten opgelegd aan Denemarken en Europese landen die de beschermende macht van Groenland al lang steunen. Deze nieuwe intimidaties kwamen slechts een paar maanden nadat Donald Trump een handelsakkoord met de EU-27 had bereikt. En ook al werden de aangekondigde tarieven snel afgeschaft: vertrouwen opbouwen ziet er anders uit.

LANGZAAM AFKICKEN

Terwijl het ontluikende wantrouwen ten aanzien van de Amerikaanse dollar een relatief nieuw fenomeen is bij de westerse bondgenoten van de Verenigde Staten, is dit niet het geval bij de politieke tegenstanders van ‘s werelds grootste mogendheid, die al jaren hun bedenkingen koesteren bij ‘s werelds referentievaluta. Sinds het begin van de oorlog in Oekraïne zijn de risico's van sancties op in dollars luidende activa heel tastbaar, zoals het voorbeeld van Rusland laat zien.

In een dergelijke context zijn pogingen om ons geleidelijk te emanciperen van de dollar heel begrijpelijk. Toch blijft de ‘de-dollarisering’ van de politieke tegenstanders van de Verenigde Staten in de praktijk een uitdaging, zoals blijkt uit de wereldwijde deviezenreserves van de centrale banken. Meer dan 90% van deze reserves (goud niet meegerekend) blijven luiden in Amerikaanse dollars of in de valuta's van andere geïndustrialiseerde westerse landen, met name euro's (ongeveer 20% van het totaal), yen (ongeveer 6%) en Britse

ponden (bijna 5%), tegenover slechts 2% voor de renminbi. Als men bedenkt dat de Verenigde Staten en landen met een gelijkaardig economisch model goed zijn voor meer dan de helft van de welvaartscreatie in de wereld en de wereldhandel domineren, is afkicken uiteraard geen gemakkelijke taak. Desondanks gaat de de-dollarisering van bepaalde economieën geleidelijk aan door. Dit is wat de aanhoudende goudaankopen door veel centrale banken in Brazilië, China en Turkije lijken aan te geven. Volgens de World Gold Council kochten centrale banken in 2025 ongeveer 860 ton goud.

Qua volume is dit weliswaar iets minder dan in de voorgaande drie jaar (meer dan 1.000 ton aankopen per jaar), maar het is nog steeds kolossaal, en als we rekening houden met de stijging van de goudprijs, kunnen we zelfs zeggen dat de goudkoorts van de centrale banken nog is toegenomen. Als gevolg daarvan is het aandeel van goud in de deviezenreserves gestegen van slechts 10% in 2015 tot ongeveer 28% aan het einde van 2025. De dollar volgde het tegenovergestelde pad en daalde tot iets meer dan 40% van de mondiale deviezenreserves, vergeleken met 58% eerder.

EEN DOLLAR DIE NIET ZO GEMAKKELIJK TE VERVANGEN IS

Gezien deze cijfers zouden pessimisten geneigd kunnen zijn om het einde van de dollar te voorspellen. Maar zo eenvoudig is het niet. Enerzijds zijn de wereldwijde deviezenreserves in dollars al vele jaren stabiel op ongeveer 7.000 miljard dollar, dus in absolute termen maakt dit niet veel verschil. Bovendien kan de afname van het relatieve belang van dollarreserves grotendeels worden verklaard door de stijging van de goudprijs in de afgelopen jaren.

Anderzijds kan goud de dollar of de munteenheid niet echt vervangen, behalve in deviezenreserves. Hoewel goud strategisch nuttig is als opslagplaats van waarde en als zodanig een essentiële functie van geld vervult, kan het niet gemakkelijk worden gebruikt als universeel betaalmiddel.

Als gevolg hiervan lijkt de dominantie van de Amerikaanse dollar op veel gebieden onaangetast te blijven. Uit een recent onderzoek van de Bank for International Settlements (BIS) bleek dat de dollar en de euro hun hegemonie in de

internationale kredietverlening hadden versterkt sinds het begin van het nieuwe millennium. Van de 29 onderzochte landen luidde 60% van de in 2000 wereldwijd uitgegeven schuldbewijzen in dollars. Tegen 2024 was dit aandeel gestegen tot niet minder dan 63%, en sommige opkomende landen zoals Brazilië en Turkije hadden zelfs een aandeel van in dollar luidende effecten van meer dan 90%. In dezelfde periode consolideerde de euro ook zijn positie, met een stijging van gemiddeld 12% naar 21%.

Bovendien kan het feit dat de jonge stablecoin-markt momenteel bijna uitsluitend door dollars wordt gedekt, beschouwd worden als een extra argument dat pleit voor de tot nu toe onbetwiste dominantie van de Amerikaanse munt. In de wedloop tussen fiatvaluta's blijft de dollar (voorlopig) de uitzondering.

DE TWEE KANTEN VAN DE GREENBACK

Uiteindelijk heeft de dollar in de huidige context twee gezichten. Enerzijds is er de valuta, die tot nu toe vrijwel onbetwist is gebleven op de internationale financiële markten. Daarom moeten we voorzichtig zijn en niet te veel lezen in kortetermijnwisselkoersschommelingen. De dollar heeft in het verleden een paar dieptepunten gekend.

Dit geldt des te meer omdat de huidige euro/dollarwisselkoers vrijwel identiek is aan de wisselkoers die gold toen de euro in 1999 werd ingevoerd. Toen was 1 euro goed voor 1,18 dollar; in de afgelopen kwartalen was dit nog steeds het geval, met enkele schommelingen. Anderzijds is de effectieve wisselkoers van de euro, die de euro meet ten opzichte van een breed mandje valuta's, tussen 1999 en nu met bijna 30% gestegen. Vanuit dit oogpunt heeft de sterkte van de euro een directe invloed op de dollar.

Anderzijds is er de reservemunt die vroeger hegemonisch was en waarvan het relatieve belang vandaag wordt bedreigd. Veel centrale banken proberen hun goudreserves op te bouwen. Als we naar de toekomst kijken, staan deze emancipatiepogingen niet op zichzelf. Verschillende andere grote muntzones hebben de ambitie om de Amerikaanse dollar een deel van zijn invloed afhandig te maken.

VICIEUZE CIRKEL?

Met haar nieuwe Zijderoutes werkt China er al jaren aan om zijn economische en politieke macht te versterken door infrastructuurinvesteringen te doen in andere delen van de wereld. In een politiek gepolariseerde wereld zal het land waarschijnlijk ook zijn pogingen opvoeren om zijn munt te ‘exporteren’.

De Europese Centrale Bank maakt dan weer gebruik van de recente afbrokkeling van het vertrouwen in het Amerikaanse beleid om de institutionele stabiliteit van de eurozone te benadrukken en de euro als alternatief beleggingsinstrument voor de dollar te positioneren. Bovendien moet de ontwikkeling van de digitale euro de EU in staat stellen haar afhankelijkheid van Amerikaanse betalingsdienstverleners te beperken en zo een grotere financiële autonomie te verwerven. De besluiten van de eurozone kunnen ook een alarmbel doen rinkelen voor de Verenigde Staten. Als die laatsten, via de stem van hun president, te ver zouden gaan door voortdurend met het rode gevaar te zwaaien, dan zouden op termijn zelfs de staten die hun goedgezind zijn hen misschien niet langer ernstig nemen.

Dat kan dus uitmonden in een vicieuze cirkel: hoe meer de Verenigde Staten of hun president de Amerikaanse suprematie als drukmiddel gebruiken, hoe groter het risico dat die dreigementen hun betekenis verliezen. Elke nieuwe bedreiging kan het isolement van de Verenigde Staten versterken en de status van de Amerikaanse dollar als referentievaluta verder uithollen.

We hebben nog niet het punt bereikt waarop deze status direct wordt bedreigd. Maar als de Trump-regering volhardt in haar vijandige houding, kan dit er op zijn minst toe leiden dat andere landen sneller inzetten op emancipatie, en de kans vergroten dat de dollar van zijn voetstuk valt. ♦

Shenwei Li



POST UIT S H A N G H A I

Economische locomotief, supermacht, partijdictatuur. Wie interesse heeft in wereldwijde trends, kijkt altijd naar China. Onze analiste Shenwei Li deelt haar subjectieve ervaring als Chinese vrouw. Vandaag praat ze met ons over de wildgroei van niet-standaard arbeidscontracten in China.

Op het eerste gezicht lijkt de diensteneconomie synoniem met vrijheid en moderniteit: losse werknemers voeren kortlopende opdrachten uit, meestal toegewezen via digitale platforms. Ze hebben geen vaste werktijden, geen contract en werken wanneer en hoe ze willen. Ze worden per klus betaald. In ieder geval wordt deze flexibiliteit zeer gewaardeerd door bedrijven in het tijdperk van artificiële intelligentie, waar werkprocessen het mogelijk maken om steeds meer taken op te delen en vrij eenvoudig te coördineren.

In China is al bijna 27% van de beroepsbevolking een losse arbeidskracht. Bij de overheid valt 43% van de mensen officieel in deze categorie, die we definiëren als mensen die zonder contract werken, maar meer dan een uur per week tegen betaling.

Deze verrassend hoge cijfers komen van het Chinese tijdschrift Caixin. Volgens officiële cijfers zijn er ongeveer 740 miljoen werkenden in het Rijk van het Midden, waarvan 470 miljoen in stedelijke gebieden, en 200 miljoen losse werknemers. Tien jaar geleden was dit nog een marginaal fenomeen.

HOE HEEFT DE ZOGENAAMDE KLUSECONOMIE ZICH ZO SNEL VERSPREID?

De opmars werd ongetwijfeld bevorderd door de aanhoudende macro-economische zwakte van ons land. De gemiddelde levensduur van een privébedrijf is de laatste jaren sterk gedaald. Het is daarom vaak niet in het belang van spelers in de privésector om meerjarige arbeidscontracten te ondertekenen.

Bovendien gaven de door Caixin onderzochte bedrijven aan dat ze 10% van al hun werk uitbesteedden aan losse medewerkers. Alleen al door deze maatregel kunnen ze tussen de 20 en 30% besparen op personeelskosten. Terwijl bedrijven socialezekerheidsbijdragen moeten betalen ten bedrage van 35% van het brutosalaris voor vaste werknemers, dragen ze deze kosten niet voor tijdelijke werknemers. Het arbeidsrecht is ook strenger bij ontslag van een vaste werknemer, terwijl losse werknemers geen enkele bescherming genieten.

Logischerwijs zou meer dan 52% van de ondervraagde bedrijven meer gebruik willen maken van losse werknemers. De echte winnaars zijn de wervingsbedrijven die binnen drie uur tien werknemers voor een klus kunnen vinden en hen in contact kunnen brengen met het bedrijf dat de opdracht aanvraagt. Het aantal tussenpersonen is de afgelopen tien jaar verdrievoudigd.

VRIJHEID... OF ONZEKERHEID

Veel van de werknemers zijn jong en goed opgeleid. Meestal lijken ze actief te kiezen voor een opdracht in plaats van een baan in loondienst, omdat dit soort werk hen meer flexibiliteit biedt en als het niet lukt, kunnen hun ouders of familie hen helpen.

Aan de andere kant is dit voor werknemers boven de 30 vaak geen keuze. Zo zei 77% van de door Caixin ondervraagde chauffeurs dat ze rijder waren geworden voor een platform nadat ze hun baan waren kwijtgeraakt. Meer dan de helft zorgt op deze manier voor de enige, of in ieder geval de belangrijkste, bron van inkomsten voor hun gezin. Het aantal

taxichauffeurs en rijdienstbieders steeg echter met 159% tussen 2020 en 2024, terwijl het aantal ritten met slechts 38% toenam. Als gevolg daarvan moeten chauffeurs nu veel langer werken om een fatsoenlijk loon te verdienen.

Bovendien is in de bouwsector een derde van de werknemers zelfstandig ondernemer - een cijfer dat in het hoogseizoen oploopt tot twee derde. Sommige internetspelers hebben momenteel meer freelancers dan werknemers. In andere bedrijfssectoren, zoals online klantenservice, is het aandeel van 'outsourcing' zelfs 70%.

