

POSITION

Onderwerpen en stof tot nadenken voor investeerders



VAN BLOEI

DE TULPENMANIE

De moeder van alle zeepbellen

AANDELEN

Geen euforie, maar een korting

OBLIGATIES

De wederopstanding van obligaties



TOT ZEEPBEL

SpaceX heeft ervoor gezorgd dat dromen werkelijkheid zijn geworden. Zoals Elon Musk zei: "We take the fiction out of science fiction": letterlijk: we halen de fictie uit de sciencefiction.

Is het wenselijk om op Mars te wonen? De vraag blijft open. En toch heeft de grootste beursgang uit de geschiedenis beleggers over de hele wereld in vervoering gebracht. Net als een raket schoot het aandeel van SpaceX omhoog naar de stratosfeer van de meest waardevolle bedrijven ter wereld. Na drie dagen van stijging is de marktkapitalisatie met 50% gestegen tot 2.700 miljard dollar – evenveel als die van Microsoft. Terwijl de softwareontwikkelaar dit jaar bijna 130 miljard dollar winst boekt, zal SpaceX in 2026 naar verwachting een verlies van zo'n vier miljard dollar lijden.

Maar wie maakt zich daar nu druk om? Een portefeuillebeheerder vatte het treffend samen: "You never lose money with Elon": met Elon verlies je nooit geld.

Maar na een geslaagde lancering zou de SpaceX-raket op de beurs wel eens door de zwaartekracht kunnen worden ingehaald. Aanvankelijk kende de koers een scherpe terugval vanaf het hoogste niveau, maar vervolgens herstelde het aandeel zich en boekte het opnieuw winst.

Achteraf gezien zou de beursgang van SpaceX wel eens een teken kunnen zijn van overdreven optimisme op de beurs, van irrationele uitbundigheid. Het is kenmerkend voor de overgang van optimisme naar euforie – van bloei naar zeepbel.

Flossbach von Storch POSITION

3/2026

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

U kunt zich gratis abonneren op ons ons engelstalige magazine.



IN EEN WOORD

De komende decennia zullen in het teken staan van artificiële intelligentie (AI), die de economie en de samenleving ingrijpend zal veranderen. Zowel bedrijven als overheden zullen aanzienlijke middelen moeten vrijmaken om de kansen die daarmee gepaard gaan te kunnen benutten, maar ook om de risico's te kunnen dragen.

We hebben allemaal slechts een heel vaag idee van wat AI, mits op de juiste manier ingezet, de mensheid over tien of twintig jaar kan opleveren. Ook kunnen we de risico's en bijwerkingen ervan nog niet terdege inschatten.

Hetzelfde gold iets meer dan twintig jaar geleden, toen het internet pas in de kinderschoenen stond. Er waren toen maar weinig mensen die hadden kunnen voorzien hoe ingrijpend de veranderingen zouden zijn die deze technologie teweeg zou brengen in de economie en de samenleving, maar ook in het dagelijks leven van ieder van ons.

Het is voor beleggers dan ook uiterst moeilijk om te voorspellen wie op de lange termijn de grootste winnaars van de AI-revolutie zullen zijn. En toch probeert iedereen het wel

eens, zoals blijkt uit de recente koersstijging van de chipfabrikanten. Zal deze stijging aanhouden?

Gezien de formidabele stijging is het meer dan ooit zaak om het hoofd koel te houden. Mijn medevennoot Bert Flossbach omschreef de stemming op de beurs onlangs als een "koortsachtige roes".

Dat is des te belangrijker omdat de kapitaalmarkt eindelijk (!) een steeds belangrijkere rol begint te spelen op het gebied van pensioenvoorzieningen. We moeten toekomstige generaties duidelijk maken dat niemand van de ene op de andere dag rijk kan worden op de beurs. Trends gaan niet eeuwig mee. Dat men geduld moet tonen en realistische verwachtingen moet hebben ten aanzien van de rendementen – en zich geen luchtkastelen moet voorspiegelen.

Als de beurs opnieuw als een casino wordt beschouwd, zoals aan het begin van deze eeuw het geval was, zal de volgende generatie beleggers zich de vingers branden. Voor de pensioenen zou dat een ramp zijn!

We wensen u veel leesplezier.

Kurt von Storch

Medeoprichter en eigenaar van Flossbach von Storch SE.



Flossbach von Storch
POSITION
3/2026

WERELDBEELD

Valuta

6 **Wie wint de valuta-race?**

De wereld in beeld

12 **De twee kanten van de euro**

Column

15 **E-mail uit Shanghai**

Politiek

18 **Trump blijft trouw aan zichzelf**

Nagevraagd

22 **Heeft de economie immigranten nodig?**

BELEGGINGSSTRATEGIE

Titel

30 **Van bloei tot zeepbel**

Geschiedenis – De grootste beurscrashes uit de wereldgeschiedenis

40 **Zeldzame bloemen**

Interview

44 **“Om misverstanden te vermijden ...”**

Beleggen

48 **De schipbreuk voorkomen**

Aandelen

52 **Ver weg van de schijnwerpers**

Obligaties

56 **De wederopstanding van obligaties**

CONTEXT

Interview

62 **“Is het monetaire beleid tegenwoordig moeilijker, professor Issing?”**

66 Verklarende woordenlijst



Valuta

Wie wint de valuta-race?

De Amerikaanse dollar is de belangrijkste munt ter wereld. Zijn er alternatieven?

6



Geschiedenis – De grootste beurscrashes uit de wereldgeschiedenis

Zeldzame bloemen

Op de tulpenmanie volgde in februari 1637 de eerste beurscrash uit de geschiedenis. Welke lessen beleggers daaruit kunnen trekken.

40



Obligaties

De wederopstanding van obligaties

Obligaties worden weer aantrekkelijk. Uitleg aan de hand van drie grafieken.

56

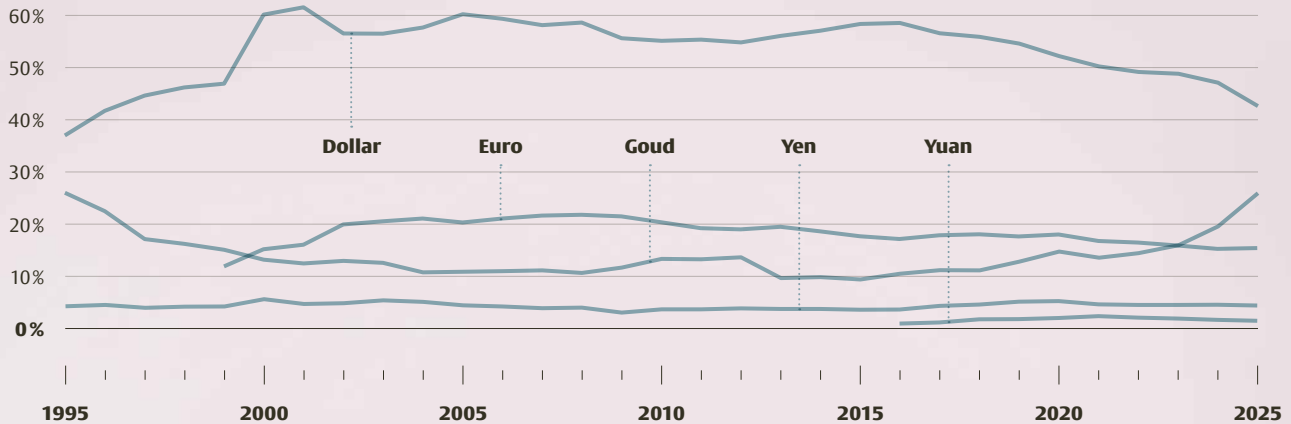


WIE WINT DE VALUTA-RACE ?



Overheden en centrale banken nemen vaak beslissingen die voor het grote publiek slechts op het eerste gezicht positief lijken. De Amerikaanse dollar domineert nog steeds de wereldwijde valutamarkt. Maar zijn er dan alternatieven?

Gunther Schnabl



Een blik op het huidige monetaire en fiscale beleid laat zien hoe actueel de klassiekers van de economie nog steeds zijn. Vijftig jaar geleden publiceerde Friedrich August Hayek zijn boek *"Choice in Currency: A Way to Stop Inflation"*. Om te beginnen verwijst Hayek naar een zin uit Adam Smiths *"The Wealth of Nations"*, waarvan dit jaar de 250e verjaardag van de eerste uitgave wordt gevierd. Heersers hadden keer op keer het vertrouwen van hun onderdanen geschonden door uit hebzucht het metaalgehalte van hun munten te verlagen.

In zijn boek *"The Denationalisation of Money"* uit 1976 – en dus precies 200 jaar na de publicatie van Smiths baanbrekende werk – betreurde Hayek dat mensen uit onwetendheid het inflatoire monetaire beleid van de centrale banken zelfs toejuichten, hoewel de schade enorm was.

Volgens Hayek kunnen dus zelfs democratisch gekozen regeringen niet in het algemeen belang handelen. De verleiding om allerlei vormen van ontevredenheid aan te pakken door de geldhoeveelheid te manipuleren, is simpelweg te groot. Goedkoop geld leidt tot grote onrechtvaardigheden, en niet alleen door inflatie. Het leidt ook tot een verstoring van de relatieve prijzen, waardoor productiefactoren worden ingezet voor investeringsprojecten die op de lange termijn niet houdbaar zijn. Dit leidt onvermijdelijk tot crises.

In zijn werk werkt Hayek een oplossing voor het probleem uit: in plaats van een staatsmonopolie op geld zouden particuliere banken de mogelijkheid moeten krijgen om hun eigen valuta uit te geven – aangetrokken door de aanzienlijke winsten die het creëren van geld oplevert. Aangezien gebruikers dan vrij zouden zijn om hun valuta te kiezen, zou er concurrentie ontstaan tussen de particuliere banken, waarbij de meest stabiele valuta's de overhand zouden krijgen. Hoewel Hayeks idee van valutaconcurrentie tot nu toe weinig weerklank heeft gevonden, is er – grotendeels onopgemerkt – een vorm van valutaconcurrentie ontstaan die mogelijk al aanleiding heeft gegeven tot een heroriëntatie van het monetaire beleid in Washington.

Deze toenemende concurrentie op valutagebied hangt nauw samen met een sluipend verlies aan vertrouwen in de Amerikaanse dollar als wereldwijde reservevaluta. Sinds het einde van de jaren tachtig heeft de Amerikaanse Federal Reserve (Fed) zich steeds meer geprofileerd als bondgenoot van regeringen. Tijdens crises heeft de Fed herhaaldelijk de

Grafiek 1

Aandeel van afzonderlijke valuta's in de wereldwijde deviezenreserves

Bron: IMF, Flossbach von Storch, gegevens per 12 juni 2026

rente verlaagd en op grote schaal staatsobligaties en andere effecten aangekocht om de economie te stabiliseren. Hoewel de centrale bank het monetaire beleid tijdens de daaropvolgende herstelfasen opnieuw heeft aangescherpt, deed zij dit niet in dezelfde mate als waarin zij het beleid tijdens de voorgaande crises had versoepeld.

Als gevolg daarvan heeft de Fed grote hoeveelheden staatsobligaties en door hypotheek gedekte effecten op haar balans opgebouwd. Dankzij de Fed zijn de uitgavenverplichtingen en de staatsschuld van de Amerikaanse overheid tot historische hoogtepunten gestegen. Het steeds meer versoepelende monetaire en fiscale beleid wordt in verband gebracht met negatieve gevolgen voor de groei en de inkomensverdeling, waardoor de politieke instabiliteit in de VS is toegenomen.

Het gevolg is een verlies aan vertrouwen in de Amerikaanse dollar. Er is een vlucht naar reële activa ingezet, waardoor de koersen van Amerikaanse aandelen en vastgoedprijzen stijgen – de laatste tijd met name bij aandelen die verband houden met artificiële intelligentie. Veel landen waarvan de centrale banken al geruime tijd grote hoeveelheden dollars op hun balans hebben staan, keren zich af van de dollar als belangrijkste reservevaluta (zie [Grafiek 1](#)). Dit komt doordat de staatsschuld van de VS enorm is, en historisch gezien zijn een hoge staatsschuld en valutastabiliteit altijd nauw met elkaar verbonden geweest.

De euro is de grootste concurrent van de dollar als 's werelds belangrijkste valuta en is de dominante internationale valuta in Europa en enkele aangrenzende regio's. Tijdens de inflatieperiode van de jaren zeventig nam de Duitse mark in Europa de status van wereldreservevaluta over van de Amerikaanse dollar, omdat de onafhankelijke Deutsche Bundesbank de Duitse mark veel stabielier wist te houden dan de Amerikaanse munt. Met de invoering van de euro is de Europese Centrale Bank (ECB) echter geleidelijk overgegaan op het financieren van overheidsuitgaven, en dat is de reden waarom de euro sinds 2008 een dalende trend vertoont ten opzichte van de dollar.

Toen Japan in de jaren tachtig een snelle groei doormaakte en zijn financiële markten liberaliseerde, deed dit de verwachting ontstaan dat de yen zou uitgroeien tot de reservevaluta van Oost-Azië. Nog tot in het begin van de jaren negentig sprak het Internationaal Monetair Fonds (IMF) over een "yenzone" in Oost-Azië, waarin Oost- en Zuidoost-Aziatische landen hun wisselkoersen aan de yen zouden koppelen en waar levendige intraregionale handel in yen zou plaatsvinden. Tegen die tijd was de Japanse aandelen- en vastgoedzeepbel, aangewakkerd door buitensporig lage rentetarieven, echter al gebarsten, wat het beginpunt markeerde van de economische neergang van Japan, die tot op de dag van vandaag voortduurt. Daardoor verloor de yen zijn aantrekkingskracht als potentiële reservevaluta.

Vervolgens richtte de aandacht zich op China als de nieuwe koploper van Oost-Azië. Door de yuan aan de dollar te koppelen, had China de basis gelegd voor een indrukwekkend proces van economische inhaalgroei. Toch lijkt de opmars van de yuan tot nieuwe mondiale reservevaluta niet werkelijkheid te worden, omdat een reservevaluta altijd moet worden ondersteund door een vrije, sterk ontwikkelde financiële markt. Door de door de →



staat gecontroleerde banksector en de restrictieve kapitaalbeperkingen is het onmogelijk dat de yuan de status van regionale reservevaluta verwerft. De Volksbank van China zet daarom geleidelijk aan delen van haar enorme dollarreserves om in goud, waardoor het edelmetaal in de schijnwerpers komt te staan.

Dat goud steeds meer in waarde stijgt, blijkt duidelijk uit de sterke stijging van de goudprijs (zie Grafiek 2). Hoewel goud in tijden van inflatie een goede waardeopslag is, vervult het momenteel geen belangrijke monetaire functies. Omdat goud zo waardevol is geworden, is het lastig om kleine transacties met dit edelmetaal uit te voeren. Rekenwerk in fracties van een ounce is ook omslachtig. Deze tekortkoming zou in de toekomst echter kunnen worden verholpen door middel van "tokenized gold". Dat is een digitaal actief dat op een bestaande blockchain wordt gecreëerd en door fysiek goud wordt gedekt.

Toen Bitcoin in 2009 werd gelanceerd, beschikte het over alle drie de monetaire functies. De functie als waardeopslag is sterk, omdat het aanbod op geloofwaardige wijze beperkt is tot 21 miljoen. Hoewel de prijs sterk schommelt, is deze op de lange termijn aanzienlijk gestegen, ondanks de recente correctie (zie Grafiek 3). Omdat bitcoins via de blockchain van gebruiker naar gebruiker kunnen worden overgedragen zonder tussenkomst van banken, fungeren ze ook als ruilmiddel. Bovendien kunnen de prijzen van alle goederen worden uitgedrukt en opgeteld in Bitcoin of de sub-eenheid daarvan, de satoshi (rekeningeenheid). Aangezien bitcoins op een gedecentraliseerde manier worden gecreëerd en niet kunnen worden gemanipuleerd, kunnen ze ook worden gezien als een sanctiemechanisme tegen een te expansief monetair beleid en de daarmee gepaard gaande instabiliteit van het banksysteem.

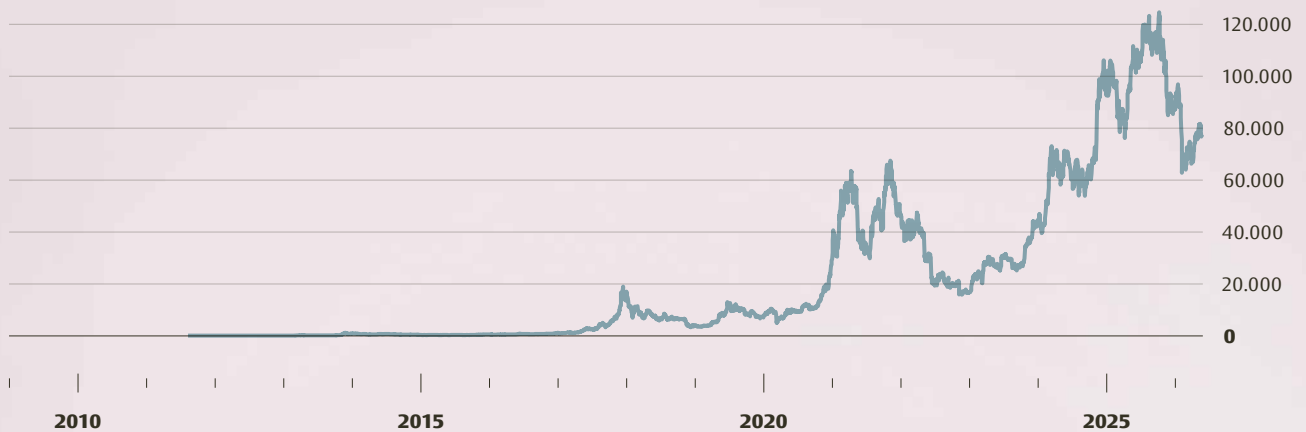
Het indrukwekkende succes van Bitcoin heeft geleid tot de opkomst van tal van andere cryptovaluta's, zoals Ethereum, Tether, Solana en Dogecoin. In tegenstelling tot Bitcoin kunnen de mensen en instellingen achter deze altcoins het aanbod en de regels ervan aanpassen. Stablecoins zijn in een vaste verhouding gekoppeld aan een fiatvaluta. De Amerikaanse GENIUS Act schrijft een 1:1-koppeling aan de Amerikaanse dollar voor, waarbij stablecoins geen rente mogen uitkeren en gedekt moeten zijn door veilige en liquide activa, zoals schatkistcertificaten. Dit maakt stablecoins op basis van de Amerikaanse dollar aantrekkelijk voor zowel uitgevers als gebruikers, bijvoorbeeld voor snellere internationale betalingen. Een mondiale reservevaluta kan niet zomaar van haar troon worden gestoten vanwege

Grafiek 2

Goudprijs voor een troy-ounce in dollar

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

Bron: World Gold Council, Flossbach von Storch, gegevens per 12 juni 2026



Grafiek 3
Bitcoin-koers in USD

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

Bron: Bitcoin Ltd.,
Flossbach von Storch,
gegevens per 12 juni 2026

netwerkeffecten. Aangezien zoveel partijen er gebruik van maken, kunnen transacties eenvoudig en goedkoop worden afgehandeld. De overheidsschuld in de VS is echter hoog, en de regeringen ontbreekt het aan de vastberadenheid om in de uitgaven te snijden. De trage groei en de oorlogen maken de last nog zwaarder. Als de VS hun schuldenprobleem willen oplossen door middel van hogere inflatie, zal het vertrouwensverlies in de dollar voortduren – en dan zijn er geen grenzen meer aan de kans dat goud of Bitcoin uitgroeien tot de nieuwe mondiale reservevaluta.

Veel centrale banken over de hele wereld hebben nog steeds grote hoeveelheden dollars op hun balans staan. Het daarmee gepaard gaande buitensporige voorrecht – de mogelijkheid om hoge militaire en sociale uitgaven te financieren met hulp van andere landen – zou verloren gaan als de balans van de Fed blijft groeien. Daarom zou er in Washington wel eens een koerswijziging in het monetaire beleid op komst kunnen zijn. De nieuwe voorzitter van de Amerikaanse Federal Reserve, Kevin Warsh, heeft – samen met de Amerikaanse minister van Financiën Scott Bessent – niet alleen de negatieve gevolgen van het soepele monetaire beleid van de Fed voor de groei en de inkomensverdeling erkend. Hij is ook van plan de stabiliteit van de dollar te waarborgen door de balans van de Fed te verkleinen. Dit zou er vervolgens toe kunnen leiden dat door de dollar gedekte stablecoins het in het buitenland circulerende contante geld in dollars vervangen, waardoor de internationale rol van de dollar wordt versterkt.

De ECB streeft er inderdaad naar om de leidende rol van de dollar als internationale valuta aan te vechten door een digitale euro als internationaal betalingssysteem in te voeren en meer euro-obligaties uit te geven als veilige internationale belegging. Er wordt echter voorbijgegaan aan het feit dat de digitale euro het banksysteem zou destabiliseren en dat de toegenomen overheidsschuld in de EU een teken is van zwak monetair beleid. De uiteindelijke strijd om de positie van wereldwijde reservevaluta zal daarom waarschijnlijk plaatsvinden tussen de dollar enerzijds en Bitcoin en goud anderzijds. In het verkiezingsprogramma van Donald Trump werd expliciet vermeld dat de status van de dollar als 's werelds belangrijkste reservevaluta moest worden gewaarborgd. Het valt nog te bezien of hij de vastberadenheid zal opbrengen om de uitgaven van de Amerikaanse overheid onder controle te krijgen om dit te bereiken. ♦

Prof. Gunther Schnabl
is directeur van het
Flossbach von Storch
Research Institute.



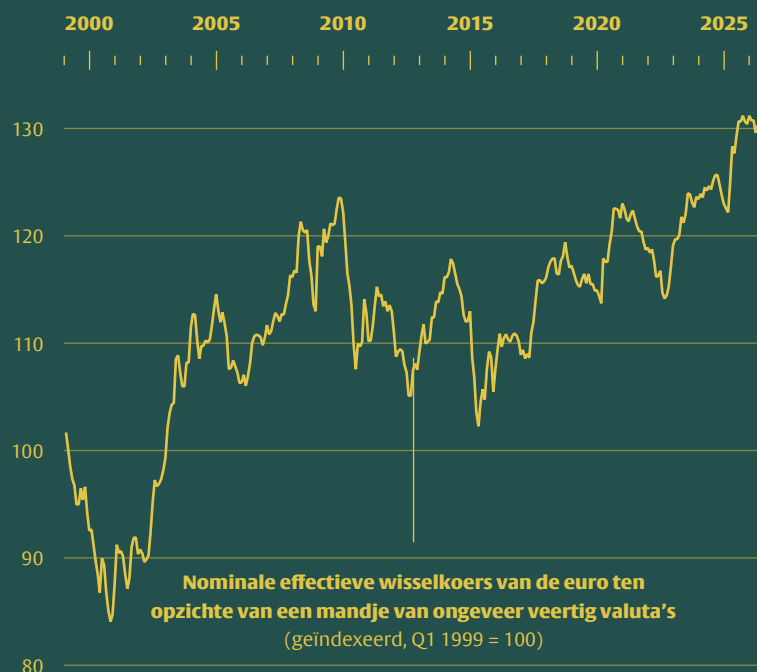
DE TWEETWEE KANTEN VAN DE EURO

"Duro", "liro", "zwakke munt": sinds de invoering ervan, meer dan 25 jaar geleden, krijgt de "eenheidsmunt" regelmatig controversiële opmerkingen te verwerken. We moeten wel toegeven dat men zich in de tijd van de Duitse mark nooit had kunnen voorstellen dat er nul- of zelfs negatieve rentevoeten zouden zijn, dat er groot-schalige programma's voor de opkoop van obligaties zouden komen en dat er zulke extreme uitspraken zouden worden gedaan als "koste wat het kost".

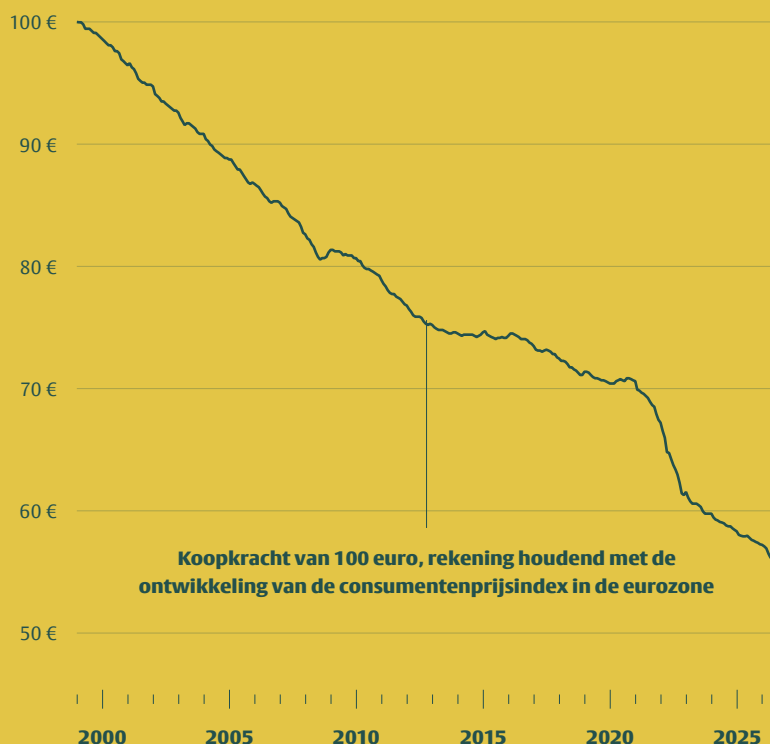
Uiteindelijk is de euro gewoon een (gemeenschappelijke) munteenheid, niet meer en niet minder. En in vergelijking met andere valuta's zijn de resultaten van de afgelopen decennia helemaal niet zo slecht, zoals blijkt uit een vergelijking met een mandje van zo'n veertig valuta's. Sinds de invoering ervan is de euro bijna 30% in waarde gestegen ten opzichte van andere valuta's (zie Grafiek 1).

Grafiek 1
In de wedloop tussen de verschillende fiatvaluta's stijgt de waarde van de euro

Vandaag de dag krijgt u meer vreemde valuta voor één euro dan bij de invoering van de eenheidsmunt



Vanuit het oogpunt van de belegger kan de munt echter amper het vermogen op lange termijn in stand houden. Deze tekortkoming heeft niets te maken met de wisselkoersen, maar met de stijging van de prijzen. De afgelopen jaren is de inflatiedoelstelling van 2% van de Europese Centrale Bank ruimschoots overschreden. Sinds de invoering van de euro in 1999 is de koopkracht met maar liefst 44% gedaald (zie Grafiek 2).



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

Bron: LSEG Datastream, Flossbach von Storch,
gegevens per 10 augustus 2026

Grafiek 2
Een langzame erosie van de koopkracht
Koopkracht van 100 euro sinds de invoering van de euro

Grafiek 3

Waardeopslag op lange termijn

De reële evolutie van de goudkoers sinds de invoering van de euro ...



Als we de goudprijs bekijken, wordt de andere kant van de euro duidelijk zichtbaar. Want uiteindelijk is goud ook een betaalmiddel en kun je het overal ter wereld inwisselen. In tegenstelling tot papiergeld is edelmetaal echter niet reproduceerbaar. Zelfs als we de inflatie buiten beschouwing laten, is de goudprijs de afgelopen jaren aanzienlijk gestegen, aangedreven door de vraag van centrale banken (zie Grafiek 3).



Grafiek 4

Onze munt verliest aan waarde

Sinds de invoering van de eenheidsmunt kan u met 1.000 euro steeds minder goud kopen

Als we rekening houden met de inflatie, lijkt goud de sterkste valuta te zijn. De waarde wordt gemeten in troy-ounce. Uit grafiek 4 blijkt dat er steeds meer (papier) geld nodig is om dezelfde hoeveelheid goud te kopen.

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

Bron: LSEG Datastream, Flossbach von Storch, gegevens per 10 augustus 2026

Shenwei Li



POST UIT S H A N G H A I

Economische motor, supermacht, partijdictatuur. Wie geïnteresseerd is in wereldwijde trends, kijkt naar China. Analist Shenwei Li geeft een subjectief verslag van haar ervaringen vanuit het perspectief van een Chinese burger. Deze keer ligt de nadruk op "vaardigheden", "token"-prijzen en de "selectie" van medewerkers.

Artificiële intelligentie (AI) is wereldwijd een heet hangijzer en heeft een steeds grotere invloed op het beroepsleven in China. Onlangs heeft een zaak op sociale media hier veel aandacht getrokken. Een online gamingbedrijf uit de provincie Shandong heeft de werkprocessen van een voormalige medewerker – laten we hem A noemen – omgezet in een "A.Skill". De chatbot van de voormalige werknemer bleef binnen een bestaande WeChat-werkgroep functioneren met behulp van deze "A.Skill" als plug-in, net zoals voorheen. Het had zelfs enkele van zijn persoonlijke eigenschappen behouden, zoals zijn kenmerkende manier om taken te delegeren.

Bent u op dit moment helemaal de draad kwijt? Laat me het dan wat uitgebreider uitleggen: in het tijdperk van het mobiele internet zijn we allemaal gewend geraakt aan apps op onze smartphones waarmee we bijvoorbeeld een taxi konden bestellen of een reis konden boeken. Apps zijn te vergelijken met vaardigheden, die zelfstandige, modulaire →

functies vervullen voor AI-agenten. Hoewel apps door professionele ontwikkelaars zijn geschreven, kan iedereen in theorie dankzij de programmeermogelijkheden van AI in korte tijd vaardigheden opdoen. Ook in China zijn vaardigheden meestal gratis beschikbaar op open platforms. In de regel zijn ze echter aanzienlijk meer gefragmenteerd dan apps, of beter gezegd: ze zijn beter afgestemd op individuele behoeften.

AI-AGENTEN VOEREN TAKEN UIT MET BEHULP VAN VAARDIGHEDEN

Vaardigheden zijn daarom essentieel voor AI-agenten om hun taken uit te voeren. Om ze te maken, heb je toegang tot gegevens en hulpmiddelen nodig. AI-agenten hebben ook duidelijke instructies nodig waarin complexere taken in afzonderlijke stappen worden opgesplitst.

Sommige bedrijven houden tegenwoordig de activiteiten van hun werknemers bij om hun eigen AI-modellen te trainen. Medewerkers kunnen zo worden "geselecteerd". Dit betekent dat hun werkprocessen zijn gebundeld in "vaardigheden", waardoor AI-agenten zich net zo kunnen gedragen als de medewerker – vaak inclusief zijn of haar persoonlijke eigenaardigheden.

Daardoor wordt de term "vaardigheden" in China steeds vaker in verband gebracht met arbeidsuitdagingen. Het is immers een gevoelige kwestie wanneer van werknemers wordt verwacht dat ze meewerken aan hun eigen overbodigheid.

Voor bedrijven is de overgang technisch gezien niet moeilijk. Nog maar afgelopen april werd "Colleague.Skill" binnen enkele uren geschreven door een 24-jarige Chinese ontwikkelaar en kan het worden gedownload via het GitHub-platform. Het programma maakt vervolgens niet alleen gebruik van de werkdocumenten, e-mails en chatberichten van de medewerkers, maar ook van de subjectieve indruk die de ontwikkelaar van zijn voormalige collega heeft. En zo beantwoordt de chatbot de vragen zo goed mogelijk in de stijl van de voormalige collega.

JURIDISCHE HINDERNISSEN

Toch zijn er hier hindernissen die deze ontwikkeling in de weg staan. Eind april heeft bijvoorbeeld een ontslagen werknemer in Hangzhou een rechtszaak aangespannen tegen zijn voormalige werkgever, nadat het bedrijf na de invoering van een dergelijk AI-systeem zijn salaris had willen verlagen en hem naar een minder belangrijke functie had willen overplaatsen. De Volksrechtbank van tweede aanleg in Hangzhou heeft de werknemer in het gelijk gesteld. De redenering, kort samengevat: de werknemer had niets van zijn vaardigheden verloren, noch van zijn bereidheid om deze in te zetten. Bovendien is sociale stabiliteit een belangrijke doelstelling in China. Bedrijven zouden dan ook op een doordachte manier te werk moeten gaan en AI moeten inzetten om hun activiteiten uit te breiden, en niet om het personeelsbestand in te krimpen.

AI KAN OOK MEDEWERKERS HELPEN

Dat is bemoedigend – ook al maakt natuurlijk niet iedereen hier op een verstandige of creatieve manier gebruik van AI. Er zijn echter enkele interessante ontwikkelingen voor werknemers die zich tegen "distillatie" verzetten. De "Anti-Distillation.Skill" manipuleert de invoer voor een bepaalde vaardigheid, zodat er uiteindelijk een ogenschijnlijk professioneel maar inhoudelijk leeg antwoord wordt verzonden. Meer ambitieuze medewerkers kunnen in bepaalde gevallen ook gebruikmaken van Boss.skill. Hier kunnen medewerkers binnen 30 minuten de beslissingen van hun leidinggevenden voorspellen, nadat het systeem is gevoed met informatie over de leidinggevende (toespraken, e-mails, enz.).