Uit een onderzoek van Zhipin [MU1] blijkt dat 45% van de werknemers in de dienstensector in het passagiers- of pakketvervoer tussen de 10.000 en 15.000 renminbi per maand verdient, aan de bovenkant van het segment. Dit is echter niet overal het geval.

Bovendien worden losse werknemers geconfronteerd met schommelende inkomens en moeten zij zichzelf verzekeren, terwijl dit niet verplicht is. Als ze besluiten om deel te nemen aan het wettelijke socialezekerheidsstelsel, zijn ze onderworpen aan dezelfde bijdragen als werknemers in loondienst die een overeenkomstig brutosalaris verdienen. Bovendien moeten losse medewerkers hun eigen werkgeversbijdragen betalen, die 35% van hun loon bedragen. Velen kunnen het zich niet veroorloven. Bovenstaande studie toont met name aan dat slechts 10% van de ondervraagde maaltijdbezorgers van mening is dat het tarief van de socialezekerheidsbijdragen passend is.

Op het laatste Nationale Volkscongres riepen sommige mensen op tot meer verantwoordelijkheidszin bij de platforms. Aangezien de tijdelijke arbeidskrachten nu bijna 30% van de totale beroepsbevolking in China uitmaken, moeten er dringend oplossingen worden gevonden. Onze samenleving kan het zich niet veroorloven dat zo'n groot deel van de bevolking het systeem verlaat vanwege de hoge kosten van de socialezekerheidsbijdragen. ♦

Shenwei Li is analiste in Shanghai.

T I T E L

De verkeerde held

Sven Ebert

Wat hebben het Duitse pensioenstelsel en het Japanse videofiguurtje Pacman gemeen? Helaas veel meer dan sommige beseffen...

Grafiek 1

De realiteit: een pensioen als „Pacman“

Inkomsten van een gemiddelde gepensioneerde, dat wil zeggen zonder inkomen uit arbeid, pensioen of bedrijfspensioen.

Bedrijfspensioenregeling **11%**Particuliere pensioenvoorziening **9%**Verplicht pensioenstelsel **80%**

Gemiddeld vertegenwoordigt het wettelijke pensioen nu 80% van het inkomen van een Duitse gepensioneerde die zijn of haar hele loopbaan als werknemer heeft gewerkt. Met elk een aandeel van 10% spelen bedrijfspensioenvoorzieningen en private pensioenvoorzieningen een verwaarloosbare rol. Een snelle blik op het taartdiagram dat deze uitsplitsing illustreert, doet denken aan Pacman, het schattige figuurtje uit het gelijknamige videogame uit de jaren 1980 (zie grafiek 1). Maar afgezien van de nostalgie die deze jeugdherinneringen oproepen, is deze voorstelling van het risico van concentratie van pensioenvoorzieningen reden tot bezorgdheid. Voor gepensioneerden is Pacman geen aardige held.

De demografische trends, gekenmerkt door een steeds ouder wordende bevolking, zullen de financiering van de verplichte pensioenen de komende decennia immers verder bemoeilijken. Het aantal gepensioneerden stijgt, terwijl het aantal premiebetalers daalt (zie ook het artikel *Systeemfout*, pagina 36).

Zonder ingrijpende hervorming zou de druk van belastingen en premies op het brutoloon stijgen van 43% naar 60%. Om deze stijging te compenseren is een productiviteitsstijging van 1% per jaar nodig. Sinds de jaren negentig is er echter geen sprake meer van een dergelijke verbetering en de productiviteitswinsten zijn sindsdien veel lager.

DE BESTE MANIER...

We staan op een kruispunt. In Duitsland bedragen de overheidsuitgaven voor pensioenvoorzieningen momenteel 10,8% van het bruto binnenlands product, ruim boven het OESO-gemiddelde (8,1%). Als we ons pensioenstelsel niet herzien, treden we in de voetsporen van landen

Zonder ingrijpende hervormingen zou de belastingdruk op de brutolonen door belastingen en bijdragen stijgen van 43% naar 60%.

als Frankrijk en Italië, die meer dan 15% van het bruto binnenlands product aan pensioenen besteden. Dit verklaart ook de hoge schuldenlast in deze landen.

Het versterken van de kapitalisatiepensioenstelsels lijkt de beste manier om verder te komen. Met name Nederland en Zweden bewijzen dat het mogelijk is om een betrouwbaar ouderdomspensioenstelsel op te zetten en tegelijkertijd de overheidsuitgaven te beperken. Het volstaat om een wettelijke basisverzekering te combineren met een beroeps- of private pensioenregeling. We moeten daarom streven naar een systeem waarin de drie pijlers (wettelijke, bedrijfs- en private pensioenvoorzieningen) ervoor zorgen dat de levensstandaard bij pensionering op peil blijft.

Om dit te bereiken moeten we beginnen met het beperken van de uitgaven aan verplichte pensioenverzekeringen. Zonder wijzigingen aan de huidige wettelijke bepalingen zullen deze tegen 2035 oplopen tot bijna 600 miljard euro. Dit zou een stijging inhouden van bijna 50% in tien jaar, of iets meer dan 4% per jaar. De economische groei bedraagt momenteel echter minder dan 1% per jaar, voornamelijk door de hoge fiscale en sociale druk.

Op de lange termijn profiteren gepensioneerden niet van de stijging van deze kosten, omdat de groeiende last die door werkende mensen wordt gedragen, moet worden gedeeld door een steeds groter aantal gepensioneerden. Daarom zal, ondanks de optimistische intentieverklaringen van politieke leiders, het niveau van de pensioenen in het huidige stelsel binnenkort nog verder moeten worden verlaagd. Dit gaat door op de trend die sinds het midden van de jaren tachtig is waargenomen voor het wettelijk pensioen.

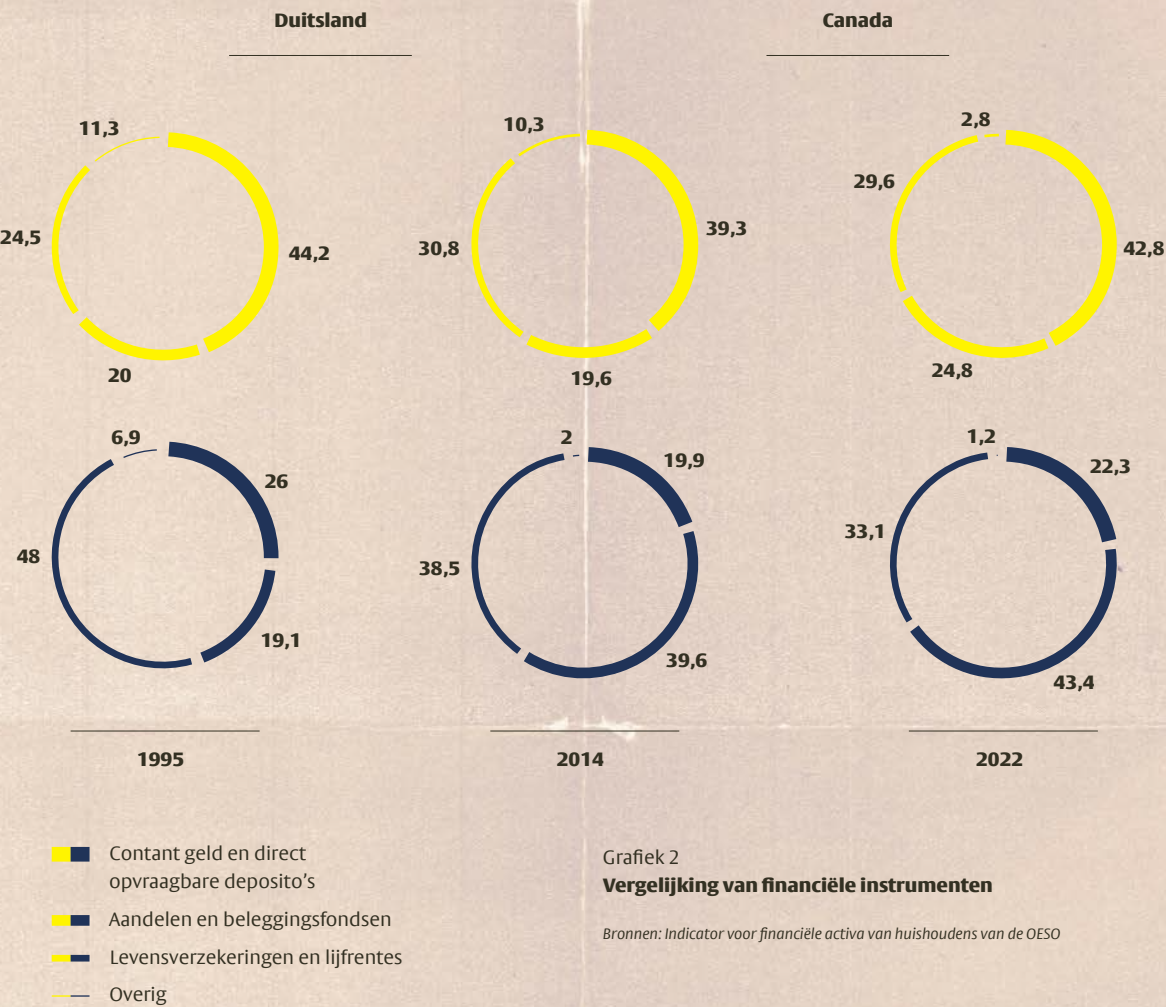
HET VOORBEELD
VAN NEDERLAND

Politieke leiders zouden best eens wat eerlijker zijn. De Duitse staat is economisch sterk genoeg om elke gepensioneerde een basisdekking voor zijn oude dag te garanderen, maar het lijkt moeilijker om de individuele levensstandaard van elke burger te dekken. De overgang naar een systeem van verplichte basisdekking kan beangstigend zijn, maar andere landen hebben dit al met succes ingevoerd. De Nederlandse staat betaalt een basispensioen, ongeacht het inkomen. Het aantal arme ouderen is echter veel lager dan in Duitsland – ook omdat de beroepspijler, die afhankelijk is van de privésector, veel meer ontwikkeld is.

Ook in Duitsland zou de bedrijfspensioenvoorziening daarom voor meer mensen toegankelijk moeten zijn. In Nederland is de beroepsbevolking grotendeels bij het systeem betrokken via collectieve overeenkomsten. Sectorale pensioenfondsen beleggen hun kapitaal professioneel en investeren fors in aandelen.

In het sterk gefragmenteerde bedrijfspensioenlandschap van Duitsland heeft slechts één op de twee werknemers zo'n aanvullend pensioen. In totaal zijn er meer dan tien verschillende manieren om de pensioenvoorziening voor de werknemers van een bedrijf te organiseren. Sommige producten vereisen kapitaalgaranties, waardoor het rendement daalt. Andere bieden alleen een maandelijkse rente voor het leven vanaf de pensioengerechtigde leeftijd, wat de flexibiliteit beperkt.

We zouden best ingaan tegen deze versnippering, zodat we gemakkelijker van het ene model naar het andere kunnen overstappen. Het zou zinvol zijn om bestaande modellen te versterken door



Grafiek 2
Vergelijking van financiële instrumenten
Bronnen: Indicator voor financiële activa van huishoudens van de OESO

een groter aandeel aandelen te combineren met een flexibeler gebruik van het gespaarde bedrag bij pensionering.