Iedereen in China heeft immers toegang tot AI, niet alleen de "bazen". En gezien de prijzen van de tokens is de financiële drempel om in te stappen niet hoog. Chinese aanbieders zoals DeepSeek zijn bijzonder betaalbaar, terwijl Amerikaanse aanbieders, zoals OpenAI en Anthropic, meer dan tien keer zo duur zijn.

DE PRIVATE UITGAVEN AAN AI ZIJN BIJNA EVEN HOOG ALS DIE VAN HET BEDRIJFSLEVEN

Als het echter om prestaties gaat, verliest de prijsconcurrentie aan belang. Doorgaans zijn zakelijke klanten bereid meer te betalen dan particuliere gebruikers. Toch zijn er nu in China tekenen dat particuliere gebruikers bijna even bereid zijn om geld uit te geven aan AI. Dit wordt vooral aangestuurd door de programmeursgemeenschap – en de redenen daarvoor zijn typisch Chinees.

Chinese werkgevers zijn doorgaans zeer technisch onderlegd en moedigen in de meeste gevallen het actieve gebruik van AI-tools aan. Duurdere en krachtigere westerse taalmodellen zouden daarom eigenlijk de eerste keuze zijn. Voor de meeste kleine tot middelgrote ondernemingen zijn de budgetten voor AI echter beperkt. Daarom krijgen de medewerkers daar doorgaans een bepaald maandelijks bedrag toegewezen als "symbolische vergoeding", dat kan worden gebruikt voor elk groot taalmodel, of het nu DeepSeek, ChatGPT of Claude is. Als de kosten dit bedrag overschrijden, moeten zij het resterende bedrag uit eigen zak betalen.

De Chinese arbeidsmarkt is zeer competitief. Het is dus niet genoeg om alleen maar je werk goed te doen. De meeste mensen hebben het gevoel dat ze beter moeten zijn dan hun collega's. Het is daarom logisch dat ze bereid zijn te betalen voor duurdere tokens van modellen die naar verluidt beter presteren, om zo beter of sneller te kunnen werken. Daardoor is de bereidheid van particuliere gebruikers in China om voor AI te betalen al op een niveau gekomen dat vergelijkbaar is met dat van zakelijke klanten.

GEVAARLIJKE GRIJZE MARKT

Sommigen van jullie denken misschien dat er een addertje onder het gras zit – en terecht! Op dit moment mogen Anthropic en OpenAI ten minste een deel van hun krachtigere modellen niet aan China leveren. Toegang tot beide aanbieders is weliswaar mogelijk, maar dit kost veel tijd en geld. In het beste geval vind je misschien wat je zoekt op digitale

rommelmarkten, waar programmeurs met een overvloed aan tokens de tokens weggeven die ze niet nodig hebben. Een tweede mogelijkheid is om een proefaccount aan te schaffen bij een tussenpersoon die zich bezighoudt met het dagelijks openen van duizenden nieuwe accounts en deze doorverkoopt aan programmeurs die op zoek zijn naar tokens. Steeds meer professionele tussenpersonen beheren honderdduizenden proefaccounts en bundelen deze in accountpools. Hier is een controlesysteem beschikbaar dat de resterende tokens automatisch beheert. Als een klant bijvoorbeeld 10 USD stort, krijgt hij vijf rekeningen uit de pool. Het risico bij elke aankoop is dat de kwaliteit niet altijd even goed is, aangezien de aangekochte tokens afkomstig kunnen zijn van minder geavanceerde modellen. De veiligheid van de gegevens is niet gegarandeerd. Elk account kan op elk moment worden geblokkeerd of de dienst op elk moment worden opgeschort.

Door deze grote mate van onzekerheid zijn programmeurs in China dagelijks zo'n twee tot drie uur kwijt aan het verkrijgen en beheren van tokens. Daarnaast is er voortdurend druk om verkregen tokens zo snel mogelijk te gebruiken. Tegen deze achtergrond schaffen sommige programmeurs bovendien systemen voor het beheer van tokens aan.

NIEUWE ZAKELIJKE INITIATIEVEN

Creditcardmaatschappijen hebben de huidige trend op dit gebied onderkend en hebben het aantal token-transacties al in hun voordeel weten te benutten, ook al zijn die niet afkomstig van Claude of ChatGPT. China Merchants Bank en American Express werken hiervoor samen met de Chinese start-up Minimax. Nieuwe klanten die aan bepaalde criteria voldoen, ontvangen tot 1,8 miljard tokens per maand. Er is weer een start-up die een soortgelijk model heeft aangekondigd. Hoe dan ook, mensen in China moeten hun uitgaven aan AI steeds vaker meerekenen in hun kosten van levensonderhoud. ♦

Shenwei Li is analiste in Shanghai.



T R U M P

BLIJFT TROUW AAN ZICHZELF

De Amerikaanse president stelt afspraken boven regels.
Zijn manier van regeren ondermijnt de democratische
instellingen en bevordert persoonlijke afhankelijkheden.

Een politiek essay van Norbert Tofall.

I

Donald Trump had tijdens zijn eerste ambtstermijn al getoond dat hij zich niet gebonden voelt aan de beleidsprogramma's die hij tijdens de verkiezingscampagne had aangekondigd. In plaats daarvan heeft hij de neiging om, afhankelijk van zijn stemming op dat moment, bevelen en instructies te geven. Donald Trump geeft de voorkeur aan 'afspraken' boven algemene en abstracte regels (in de zin van klassieke economen zoals Friedrich August Hayek) en zet de onderhandelingen over dergelijke afspraken in gang door de tegenpartij te beledigen en te chanteren. Zijn voorkeur voor deals en dreigementen om schade toe te brengen komt voort uit zijn lichtzinnige verlangen naar opschudding en onrust, evenals uit zijn obsessie om complexe systemen over de hele wereld via bevelen en richtlijnen te willen beheersen.

De manier waarop Trump deals sluit, drijft de 'schaakborddemocratie' (Friedrich August Hayek) tot het uiterste – dat wil zeggen: het nastreven van speciale belangen dat de democratie vervormt tot een onderhandelingsstrijd tussen politieke elites en belangengroepen. Onder de structurele omstandigheden van de moderne samenleving kunnen echte problemen echter alleen worden opgelost door middel van algemene en abstracte regels. Donald Trump daarentegen is volledig doordrongen van de politieke denkfout om een werkwijze die kenmerkend is voor kleine groepen en persoonlijke, directe relaties – het sluiten van deals – toe te passen op de uitgestrekte, anonieme, complexe en wereldwijd onderling afhankelijke realiteit van de moderne samenleving en de internationale betrekkingen.

II

Tijdens de campagne voor de Amerikaanse presidentsverkiezingen van 2024 waarschuwden de toenmalige zittende president Joe Biden en zijn Democratische Partij voor een opzettelijke ondermijning van de democratie mocht Donald Trump worden herkozen, en voor de opkomst van het fascisme in de VS. Een overwinning van Donald Trump, zo stelden zij, zou een systematische ondermijning van de zogenaamde 'checks and balances' met zich meebrengen – met andere woorden, een herstructurering van de Amerikaanse constitutionele orde.

Donald Trump is echter zeker geen fascist zoals Mussolini of Hitler, en hij is evenmin louter een aanhanger van de ideologie van de zogenaamde 'Conservatieve Revolutie' in Duitsland van 1918 tot 1932, die niet conservatief maar fascistisch was. Trump past evenmin in het beeld van een Gabriele D'Annunzio, die in 1919 Fiume bezette en in die gemeente diverse vormen van fascistisch bestuur in praktijk bracht, terwijl hij tegelijkertijd vooruitliep op levenswijzen die geassocieerd worden met de latere linkse beweging van 1968. Hoewel Donald Trump, net als D'Annunzio, een meester is in 'fictie, politiek en populisme', ontbreekt het hem volledig aan D'Annunzio's literaire vorming en grandeur. Om te beseffen dat Donald Trumps abominabele egocentrisme en zijn neiging tot bevelen en orders – die hand in hand gaan met een enorm gebrek aan scrupules en demagogische grofheid – schade kunnen toebrengen aan democratische instellingen, is een andere aanpak nodig.

Maanden voordat Donald Trump voor het eerst werd genomineerd als presidentskandidaat van de Republikeinse Partij in de VS, had het onderzoeksinstituut Flossbach von Storch in maart 2016 Donald Trump omschreven als de Clodius Pulcher van de VS en gewaarschuwd dat "we het grootse spel dat hij sinds 16 juni 2015 opvoert zeer serieus moeten nemen":



Publius Claudius Pulcher (92 v.Chr. – 52 v.Chr.) was een politicus ten tijde van het verval van de Romeinse Republiek. Hij stamde af van de patriciërsfamilie Claudianus. Hij nam de plebejisch klinkende naam Clodius aan nadat hij door een plebejer was geadopteerd, zodat hij in 59 v.Chr. volkstribuun kon worden. Een van zijn eerste maatregelen als volkstribuun was het indienen van een wetsvoorstel dat voorzag in de gratis uitdeling van graan aan het volk. Drie jaar eerder was Clodius aan een veroordeling wegens incestum ontsnapt door de jury met succes om te kopen. Bij het doorzetten van zijn beleid steunde Clodius op de Romeinse plebs en maakte hij bewust gebruik van geweld en straatgevechten om de openbare orde en de politieke instellingen te ondermijnen.

Toch hield het Romeinse plebs van Clodius en vereerde hem. Clodius Pulcher streed namelijk tegen de gevestigde elites die, in hun ogen, zich ongebreideld verrijkten, de Romeinse samenleving uitbuiten en zich niet hielden aan de traditionele gewoonten en regels die in de ogen van het volk zo hoog in aanzien stonden. Hoewel Clodius zelf uit deze kringen afkomstig was en zich nog gewetenlozer verrijkte dan zijn collega's, gaf hij dit openlijk en zonder blikken en blozen toe. Zijn succes lag juist in het feit dat hij deze schaamteloosheid en zijn minachting voor traditionele gewoonten en regels tot een principe had verheven.

Zelfs als mediaondernemer handelde Trump al volgens de succesformule van Clodius Pulcher en had hij dan ook geen enkele moeite om, enkele weken voor de presidentsverkiezingen in november 2020, te beweren dat, mocht hij de verkiezingen verliezen, de Deep State de verkiezing van hem zou hebben gestolen. Door dit sindsdien voortdurend te herhalen – dat de Deep State zijn verkiezingsoverwinning van 2020 heeft gestolen – houdt Trump enerzijds de sociale en politieke onrust in het land op een hoog pit en rechtvaardigt hij daarmee wijzigingen in de kieswet die voor het eerst van kracht zullen worden bij de tussentijdse verkiezingen in november 2026. Dit ondermijnt echter opzettelijk de rol van democratische verkiezingen bij het bevorderen van sociale harmonie. Anderzijds dient deze leugen als middel om onderscheid te maken en discipline te handhaven binnen de Republikeinse Partij. Iedereen die deze leugen niet onderschrijft, of zich er zelfs openlijk tegen verzet, wordt als verrader beschouwd en wordt door Trump en zijn aanhangers vervolgd en buitengesloten.

Trump past dus, keer op keer en tot op de dag van vandaag, precies dezelfde tactiek toe die de 'Action française' na de Dreyfus-affaire had gebruikt. Ook hier werd een leugen – namelijk dat de Franse officier en jood Alfred Dreyfus een Duitse spion en een verrader was die staatsgeheimen had prijsgegeven – gebruikt als middel om onderscheid te maken en discipline af te dwingen, in die zin dat degenen die zich tegen deze leugen verzetten, als vijanden van Frankrijk werden beschouwd. Voor Trump en zijn aanhangers is tot op de dag van vandaag iedereen die zich verzet tegen de leugen dat Trump van zijn verkiezingsoverwinning in 2020 is beroofd, een vijand van "MAGA" – een vijand van 'Make America Great Again'.

Vanuit dit perspectief worden de controlemechanismen van de Amerikaanse grondwet – die ook bedoeld zijn om de politieke handelingsruimte van een gekozen president te beperken – afgedaan als onderdeel van de 'Deep State' en komen ze rechtstreeks onder vuur; een Deep State die zich verzet tegen MAGA.

— III —

Bovendien moet nog een andere overeenkomst met het oude Rome worden opgemerkt. De ordoliberalen Walter Eucken betoogde in zijn werk 'Principles of Economic Policy' dat de vrijheid ook in gevaar komt wanneer de staat zich aansluit bij particuliere machtsstructuren, een situatie

die doet denken aan de ondergang van het Romeinse Rijk. “Er zijn verschillen tussen toen en nu; maar die verschillen zorgen er alleen maar voor dat het gevaar nog groter lijkt. De bevolking is nu veel groter en leeft in grotere groepen bij elkaar. Maar bovenal bestaat er nu een industrieel en technisch apparaat dat een instrument van overheersing en macht vormt dat in vroegere tijden onbekend was.”

De alliantie tussen Big Tech en Big Government, die door Donald Trump in het leven is geroepen, vormt een instrument van overheersing en macht dat zelfs Walter Eucken waarschijnlijk niet voor mogelijk had gehouden. Het feit dat zelfs tijdens de Amerikaanse verkiezingscampagne niet alleen de olie-industrie, maar ook tech-miljardairs zoals Elon Musk en Peter Thiel de kant van Donald Trump kozen en sindsdien hun relaties met hem met opvallende eerbied hebben onderhouden – ondanks incidentele persoonlijke meningsverschillen tussen Trump en Musk – is meer dan alleen een aanwijzing dat er zich tijdens de tweede ambtstermijn van Donald Trump als president in de VS een uitgesproken systeem van vriendjespolitiek ontwikkelt om speciale belangen te behartigen.

Dit betekent dat niet alleen de politieke scheiding der machten en het systeem van checks and balances onder vuur liggen, maar ook de maatschappelijke verdeling van arbeid en macht tussen het bedrijfsleven en de politiek. Afgezien van de ongeken­de zelfverrijking van de familie Trump tijdens de eerste 18 maanden van Trumps tweede ambtstermijn, handelt Trump niet – zoals zijn plicht als president zou zijn – in overeenstemming met politieke beginselen, maar veeleer op basis van persoonlijk economisch eigenbelang. De “onderlinge afhankelijkheid van de economische orde en alle andere levensgebieden” (Walter Eucken), waar economen zo vaak naar verwijzen, betekent echter niet dat alle andere levensgebieden de economische handelingslogica zouden moeten overnemen. De andere levensgebieden of functionele subsystemen (politiek, recht, wetenschap, media, religie, enz.) kunnen alleen een bijdrage leveren aan de algemene maatschappelijke orde (en daarmee ook aan het economische systeem) als ze hun eigen handelingslogica behouden. Juist in het behoud van de eigen operationele logica van deze sociale subsystemen ligt de sociale arbeidsverdeling en machtsverdeling in open samenlevingen besloten, een verdeling die op ongeken­de wijze welvaart voor iedereen mogelijk heeft gemaakt. Donald Trump probeert echter op elk niveau de onafhankelijke grondslagen voor het handelen van de politiek, de wet, de wetenschap, de media en de religie te ondermijnen en deze ondergeschikt te maken aan zijn bevelen en richtlijnen.

Trump heeft daarbij al aanzienlijke schade aangericht. Maar uiteindelijk zal zelfs de ‘grootste en meest succesvolle’ president die de VS ooit heeft gehad er tijdens zijn resterende ambtstermijn niet in slagen om de structurele verhoudingen van de moderne samenleving onder zijn persoonlijke en almachtige heerschappij te brengen. Het valt echter nog te bezien in hoeverre de Amerikaanse kiezers Trump al bij de tussentijdse verkiezingen in november 2026 zullen laten boeten voor de schade die hij heeft aangericht. Als dat zo is, dan zal de Deep State Trump ongetwijfeld opnieuw de overwinning hebben ontnomen.



*Norbert F. Tofall is Senior Research Analyst bij het
Flossbach von Storch Research Institute.*

NAGEVRAAGD

In onze rubriek gaan we in op onderwerpen die we in het dagelijks leven of in de media steeds weer tegenkomen. In een gepolariseerde wereld willen we harde feiten leveren over onderwerpen die veel mensen bezighouden. Deze keer buigen we ons over de vraag:

?

Heeft de economie immigranten nodig?

Julian Marx

De afgelopen jaren heeft het debat over immigratie vaak bijgedragen aan sociale en politieke spanningen – in tal van Europese landen, maar ook in de Verenigde Staten van Amerika. Onder het presidentschap van Donald Trump hebben de Amerikanen zelfs een historische ommeezwaai gemaakt in hun immigratiebeleid, terwijl dit beleid juist nauw verweven is met de geschiedenis van het land. Maar hoe zou het met onze economieën staan zonder immigratie?