FOCUS OP AANDELEN

Tegelijkertijd moeten we privaat gefinancierde pensioenvoorzieningen ontwikkelen. De nieuwe pensioenspaarrekening die de federale overheid heeft gepland, is een belangrijke stap in deze richting. Zijn voorganger, het "Riester"-pensioen, een door de staat gesubsidieerd aanvullend pensioen

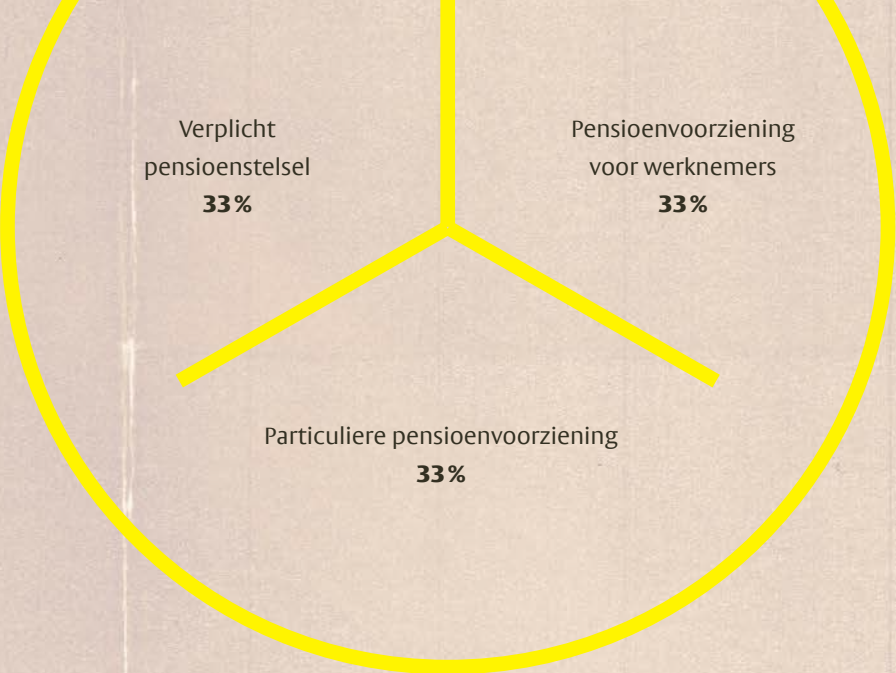
met kapitaaldekking dat 20 jaar geleden werd ingevoerd, leek al een paradigmaverschuiving te ondersteunen, waarbij een groter aandeel werd toegekend aan private voorzieningen. De verplichte kapitaalgarantie resulteerde echter in negatieve reële rendementen in de jaren 2010, toen de rente laag was, wat uiteindelijk leidde tot een verlies aan vertrouwen.

Voor de nieuwe pensioenspaarrekening is geen kapitaalgarantie vereist. Duurzaam sparen in aandelen, een bron van solide rendementen,



Grafiek 3
**Het ideaal:
een pensioen-
voorziening voor de
oude dag, net als
de “Mercedes-ster”**

Bronnen: Verslag over
de sociale zekerheid 2024
van het Federale Ministerie van
Arbeid en Sociale Zaken.



is dus mogelijk. De stimulansen en belastingbesparingen in het kader van de regeling zijn een aanmoediging om privévermogen op te bouwen. De grotere vrijheid om het kapitaal te gebruiken bij pensionering maakt het product nog aantrekkelijker: het is mogelijk, maar niet verplicht, om het opgebouwde kapitaal om te zetten in een levenslange lijfrente. Op verzoek kan 30% van het gespaarde bedrag direct beschikbaar worden gesteld bij aanvang van het pensioen. Het saldo kan worden uitbetaald in maandelijkse rentes tot de leeftijd van 85 jaar.

Spaarders zouden van deze nieuwe vrijheid gebruik moeten maken om hun vermogen in aandelen te beleggen. Om iedereen in staat te stellen een weloverwogen beslissing te nemen, moet de samenleving beter financieel geletterd worden. Het resultaat zou direct zichtbaar zijn op de persoonlijke pensioenrekening. De kans is groot dat dit bijdraagt aan een nieuwe beleggingscultuur, waarin aandelen, in plaats van inflatiegevoelige spaarboekjes, de hoofdrol spelen. Een vergelijking met Canada laat zien welke achterstand moet worden ingehaald (zie grafiek 2).

DE MERCEDES-STER ‘MODEL’

Een nieuw systeem uitrollen gaat niet van de ene dag op de andere. We moeten de bal dus zo snel

mogelijk aan het rollen brengen door Pacman te vervangen door de Mercedes-ster (zie grafiek 3) die de drie pijlers van de pensioenvoorziening omvat. In dit opzicht moeten drie basisprincipes worden gerespecteerd.

De eerste is dat het wettelijke pensioen in de toekomst alleen zal dienen als basispensioendekking – niet meer en niet minder. Dit zou kunnen betekenen dat betere verdieners slechts een iets hoger verplicht pensioen ontvangen in ruil voor hun bijdragen.

Ten tweede moet bedrijfspensioenvoorziening beter ingeburgerd worden. Meer dan ooit zou het grote delen van de bevolking moeten aanmoedigen om een op aandelen gebaseerde pensioenvoorziening te nemen via hun werkgever. Aangezien de basisdekking wordt geleverd door het wettelijke pensioen, zijn kapitaalgaranties niet per se nodig.

Ten derde moet de private pensioenvoorziening worden versterkt. De nieuwe persoonlijke pensioenrekening, met incentives van de staat, zal hieraan bijdragen. Tot slot, als we willen dat er aan het eind van de maand meer geld beschikbaar is om privé te sparen, moeten we begeleidende groeimaatregelen doorvoeren, waardoor de lonen zullen stijgen door productiviteitsstijgingen.

Een korte geschiedenis van pensioenverzekeringen

Sven Ebert

Het ooit baanbrekende Duitse pensioenmodel staat nu op instorten. Hoe is het zo ver kunnen komen, en wat hebben andere landen beter gedaan?

– 1.1 –

**HET BISMARCKIAANSE SYSTEEM VAN
(1891 – 1957)**

In Duitsland werd in 1889 een wettelijke (verplichte) pensioenverzekering ingevoerd door kanselier Otto von Bismarck. Wat was zijn doel? Een kapitaalstock opbouwen om zijn landgenoten te beschermen tegen armoede op hun oude dag. Zonder startkapitaal en met een totale bijdrage van 1,7% van het salaris, gelijk verdeeld tussen werknemers en werkgevers, bleef deze bescherming echter beperkt. Bovendien bereikten maar weinig mensen de pensioengerechtigde leeftijd van 70 jaar.

Hoewel oorlogen, inflatie en monetaire hervormingen de opbouw van dit kapitaal ondermijnden, bleef het wettelijke pensioen, dat voor een derde gefinancierd werd uit de staatsbegroting en voor twee derde uit bijdragen (van werknemers

en werkgevers), een integraal onderdeel van de sociale basis van de Bondsrepubliek Duitsland tot medio jaren 50, toen de pensioenleeftijd werd verlaagd naar 65 jaar.

**Belangrijkste kenmerken van het
Bismarckiaanse systeem**

- Verplichte verzekering, bijdragen evenredig aan salaris, kapitalisatiesysteem
- Werknemersbijdragen:** 0,85%
- Werkgeversbijdragen:** 0,85%
- Overheidsbijdrage:** 50 mark per jaar en per bijdrager
- Netto vervangingsratio:** 20–25%
- Pensioenleeftijd:** 70 jaar (vanaf 1916: 65 jaar)
- Levensverwachting bij invoering van het systeem:** 41 voor mannen; 44 voor vrouwen

– 1.2 –

HET BISMARCKIAANSE SYSTEEM
KRIJGT NAVOLGING

Het socialezekerheidsmodel dat Bismarck had ingevoerd was weliswaar rudimentair, maar andere landen lieten zich er snel door inspireren. Het Oostenrijks-Hongaarse Rijk introduceerde al snel een ouderdomsverzekering voor ambtenaren. De wetten van Bismarck over arbeidsongevallenverzekeringen en ziektekostenverzekeringen voor arbeiders werden ook snel overgenomen. Een wet op de pensioenverzekering voor bedienden, die in een betere positie zaten dan arbeiders, werd voor het eerst ingevoerd in 1906. Een soortgelijke wet werd in 1927 aangenomen voor arbeiders, maar werd nooit toegepast.

Ook in Nederland konden de meeste ouderen aanvankelijk alleen rekenen op private solidariteit of steun van de kerk. Hoewel bescherming tegen invaliditeit al in 1913 werd geïntroduceerd, duurde het tot het einde van de Tweede Wereldoorlog vooraleer de wettelijke pensioenverzekering werd ingevoerd.

In 1935 namen de Verenigde Staten de Social Security Act aan, die naast een ziekte- en invaliditeitsverzekering ook een (rudimentaire) vorm van pensioenverzekering introduceerde. In het Verenigd Koninkrijk werd in 1908 onder de Poor Laws een ouderdomspensioen ingevoerd om ouderen een bestaansminimum te garanderen. Frankrijk zorgde dan weer voor een arbeiders- en boerenpensioen in 1910, maar dit verloor zijn verplichte karakter in 1912 en bleek uiteindelijk een mislukking. Italië nam het Bismarckiaanse model over in 1919.

Samenvatting: Sinds 1891 heeft Duitsland een systeem om ouderen te beschermen tegen armoede: het beroemde Bismarckiaanse systeem,

dat elk individu een basisbescherming bood voor zijn oude dag en dat andere landen vervolgens hebben overgenomen.

– 2.1 –

1957:
HET BEGIN VAN HET
MODERNE WETTELIJKE PENSIOEN

In 1957 gaf Duitsland zijn doelstelling op om een kapitaalstock op te bouwen om de pensioenen te financieren. Kanselier Konrad Adenauer liet de Bondsdag stemmen over de invoering van een repartitiesysteem voor de pensioenen, een systeem dat (zelfs vandaag nog) gebaseerd is op het idee van een contract tussen de generaties. Aanvankelijk bedroeg het pensioenniveau ongeveer 60% van het gemiddelde bruto-inkomen, en de bijdragen (werknemer en werkgever) 14% van het bruto-inkomen. Sindsdien wordt de hoogte van iemands pensioen berekend op basis van het aantal premiejaren, het inkomensniveau en de salarisstijging gedurende het hele werkzame leven.

Belangrijkste kenmerken van het wettelijke
pensioen in 1957

Werknemersbijdragen:

7% van het brutosalaris

Werkgeversbijdragen:

7% van het brutosalaris

Bijdragegrondslag: 9.000 Duitse mark (DM)

voor een gemiddeld inkomen van 5043 DM

Overheidsbijdrage: 27% van de totale financiering, d.w.z. 1,3 miljard DM

Vervangingsratio: 60% van het gemiddelde brutosalaris

Pensioenleeftijd: 65 jaar

Levensverwachting: 67 voor mannen;

72 voor vrouwen

– 2.2 –

EEN ANDERE OPLOSSING ONTSTAAT:
BASISDEKKING GEÏNSPIREERD OP HET
BEVERIDGIAN MODEL

In het Verenigd Koninkrijk, net als elders, hadden de twee wereldoorlogen het sociale systeem zwaar onder druk gezet. In 1940 kreeg de Britse econoom en politicus William Beveridge de opdracht om hervormingsvoorstellen te bedenken. Hij pleitte voor de invoering van een fiscaal gefinancierd basispensioen, bedoeld om iedereen op oudere leeftijd een bestaansminimum te garanderen.

Dit was ook de weg die Nederland is ingeslagen. Na de Tweede Wereldoorlog nam de Nederlandse minister van Sociale Zaken, een lid van de Sociaal-Democratische Partij, een noodwet aan over pensioenen, waarbij een systeem werd ingevoerd dat gefinancierd werd door premies, met een lage bijdragegrondslag, en dat elke burger een vast pensioen garandeerde. De bepalingen van deze noodwet werden in 1956 opgenomen in de Algemene Ouderdomswet, die vandaag de dag nog steeds de basis vormt van het Nederlandse pensioenstelsel.

In 2025 bedroeg het bruto maandelijks pensioen voor iemand die 50 jaar in Nederland heeft gewoond ongeveer €1.600, iets minder dan het bruto referentiepensioen (~€1.800) dat in Duitsland wordt betaald aan een werknemer met een gemiddeld loon, na 45 jaar premiebetaling. Ook in Nederland ontvangen koppels die onder hetzelfde dak wonen slechts € 1.100 per persoon. De bijdrage komt uit op 18% van het belastbaar inkomen, dicht bij het percentage in Duitsland (18,6%). Tot slot lag de maximale bijdragegrondslag, d.w.z. de salarisgrondslag waarop bijdragen kunnen worden ingehouden, met ronde €38.000 in 2025 meer dan de helft lager dan in Duitsland (€96.600).