In Zürich had zondag 14 juni 2026 een perfecte zomerdag kunnen zijn, met volop zon en een voor het seizoen normale temperatuur van 26 graden Celsius. Ideaal weer om, met een zonnebril op, van het uitzicht op het Meer van Zürich te genieten. De 452.000 inwoners van de stad hadden zich nauwelijks een betere afsluiting van hun week kunnen voorstellen. Maar men had geen rekening gehouden met de stemming over het volksinitiatief "Geen Zwitserland met 10 miljoen inwoners!", die die dag plaatsvond.

Centraal in dit initiatief stond de aanhoudend hoge immigratie in dit kleine Alpenland, met één kernvraag: moet deze worden beperkt? Een actueel onderwerp, ook voor de stedelijke bevolking van Zürich. In deze stad, de dichtstbevolkte van Zwitserland, heeft het aandeel van de permanente buitenlandse bevolking een het hoogste niveau sinds 1912 bereikt: 33,9%. Het aandeel buitenlanders had deze drempel in de geschiedenis slechts één keer overschreden, namelijk in 1912, met een percentage van 34,2%.

Het probleem is dat er eind 2025 al bijna 9,1 miljoen mensen in Zwitserland woonden. De woordvoerders van het volksinitiatief waren van mening dat de bevolking binnen enkele jaren te groot zou zijn geworden. De bevolkingsgroei in Zwitserland is de laatste tijd inderdaad aanzienlijk versneld, en deze trend lijkt voorlopig niet te zullen afnemen.

Sinds de inwerkingtreding van de overeenkomst inzake het vrije verkeer

van personen tussen Zwitserland en de Europese Unie in 2002 is de bevolking van Zwitserland met 1,7 miljoen mensen toegenomen. Deze stijging is in de eerste plaats toe te schrijven aan de immigratie. Over deze periode bedroeg het migratiesaldo gemiddeld 66.700 personen per jaar. Steeds meer mensen trekken zo naar Zwitserland: vooral Duitsers, Fransen, Italianen en Portugezen, maar ook Spanjaarden en Britten zijn sinds het begin van deze eeuw naar de Zwitserse Bondsstaat gekomen om daar hun geluk te zoeken. Deze zes landen zijn samen goed voor de helft van alle immigranten.

Enerzijds is deze immigratie uitdrukkelijk gewenst. In de toelichting van de Bondsraad staat dan ook: "Het aantal immigranten hangt vooral af van de arbeidsmarkt. Wanneer de economie goed draait, is er in Zwitserland onvoldoende beschikbare arbeidskracht. "Daarom wenden niet alleen bedrijven, maar ook openbare instellingen zoals ziekenhuizen en verzorgingstehuizen zich vaak tot de EU om gekwalificeerd personeel te vinden."

Met andere woorden: het Zwitserse economische model en de welvaart van het land zijn onlosmakelijk verbonden met gekwalificeerde buitenlandse arbeidskrachten. Ook daarom hebben de Bondsraad en het Parlement aanbevolen om tegen het volksinitiatief te stemmen. Bijna 55% van de uitgebrachte stemmen volgde deze aanbeveling, waardoor het initiatief „Geen Zwitserland met 10 miljoen inwoners!" werd verworpen. Maar de kern van het pro-

bleem, die ten grondslag ligt aan het initiatief, is daarmee nog niet opgelost.

EEN TEKORT AAN WONINGEN ...

Al tientallen jaren kent Zwitserland een instroom van arbeidskrachten die de welvaart van het land waarborgt. Maar zelfs afgezien van dit laatste aspect, dat economisch gezien van essentieel belang is, profileren de Zwitsers zich in hun overgrote meerderheid als een volk dat openstaat voor de wereld. Volgens een onderzoek van het Federaal Bureau voor de Statistiek naar het samenleven in Zwitserland geeft twee derde van de Zwitsers aan niet-Zwitserse vrienden te hebben.

Bovendien heeft een groot deel van de nieuwe Zwitsers sowieso al lang een Zwitsers paspoort. Sinds het begin van deze eeuw zijn er in het land al meer dan een miljoen naturalisaties geweest. Ter vergelijking: Duitsland, dat negen keer zoveel inwoners telt, heeft tussen 2000 en 2024 slechts 3,6 miljoen mensen genaturaliseerd. In verhouding tot de bevolkingsomvang bedraagt het aantal naturalisaties in Duitsland minder dan de helft (zie Grafiek 1 op de volgende pagina).

Toch kunnen positieve berichten zoals dit, die getuigen van een geslaagde integratie, niet verhullen dat grootschalige bevolkingsbewegingen, zoals die welke Zwitserland de afgelopen decennia heeft meegemaakt, ook gepaard gaan met een reeks uitdagingen die serieus moeten worden genomen. →

Uit cijfers van de Verenigde Naties blijkt dat Duitsland wereldwijd de tweede bestemming is voor internationale migranten.



Grafiek 1
Een nieuw vaderland voor miljoenen mensen
Aantal naturalisaties sinds 2000

— Duitsland (linkerschaal) — Zwitserland (rechtterschaal)

Bron: Destatis, Staatssecretariaat voor Migratie, Flossbach von Storch, gegevens per 10 augustus 2026

Een van de belangrijkste punten die in het volksinitiatief aan de orde werden gesteld, was de woningnood en de hoge huurprijzen. Zwitserland kampt namelijk nog steeds met een chronisch tekort aan woningen. Sinds 1980 is het percentage leegstaande woningen en eengezinswoningen nooit hoger geweest dan 2%. Tussen 2020 en 2025 is het zelfs gedaald van 1,72% naar 1,00%. Volgens een oude vuistregel funktioneert de huurmarkt pas goed als de leegstand rond de 3% ligt. Het tekort aan woningen is de afgelopen jaren dus opnieuw toegenomen.

Het is geen verrassing dat dit vooral in de stedelijke gebieden opvallend is. Op 1 juni 2025 zouden de 452.000 inwoners van Zürich moeten strijden om slechts 235 leegstaande woningen – wat neerkomt op een belachelijk lage leegstand van 0,1%. De hevigheid van de concurrentie om een nieuwe woning valt des te meer op als men de situatie vergelijkt met die in Keulen, dat toch al een van de meest krappe markten van Duitsland is. Het leegstandsperscentage op de markt bedroeg daar in 2022 1,2%, wat overeenkomt met het Zwitserse gemiddelde.

Dit voorbeeld laat zien dat immigratie allesbehalve een rustig verloop kent. Hoewel in het geval van Zwitserland het woningtekort het meest kritieke punt is, zijn de verstedelijking van het landschap, de overvolle treinen en de afname van de onderwijskwaliteit op scholen allemaal argumenten die worden aangevoerd door degenen die de immigratie willen beperken.

... EN ANDERE SOCIALE SPANNINGEN

Zwitserland is echter niet het enige land waar immigratie een aantal uitdagingen met zich meebrengt. Duitsland kan daar als geen ander van spreken. De minister van Binnenlandse Zaken, Alexander Dobrindt, achtte het dan ook noodzakelijk om "een nieuwe koers op het gebied van migratie in te slaan".

De immigratieproblemen in Duitsland zijn de afgelopen jaren echter van een andere aard dan die in Zwitserland. De immigratie heeft de laatste tijd dus voornamelijk de vorm aangenomen van massale vluchtelingenstromen, en niet van legale arbeidsimmigratie. In 2015 en in de jaren daarna kwamen deze migranten vooral uit Syrië, Afghanistan en Irak. In 2022 waren de meeste van hen afkomstig uit Oekraïne. Tussen 2015 en 2025 zijn in totaal 6,1 miljoen mensen in Duitsland aangekomen.

Van de ene op de andere dag moesten er miljoenen kinderen, vrouwen en mannen in het dagelijks leven van het land worden geïntegreerd. Maar de taalbarrière en de problemen bij de erkenning van buitenlandse diploma's hebben de integratie van deze mensen op de arbeidsmarkt vertraagd.

Er zijn nog andere problemen aan het licht gekomen, die onmiddellijk negatieve gevolgen hadden voor de lokale bevolking. Zo hebben personeelsbeperkingen op scholen er vaak toe geleid dat leraren een dubbele taak op

zich moesten nemen: de integratie van nieuwkomers en het onderwijs aan leerlingen die al langer op de school zitten. Het is logisch dat het onderwijsniveau hier en daar hieronder heeft geleden – zonder dat we de betrokkenen hiervan de schuld kunnen geven.

De financiële lasten van deze immigratie waren ook direct merkbaar voor de Duitse bevolking. Zo werden jaarlijks tientallen miljarden euro's uit de overheidsbegroting besteed aan uitkeringen voor asielzoekers en aan de burgerschapsuitkering voor vluchtelingen. Deze enorme bedragen zouden voor opschudding kunnen zorgen, aangezien uit cijfers van het Duitse Federale Bureau voor de Statistiek blijkt dat tegelijkertijd 21% van de bevolking het risico loopt op armoede of sociale uitsluiting.

ZONDER IMMIGRATIE DREIGT EEN TEKORT AAN ARBEIDSKRACHTEN

Hoewel de bezorgdheid van een deel van de bevolking begrijpelijk is, moeten we ook erkennen dat de massale immigratie van de afgelopen jaren, of zelfs decennia, de enorme tekorten op de arbeidsmarkt heeft kunnen opvullen en een doorslaggevende rol heeft gespeeld bij het overeind houden van de economie. In Duitsland is meer dan één op de zes werknemers die onder de sociale zekerheid vallen een buitenlander. In totaal gaat het om bijna zes miljoen mensen. In talrijke beroepen waar een tekort aan arbeidskrachten heerst, zou de situatie zonder werknemers met een migratieachtergrond (dat wil zeggen: werknemers van wie zichzelf of beide ou- →

ders naar Duitsland zijn geëmigreerd, en van wie een groot deel al de Duitse nationaliteit bezit) zou de situatie zeer moeilijk zijn; op veel gebieden zou er ongetwijfeld een totaal tekort aan beschikbare arbeidskrachten zijn.

Zo is ongeveer 54% van alle werknemers in de horeca van allochtone afkomst. Hetzelfde geldt voor 47% van de bus- en tramchauffeurs, die de ruggengraat vormen van het lokale openbaarvervoersnetwerk. In de ouderenzorg bedraagt dit percentage 33%, en in de economie als geheel bedraagt het aandeel van mensen met een migratieachtergrond 26% (zie Grafiek 2).

In de meeste gevallen zijn immigranten oververtegenwoordigd in sectoren waar de toetredingsdrempels laag zijn; zij vullen het tekort aan gespecialiseerd personeel op grote schaal aan. In dat opzicht zullen de economische voordelen van immigratie de komende jaren naar verwachting nog verder toenemen.

WANNEER GRIJS DE BOVENTOON VOERT

Het particuliere economisch onderzoeksinstituut IW schat dat de arbeidsmarkt tegen 2036 meer dan vier miljoen werkenden zal verliezen. De komende jaren zal het aantal mensen dat de arbeidsmarkt verlaat wegens pensionering ruimschoots groter zijn dan het aantal jongeren dat haar betreedt. Van de 20 miljoen babyboomers die tussen 1954 en 1969 in Duitsland zijn geboren, zijn er vandaag

de dag zes miljoen ouder dan 67 jaar. De rest zal in de komende tien jaar de pensioengerechtigde leeftijd bereiken.

Dan zal een nieuw voordeel van immigratie zichtbaar worden. Degenen die naar Duitsland zijn geëmigreerd, zijn namelijk gemiddeld jonger dan de bestaande bevolking. Op 38-jarige leeftijd ligt de gemiddelde leeftijd van de buitenlandse bevolking in Duitsland ruim acht jaar lager dan die van de Duitse burgers. Je hoeft geen wiskundige te zijn om te zien dat mensen met een migratieachtergrond een steeds groter deel van de beroepsbevolking zullen uitmaken, terwijl de komende jaren steeds meer "oudere" Duitsers de arbeidsmarkt zullen verlaten.

Zelfs in Japan, een samenleving die als zeer homogeen wordt beschouwd, begint men te beseffen dat arbeidsimmigratie in vergrijzende samenlevingen een economische noodzaak is. In het Land van de Rijzende Zon doet de bevolkingsgroei eerder denken aan een schemering: na een piek in 2010 is de Japanse bevolking al met zo'n vijf miljoen afgenomen, tot ongeveer 123 miljoen mensen. Bovendien is bijna 30% van de Japanners 65 jaar of ouder. Tegen het einde van de jaren 2030 zal naar verwachting meer dan een derde ouder zijn dan 65 jaar. Ter vergelijking: zelfs in Duitsland bedroeg dit cijfer onlangs "slechts" 23%. Het land zal pas over tien tot vijftien jaar de huidige situatie van Japan bereiken (zie Grafiek 3).

Voor de Japanse arbeidsmarkt en voor de Japanse economie, die al dertig jaar

lang een trage groei kent, zijn creatieve oplossingen dringend nodig. Lange tijd was de aanpak erop gericht om meer vrouwen op de arbeidsmarkt te krijgen. Deze hefboom raakt langzaam uitgeput, aangezien de arbeidsparticipatie van Japanse vrouwen in de leeftijd van 25 tot 54 jaar is gestegen van 67% aan het begin van deze eeuw tot 84% onlangs – een percentage dat hoger ligt dan het internationale gemiddelde en vergelijkbaar is met dat van Duitsland.

De laatste redding is immigratie. Het is echter een grote stap voor een land als Japan, dat cultureel gezien vrij gesloten is. Tien jaar geleden maakten buitenlanders nog ruimschoots minder dan 1,3% uit van de bevolking van deze eilandstaat. Sindsdien telt het Land van de Rijzende Zon zes miljoen inwoners minder, terwijl het aantal daar verblijvende buitenlanders in dezelfde periode met meer dan twee miljoen is gestegen en zelfs voor het eerst de grens van vier miljoen heeft overschreden. Het aandeel buitenlanders in Japan is daarmee in slechts tien jaar tijd bijna verdubbeld en bedraagt nu meer dan 3%.

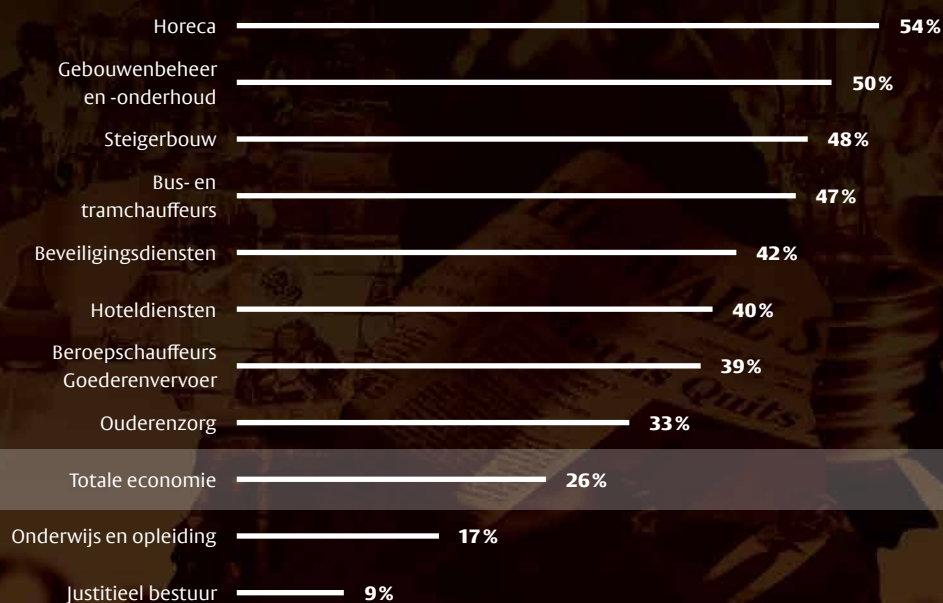
De meeste immigranten komen uit China, Vietnam en Zuid-Korea. Meestal kunnen zij slechts aanspraak maken op een verblijfsvergunning die een bepaald aantal jaren geldig is. Andere migrerende werknemers zouden hun voorbeeld de komende jaren moeten volgen als Japan de demografische uitdagingen waarmee het wordt geconfronteerd, wil het hoofd bieden. Japan zou in theorie het voorbeeld van Zwitserland kunnen volgen, waar vorig jaar →

Grafiek 2

Veel beroepen waarvoor een tekort aan arbeidskrachten bestaat, zijn afhankelijk van immigratie

Aandeel van werknemers met een migratieachtergrond ten opzichte van het totale aantal werknemers

Bron: Destatis, Flossbach von Storch, gegevens per 10 augustus 2026



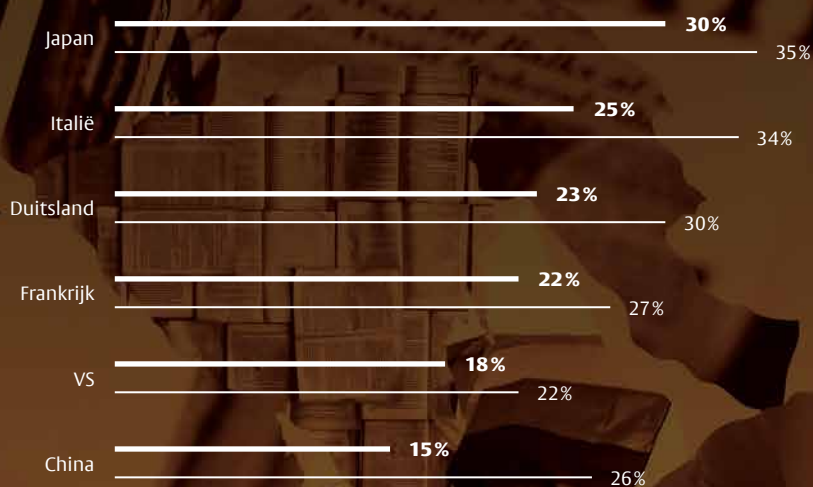
Grafiek 3

Vergrijzende landen

Aandeel van de bevolking van 65 jaar en ouder in de totale bevolking

— 2025
— 2040

Bron: LSEG Datastream, Flossbach von Storch, gegevens per 10 augustus 2026



ongeveer 27% van de bevolking uit het buitenland afkomstig was.

HISTORISCHE SPANNINGEN

Eerlijk gezegd wijst de Japanse geschiedenis erop dat het extrapoleren van de Zwitserse situatie om de migratiestromen van arbeidskrachten naar Japan te voorspellen, zijn beperkingen heeft. Gedurende lange periodes werd het Land van de Rijzende Zon gekenmerkt door een zekere culturele afzondering. Tot 1853 waren de Japanners zelfs al meer dan twee eeuwen onderworpen aan een strikt isolationistisch buitenlands beleid.

Dit beleid, dat als „sakoku“ of „afsluiting van het land“ werd aangeduid, hield een zeer strenge beperking van de contacten met het buitenland in. Het doel ervan was de binnenlandse stabiliteit te waarborgen en het shogunaat – of beter gezegd: zijn greep op de macht – te beschermen tegen invloeden van buitenaf, en met name tegen het christendom. Het was dus ten strengste verboden het grondgebied binnen te komen of te verlaten, en de handel, die uiterst gecentraliseerd was, bleef beperkt tot een handvol spelers. Zo was de handel met Europa voorbehouden aan de Nederlanden, die in ruil daarvoor moesten afzien van elke christelijke invloed.

Dergelijke historische invloeden bepalen tot op de dag van vandaag het karakter van Japan. Hoewel het aandeel buitenlanders slechts 3% bedraagt, zorgt de stijging van het immigratie-

percentage voor enige onzekerheid onder de Japanse bevolking, die vreest dat massale immigratie de Japanse cultuur zou kunnen vernietigen. Op politiek vlak kwamen deze angsten met name tot uiting tijdens de laatste verkiezingen, toen de extreemrechtse partij Sanseito 14 zetels in de senaat veroverde en daarmee nu 15 zetels bezit. Zijn motto „Nihonjin First“ (de Japanners eerst) heeft bij een deel van de bevolking een gevoelige snaar geraakt. Japan zal zich de komende jaren moeten afvragen in hoeverre het zich kan – en wil – veroorloven zijn culturele identiteit te verdedigen tegen de achtergrond van de dramatische vergrijzing van de bevolking.

„SOCIALE ENGINEERING“

In de Verenigde Staten van Amerika daarentegen kan culturele identiteit in geen geval worden gedefinieerd als een homogene demografische structuur. Geen enkel ander land kan bogen op zo'n geschiedenis op het gebied van immigratie – met al zijn ups en downs –, van de nostalgische zoektocht naar de Amerikaanse droom die generatie na generatie miljoenen immigranten uit verschillende landen heeft aangetrokken, tot aan de transatlantische slavenhandel, de grootste gedwongen migratie in de geschiedenis van de mensheid.

Immigranten spelen ook vandaag de dag nog een zeer belangrijke rol in de Verenigde Staten. Halverwege 2025 telde het land er meer dan 50 miljoen, oftewel meer dan 15% van de Amerikaanse bevolking. Het percentage

immigranten in de beroepsbevolking bedroeg zelfs 19%. Maar door de aanzienlijke verscherping van het migratiebeleid van Donald Trump zou de immigratie wel eens een flinke rem kunnen krijgen. Het Witte Huis kondigde begin dit jaar dan ook trots aan dat de Verenigde Staten in 2025 voor het eerst in meer dan vijftig jaar een negatief netto-migratiesaldo hadden gekend, waarmee „een punt werd gezet achter decennia van mislukkingen van het opengrenzenbeleid“. De Verenigde Staten slaan dus een nieuwe koers in op het gebied van het migratiebeleid.

In werkelijkheid is het immigratiebeleid in wezen altijd al een vorm van „sociale engineering“ geweest: regeringen nemen maatregelen om de immigratie te stimuleren van mensen die aansluiten bij de demografische, sociale en economische prognoses van een land, en proberen de vestiging te beperken van mensen die volgens hen niet in dit plaatje passen. Vanuit economisch oogpunt kan een bepaalde vorm van selectie (bijvoorbeeld het beperken van immigratie) logisch lijken. Uiteindelijk moet elke samenleving het doen met beperkte middelen. Daarom moeten migratiestromen vanaf een bepaald punt zichzelf financieren en kunnen ze niet langer naar believen worden gesubsidieerd.

Volgens deze economische redenering hebben de Verenigde Staten al in 1882 een algemene immigratiewet aangenomen, die tot doel had „iedereen uit te sluiten die niet in staat is in zijn eigen onderhoud te voorzien zonder een last

voor de samenleving te worden". Naast economische redenen speelt het migratiebeleid al meer dan 140 jaar ook in op sociale motieven. In de wet die toen werd aangenomen, werd dus bepaald dat personen die door de rechter waren veroordeeld, evenmin aanspraak konden maken op immigratie. Deze bepaling weerspiegelt een legitieme behoefte aan binnenlandse veiligheid. Wanneer men in Duitsland tegenwoordig in bepaalde gevallen spreekt over de uitzetting van criminele immigranten, moet men zich goed realiseren dat dit debat al veel langer bestaat dan degenen die het vandaag de dag voeren.

IMMIGRATIE: EEN KANS

Net zoals dat in de 19e eeuw in de Verenigde Staten en in de 17e eeuw in Japan al het geval was, spelen ook vandaag de dag zorgen over binnenlandse veiligheid, culturele identiteit en de beschikbaarheid van woningen allemaal een belangrijke rol in het debat over immigratie. Al deze kwesties verdienen een uitwisseling van standpunten in een breed publiek debat.

Als men echter alleen vanuit economisch perspectief kijkt, kan het thema van (gecontroleerde) immigratie nauwelijks tot controverse leiden. In sommige industrielanden lijkt legale immigratie van werknemers, gezien de snelle vergrijzing van de bevolking, zelfs de enige mogelijke oplossing om tekorten op de arbeidsmarkt te voorkomen en het huidige welvaartsniveau te handhaven of zelfs nog verder te verhogen.

Zelfs enorme en ongecontroleerde vluchtelingenstromen, zoals die welke Duitsland sinds 2015 onder volstrekt uitzonderlijke omstandigheden heeft meegemaakt, kunnen op middellange en lange termijn een economische troef blijken te zijn. Uit een onderzoek van het Duitse onderzoeksinstituut voor de arbeidsmarkt en beroepen (IAB) is gebleken dat de arbeidsparticipatie van asielzoekers in de leeftijd van 18 tot 64 jaar (voornamelijk afkomstig uit Syrië, Irak en Afghanistan) die tussen 2013 en 2019 in Duitsland zijn aangekomen, acht jaar na hun aankomst 68% bedroeg; dit ligt dus dicht bij het gemiddelde van de totale bevolking, namelijk 77%. Bij de mannen die hun land waren ontvlucht, lag de arbeidsparticipatie met 86% zelfs iets hoger dan die van de gemiddelde mannelijke bevolking. De arbeidsparticipatie van vrouwen lag daarentegen aanzienlijk lager. Er spelen verschillende factoren een rol, met name het feit dat zij de zorgtaak op zich nemen (met name voor jonge kinderen).

Uiteindelijk biedt migratie enorme kansen. De Amerikaanse droom, waarin iedereen, ongeacht zijn of haar afkomst, door hard te werken en zich in te zetten de sociale ladder kan beklimmen en welvaart kan bereiken, zou een bron van inspiratie moeten zijn voor mensen over de hele wereld – mensen met zeer uiteenlopende achtergronden. Als land dat openstaat voor de wereld kan Duitsland profiteren van de aanwezigheid van mensen die op zoek zijn naar een beter leven. Uit cijfers van de Verenigde Naties blijkt

dat Duitsland wereldwijd de tweede bestemming is voor internationale migranten. Onlangs ontving het in totaal bijna 17 miljoen migranten.

Alleen de Verenigde Staten overtreffen dit cijfer. Het land van Uncle Sam behoort echter al decennia lang tot de meest productieve economieën ter wereld, en met een ruime voorsprong. Er zijn talloze buitengewone verhalen over immigranten die risico's nemen en bijdragen aan de Amerikaanse vooruitgang. Sergey Brin, medeoprichter van Google en geboren in Moskou, en Elon Musk, die opgroeide in Zuid-Afrika, behoren ongetwijfeld tot de meest vooraanstaande vertegenwoordigers van hun land.

In Zwitserland, een van de weinige volkseconomieën waarvan het bruto binnenlands product per inwoner de drempel van 100.000 Amerikaanse dollar per inwoner overschrijdt, is meer dan 40% van de bevolking van allochtone afkomst: multiculturalisme is ook in de Alpen een realiteit.

Hoewel het debat over immigratie verschillende aspecten omvat, leidt een puur economische benadering tot slechts één conclusie – tenminste zolang de zorg voor ouderen of het opbouwen van steigers nog niet aan humanoïden wordt toevertrouwd. ♦

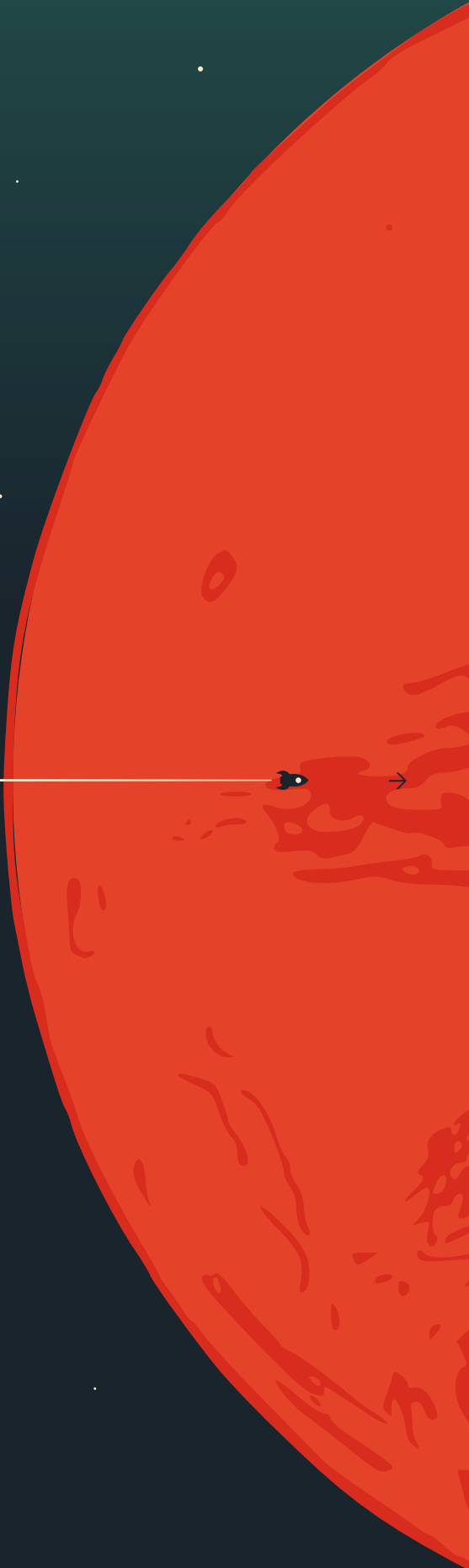
Julian Marx is analist bij Flossbach von Storch SE.



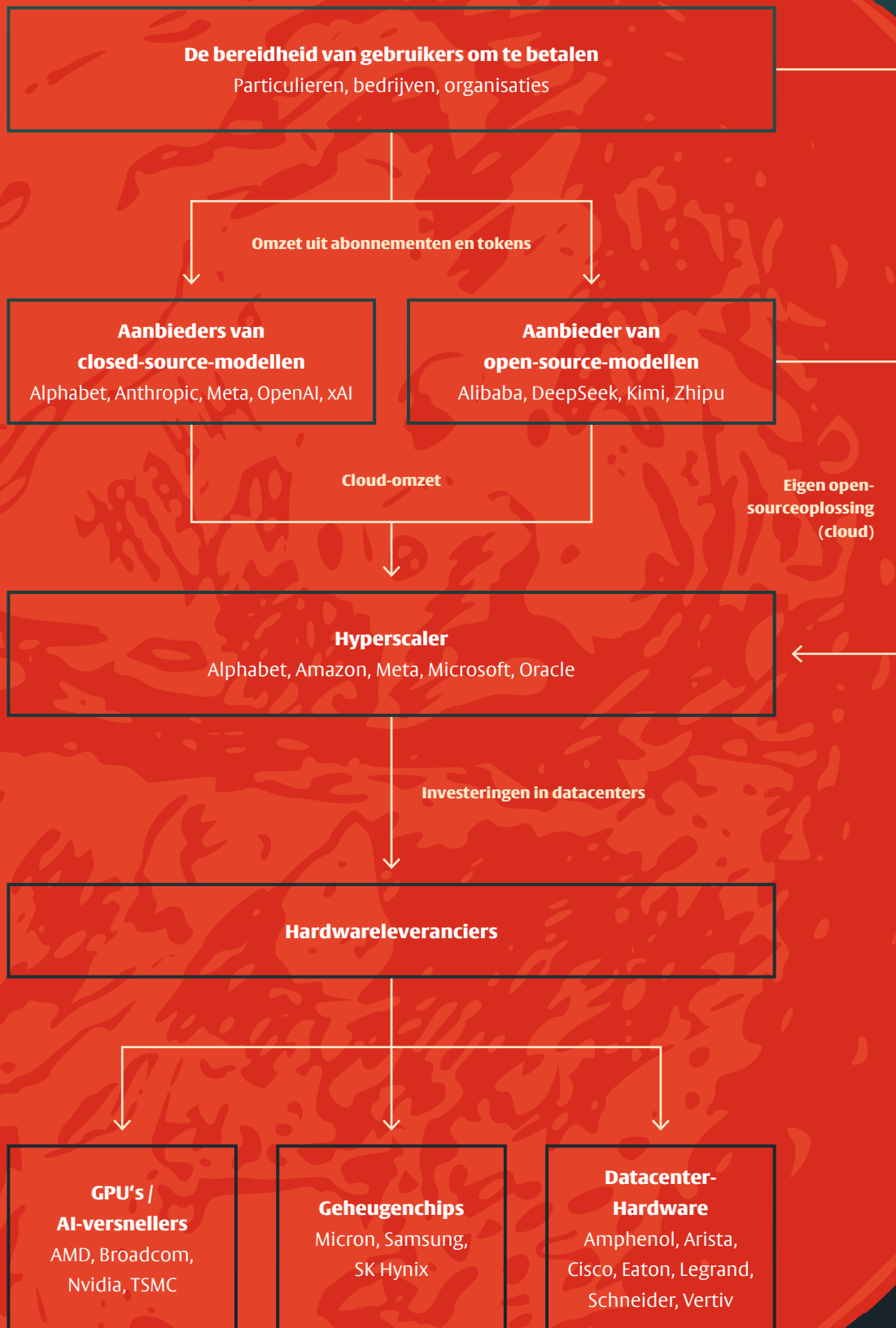
VAN BLOEI

Bert Flossbach

TOT ZEEPBEL



De financiële wereld is in de greep van een koortsachtige roes. Deze hype, die wordt aangewakkerd door een revolutionaire technologie waarvan de mogelijkheden even verbluffend als verontrustend zijn, prikkelt de verbeelding van beleggers. Maar hoe ver zal deze hype nog gaan?