Samenvatting: In de nasleep van de Tweede Wereldoorlog koos Duitsland voor een systeem afhankelijk van het inkomen, bedoeld om de levensstandaard na pensionering op peil te houden. In die tijd hadden andere landen al een basisverzekering voor ouderen ingevoerd.

– 3.1 –

1972:
PENSIOENHERVORMING
IN DUITSLAND

Net als in de meeste geïndustrialiseerde landen daalden de geboortecijfers in Duitsland sterk tussen 1965 en 1970 (met ongeveer 40%). Deze daling in geboorten wordt vaak toegeschreven aan de komst van de anticonceptiepil (“pileffect”), hoewel dit zeker niet de enige reden is. In elk geval botsten de repartitiesystemen al snel op hun grenzen: er waren steeds minder bijdragers voor meer gepensioneerden, ook al leefden die langer.

Aan het begin van de jaren 1970 was de druk op het systeem echter nog lager door het hoge geboortecijfer. De bijdrage van de staat, die in 1957 27% van de financiering van het pensioenverzekeringstelsel vertegenwoordigde, was in 1970 gedaald tot 15%. Als onderdeel van de hervorming van 1972 voerde Duitsland, in plaats van maatregelen te nemen om te anticiperen op te verwachten problemen, de mogelijkheid van vervroegde pensionering in, wat leidde tot een stijging van de pensioenuitgaven.



Na de pensioenhervorming van 1972

Wettelijk pensioen: verplichte verzekering, bijdragen in verhouding tot het salaris, repartitiesysteem, aanpassing aan inkomensniveau

Werknemersbijdragen:

8,5% van het brutosalaris

Werkgeversbijdragen:

8,5% van het brutosalaris

Bijdragegrondslag: DM 25.200 per jaar, gemiddeld inkomen DM 16.335

Overheidsbijdrage: 15% van de totale financiering, d.w.z. tussen 6,5 en 6,8 miljard DM

Netto vervangingsratio: 64%.

Pensioenleeftijd: 65 jaar, vervroegd pensioen mogelijk vanaf 63 jaar en 35 jaar bijdragen, 60 jaar voor vrouwen en werklozen

Levensverwachting: 67 voor mannen; 73 voor vrouwen

– 3.2 –

DE VERENIGDE STATEN KIEZEN
VOOR VERSTERKING
VAN BEDRIJFSPENSIOENEN

In 1935, aan het einde van de Grote Depressie, namen de Verenigde Staten de Social Security Act aan, waarmee een publieke pensioenverzekering werd gecreëerd, die in 1956 werd aangevuld met een invaliditeitspensioen. Tot 1970 bleef de netto vervangingsratio onder de wettelijke pensioenregeling echter beperkt tot slechts 29%. Vooral in de jaren 1970, een periode van hoge inflatie, was armoede wijdverspreid onder ouderen. De wens om private ouderdomsverzekeringen beter te reguleren leidde tot de goedkeuring van de Employee Retirement Income Security Act (ERISA) in 1974. Maar de ontdekking van het product dat uiteindelijk zijn weg vond naar het Amerikaanse pensioenstelsel was min of meer toevallig.

In 1978 besloot het Amerikaanse Congres om de belastingwetgeving te wijzigen. Bij het doorne- men van alle nieuwe bepalingen stuitte een belas- tingadviseur met de naam Ted Benna op paragraaf 401(k), die bedrijven duidelijk de mogelijkheid gaf om de pensioenvoorzieningen van hun werkne- mers van belasting vrij te stellen. Tot een bepaald plafond kon de belasting daarom worden uitge- steld tot aan het pensioen, zodat in de tussentijd meer kapitaal kon worden geïnvesteerd in ouder- domsverzekeringen. In 1990 bedroegen het aldus opgebouwde spaargeld 384 miljard dollar. In 1996 werd de grens van 1000 miljard overschreden; vandaag is dit cijfer vertienvoudigd.

Op dit moment wordt voor elke \$10 die Ameri- kaanse 401(k) spaarders bezitten, gemiddeld \$7 belegd in aandelen. Voor mensen onder de 40 is het aandeel van het vermogen dat in aande- len wordt belegd zelfs meer dan 90%. De kosten van deze bedrijfspensioenregelingen bedragen gemiddeld minder dan 1% per jaar. Als men van werkgever verandert, kan het vermogen pro- bleemloos worden overgedragen. De eenvoud van de regelgeving stimuleert concurrentie, wat resulteert in een ruime keuze aan producten tegen lage kosten. De fiscaal gunstige betalin- gen aan bedrijfspensioenspaarregelingen in de Verenigde Staten zijn daarom veel groter dan de gehele Duitse bedrijfspensioensector.

Pensioensparen in de Verenigde Staten

Werknemersbijdragen: 6,2%

Werkgeversbijdragen: 6,2%

Bijdrageplafond: 137.700 USD

Gemiddelde pensioen in 2022: 1400 USD

Gemiddeld spaargeld van een persoon van 75 jaar dankzij 401(k) plannen, volgens cijfers van de Amerikaanse Federal Reserve (Fed): 462.610 USD; 80% van de gepensioneer- den bezit één of meerdere eigendommen

Samenvatting: Met zijn repartitiesysteem dacht Duitsland ten onrechte dat het zijn schaapjes op het droge had. In de Verenigde Staten vormt de groei van pensioensparen via het kapitalisatiesys- teem een solide tweede pijler.

– 4.1 –

IN DUITSLAND, VANAF 1990:
GROTERE BEHOEFTE
AAN HERVORMING, MAAR GEEN
BLIJVENDE TRANSFORMATIE VAN
HET SYSTEEM

In Duitsland werd de afbrokkeling van het con- tract tussen de generaties nog meer in de verf gezet door de hereniging in 1990, die betekende dat het pensioenstelsel van het land 3,6 miljoen nieuwe mensen moest integreren. Bovendien bleven de royale regelingen voor vervroegde uittreding van toepassing. Terwijl de gemiddel- de pensioenleeftijd voor mannen in 1970 nog boven de 65 lag, was deze in 1990 gedaald naar minder dan 63 jaar. Sinds de opkomst van de pil waren de geboortecijfers drastisch gedaald tot ongeveer 1,5 kind per vrouw en was de levens- verwachting gestegen. De jongere generaties, die steeds kleiner worden, moesten en moeten nog steeds een groeiend aantal ouderen onder- steunen.

Als onderdeel van de pensioenhervorming van 1992 en Agenda 2010 kende Duitsland korte pe- rioden van bezuinigingen, waarbij maatregelen werden ingevoerd zoals verlaagde pensioenen voor vervroegde uittreding en minder mogelijk- heden tot prepensioen. Het percentage gepen- sioneerden daalde van 55% in 1990 tot ongeveer 48% in 2014. In 2007 werd besloten om de pen- sioenleeftijd geleidelijk op te trekken tot 67 jaar in 2031.

In 2014 keerden de politieke besluitvormers te- rug naar het principe van de verlenging van de uitkeringen met twee bepalingen: “pensioen op 63 jaar” en “pensioen voor moeders”. Tussen 2015 en 2025 zijn de pensioenuitgaven met gemiddeld 3,5% per jaar gestegen. In dezelfde periode steeg de bijdrage van de staat met ongeveer 3,7% per jaar. Vanaf 2019 mag het pensioenniveau niet la- ger zijn dan 48%.

Wettelijke pensioenen vanaf 1992

Verplicht, inkomensgerelateerd, gefinancierd volgens het omslagstelsel en aangepast aan de loonontwikkeling.

Werknemersbijdragen:

8,85% van het brutosalaris

Werkgeversbijdragen:

8,85% van het brutosalaris

Bijdragegrondslag: 81.600 DM voor een gemiddeld inkomen van 46.820 DM

Overheidsbijdrage: 24% van de totale financiering, d.w.z. 58 miljard DM

Netto vervangingsratio: 54–55%

Pensioenleeftijd: 65 voor zowel mannen als vrouwen

Levensverwachting: 72 voor mannen; 79 voor vrouwen



– 4.2 –

**CRISIS EN DUURZAME
REORGANISATIE IN ZWEDEN IN
DE JAREN 1990**

In Zweden bedroeg het wettelijke pensioen in de jaren 1950 slechts ongeveer 30% van het gemiddelde inkomen. Werknemers en ambtenaren hadden echter een aanvullende dekking in de vorm van een bedrijfspensioenregeling. De vakbonden van de werknemers riepen daarom op om de wettelijke aanvullende pensioenregeling uit te breiden naar alle werknemers. Maar begin jaren 90 werd het land getroffen door een ernstige economische crisis en werden er grote hervormingen doorgevoerd.

Tegenwoordig biedt het Zweedse wettelijke pensioenstelsel een elementaire, niet-inkomensgerelateerde bescherming tegen leeftijdsgerelateerde armoede. Daarnaast is er een inkomensgerelateerde component, die gedeeltelijk wordt gefinancierd. De pensioenleeftijd ligt niet vast en beïnvloedt de hoogte van het individuele pensioen. Hoe langer men werkt, hoe hoger het pensioen. Als gevolg hiervan is de pensioenleeftijd gedaald van 62 jaar in 1994 tot ongeveer 64,5 jaar in 2024. Zweedse 65-plussers ontvangen een gemiddeld wettelijk brutopensioen dat gelijk is aan 51% van hun gemiddelde, voor inflatie gecorrigeerde inkomen in de laatste vijf jaar voor hun pensionering.

In Zweden stellen collectieve overeenkomsten bedrijfspensioenvoorzieningen vrijwel verplicht voor alle werknemers (90% is gedekt). In beleggingsportefeuilles voor gepensioneerden zijn aandelen het paradepaardje. Dankzij bedrijfspensioenvoorzieningen is het percentage gepensioneerden met 28 punten gestegen tot 79%.

Samenvatting: Begin jaren 1990 werden Duitsland en Zweden gedwongen om hun pensioenstelsels

te hervormen. In tegenstelling tot Zweden heeft Duitsland de maatregelen echter teruggedraaid toen de crisis eenmaal voorbij was.

– 5 –

DE STATUS QUO IN DUITSLAND

Duitsland heeft regelmatig geprobeerd – tot nu toe zonder succes – om een echt driepijlermodel in te voeren, waarvan het wettelijk pensioen er één zou zijn. Vandaag de dag ontvangt de gemiddelde gepensioneerde 80% van zijn of haar inkomen uit een wettelijk pensioen, vergeleken met slechts ongeveer 10% uit een bedrijfspensioen of een kapitaalgedekte particuliere voorziening.

Besluitvormers lijken te hebben ingezien dat er dringend actie moet worden ondernomen. Er is een pensioencommissie opgericht om het wettelijk pensioen en het algemene beschermingsniveau voor huidige en toekomstige gepensioneerden te bestuderen. Het uitbreiden van bedrijfspensioenvoorzieningen naar alle werknemers is een van de wegen die moeten worden verkend. Het doel van de nieuwe pensioenspaarrekening is om fiscale incentives te gebruiken om private verzekeringen aantrekkelijker te maken.

Op het gebied van pensioenvoorzieningen is Duitsland niet langer een pionier. Het voordeel is dat het niet langer verplicht is om het wiel opnieuw uit te vinden; als het gaat om het doorvoeren van hervormingen, zijn er genoeg modellen in het buitenland waar het inspiratie uit kan putten.

Wettelijk pensioen in 2026

Werkgeversbijdragen:

9,3% van het brutosalaris

Werknemersbijdragen:

9,3% van het brutosalaris

Bijdragegrondslag: 101.400 euro voor een gemiddeld inkomen van 51.944 euro

Overheidsbijdrage: 27% van de totale financiering, d.w.z. 127 miljard euro

Netto vervangingsratio: 48%

Pensioenleeftijd: (tot 2031) 67 voor zowel mannen als vrouwen

Levensverwachting: 79 voor mannen; 84 voor vrouwen

Samenvatting: In Duitsland is pensioensparen tegenwoordig grotendeels gebaseerd op de wettelijke pensioenverzekering – een regeling die steeds meer moeite heeft om de levensstandaard van de bijdragers te garanderen. Andere landen hebben beter geanticipeerd op demografische veranderingen en hebben hun systemen voorbereid door kapitalisatiesystemen wijdverspreid in te voeren.

Duitsland heeft

regelmatig geprobeerd

– tot nu toe zonder succes –

om een echt driepijlermodel

in te voeren, waarvan

het wettelijk pensioen er

één zou zijn.

Dr. Sven Ebert is senior onderzoeksanalist
bij het Flossbach von Storch Research Institute.

Systeemfout

Philipp Vorndran

De Duitse bevolking vergrijst en het aantal geboorten volstaat niet om dit te compenseren. Een echt probleem voor het repartitiepensioenstelsel.

De meeste Duitse gepensioneerden kunnen met een gerust hart van hun pensioen genieten. Dit is precies wat werd beoogd in het “contract tussen de generaties” – een contract dat nooit werd geratificeerd, maar dat een van de vaste waarden is die de naoorlogse politiek in Duitsland heeft vormgegeven.

In 1957 werd het kapitalisatiestelsel vervangen door een repartitiesysteem. De werkende mensen (d.w.z. jongeren) dragen bij aan het verplichte pensioenfonds voor ouderen, in de hoop dat hun kinderen later hetzelfde voor hen zullen doen. Deze intergenerationele regeling wordt verondersteld tot in het oneindige herhaald te worden. Andere lidstaten van de eurozone, met name Spanje, hebben een vergelijkbaar stelsel ingevoerd.

Maar er is één probleem: de maatschappij is geëvolueerd. Het aantal geboorten is sinds de jaren 1950 immers gedaald en mensen leven veel langer. Als gevolg hiervan is het aandeel ouderen in de geïndustrialiseerde landen sterk gestegen ten opzichte van het aantal jongeren, dat daalt. Met andere woorden, er zijn steeds meer mensen die een pensioen trekken, maar steeds minder betalers.

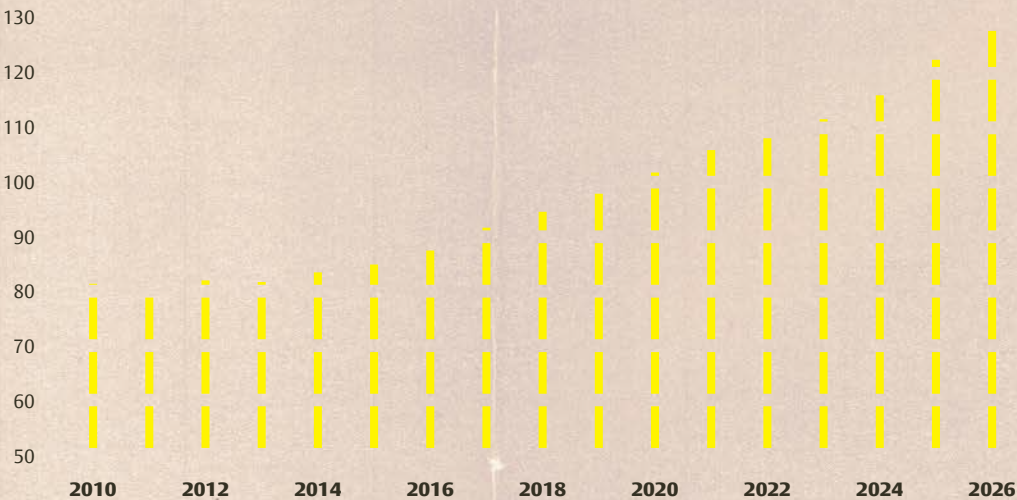
De afhankelijkheidsratio van ouderen meet het machtsevenwicht tussen de twee groepen, en dus ook de robuustheid van het repartitiepensioenstelsel. Volgens de Organisatie voor Economische Samenwerking en Ontwikkeling (OESO) bedroeg dit quotiënt 16 in 1950, wat betekent dat er voor elke 100 mensen in de werkende leeftijd 16 mensen in de pensioengerechtigde

leeftijd waren. Vandaag de dag is dit 37: het is ruimschoots verdubbeld. En de prognoses voor 2060 zijn nog dramatischer: de afhankelijkheidsratio van ouderen zal in Duitsland in de buurt van 60 komen en in Spanje zelfs tegen de 80 aanlopen.

Dit repartitiestelsel kan dus duidelijk niet langer robuust worden genoemd. Zelfs de gouverneurs van de Bundesbank, die doorgaans nogal terughoudend zijn, waarschuwen al jaren voor de problemen die het verplichte pensioenstelsel bedreigen. Zonder radicale veranderingen, met name in de pensioenleeftijd, zal het repartitiestelsel vroeg of laat op zijn grenzen botsen.

HET PENSIOEN: VEILIG...

Het systeem kraakt nu al in zijn voegen, zoals blijkt uit de federale subsidies aan het pensioenfonds, die elk jaar toenemen. Er wordt geschat dat er €127,8 miljard aan belastingen nodig zal zijn om het pensioenfonds aan te vullen in 2026 (zie grafiek): dat is een kwart van de federale begroting! De komende jaren zouden weleens de lakmoesproef kunnen zijn, aangezien veel “babyboomers” (in Duitsland mensen geboren tussen 1955 en 1969) de pensioengerechtigde leeftijd bereiken. Zonder diepgaande hervorming dreigt het pensioenstelsel in te storten.



Grafiek
De kosten stijgen ...
... en blijven stijgen voor de Duitse federale begroting (federale middelen voor de pensioenverzekering in miljarden euro's *)

* Ramingen voor de jaren 2025 en 2026.

Bronnen: Federaal Ministerie van Financiën, Duitse pensioeninstelling, Flossbach von Storch, gegevens per 30 april 2026



Het probleem is niet nieuw, evenmin als het wantrouwen van de verzekerden. In 1986 zag Norbert Blüm, de toenmalige Duitse minister van Arbeid en Sociale Zaken, zich genoodzaakt om tijdens de verkiezingscampagne het publiek te verzekeren dat pensioenen veilig waren. Sindsdien hebben opeenvolgende regeringen hun eigen hervormingen doorgevoerd – of moeten we “mini-hervormingen” zeggen? In 1992 en 2006 werd de pensioenleeftijd opgetrokken en het pensioen-niveau verlaagd. Dat was eerder een pleister voor het bloeden: een aanpassing hier, een aanpassing daar. Maar het onderliggende probleem, dat een inherente zwakte is van het repartitiestelsel, is nog nauwelijks opgelost. Demografische verandering is langzaam, maar onveranderlijk.

Bovendien lijkt het pensioenfonds steeds meer op een supermarkt waar iedereen zichzelf kan bedienen. Door de decennia heen en afhankelijk van de samenstelling van de regering die aan de macht is, zijn er gulle cadeaus gegeven aan verschillende kiesgroepen, zonder dat de betalingen werden gecompenseerd door adequate bijdragen. Het pensioen van huismoeders is daarvan een goed voorbeeld, maar niet het enige. En alsof de demografische evolutie nog niet voldoende druk op het systeem zette, werd de pensioenkas regelmatig leeggehaald... Maar uiteindelijk zijn het de jongeren die de gevolgen moeten dragen van deze cadeaus die te goeder trouw aan de kiezers werden gegeven.

... OF NIET?

De Bundesbank schat dat zonder ingrijpende hervormingen het premiepercentage zou kunnen stijgen van de huidige 18,6% tot maar liefst 31% in 2070 – een vooruitzicht dat verre van prettig is voor de huidige premiebetalers... en die van de

toekomst. In tegenstelling tot hun ouders zullen maar weinigen voor hun 69e met pensioen kunnen gaan. De cruises op de Rijn zullen moeten wachten... of zullen misschien zelfs nooit mogelijk zijn, bij gebrek aan tijd en geld.

Vandaag gelooft niemand nog in de zekerheid van onze pensioenen die ooit werd beloofd door kandidaat Norbert Blüm, die helaas inmiddels overleden is. Het is zeer waarschijnlijk dat hij zich vandaag zou onthouden van dergelijke verkiezingslogans, en zich met volle inzet zou inzetten voor de belangen van toekomstige generaties.

Meer dan ooit dringt een eerlijk en ongezouten debat zich op over de houdbaarheid van de verplichte pensioenverzekering en over de maatregelen die genomen moeten worden. Het zou in dat verband nuttig kunnen zijn om eens te kijken naar wat er bij onze Europese burens gebeurt. De Zwitsers en de Nederlanders doen het veel beter dan wij.

Eén ding staat echter vast: geen enkele samenleving kan zich op lange termijn miljoenen arme gepensioneerden veroorloven.

Philipp Vorndran
is vennoot bij Flossbach von Storch.

De prijs van welvaart

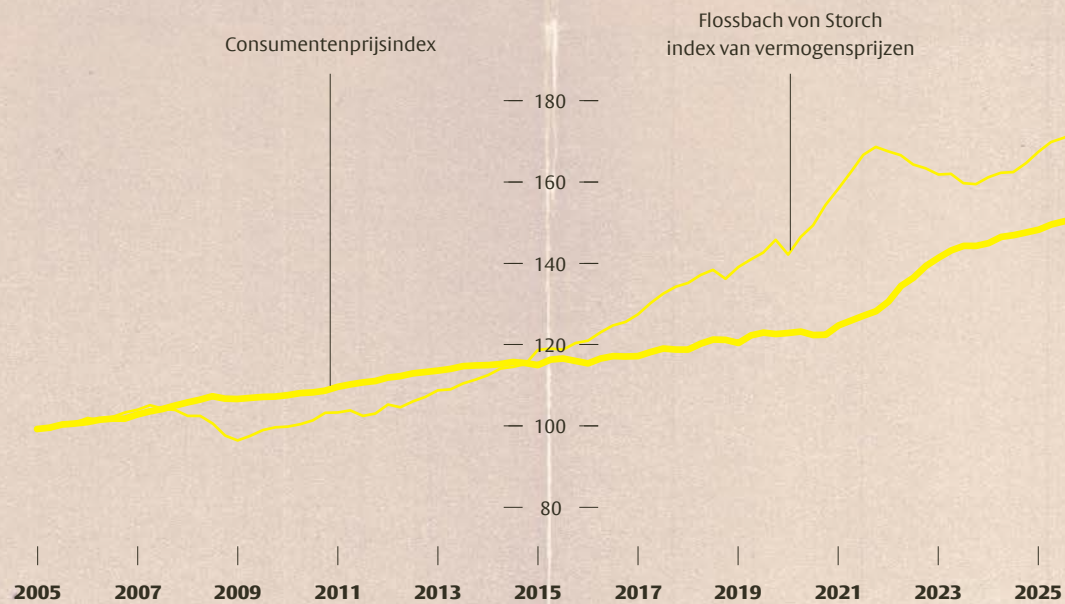
Philipp Immenkötter

De activaprijzen zijn de afgelopen jaren sterk gestegen – veel sneller dan de consumentenprijzen. Voor veel huishoudens is dit een probleem.

In supermarkten en benzinestations zijn veel mensen immers misnoegd over de recente prijsstijgingen. Na de Covid-19-crisis swingden de prijzen van veel voedingsmiddelen, bouwmaterialen en diensten letterlijk de pan uit. Ten tweede hebben de oorlogen in Oekraïne en Iran grote gevolgen gehad voor automobilisten. Wanneer consumentenprijzen stijgen, is de inflatie direct voelbaar in het dagelijks leven, bij elke aankoop. Wat veel mensen vergeten is dat er onderliggend een minder bekende vorm van inflatie plaatsvindt, die veel ernstigere gevolgen kan hebben voor een groot aantal mensen.