Het potentieel van artificiële intelligentie (AI) op de lange termijn is enorm; het overtreft waarschijnlijk zelfs de huidige verwachtingen. Aan het begin van deze eeuw hebben we dezelfde situatie meegemaakt, met het internet. Hoewel het enorme potentieel van deze nieuwe technologie destijds al duidelijk was, duurde het jaren voordat duidelijk werd welke bedrijfsmodellen de grootste toegevoegde waarde zouden opleveren en welke bedrijven er het meest van zouden profiteren.

Yahoo werd inderdaad ooit beschouwd als een van de grote winnaars van het internettijdperk, maar is inmiddels voorbijgestreefd door Google. Facebook verscheen daarentegen pas tien jaar na de commerciële doorbraak van het internet. Dit fenomeen zal zich waarschijnlijk ook bij AI voordoen.

Disruptie is geen geleidelijke, lineaire verandering. Ze duikt vaak op wanneer je het niet verwacht, en vanuit een richting waar nog niemand aan had gedacht. Het valt nog te bezien wie er in de wedloop om de beste aanbiedingen als winnaar uit de bus zal komen, hoe de kosten en prijzen zich zullen ontwikkelen, welke nieuwe technologieën de bestaande oplossingen zouden kunnen verdringen, welk risico er aan autonome digitale agenten verbonden is en welke regelgeving hieruit zou kunnen voortvloeien.

De winnaars van vandaag kunnen de verliezers van morgen zijn – en omgekeerd. De financiële markten proberen op deze veranderingen te anticiperen, maar zitten er vaak naast. De fabrikanten van geheugenchips, die gisteren nog niet erg geliefd en weinig winstgevend waren, zijn in enkele maanden tijd uitgegroeid tot de sterren van de beurs en stuwen de aandelenindexen naar nieuwe hoogtepunten. Softwarebedrijven die gisteren nog bekend stonden om hun betrouwbare resultaten en hun zeer gewilde aandelen, worden door beleggers plotseling beschouwd als bedrijven op hun laatste benen.

VANDAAG DE DAG MARKTLEIDER ...

Oude zekerheden verdwijnen; nieuwe zekerheden zijn aan verandering onderhevig. Een bedrijf dat vandaag de dag nog marktleider is op het gebied van AI-taalmodellen, kan morgen misschien al door de concurrentie worden ingehaald.

AI zal zich dankzij aanzienlijke investeringen ongetwijfeld blijven ontwikkelen. Maar niemand weet echt in hoeverre dit winstgevend zal zijn voor de bedrijven in de AI-investeringketen (zie de afbeelding links).

De uitkomst zal grotendeels afhangen van het bedrag dat bedrijven en particulieren op de lange termijn bereid zijn te betalen voor AI-toepassingen. Dit is een cruciale kwestie voor aanbieders van AI-modellen. Uiteindelijk zijn het de gebruikers die zullen bepalen hoe groot het economisch potentieel van de gehele AI-waardeketen is.

Op de lange termijn zal hun bereidheid om te betalen afhangen van de concrete voordelen die AI-modellen hen zullen opleveren. Gratis of goedkope modellen volstaan doorgaans ruimschoots voor de behoeften van particulieren.

Het echte potentieel ligt in de zakelijke toepassingen. Alleen als deze bedrijven er dankzij AI in slagen om aanzienlijke en duurzame besparingen te realiseren en hun productiviteit te verbeteren, zullen ze bereid zijn om binnen enkele jaren honderden miljarden te betalen aan leveranciers van AI-modellen.

... MORGEN ALWEER VOORBIJ!

De markt is echter uiterst competitief. Een handvol ambitieuze deelnemers strijden om de eerste plaats. Door het razend-snelle tempo van innovatie kunnen marktleidende posities echter snel veranderen. Goedkope open-source-modellen, bijvoorbeeld uit China, beperken de prijsbepalingsmacht van de grote leveranciers, althans wanneer de hoogste kwaliteit niet vereist is. Hun prestaties liggen niet ver achter bij die van de Amerikaanse marktleiders, terwijl ze slechts een fractie van de prijs kosten.

China beschikt over aanzienlijke capaciteit op het gebied van datacenters en goedkope elektriciteit. Het land presteert uitstekend op het gebied van fundamenteel onderzoek naar AI en beschikt, dankzij de open architectuur van zijn modellen, over een enorme gemeenschap van ontwikkelaars. Het doel van China is om zo snel mogelijk, met behulp van eigen chips (Huawei in plaats van Nvidia), de →

prestaties van de Amerikaanse modellen te evenaren en deze tegen een aanzienlijk aantrekkelijkere prijs aan te bieden.

Als Amerikaanse AI-leveranciers zouden proberen hun tot nu toe gesubsidieerde bedrijfsabonnementen te vervangen door dure factureringssystemen op basis van tokens, zou de prijsschok veel "zware gebruikers" ertoe kunnen aanzetten om over te stappen op Chinese modellen, ondanks mogelijke bezorgdheden over de veiligheid. Voor China zou AI zo een nieuw vlaggenschipproduct voor de export kunnen worden.

De omvang van de potentiële inkomstenstromen voor de gehele AI-waardeketen blijft onzeker. Om het marktpotentieel in te schatten, noemen optimisten vaak alleen een percentage van de wereldwijde loonmassa, wat doorgaans neerkomt op enkele duizenden miljarden dollars. De op jaarbasis omgerekende omzetcijfers van de belangrijkste westerse leveranciers van modellen zijn realistischer dan deze schattingen. Over het geheel genomen vertonen ze momenteel een sterke stijging en zouden ze tegen het einde van het jaar de grens van 100 miljard dollar kunnen bereiken.

Men moet echter voorzichtig zijn bij het extrapoleren van deze ontwikkeling. Veel bedrijven staan nog in de kinderschoenen. Ze stimuleren hun medewerkers om intensief gebruik te maken van AI en beoordelen hen op basis van hun verbruik van tokens: hoe meer ze ervan gebruiken, hoe beter.

DE TOEGEVOEGDE WAARDE OP DE ACHTERGROND

Het resultaat is een strategie die gericht is op het maximaliseren van het aantal tokens, waarbij geen rekening wordt gehouden met de bijbehorende toegevoegde waarde. Afgezien van de programmeeractiviteiten alleen is dit overigens vaak moeilijk te beoordelen. Alex Karp, de CEO van Palantir, bekritiseert het feit dat stimuleringsmaatregelen voor het gebruik van het platform fictief werk en wegwerpscripts bevorderen in plaats van echte waardecreatie.

Daarom stellen bedrijven als Amazon, Uber en Tesla steeds vaker limieten in voor het verbruik van tokens door hun werknemers. Bedrijven beschouwen AI, net als software, als een belangrijk hulpmiddel voor hun medewerkers, en niet als een middel om hen te vervangen. Dat vinden wij ook.

De concurrentiesituatie en het commerciële potentieel van aanbieders van AI-modellen zijn dus niet zo veelbelovend als de ambitieuze schattingen van de beurswaarde van OpenAI en Anthropic – die een beursgang overwegen – doen vermoeden.

De omstandigheden zijn gunstiger voor de hyperscalers. Bedrijven als Amazon, Microsoft en Alphabet profiteren van de groeiende vraag naar rekenkracht, ongeacht welk AI-model zich uiteindelijk zal doorzetten. Ze genereren aanzienlijke bedrijfswinsten, profiteren van schaalvoordelen ten opzichte van mogelijke nieuwe concurrenten en beschikken over een trouwe klantenkring.

Hun bedrijfsmodel is echter aanzienlijk kapitaalintensiever geworden. Tegen 2030 zou er ongeveer 7.000 miljard Amerikaanse dollar kunnen worden geïnvesteerd in de bouw en uitbreiding van datacenters, wat neerkomt op ongeveer 1.400 miljard dollar per jaar. Dat zou neerkomen op bijna 4% van het Amerikaanse bbp en zou alle eerdere golven van grootschalige investeringen in de schaduw stellen.

Ongeveer 5.000 miljard, oftewel iets meer dan 1.000 miljard per jaar, zou afkomstig zijn van slechts een handvol bedrijven: de vier gevestigde hyperscalers Alphabet, Amazon, Microsoft en Meta, met Oracle als vijfde in de rij. xAI, een zesde grote aanbieder van cloudrekenkracht, staat op het punt zijn intrede op de markt te maken.

In het kader van de beursgang van SpaceX, het moederbedrijf van xAI, had Goldman Sachs een "galactisch" scenario geschetst waarin de omzet van xAI in de cloud met een factor 100 zou toenemen tot 322 miljard dollar tegen 2030. Dergelijke fantasierijke scenario's zijn kenmerkend voor een context die in het teken staat van speculatie. De investeringsbanken hebben immers ook er belang bij dat het feest zo lang mogelijk duurt.

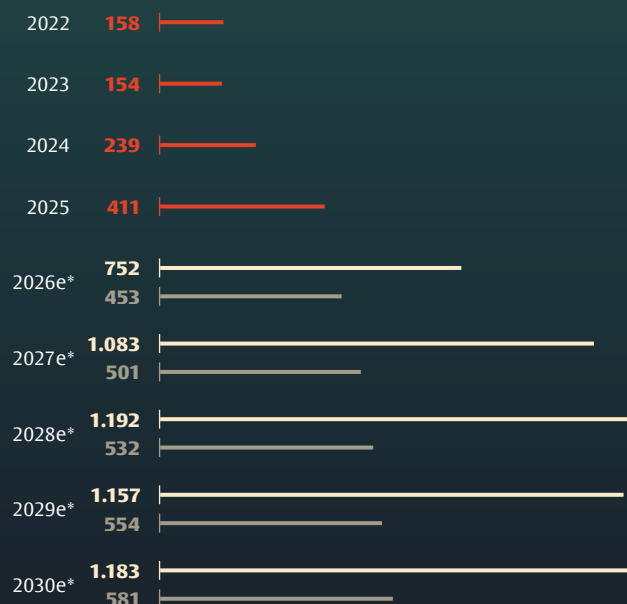
Het is opvallend hoezeer deze enorme investeringsgolf de laatste tijd is onderschat. Afgelopen najaar nog werd het totale investeringsbedrag voor dit jaar geschat op 450 miljard dollar. In werkelijkheid zou dit cijfer rond de 800 miljard moeten liggen. (zie Grafiek 1) Voor 2027 bedroegen de ramingen ongeveer 500 miljard, tegenover de meer dan 1.000 miljard die nu worden verwacht. Vanaf 2028 wordt een nieuwe stijging verwacht, waardoor het bedrag op ongeveer 1.200 miljard dollar per jaar zou uitkomen.

EEN SUPERCYCLUS BLIJFT EEN CYCLUS

Gezien de aanzienlijke onzekerheden berust deze veronderstelling echter niet op solide fundamentele factoren, maar is het veeleer een gematigde extrapolatie van de tot nu toe waargenomen trend. De stille hoop van de onderaannemers – namelijk dat het investeringsvolume van de hyperscalers nog voor een positieve verrassing zou kunnen zorgen – zal waarschijnlijk niet uitkomen, aangezien hun investeringen soms al hoger liggen dan de inkomsten uit hun operationele activiteiten.

De evolutie van de kasstromen maakt dit duidelijk zichtbaar. De vrije kasstroom (free cashflow), berekend als de door de operationele activiteiten gegenereerde middelen minus de gerealiseerde investeringen, is teruggefallen van meer dan 200 miljard dollar tot negatief terrein. Tegelijkertijd zijn de kasreserves vrijwel uitgeput geraakt. Om hun ambitieuze investeringsplannen te financieren, zullen deze ondernemingen nieuwe aandelen moeten uitgeven en/of hun schuldenlast moeten verhogen. (zie Grafiek 2 op de volgende pagina)

Het razende tempo van de investeringen door de hyperscalers bepaalt het lot van de gehele AI-waardeketen. Op dit moment zijn het vooral de fabrikanten van chips, en met name van geheugenchips, die hiervan het meest profiteren. Maar zelfs een supercyclus blijft een cyclus, met alles wat dat met zich meebrengt: explosieve stijgingen van prijzen, omzet en winst, dominantie van leveranciers en machteloosheid van klanten. Datacenters worden steeds duurder en de kosten per gigawatt rekenkracht blijven stijgen, tot het punt waarop het op een gegeven moment niet meer de moeite waard is.



Grafiek 1

Investeringsgolf bij hyperscalers: goudkoorts of grootheidswaanzin?

Capex (investeringsuitgaven) in miljarden Amerikaanse dollar *

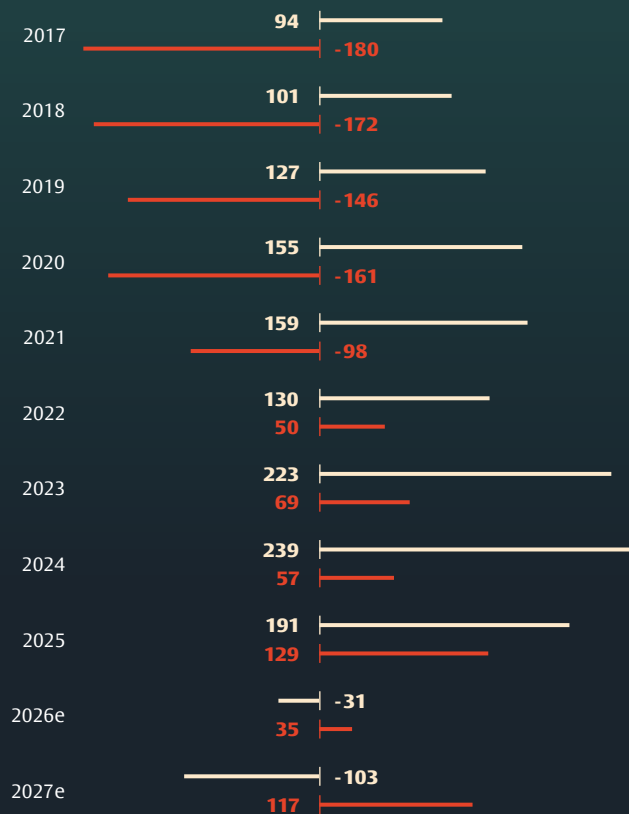
- Investeringen tot nu toe
- Ramingen eind Q2 2026
- Ramingen eind Q3 2025

* Bloomberg-consensusramingen voor de jaren 2026 tot en met 2030. Geaggregeerde cijfers van de ondernemingen Alphabet, Amazon, Meta, Microsoft en Oracle.

Dit vormt geen aanbod tot verkoop, aankoop of inschrijving op effecten of andere waardepapieren. De hierin opgenomen informatie vormt geen beleggingsadvies of andere aanbeveling. De werkelijke ontwikkeling kan afwijken van de hier weergegeven aannames. In het verleden behaalde resultaten zijn geen betrouwbare indicator voor toekomstige resultaten.

Bron: Bloomberg, Flossbach von Storch, gegevens per 10 augustus 2026





Grafiek 2

Vrije kasstroom daalt, schulden stijgen

Vrije kasstroom en nettoschuld van de hyperscalers in miljarden Amerikaanse dollar*

— Vrije kasstroom
— Nettoschuld incl. leaseverplichtingen

* Consensusramingen van Bloomberg voor de jaren 2026 en 2027. Geaggregeerde cijfers van de ondernemingen Alphabet, Amazon, Meta, Microsoft en Oracle.

Dit vormt geen aanbod tot verkoop, aankoop of inschrijving op effecten of andere waardepapieren. De hierin opgenomen informatie vormt geen beleggingsadvies of andere aanbeveling. De werkelijke ontwikkeling kan afwijken van de hier weergegeven aannames. In het verleden behaalde resultaten zijn geen betrouwbare indicator voor toekomstige resultaten.

Bron: Bloomberg, Flossbach von Storch, gegevens per 10 augustus 2026

Zelfs bedrijven als Apple, die niet te maken hebben met de explosieve stijging van de kosten voor datacenters, worden hierdoor geraakt en moeten soms de prijzen van hun producten aanzienlijk verhogen, omdat chips steeds duurder worden.

HET VOORBEELD VAN DE VRACHTPRIJZEN

De explosieve stijging van de vrachtprijzen per container tijdens de pandemie was een treffend voorbeeld van de gevolgen van tekorten voor de productprijzen en de bedrijfswinsten. (zie Grafiek 3) Door knelpunten in de toeleveringsketen en een gebrek aan transportcapaciteit zijn de vrachtprijzen per container in zeer korte tijd vervijfvoudigd. De winst van Hapag-Lloyd, een van de grootste begunstigden, is in twee jaar tijd met een factor twintig toegenomen.

Na de normalisering van de toeleveringsketens en de komst van extra capaciteit op de markt zijn de vrachtprijzen echter snel weer teruggekeerd naar hun eerdere niveau. Op de markt voor geheugenchips is momenteel een soortgelijke trend waarneembaar. De sterke vraag, met name naar geheugenchips met een hoge bandbreedte (een specifieke categorie DRAM), stuit op een beperkt aanbod dat niet van de ene op de andere dag kan worden uitgebreid. Ook hier zijn de prijzen ongeveer vervijfvoudigd en de winsten ver-twintigvoudigd.

Het tekort aan chips zal weliswaar waarschijnlijk langer aanhouden dan het tekort aan containers dat tijdens de pandemie werd waargenomen, maar het zou naïef zijn te denken dat dit een blijvende trend is. Onder druk van hun klanten en gestimuleerd door overheidsinvesteringsprogramma's (met name in Zuid-Korea) beginnen chipfabrikanten hun productiecapaciteit op grote schaal uit te breiden. SK Hynix, een van 's werelds grootste fabrikanten van geheugenchips, is dan ook van plan om zijn productiecapaciteit binnen vijf jaar te verdubbelen. Andere bedrijven volgen dit voorbeeld.

De "varkenscyclus", een essentieel kenmerk van de chip-industrie (geheugen), heeft de afgelopen decennia geleid tot scherpe schommelingen in de winsten en beurskoersen.

De aandelenkoers van Micron Technology, tegenwoordig een gigant op het gebied van geheugenchips, is tussen zijn hoogtepunt in 2000 en het dieptepunt dat acht jaar later werd bereikt met ongeveer 99% gedaald. In 2024 werd het oude record voor het eerst verbroken en vandaag de dag is het bedrijf, met een marktkapitalisatie van 1.200 miljard Amerikaanse dollar, de hoogst gewaardeerde fabrikant van geheugenchips ter wereld.

Deze hoge marktwaarde is gebaseerd op de veronderstelling dat de varkenscyclus deze keer aanzienlijk gematigder zal verlopen. Micron en andere chipfabrikanten proberen het risico op overcapaciteit en prijsdalingen te beperken door langetermijnleveringscontracten af te sluiten. Ze zullen daarmee weliswaar de komende terugval kunnen opvangen, maar dat verandert niets aan het inherent cyclische karakter van de sector. De huidige opleving draagt dus nu al de kiemen van de volgende recessie in zich.

Het zou wat arrogant zijn om precies te willen vaststellen wanneer de enorme investeringsgolf in AI ten einde zal komen, maar talrijke factoren wijzen op zijn minst op een duidelijke vertraging:

— 1 —

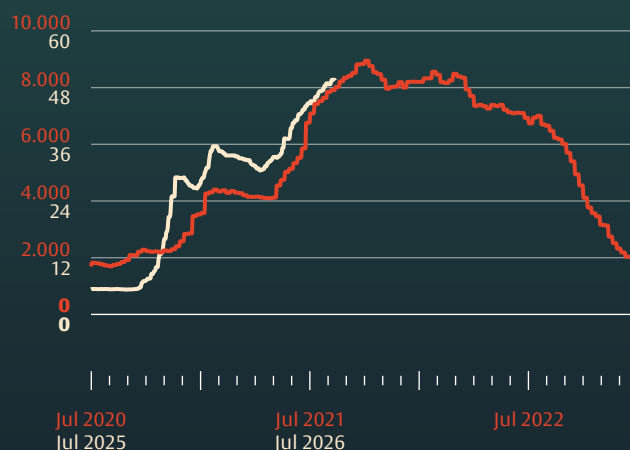
Een nieuwe, baanbrekende technologie verovert de wereld

Niemand kan het economisch potentieel ervan precies voorspellen, maar het lijkt enorm te zijn. Hoe moeilijker het te vatten is, hoe minder erover te discussiëren valt. De verbeelding kent geen grenzen, want het lijkt erop dat deze technologie die ook niet kent.

— 2 —

Speculatiekoorts woedt volop

Steeds meer beleggers speculeren zonder de fundamentals van bedrijven te kennen. De koersontwikkeling wordt de doorslaggevende factor. Wat stijgt, is goed; wat stagneert of daalt, is slecht. De koersontwikkeling van de afgelopen maanden weerspiegelt de kwaliteit van het aandeel en van de bijbehorende onderneming. In Zuid-Korea hebben particulieren op grote schaal veilige spaar- en verzekeringsproducten verkocht of in



Grafiek 3

Prijscycli bepalen de winstontwikkeling

Gisteren vrachtprijzen, vandaag geheugenchips?

- Prijs van geheugenchips in USD; DDR5 16Gb
- Container-vrachtprijzen in euro; World Container Index

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

Bron: Bloomberg, Flossbach von Storch, gegevens per 10 augustus 2026



*De ontwikkeling van AI
zal zich voortzetten,
net zoals dat het geval
was met het internet
na het uiteenspatten van
de dotcom-zeepbel.*

pand gegeven om dat geld te beleggen op de aandelenmarkt, die voornamelijk steunt op de twee chipfabrikanten Samsung Electronics en SK Hynix. ETF's die een veelvoud van de prestaties van de Amerikaanse halfgeleiderindex volgen, behoren eveneens tot de populairste beleggingen onder Koreanen. Ook in de Verenigde Staten zijn deze instrumenten erg populair bij particulieren. Citadel Securities, een van de grootste handelsplatforms van het land, meldt dat Amerikaanse particuliere beleggers meer dan ooit speculeren op ETF's met hefboomwerking – gericht op de halfgeleidersector – en op opties met een zeer korte looptijd.

— 3 —

De ervaring wordt een nadeel

De waarschuwingen van ervaren beleggers zijn vaak voorbarig. Daarentegen blijven degenen die niet getekend zijn door negatieve ervaringen uit het verleden onverstoord op de zeepbel meesurfen. Het succes geeft hen gelijk. Hun zelfvertrouwen groeit zo sterk dat ze het gevoel krijgen dat ze onfeilbaar zijn.

— 4 —

De beoordelingsgrondslag verandert

Traditionele beoordelingsmethoden worden steeds vaker terzijde geschoven. Tijdens de internetzeepbel telden de clicks in plaats van de omzet, en tijdens de financiële crisis waren het de toxische producten en de volatiele rendementen op eigen vermogen. Het zijn nu de moeilijke cijfers uit te drukken omzetmogelijkheden van een nieuwe technologie die naar verwachting een ongekende stijging van de investeringen teweeg zullen brengen. Dit voedt de optimistische verwachtingen van analisten over het omzet- en winstpotentieel van bedrijven die gebruikmaken van AI. Het risico op teleurstelling is dus groot.

— 5 —

De volatiliteit neemt toe

In juni bedroegen de dagelijkse schommelingen van de halfgeleiderindex (Philadelphia Semiconductor Index) gemiddeld 4,3%, wat bijna het dubbele is van de schommelingen die in de eerste vier maanden van het jaar werden geregistreerd.

— 6 —

Investeringsen en speculatie onttrekken middelen aan andere sectoren

Alles wat niet profiteert van de opmars van AI laat men links liggen. Zowel in de reële economie als op de financiële markten neemt de concurrentie om het steeds schaarser wordende kapitaal toe. Bedrijven die niet tot de geprefereerde sectoren behoren, moeten hogere rentetarieven accepteren en hebben meer moeite om eigen vermogen aan te trekken.

— 7 —

Indexbeleggen speelt passief beheer in de kaarten

De trend om in indexfondsen te beleggen werkt zeepbellen in de hand. Fondsen die de referentie-index niet volgen, zijn in het kader van de zeepbellen van de afgelopen 15 jaar, die werden aangedreven door de grote aandelen in de index, steeds meer benadeeld. Semi-actieve portefeuillebeheerders stemmen hun beleggingsstrategie sterker af op de index. Ze kopen de aandelen niet uit overtuiging, maar omdat ze daarin een groot gewicht hebben.

— 8 —

Een thema is bepalend voor de index

De marktkapitalisatie van de S&P 500-index is in de eerste helft van het jaar met ongeveer 6.000 miljard dollar gestegen. De beurswaarde van de chipfabrikanten en leveranciers van apparatuur voor datacenters die zijn opgenomen in de S&P 500-index is echter met 5.800 miljard dollar gestegen (4.100 miljard dollar voor de halfgeleidersector, 1700 miljard dollar voor de overige leveranciers van apparatuur en hardware). Op dit moment bedraagt het aandeel van de winsten van halfgeleiderfabrikanten in de S&P 500-index al een recordhoogte van 10%. Als we de schattingen van analisten mogen geloven, zou dit aandeel tegen 2029 zelfs bijna verdubbelen tot 19%.

Een vertraging van deze investeringsgolf zou dan ook ernstige gevolgen hebben, die in de eerste plaats bedrijven in de halfgeleidersector zouden treffen, maar ook andere leveranciers van apparatuur voor datacentra.

Gezien hun grote marktkapitalisatie en hun hoge weging in de indices zou dit ook een aanzienlijke invloed hebben op de algemene ontwikkeling van de aandelenmarkt. Bovendien zou een vertraging van de investeringsgolf ook aanzienlijke gevolgen hebben voor andere sectoren of bedrijven die op het eerste gezicht weinig verband houden met de technologiesector. Caterpillar, dat dieselnoodstroomaggregaten en aardgasgeneratoren voor datacenters levert en waarvan de hoge marktkapitalisatie (koers-winstverhouding van 40) voornamelijk voortkomt uit het verwachte potentieel van de activiteiten met datacenters, is hiervan een voorbeeld. Ten slotte zou ook de economie als geheel hierdoor worden getroffen, niet alleen vanwege de uitblijvende investeringen, maar ook vanwege aanzienlijke koersdalingen op de aandelenmarkten.

Er zouden dus talrijke verliezers zijn, en daarom zullen de belanghebbenden bij deze omvangrijke investeringen er alles aan doen om ervoor te zorgen dat ze zo lang mogelijk doorgaan en om de mythe van de AI-goudkoorts in stand te houden. De hyperscalers waarvan de groei op AI berust, de aanbieders van AI-modellen die een beursgang plannen, investeringsbanken die hiervan willen profiteren, kredietverstrekkers die de bouw van datacenters financieren, de Amerikaanse president die een sterke Amerikaanse economie nodig heeft als bewijs van succes, en tientallen miljoenen Amerikanen die, direct of indirect via hun pensioenregelingen, beleggen in AI-gerelateerde aandelen: ze willen allemaal dat deze investeringsgolf nooit ophoudt.

Er staat dus veel op het spel. Daarom zijn de voorspellingen van de financiële markten – dat de opmars tot in de jaren 2030 zou voortduren en zelfs zou kunnen versnellen – eerder het resultaat van een vastberaden optimisme dan van een rationele inschatting. De ontwikkeling van AI zal zich voortzetten, net zoals dat het geval was met het internet na het uiteenspatten van de dotcom-zeepbel. Dat betekent echter niet dat de investeringssupercyclus even intens zal blijven. ♦

Dr. Bert Flossbach is oprichter en eigenaar van Flossbach von Storch SE.



DE GROOTSTE BEURSCRASHES
UIT DE WERELDGESCHIEDENIS

D E E L

I

Zeldzame bloemen

De tulpenmanie wordt beschouwd als
de eerste grote speculatieve zeepbel in de geschiedenis.
Zowel vermogende mensen als gewone burgers
legden toen enorme bedragen op tafel. Waarom?



In het vroege voorjaar van 1637 betaalde een Nederlandse koopman genaamd François Koster het astronomische bedrag van 6.650 gulden voor enkele dozijnen tulpenbollen. In een tijd waarin een heel gezin een jaar lang kon rondkomen van zo'n 300 gulden, was dit een buitengewone aankoop. (...) [Koster] was van plan ze door te verkopen om een aanzienlijke winst te maken. (...) De afgelopen twee jaar waren de tulpenprijzen in razend tempo blijven stijgen; waarom zouden ze dan niet blijven stijgen?

(Tulipomania, Mike Dash, pagina's 13 en 14)

Maar binnen twee weken kelderden de prijzen van de meeste bloembollen tot slechts 10% van hun waarde. De prijsinstorting tijdens de tulpenmanie verliep dus sneller dan tijdens de beurscrash van 1929: toen duurde het twee jaar voordat de koersen met 90% waren gedaald. Hoe heeft de rage rond een bloem tot zo'n uitzonderlijke hysterie kunnen leiden – en dat nota bene in de calvinistische Republiek der Verenigde Provinciën?

DE ONTDEKKING: WANNEER EXOTISCHE SCHOONHEID EN VRUCHTBARE GROND ELKAAR ONTMOETEN

In 1562 meerde in Antwerpen een schip uit Istanbul aan, volgeladen met stoffen. De eerste tulpenbollen die in Noord-Europa aankwamen, zaten waarschijnlijk tussen de balen. Volgens de overlevering kookte de stoffenhandelaar een deel ervan voor het avondeten en plantte hij de rest in zijn moestuin. Toen de bloemen het volgende voorjaar tot bloei kwamen, liet hij ze zien aan de handelaar Joris Rye, een hobbytuinier die de botanicus Carolus Clusius kende – een anekdotische ontdekking die deze laatste blijkbaar graag vertelde.

In hun land van herkomst, Turkije, stonden deze bollen – die bij hun aankomst weinig aandacht kregen – zeer hoog in aanzien. Ze kwamen oorspronkelijk uit een gebied ten noorden van de Himalaya en waren door Turkse nomadenvolken naar het Westen gebracht. De tulp was een bron van inspiratie voor Perzische dichters en na de verovering van Constantinopel in 1453 kweekten de Ottomanen de bloem in hun prachtige tuinen. Sommige van deze variëteiten werden als zeer kostbaar beschouwd en de sultans toonden ze graag aan het publiek.

Toen de tulp zijn intrede deed, was Antwerpen de belangrijkste haven van de Nederlanden, die onder het bewind stonden van de Spaanse tak van de Habsburgers. Omdat ze ontevreden waren over de hoge belastingen en de vervolging van de protestanten, kwamen de zeven noordelijke provincies in 1568 in opstand, waarmee de Tachtigjarige Oorlog uitbrak. De Schelde werd afgesloten en Amsterdam groeide uit tot het belangrijkste handelscentrum. Al vanaf de 17e eeuw begonnen de Nederlanders de lucratieve specerijenhandel te domineren, waarmee ze de basis legden voor hun Gouden Eeuw.

De toenemende welvaart speelde een belangrijke rol bij de ontwikkeling van de tulp. Vermogende mensen zagen in zeldzame planten en weelderige tuinen een manier om hun rijkdom te etaleren zonder in strijd te handelen met de calvinistische zeden.

In Noord-Holland zie je steeds meer woningen die omzoomd waren door zorgvuldig aangelegde tuinen. In het begin werden tulpen vooral door kenners gekweekt en verhandeld. Carolus Clusius stuurde zo bollen en zaden naar zijn contacten in heel Europa. Hij bracht de verschillende bloemsoorten in kaart en legde de botanische tuin van Leiden aan. Meer dan twintig jaar lang deed hij daar onderzoek naar de teelt en de voortplanting.

Vanaf het begin waren de gekweekte hybride vormen, en met name de gevlekte variëteiten zoals de rode en witte *Semper Augustus*, bijzonder in trek. Zijn bijzondere kenmerken waren het gevolg van het tulpenmozaïekvirus, dat pas later werd ontdekt. Aangezien de besmette planten minder sterk waren →

en zich slecht voortplantten, bleven deze variëteiten uiterst zeldzaam. Van sommige exemplaren bestonden er slechts een twaalfstal, en de eigenaars aarzelden sterk om ze van de hand te doen. Ze konden ze voor vrijwel elke prijs verkopen.

ENTHOUSIASME EN EERSTE PRIJSPIEK

Vanuit Nederland vond de tulp vervolgens zijn weg naar Frankrijk. In 1610 voerden de edelen een felle concurrentiestrijd om de dames aan het hof te verleiden met zeldzame bloemen. Tijdens het huwelijk van Lodewijk XIII in 1615 versierden de vrouwelijke gasten hun décolleté met tulpen, waarvan sommige even waardevol waren als diamanten. Er wordt zelfs gesproken over een bloem van 1.000 florijnen.

In Nederland waren de tulpenliefhebbers geen aristocraten, maar "regenten" – welgestelde burgers zoals artsen, advocaten of handelaars. Naarmate de bevolking welvarender werd en de tuinmode zich verder ontwikkelde, begon de vraag toe te nemen. Maar veel nieuwe klanten beschikten niet over de nodige contacten om de bollen te kopen. Tuinders en kwekers vulden deze leemte op en gingen op zoek naar nieuwe klantsegmenten, zelfs buiten de landsgrenzen. Maar hoe kun je je een voorstelling maken van de bloem als je alleen de bol kunt zien? Een in 1612 gepubliceerd tuinbouwhandboek diende als voorbeeld voor latere catalogi. Dankzij hen begon de export geleidelijk aan op te bloeien.