Maar al te vaak komt vermogensinflatie pas goed tot uiting bij belangrijke beslissingen in het leven. De aankoop van vastgoed, het investeren van een erfenis of het plannen van de financiële middelen die nodig zijn voor het pensioen zijn allemaal gelegenheden waarop deze stijging van de activaprijzen, die veel sneller gaat dan die van consumptiegoederen, evident wordt. Dat komt tot uiting in de activaprijsindex die Flossbach von Storch voor Duitsland publiceert. Die houdt rekening met de gewogen verandering in materiële en financiële activa in het bezit van Duitse huishoudens.





Grafiek 1
Prijzen van goederen en diensten en consumentenprijsindexen

Bronnen: Berekeningen uitgevoerd door Flossbach von Storch op basis van gegevens verstrekt door Art Market Research, BIZ, Bloomberg, BVI, Chrono24 ChronoPulse, de Duitse Bundesbank, Destatis, GDV, HAGI, het IMF, Liv-ex, LSEG, vdpResearch GmbH en Destatis, gegevens per maart 2026

De prijs hiervan is aanzienlijk gestegen. Eind 2025 bedroeg de inflatie van activa in Duitsland 4,5% op jaarbasis, twee keer zo hoog als de inflatie van consumptiegoederen, die in die periode 2,2% bedroeg. Als gevolg hiervan zijn de kosten voor het opbouwen van vermogen en het treffen van oudedagsvoorzieningen aanzienlijk gestegen. Het verschil is nog duidelijker op de lange termijn. In de afgelopen 20 jaar zijn de activaprijzen met 70% gestegen en de consumentenprijzen met 50% (zie grafiek 1). Ter vergelijking: de reële lonen zijn in dezelfde periode met slechts 15% gestegen.

Deze evolutie kan leiden tot sociale spanningen als de kloof tussen vermogende en minder vermogende huishoudens in Duitsland blijft groeien. Voor de laatste categorie zal het steeds

moeilijker worden om de achterstand in te halen. Dit is vooral duidelijk op de vastgoedmarkt. Voor veel gezinnen uit de middenklasse maakt de nieuwe prijsstijging de droom van een eigen huis nog onbereikbaarder.

Wat bepaalt de ontwikkeling van activaprijzen in Duitsland?

De trends in activaprijzen worden grotendeels bepaald door drie factoren: economische groei, overheidsuitgaven en monetair beleid. De transmissie vindt voornamelijk, maar niet uitsluitend, plaats via het rentekanaal. Lagere rentetarieven verhogen de activaprijzen omdat de contante waarde van toekomstige inkomstenstromen toeneemt. Een rentestijging drukt dan weer op de activaprijzen.

De belangrijkste factor die de trends in activaprijzen bepaalt, is economische groei. In een groeiende economie doen stijgende reële inkomens van huishoudens de vraag naar materiële en financiële activa toenemen. Recessies en dalende inkomens daarentegen fnuiken hun vermogen om te investeren in activa, of dwingen ze hen zelfs om een deel van hun vermogen te verkopen. De bloeiende Duitse economie dreef de activaprijzen tot 2018 op. Sindsdien is de groei echter traag geweest, dus dit kanaal heeft weinig rugwind meegebracht.

Een tweede factor die de inflatie van activa aanwakkert, zijn de overheidsuitgaven, die via twee kanalen een effect hebben op activa. Ten eerste kunnen overheidsuitgaven de activaprijzen drukken via het rentekanaal, aangezien hogere met schulden gefinancierde overheidsuitgaven de rente kunnen opdrijven. Ten tweede kunnen hogere overheidsuitgaven een positief effect hebben op de bedrijfswinsten. Wanneer bedrijven profiteren van economische stimuleringsprogramma's, stijgen de prijzen van operationele activa en van de aandelen van de onderneming, afhankelijk van de manier waarop de middelen worden besteed. Zo leidde de aankondiging van een verhoging van de overheidsschuld in de lente van 2025 tot een stijging van de aandelenkoersen van bedrijven in de wapensector. Op de markt als geheel werd dit effect echter overschaduw door de stijgende rentevoeten als gevolg van die extra schuldenlast, waardoor zowel aandelenkoersen als prijzen van operationele activa onder druk kwamen te staan.

De derde en waarschijnlijk belangrijkste verklaring voor de trend in activaprijzen in Duitsland is het monetaire beleid van de Europese Centrale Bank (ECB). Een grotere geldhoeveelheid en renteverlagingen vormen een goede

voedingsbodem voor inflatie. Nieuw gecreëerd geld, afkomstig van kredietverlening of de aankoop van schuldbewijzen, stroomt in eerste instantie naar de vastgoed- en obligatiemarkten, waar het een stijging van de prijzen veroorzaakt. Alleen dan verspreidt de geldcreatie zich over de hele samenleving, waardoor de consumentenprijzen stijgen (het Cantillon-effect). Evenzo zou de ECB, geconfronteerd met de stijgende overheidsschuld, onder druk kunnen komen te staan om staatsobligaties op te kopen om de rente opnieuw te verlagen, waardoor het effect van het monetaire beleid op de activaprijzen het effect van de overheidsuitgaven overschaduw. Tussen juni 2024 en juni 2025 verlaagde de Europese Centrale Bank (ECB) geleidelijk haar beleidsrente in reactie op de vertraging van de stijging van de consumentenprijsindex. De daling van de rente heeft de prijzen van materiële en financiële activa opgedreven, vooral in de vastgoedmarkt.

Een andere belangrijke vraag is de aard van de Duitse investeringen. 76,6% van het vermogen van Duitse huishoudens bestaat uit materiële activa. Vastgoed is goed voor het leeuwendeel daarvan (64,4% van de totale activa). Volgens de prijsindex van vdpResearch was dit aan het einde van het vierde kwartaal van 2025 met 3,6% op jaarbasis gestegen. De vraag naar vastgoed hangt in grote mate af van het niveau van de hypotheekrente, omdat voor de meeste vastgoedtransacties een lening nodig is. Na de sterke stijging in 2022 vertoonden de hypotheekrentes sinds 2023 over het algemeen een zijwaartse evolutie. De stabilisatie van hun niveau heeft de vraag naar vastgoed vergroot.

Op de vastgoedmarkt blijft het aanbod beperkt in de grootstedelijke gebieden van Duitsland. Bovendien zijn de bouwkosten hoog en worden er maar weinig nieuwe gebouwen gebouwd. Deze omstandigheden leidden tot een verdere



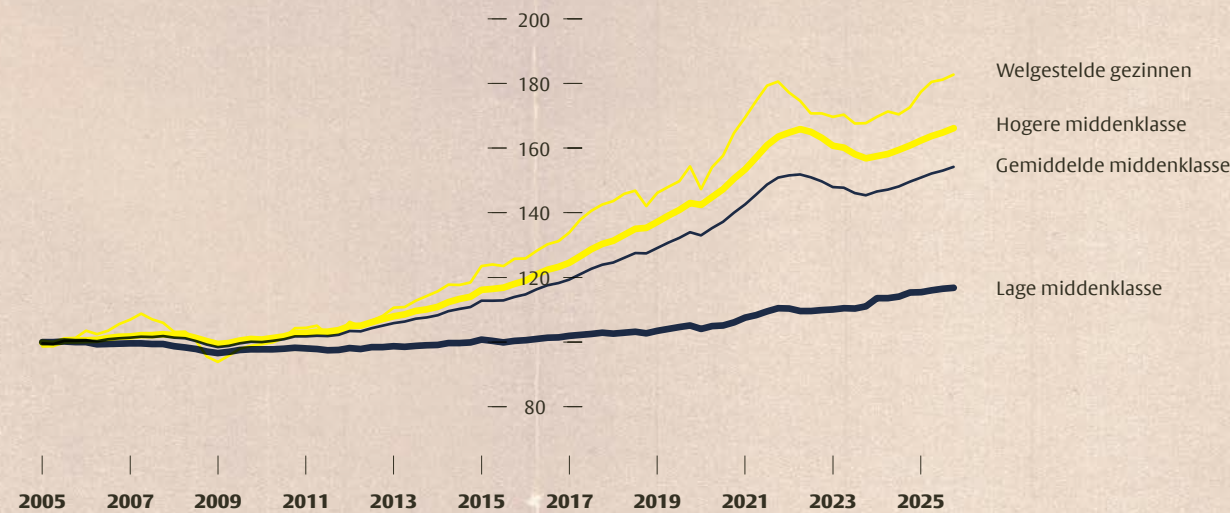
stijging van de woningprijzen in Duitsland. De prijs van woningen is sinds eind 2024 met meer dan 5,3% gestegen.

AANDELEN VERVULLEN HUN DOELSTELLING

Gemiddeld vertegenwoordigen de financiële activa van de Duitsers 23,8% van hun totale vermogen. Het gemiddelde huishouden belegt voornamelijk in spaar- en zichtrekeningen (10,6%), aandelen (6,4%) en obligaties (5,8%). Spaar- en zichtrekeningen zijn niet onderhevig aan prijsdalingen. Het lage aandeel aandelen bleek vorig jaar weinig rendabel: terwijl de aandelenkoersen van huishoudens eind 2025 op jaarbasis met 10,6% waren gestegen, bleef de waarde van hun spaargelden (hoofdzakelijk zichtrekeningen) grotendeels stabiel, terwijl de

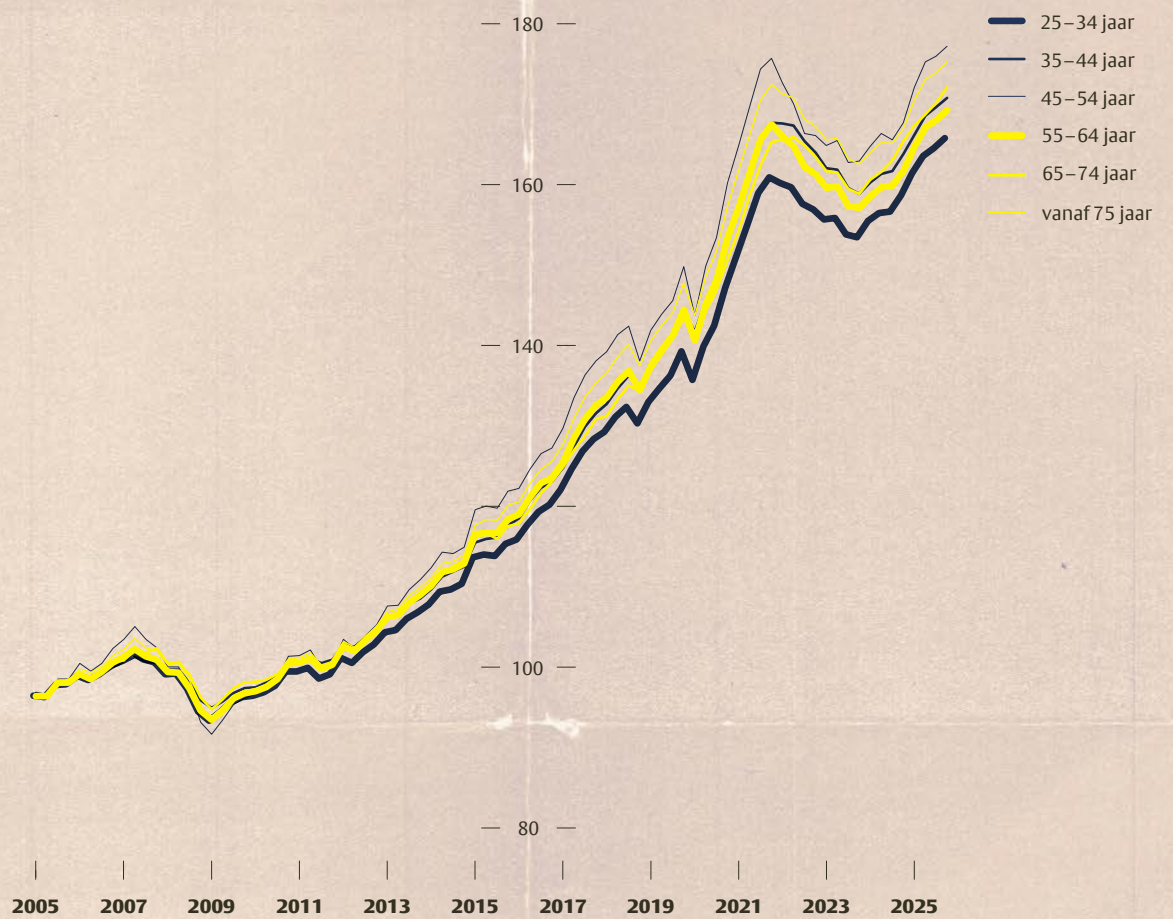
waarde van obligatieactiva (vastrentende effecten) met 1,2% was gedaald ten opzichte van eind 2024.

De opbouw van vermogen legt sociale ongelijkheden bloot. Huishoudens uit de middenklasse zagen de waarde van hun vermogen met 1,3% stijgen, omdat hun vermogen voornamelijk is belegd in spaar- en zichtrekeningen of duurzame consumptiegoederen. Meer vermogende huishoudens profiteerden daarentegen van hun aanzienlijke vastgoed- en beroepsvermogen: de prijzen van hun activa stegen tijdens de beschouwde periode met 5,9%. Zelfs huishoudens uit de midden- en hogere klasse die vastgoed bezitten, maar slechts een klein deel van de bedrijfsactiva, zagen hun activaprijzen met slechts 3,0% of 3,3% stijgen (zie grafiek 2).



Grafiek 2
Prijsinflatie van activa in een dwarsdoorsnede van het vermogen
Huishoudenscategorieën op basis van kwantielen van het nettovermogen. Het vermogenskwantiel van de minst welvarende huishoudens is buiten beschouwing gelaten in de analyse, aangezien deze huishoudens slechts over zeer beperkte vermogensbestanddelen beschikken.

Bronnen: Berekeningen uitgevoerd door Flossbach von Storch op basis van gegevens verstrekt door Art Market Research, BIZ, Bloomberg, BVI, Chrono24 ChronoPulse, de Duitse Bundesbank, Destatis, GDV, HAGI, het IMF, Liv-ex, LSEG en vdpResearch GmbH, gegevens per maart 2026



Grafiek 3
Inflatie van de activaprijzen per leeftijdsgroep
Huishoudcategorieën op basis van de leeftijd van de hoofdpersoon

Bronnen: Berekeningen uitgevoerd door Flossbach von Storch op basis van gegevens verstrekt door Art Market Research, BIZ, Bloomberg, BVI, Chrono24 ChronoPulse, de Duitse Bundesbank, Destatis, GDV, HAGI, het IMF, Liv-ex, LSEG en vdpResearch GmbH, gegevens per maart 2026

Deze ontwikkeling laat ook duidelijk zien dat jongeren voor een aantal uitdagingen komen te staan. Op lange termijn kenden de vermogensbestanddelen van de 25- tot 34-jarigen de zwakste prijsstijging (zie grafiek 3). In tegenstelling tot hun ouders en grootouders hebben jongeren de heropleving van de voorbije jaren grotendeels gemist. Ze moeten een hoge prijs betalen om een huis te kunnen kopen of een aandelenportefeuille op te

bouwen. De opbouw van een privévermogen zal in de toekomst dus nog belangrijker worden in het dagelijkse leven van jongeren. Ze hebben geen andere keuze – en niet alleen vanwege de crisis in de Duitse pensioen- en gezondheidszorgstelsels. ♦

Philipp Immenkötter is senior onderzoeksanalist bij het Flossbach von Storch Research Institute.

Lars Conrad

Handelen met een duidelijk

DOEL

De obligatiemarkt staat momenteel voor een aantal grote uitdagingen. Effecten aanhouden tot eindvervaldatum en coupons innen is niet langer voldoende: er is een actieve, wereldwijde en flexibele beleggingsstrategie nodig.

→

“Fixed income” of “vastrentende effecten” in het Nederlands is een term die internationaal wordt gebruikt om obligaties te beschrijven. Hij straalt stabiliteit uit. Een voorspelbaar inkomen zonder risico: wie zou daar nee tegen zeggen? Obligaties worden vaak geprezen om hun voorspelbaarheid en voorspelbare rendementen. De afgelopen jaren is er echter een andere realiteit ontstaan: inflatieschokken, plotselinge renteveranderingen en geopolitieke spanningen, in combinatie met volatiele grondstofprijzen en een structurele toename van de wereldwijde schuld. Deze omwentelingen hebben de obligatiemarkt ingrijpend veranderd.

Onlangs bracht de markt in Iran de markten in een moeilijk parket. De stijgende olieprijsen zullen waarschijnlijk grote gevolgen hebben voor de economie, niet in de laatste plaats door de prijsstijgingen - en niet alleen aan de tank of pomp. Als deze effecten echter een blijvend effect zouden hebben op de inflatie en de rentemarkt, dan moet deze nieuwe olieschok langdurig zijn. Het valt nog te bezien of de crisis zal aanhouden, en zo ja, hoe lang. Zes maanden, misschien langer? Zoals de zaken er nu voor staan, is het moeilijk om betrouwbare voorspellingen te doen.

Tegen deze achtergrond is dogmatisch vasthouden aan indices geen manier om toegevoegde waarde te creëren in obligatiebeleggingen. De situatie vraagt om een robuuste beleggingsstrategie die strepen heeft verdiend, in goede en slechte tijden. Een strategie die wordt ondersteund door een pragmatische, weloverwogen houding, uitgesproken overtuigingen, onfeilbare onafhankelijkheid en actief management. We beschouwen obligatiebeleggingen dan ook niet als vast inkomen, maar als actief inkomen. Wat betekent dit in de praktijk? We leggen het uit.

VRIJHEID CREËERT RENDEMENTSKANSEN.

De gebruikelijke obligatiemarktbenchmarks, die in veel ETF's terug te vinden zijn, dienen ons niet langer echt. De logica achter deze indices is eenvoudig: hoe hoger de schuld, hoe hoger de weging. Voor beleggers betekent dit impliciet een concentratie in grote emittenten, ongeacht hun mate van aantrekkelijkheid.

We beleggen duidelijk verstandig. De prijs en prestaties zijn beide belangrijk. Om succes te halen op de obligatiemarkt moet je de relatieve waarderingen van de verschillende segmenten in detail analyseren en arbitrages maken tussen verschillende sectoren en effecten waar dit aangewezen lijkt. Deze benadering vermijdt overgewaardeerde obligaties en sectoren. Om het potentieel van de belegging te maximaliseren, is het bovendien belangrijk om de duration aan te passen op basis van de risico-rendementsverhouding op een bepaald moment in de tijd, in plaats van te vertrouwen op opgelegde indicatoren.

Daarom beheren we onze obligatieportefeuilles wars van enige benchmarks. Op deze manier vermijden we:

- structurele biases gekoppeld aan deze indexen,
- kunstmatige wegingsregels,
- allocaties met beperkingen.

Onze hele strategie is gebaseerd op een pragmatische risico-rendementanalyse. Waar worden risico's terdege vergoed? En waar niet? Waar liggen de kansen? Dankzij deze vrijheid kunnen we duration, ratingsegmenten, regio's en risicopremies actief en onafhankelijk beheren, met een duidelijk doel: het genereren van aantrekkelijke, voor risico gecorrigeerde rendementen op lange termijn, voortbouwend op de voordelen die obligaties bieden.

“ACTIEF” BELEGGEN: POSITIES INNEMEN... EN ZE SOMS VERANDEREN

De obligatiemarkt wordt gekenmerkt door humeurige beleggers en bruuske regimeveranderingen. Deze vaststelling blijft niet beperkt tot oliecrises of de pandemie. Modes komen en gaan, soms sneller dan we zouden verwachten, of ze nu worden gedreven door de laatste inflatiecijfers, nieuwe signalen van het monetaire beleid of geopolitieke gebeurtenissen.

Daarom beschouwen wij ons expliciet niet als passieve beleggers (“buy-and-hold investors”), maar wel als actieve obligatiebeheerders (“bond pickers”). Wat betekent dit in

de praktijk? Voor ons betekent actief beheer dat we posities uitbreiden wanneer de risico-rendementsverhouding overtuigend lijkt. Het is echter wel de bedoeling om de risico's zo snel mogelijk af te bouwen wanneer de waarderingen pieken. Snel kunnen handelen moet de prioriteit blijven. Daarom hebben we de strategische keuze gemaakt om liquiditeit op lange termijn te behouden, zodat we altijd klaar zijn om te handelen, zelfs in tijden van stress. Wij zien dit als de enige manier om gericht in te spelen op marktinefficiënties (die ook kansen kunnen bieden). Ons doel is niet alleen te reageren op marktomstandigheden, maar actie te ondernemen.

WERELDWIJD BELEGGEN: POSITIES INNEMEN WAAR DE RISICO-RENDEMENTSVERHOUDING OVERTUIGEND LIJKT

De economie is niet wereldwijd gesynchroniseerd. De centrale banken bevinden zich in verschillende stadia van hun rentecycli, de inflatiedynamiek loopt uiteen en de politieke risico's verschillen sterk per regio. Net in deze asynchronie liggen de kansen. Wij geloven immers dat wereldwijd beleggen kan inspelen op de relatieve waarderingsverschillen tussen regio's. Zo kan men kansen grijpen die (de facto) onbenut zouden blijven met louter regionale strategieën.

Natuurlijk mogen we de risico's nooit uit het oog verliezen – vandaar het belang van actief beheer van valuta- en durationprofielen. We leggen nooit al onze eieren in één mandje: in een wereld met steeds hogere schulden kan alleen een brede diversificatie, d.w.z. een oordeelkundige spreiding van beleggingen in overeenstemming met mogelijke risico's, echte bescherming garanderen. Het creëren van rendement is dus niet het enige voordeel van deze benadering die risico's doelbewust diversifieert: het is ook een factor van stabiliteit.

FLEXIBILITEIT, DE SLEUTEL TOT ROBUUSTHEID

Uiteindelijk zijn actief portefeuillebeheer en flexibiliteit twee kanten van dezelfde medaille. Flexibiliteit heeft niet alleen te maken met allocatie, maar ook met de keuze van beleggingsinstrumenten. Afhankelijk van de marktcontext



Daarom onthouden
wij ons al altijd van het doen
van kortetermijnvoorspellingen
of prognoses voor het
lopende jaar. Wij zijn ervan
overtuigd dat dergelijke
voorspellingen snel achterhaald
raken en zelfs het succes
van langetermijnbeleggingen
in het gedrang kunnen brengen.

kunnen verschillende elementen een sterke toegevoegde waarde genereren. Dit is wat we onlangs hebben gezien op de obligatiemarkt, met name:

- ... inflatiegelinkte obligaties, die afdekking en kansen combineren;
- ... futures, opties en renteswaps - derivaten, d.w.z. financiële instrumenten waarvan de waarde afhankelijk is van een onderliggend product - die een nauwkeurig beheer van de duration en de blootstelling aan rente-curves mogelijk maken;
- ... gerichte positionering op de verschillende looptijden van de rentecurve, die aanzienlijk is veranderd;
- ... gerichte exploitatie van aantrekkelijke risicopremies in de investment grade, hybride en high yield segmenten (die tijdelijk historische dieptepunten hebben bereikt).

Het belangrijkste is om nooit het kader te vergeten dat we onszelf hebben gesteld. We zien onszelf als langetermijnbeleggers, niet als speculanten die alleen geïnteresseerd zijn in de korte termijn. Daarom implementeren we de bovengenoemde instrumenten nooit dogmatisch. We spelen in op kansen en houden tegelijkertijd de robuustheid van de portefeuille als geheel in de gaten.

TEGEN DE STROOM IN

Een actieve beleggingsstrategie op de obligatiemarkt omvat een bewust anticyclische benadering om risico’s en kansen in evenwicht te houden. Het is meestal wanneer risicopremies in een bepaald marktsegment exploderen en onze zekerheid plots zwaar weegt op de aankoopbeslissingen van veel marktdeelnemers, dat het interessant wordt om in te stappen. We bouwen dan weer posities af wanneer de waardeningen te hoog lijken op te lopen.

Maar hoe ziet deze strategie er in de praktijk uit? Laten we twee recente voorbeelden nemen.

In april 2025 verklaarden de Verenigde Staten dat “Bevrijdingsdag” was aangebroken. Donald Trump gooide de knuppel in het hoenderhok en hield voor de camera’s pancartes

omhoog waarop hij nieuwe tarieven aankondigde. Daarna volgde een periode van grote onzekerheid op de markten. In het licht van het escalerende handelsconflict over deze tarieven hebben we ons bewust gericht op de liquiditeit van de obligatieportefeuille en kijken we naar effecten met een goede kredietrating. We hebben geprofiteerd van de duidelijke stijging van de kortetermijnrisicopremies om onze portefeuille aan te vullen met bedrijfsobligaties in het lagere investment grade-segment en, met de nodige selectiviteit, in de hybride en hoogrentende segmenten. Dankzij deze tactiek konden we winst boeken toen de rust op de markten terugkeerde en de rendementsspreads van de minst kredietwaardige obligaties weer normaliseerden.

Voorafgaand aan deze episode had er al een andere belangrijke ontwikkeling plaatsgevonden, met een snel stijgende inflatie gevolgd door een stijging van de rentevoeten van de centrale banken in de nasleep van de Covid-19 crisis en de crisis in Oekraïne. In het vierde kwartaal van 2023 veranderde het monetaire beleid in de Verenigde Staten: de Amerikaanse Federal Reserve (Fed) deed zijn beroemde “pivot”, een ommekeer in de rentevoeten waardoor de rendementen op de markten kelderden. Maar we hadden de duration van onze portefeuille al verhoogd vóór de koerswijziging van Jerome Powell. Zodra de voorzitter van de Fed deze koerswijziging aankondigde tijdens zijn persconferentie aan het einde van het jaar, begonnen de obligatiekoersen te stijgen en wij konden daar optimaal van profiteren.

Deze twee voorbeelden laten de weloverwogen aanpak zien die ten grondslag ligt aan al onze beleggingsbeslissingen. We zorgen ervoor dat we kunnen inspelen op veranderingen in de markt, flexibel handelen en onze beslissingen strikt toepassen.

RENDEMENTEN ZIJN NIET HET RESULTAAT VAN TOEVAL, MAAR VAN ACTIEF BEHEER

De vastrentende markt biedt een brede waaier rendementsbronnen, niet alleen de coupon, de jaarlijkse opbrengst die door de emittent wordt gegarandeerd op de nominale waarde van een obligatie. Obligaties kunnen dagelijks

worden verhandeld op een wereldwijde markt. De vraag wordt weerspiegeld in de obligatiekoers. Uiteindelijk blijft de vraag altijd dezelfde: hoeveel is een koper bereid te betalen om een effect te bezitten?

De rendementen op de obligatiemarkt worden bepaald door diverse factoren, zoals:

- de rentestand en duration?
- de kredietrisicopremies,
- de wisselkoersschommelingen,
- positionering op de rentecurve, die de verschillende looptijden weergeeft,
- liquiditeitspremies,
- kansen die voortvloeien uit relatieve waardering, die ontstaan wanneer er grote prijsverschillen zijn tussen vergelijkbare obligaties.

Actief portefeuillebeheer betekent deze rendementsbronnen doelgericht aansturen, in plaats van ze passief te ondergaan. Denk aan een goed concert, waar alle instrumenten samen spelen zodat de muziek harmonieus klinkt en het geheel zich in al zijn pracht ontvouwt.

Daarom beslissen wij bij elke beleggingsbeslissing zeer gericht in welke monetaire zone we de duration verhogen en op welke looptijd we beleggen. We beslissen ook in welke solvabiliteitssegmenten we risicopremies willen innen en wanneer we het risico willen verminderen en ons kapitaal willen garanderen. Alleen onder die voorwaarde kunnen vastrentende waarden een actief beheerde rendementsportefeuille vormen.

EEN VERANDERENDE WERELD

Een beleggingsstrategie moet zichzelf bewijzen in verschillende marktomgevingen. Vanuit ons standpunt heeft het observeren van rendementen over een periode van enkele maanden dan ook weinig nut. Daarom onthouden wij ons al altijd van het doen van kortetermijnvoorspellingen of prognoses voor het lopende jaar. Wij zijn ervan overtuigd dat dergelijke voorspellingen snel achterhaald raken en zelfs het succes van langetermijnbeleggingen in het gedrang kunnen brengen.

Niets is in marmer gebeiteld. De fenomenen die de politieke klasse graag aanduidt met termen als “keerpunt”, “tijdperkverandering” of “structurele crisis”, keren steeds terug. Inflatoire periodes duiken periodiek op en fasen van hoge en lage rente wisselen elkaar over lange tijd af. Dat gezegd hebbende, hebben wij de laatste tijd enkele fundamentele veranderingen vastgesteld.

De huidige obligatiemarkten zijn veel complexer en volatieler dan tien jaar geleden. Inflatie is niet langer een theoretisch risico, de schulddynamiek van geïndustrialiseerde landen is structureel en geopolitieke risico’s zullen niet snel verdwijnen.

In zo’n turbulente context wordt passiviteit zelf risicovol. Voor ons betekent “Active Income” in feite:

- onafhankelijkheid van de beperkingen die worden opgelegd door benchmarkindices;
- zoeken naar kansen op wereldschaal;
- flexibel gebruik van verschillende risico- en rendementsinstrumenten;
- een anticyclische aanpak;
- consistent beheer van de risico-rendementsverhouding.

Wij zijn van mening dat deze actieve, wereldwijde en flexibele aanpak de basis vormt van onze robuuste portefeuille en duurzame meerwaarden. Vandaag de dag liggen obligatierendementen niet langer “vast”. Ze zijn de vrucht van sterke overtuigingen en actieve beslissingen.

Tot slot is het de bedoeling om op termijn een aantrekkelijk rendement te genereren, ongeacht de context, en niet om te voldoen aan elk scenario dat zich voordoet. De wens om voortdurend een positief resultaat te genereren is vaak het grootste obstakel voor het bereiken van het uiteindelijke doel: uitstekende prestaties leveren op de lange termijn. ♦

Lars Conrad is Portfolio Director Fixed Income bij Flossbach von Storch.

Verklarende woordenlijst

Korte uitleg van technische termen

Aandeel – Een aandeel is een eigendomsbewijs. De houder ervan is mede-eigenaar van een bedrijf dat aandelen heeft uitgegeven. Door een aandeel te kopen, verwerft de aandeelhouder een aandeel in het kapitaal van het bedrijf.

Aandelenindex – Een aandelenindex (of beursindex) is een indicator die de gemiddelde prijstrend weergeeft van een mandje aandelen in een bepaald land, regio of sector.

Activaklasse – Financiële producten kunnen op basis van hun kenmerken worden ingedeeld in verschillende groepen. Traditionele activaklassen zijn aandelen, obligaties, vastgoed en edelmetalen.

Bruto Binnenlands Product (bbp) – Waarde van alle goederen en diensten die in een jaar in een land worden geproduceerd.

Diversificatie – Spreiding van activa over verschillende activaklassen, effecten, regio's, sectoren en valuta's, met als doel de risico's die eigen zijn aan elke belegging te vermindere

Inflatie – Een algemene stijging van de prijs van goederen, die gepaard gaat met een verlies van de koopkracht van geld.

Liquiditeit – Liquiditeit weerspiegelt de 'directe beschikbaarheid' van een actief, d.w.z. het potentieel om onmiddellijk of op korte termijn verzilverd te worden. De liquiditeit van een actief mag niet worden verward met de liquiditeit van een markt. Die is gegarandeerd wanneer het verschil tussen bied- en laatprijzen klein is en wanneer grote volumes kunnen worden verhandeld zonder dat dit een grote impact heeft op de prijzen.

MSCI World Index – Deze aandelenindex weerspiegelt trends op de aandelenmarkten van geïndustrialiseerde landen. Hij omvat meer dan 1.600 aandelen uit 23 landen.

Nikkei 225 Index – De Nikkei 225 is de vlaggenschipindex van de Japanse aandelenmarkt. Hij weerspiegelt de prestaties van 225 van Japans grootste beursgenoteerde bedrijven. De Nikkei 225 is een prijsgewogen aandelenindex.

Obligatie – Een waardepapier in ruil waarvoor de emittent krediet verkrijgt op de kapitaalmarkt. Obligaties kunnen worden uitgegeven in verschillende valuta's en met verschillende looptijden.

Portefeuille – Een verzameling effecten in bewaring.

S&P 500 Index – De S&P 500 is de benchmarkindex voor Amerikaanse aandelenmarkten. Hij weerspiegelt de prestaties van 500 large caps met hoofdzetel in de Verenigde Staten. De effecten die erin zitten, vertegenwoordigen ongeveer 80% van de marktkapitalisatie van de Amerikaanse aandelenmarkt.

JURIDISCHE INFORMATIE

Dit document dient onder meer als marketingmateriaal.

De informatie in dit document en de meningen die erin worden geuit, weerspiegelen de standpunten van Flossbach von Storch Invest S.A. op het moment van publicatie en kunnen zonder voorafgaande kennisgeving worden gewijzigd. Informatie over toekomstgerichte uitspraken weerspiegelt de opvattingen en toekomstverwachtingen van Flossbach von Storch Invest S.A. Desalniettemin kunnen de feitelijke ontwikkelingen en resultaten aanzienlijk afwijken van de verwachtingen. Alle informatie is met zorg samengesteld. Er kan echter geen garantie worden gegeven voor de juistheid en volledigheid. De waarde van een belegging kan dalen of stijgen en het is mogelijk dat u het geïnvesteerde bedrag niet terugkrijgt.

In het verleden behaalde resultaten zijn geen betrouwbare indicator voor toekomstige resultaten.

© 2026 Flossbach von Storch. Alle rechten voorbehouden.

IMPRESSUM

Uitgever:
Flossbach von Storch Invest S.A.
2, rue Jean Monnet, 2180 Luxembourg, Luxembourg,
Telefoon +352.275.607-0, Fax +352.275.607-39
info@fvsinvest.lu, www.fvsinvest.lu

Raad van bestuur: Christoph Adamy,
Markus Breidbach, Markus Müller

Btw-nr.: LU 25691460
Handelsregister: Luxemburg No B 171513
Bevoegde toezichthouder: Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF),
283, route d'Arlon, 2991 Luxembourg, Luxembourg

Deadline redactie: 6 mei 2026

BE 112 0526 XXXX NL

Voor het herdrukken of openbaar maken van de inhoud van het document, in het bijzonder door opname op websites van derden, en voor reproductie op gegevensdragers van welke aard dan ook, is de voorafgaande schriftelijke toestemming van Flossbach von Storch vereist.

Redactie:
Lars Conrad, Sven Ebert, Jens Hagen, Philipp Immenkötter,
Dörte Jochims, Shenwei Li, Julian Marx, Christian Panster,
Kurt von Storch, Philipp Vorndran

Design: Carolin Euskirchen en Heller & C
Drukwerk: TheissenKopp GmbH

INFORMATIE OVER HET FOTOMATERIAAL

Auteursrechten: ©Carolín Euskirchen, collage (p. 5 boven); ©Sergieiev, Iurii Kuzo, Getty Images (p. 5 centraal); ©frankreporter, Getty Images (p. 5 onder);
©Carolín Euskirchen, collage (p. 6–17); ©Sergieiev, Getty Images (p. 18) ©Jinhe Li (p. 22); ©Simon Herrmann, Getty Images (p. 24–43);
©frankreporter, Getty Images (p. 44–47); ©Marc Comes, CHB-P (achterzijde)

Flossbach von Storch Invest S.A.
2, rue Jean Monnet, 2180 Luxembourg, Luxembourg
www.flossbachvonstorch.lu



Flossbach von Storch