In het begin werden de bollen stuk voor stuk verhandeld. Daarna kon men ook tulpenperken of tulpenmandjes kopen. Maar aangezien alleen verfijnde tulpen voor een goede prijs

werden verkocht, gaven sommige tuinders de eenvoudigste soorten aan rondtrekkende handelaars, die in ruil daarvoor het land doorkruisten op zoek naar uitzonderlijke exemplaren. Zo verschenen de tulpen tegen betaalbare prijzen op de boerenmarkten en konden ze zelfs door de minder welgestelden worden gekocht. In 1633 waren er meer dan 500 tulpenrassen. In deze periode ontstond een nieuwe groep: de bloemisten, die in bloembollen handelden en vooral uit waren op (snelle) winst.

GROEI EN NIEUWE KANSEN

De prijzen van de meest verfijnde soorten stegen als eerste, maar die van bloemen van gewone kwaliteit volgden daarna. Verschillende ontwikkelingen zorgden ervoor dat de stijging in een stroomversnelling kwam. Tulpen werden een betaalmiddel: in 1633 werd in Hoorn een huis overgedragen in ruil voor drie bollen. Bovendien werd de verkoop per gewicht de norm. Aangezien een bol in de loop van een seizoen zijbollen voortbrengt, kan het gewicht ervan gemakkelijk toenemen, wat extra opbrengsten belooft.

Vanaf 1635 werden er steeds meer bollen verkocht die nog in de grond zaten. Daartoe werden schuldbewijzen uitgegeven, waardoor het hele jaar door kon

worden gehandeld. Het ging in feite om termijntransacties: de kopers verbonden zich ertoe om bepaalde bloembollen op een latere datum tegen een vaste prijs te kopen. Vaak hoefden ze slechts 10% van de prijs te betalen. Iemand die 50 florijnen bezat, kon zo voor 500 florijnen bloembollen kopen en speculeren op de mogelijkheid om het contract vóór de vervaldatum tegen een hogere prijs door te verkopen. De operatie was echter alleen rendabel als de prijzen zouden blijven stijgen.



BOEKOMSLAG

Een grondige historische analyse van deze waanzinnige speculatie heeft lang op zich laten wachten. In 1934 verscheen er een korte studie, maar alleen in het Nederlands. In 1999 publiceerde de Britse historicus en journalist Mike Dash de eerste uitgave van "Tulipomania": *The Story of the World's Most Coveted Flower and the Extraordinary Passions It Aroused*, een onderhoudende maar zorgvuldig onderbouwde beschrijving van de gebeurtenissen. De Franse vertaling, "*La tulipomania L'histoire d'une fleur qui valait plus cher qu'un Rembrandt*", is verschenen bij uitgeverij JC Lattes. Dit artikel is gebaseerd op dit boek.

Het is logisch dat de tulpenhandel steeds meer mensen aantrok. In die tijd was het dagelijks leven inderdaad allesbehalve rooskleurig: de toestroom van oorlogsvluchtelingen zette de lonen onder druk, woningen waren schaars en werkdagen van 14 uur waren schering en inslag in de ambachtelijke sector.

VAN EUFORIE TOT WAANZIN

Naast de stijging van het aantal kopers nam ook de prijsstijging steeds meer vaart op. De versnelling die eind 1634 was ingezet, zette zich in 1635 voort en leidde in de winter van 1636/37 tot extreme prijsstijgingen. Sommige bloembollen verdubbelden in prijs binnen een week. Eind 1634 zag een bol *Generael de Generaelen van Gouda* zijn prijs zo met meer dan twee derde stijgen op één jaar tijd, en daarna nog eens met 50% in zes maanden. Tegen januari 1637 was de waarde ervan verdrievoudigd.

De handel vond meestal plaats in tavernes. Zo kwamen de bloemisten in Haarlem één à twee keer per week bijeen in de herberg De Gulde Druyf in Haarlem. Terwijl nieuwkomers doorgaans op de markt verschenen met gewone soorten die in bulk werden verkocht, stegen de prijzen daarvan dramatisch: een pakje *Gheele Croons* kostte in oktober 1636 ongeveer 20 florijnen, maar eind januari 1637 al zo'n 1.200 florijnen.

Wanneer de veilingmeester een bod aankondigde, schreven kopers en verkopers de geboden prijs op leestebordjes. Een makelaar bood een tussenprijs aan. Als het bedrag op de rekening bleef staan, werd de transactie door het bestuur van de taverne geregistreerd. Als het was gewist, had de transactie niet plaatsgevonden. In beide gevallen was een fooi verschuldigd: de transacties werden altijd afgesloten met een rondje.

DE BEURSCRASH: EEN DALING VAN 90 % IN TWEE WEKEN

De beurscrash begon op de eerste dinsdag van februari 1637 in Haarlem. Tijdens een veiling bood een gerenommeerde bloemist 1.250 florijnenvoor een pond *Witte Croons*. Niemand ging op het aanbod in – ook niet voor 1.100, noch voor 1.000 florijnen. Binnen enkele dagen had de staking van de kopers zich over het hele land verspreid.

Wat was er gebeurd? – Tot dan toe was de vraag veel groter geweest dan het aanbod. Maar juist de goedkope varianten, die voor nieuwe kopers de toegang tot de markt vormden, ontbraken. Terwijl de toestroom van nieuwe deelnemers afnam, bleef de volgende koper die een nog hogere prijs kon betalen uit.

Na de beurscrash raakten velen alles kwijt. De meeste bloemisten hadden hun gereedschap en persoonlijke bezittingen in pand gegeven en hadden zich ertoe verbonden te hoge bedragen te betalen in het kader van termijncontracten. Ze werden met faillissement bedreigd. En toch leidde deze beurscrash niet tot een nationale recessie. De autoriteiten en de marktpartijen reageerden pragmatisch. De tuinders uit Noord-Holland stelden al snel voor om de contracten die na november 1636 waren gesloten te annuleren in ruil voor een betaling van 10%. Het voorstel werd uiteindelijk niet uitgevoerd, maar in veel steden hebben de rechtbanken geen gevolg gegeven aan zaken die verband hielden met tulpen. In Alkmaar werden de laatst gesloten termijncontracten uiteindelijk nietig verklaard. In Haarlem konden kopers al vanaf 1638 hun contracten ontbinden door 3 tot 5% van hun aankoopprijs te betalen – indien nodig in meerdere maandelijkse termijnen.

De tulpenhandel kwam al snel tot rust. De zeldzame soorten waren duur gebleven en door speculatie was de bekendheid van de tulpen in heel Europa toegenomen. Veel tuinders konden de verliezen op de binnenlandse markt compenseren door te exporteren. Toen er in 1703 in Istanbul een nieuwe tulpenrage ontstond, voerde het land van herkomst van de Nederlandse tulp elk jaar duizenden bollen uit Nederland in. Alleen de spot die de tulpenmanie had uitgelokt, bleef nog lange tijd voortduren. ♦

Op pagina's 40 en 42 staat een detail uit het werk
"Satire op de tulpenmanie"
van Jan Brueghel.

Jan Brueghel de Jonge schilderde het doek in 1640 – drie jaar na de rampzalige afloop van de tulpenmanie. Brueghel werd geboren in Antwerpen en was, net als zijn vader, een schilder uit de barok, een stijl die destijds als "moderne kunst" gold. Brueghel staat bekend om zijn maatschappijkritische thema's, waarmee hij zich onderscheidt van veel middeleeuwse meesters, van wie het werk vaak werd bepaald door religieuze onderwerpen of door hun afhankelijkheid van machtige opdrachtgevers.

*“Om misverstanden
te vermijden ...”*



De opmars van AI lijkt niet tegen te houden, ondanks enkele (minimale) uitschuivers. In dit interview vertelt Kurt von Storch ons over het beursklimaat, zijn ervaringen en de vooruitzichten op lange termijn.

Beleggers kopen om beurten aandelen van bedrijven waarvan zij denken dat ze zullen of kunnen profiteren van artificiële intelligentie (AI). Onlangs hebben ze hun zinnen gezet op chipfabrikanten, waarvan de aandelenkoersen in korte tijd vele malen zijn gestegen. Wat vinden beleggers die, net als u, niet met de massa meegaan, hiervan?

Dat is een echte uitdaging – voor ons, maar ook voor onze aanpak, onze beleggingsfilosofie. In tegenstelling tot de algemeen aanvaarde wijsheid loont diversificatie en een op waarde gerichte aanpak nu niet. Je begint dus te piekeren en te twijfelen.

En wat is het resultaat van al dat gepieker?

Je beseft dat het de slechtste keuze zou zijn om je eigen overtuigingen en je eigen levensfilosofie overboord te gooien. We zitten al veel te lang in dit vak. We weten maar al te goed wat er kan gebeuren als je de markt blindelings volgt, uit angst om de boot te missen. Het komt vaak voor dat dit op een ramp uitloopt.

Betekent dit dat u AI-winnaars links laat liggen?

Om misverstanden te voorkomen: natuurlijk beleggen we in bedrijven die op dit moment gebruikmaken van AI. Deze beleggingen zijn echter ook ingegeven door andere overwegingen. En, wat net zo belangrijk is: hun gewicht in de portefeuille is niet zo groot als in de grote aandelenindexen. We zijn wat terughoudender.

Betekent dit dat u momenteel inboet aan rendement?

We aanvaarden dit met volle verantwoordelijkheid, ook al is het op dit moment pijnlijk. Maar de som van alle momentopnamen, oftewel het langetermijnperspectief, is veel belangrijker dan de situatie op een bepaald moment.

Hoe reageren uw klanten?

De reacties lopen sterk uiteen. De overgrote meerderheid kent ons al heel lang en weet precies wat we doen, maar vooral ook wat we niet doen, en waarom. Natuurlijk zijn er ook mensen die zich afvragen waarom hun vermogen niet of te langzaam aangroeit, in deze bullmarkt waarin de winnaars van de AI het ene record na het andere breken en de brede indices heel fors stijgen. Er zijn mensen die teleurgesteld zijn. →

Hun vragen zijn overigens volkomen terecht. Als je in de schaduw van de markt blijft, is het des te belangrijker om precies uit te leggen waarom.

En wat antwoordt u hen dan?

Laten we bijvoorbeeld eens kijken naar de aandelen van chipfabrikanten, die momenteel in bloedvorm zijn. De halfgeleiderindustrie maakt momenteel een "varkenscyclus" door, wat leidt tot grote schommelingen in de bedrijfswinsten en de beurskoersen. Op de beurs verloor Micron Technology zo bijna 99% tussen zijn hoogtepunt in 2000 en zijn dieptepunt, acht jaar later. Pas in 2024 bereikte de koers weer het hoogste niveau van het begin van de eeuw.

Op dit moment is het bedrijf de geheugenchipfabrikant met de hoogste marktkapitalisatie ...

Deze hoge beurskapitalisatie vloeit voort uit de veronderstelling dat de varkenscyclus deze keer veel gematigder zal verlopen. De sector probeert namelijk het risico op overcapaciteit en prijsdalingen te beperken door middel van langetermijnleveringscontracten.

Twijfelt u aan het succes van deze strategie?

Dit zal de komende daling weliswaar enigszins beperken, maar verandert niets aan de volatiliteit van de sector. De huidige opleving zal worden gevolgd door een terugval – de enige onbekende is wanneer.

Wanneer denkt u dat dit zal gebeuren?

Geloven alleen is niet genoeg. Raden is ook geen goede strategie. Het is simpelweg onmogelijk om een serieuze voorspelling te doen. Het is mogelijk dat deze stijging nog een tijdje aanhoudt, maar dat is bij lange na geen zekerheid. In

deze sector staan de beurswaarderingen inmiddels torenhoog. "Opgeblazen", zegt mijn collega Bert Flossbach zelfs. Dit zet ons aan tot extra voorzichtigheid.

Het leven is aan de durvers ...

Dat geldt voor verschillende aspecten van het leven, maar op de beurs moet deze uitdrukking niet letterlijk worden genomen. Het is niet onze taak om durvers te zijn.

Wat houdt dat mandaat dan precies in?

Het vermogen in stand houden en op lange termijn laten groeien. Als langetermijnbeleggers houden we altijd rekening met zowel de kansen als de risico's en hechten we aan die risico's evenveel, of zelfs meer, belang in onze afwegingen.

Wat houdt dat concreet in?

We waarderen betrouwbaarheid, en hebben die ook nodig. Op de aandelenmarkten zoeken we naar bedrijven waarvan de verwachte inkomsten op lange termijn zo voorspelbaar mogelijk zijn. Het gaat vaak om bedrijven uit vrij defensieve sectoren, bijvoorbeeld basisconsumptiegoederen en gezondheidszorg. Het zijn net die sectoren die veel beleggers momenteel links laten liggen. De verbeelding wint het van de betrouwbaarheid, althans de laatste tijd. Maar op de lange termijn is het moeilijk te voorspellen hoe de inkomsten van veel AI-hoogvliegers zich zullen ontwikkelen.

Maar op de lange termijn zal AI de wereld veranderen ...

Begrijp me niet verkeerd: dat vinden wij ook. Waarschijnlijk onderschatten we allemaal het potentieel aanzienlijk. Toch blijft het onmogelijk om te voorspellen wie op de lange termijn tot de grote winnaars van deze technologische revolutie zal behoren.

*“Vermogensbeheer is geen sprint,
maar een marathon.”*

Kurt von Storch

Zou u de huidige opmars van AI vergelijken met de dotcom-zeepbel van het begin van deze eeuw?

Ik houd niet zo van dit soort vergelijkingen, ook al lijkt deze logisch en wordt er de laatste tijd vaak over gesproken. Er zijn weliswaar overeenkomsten, maar ook duidelijke verschillen. Wat we met zekerheid kunnen vaststellen, is dat er in de technologiesector tot nu toe nog nooit een hausse is geweest die niet op een bepaald moment in overdrijving is ontaard en vervolgens in de "vallei van tranen" is beland. Wat er aan het begin van deze eeuw gebeurde, ligt nog vers in ons geheugen.

Waarom staat deze marktfase u nog zo levendig voor de geest, terwijl die al meer dan een kwart eeuw geleden plaatsvond?

Omdat ze een grote stempel op ons bedrijf heeft gedrukt. We waren nog heel jong – wij, de ondernemers, maar ook het bedrijf, dat toen nog Flossbach & von Storch heette en pas kort daarvoor was opgericht. Plotseling hadden we een fantastische beurshausse meegemaakt. Van bedrijven die ook maar enigszins met het internet te maken hadden, werden zeer hoge verwachtingen gesteld. Als we het een beetje overdrijven, zouden we kunnen zeggen dat veel beleggers van de ene op de andere dag rijk wilden worden.

Hoe bent u destijds met die verwachtingen omgegaan?

Hoewel deze opmars ons zorgen baarde, hielden we vast aan een leidend principe: we waren ervan overtuigd dat de aandelenkoersen van veel bedrijven buitensporig hoog waren en op illusies berustten. Maar we waren een start-up en we wilden de klanten die we destijds hadden weten te overtuigen, niet afschrikken. Wat zou het ons uiteindelijk hebben opgeleverd als we gelijk hadden gehad, maar al onze klanten waren kwijtgeraakt?

Dus u hebt de markt gevolgd ...

Zo ver zou ik niet gaan. We zijn voorzichtig gebleven, maar hebben toch enkele aandelen in de portefeuille opgenomen. Op een dag barstte de zeepbel. Niet met een grote knal, kort en pijnlijk, maar heel langzaam: alle lucht is er in de loop der jaren uitgelopen. De ene bodem volgde de andere op, de neerwaartse trend zette in en ging maar door. Dat maakte het des te pijnlijker. Voor iedereen die had gehoopt van de ene op de andere dag rijk te worden, was het een ware kwelling. Ook degenen die tot nu toe beweerden dat koersschommelingen hen niet afschrikten, hebben het schip verlaten, volkomen geërgerd en gedesilluseerd. Dat alles laat zijn sporen na.

Waarom?

Het maakt je vooral nederig.

Wat nog meer?

In deze fase is het Flossbach von Storch-pentagram ontstaan: vijf richtlijnen, kernprincipes, onze beleggingsfilosofie. Diversificatie is een van die begrippen. Hieruit blijkt het besef dat de belegger niet alles kan weten, maar zich zo goed mogelijk wil voorbereiden op alles wat er op de aandelenmarkten kan gebeuren.

Bent u niet bang dat deze stijging zich zal voortzetten, zonder u?

Nee. Onze portefeuilles zijn degelijk samengesteld. Ze zijn erg ruim gediversifieerd. Ze hebben potentieel om zich te herstellen. Ik heb er alle vertrouwen in dat deze strategie op de lange termijn vruchten zal afwerpen. Vermogensbeheer is geen sprint, maar een marathon. ♦

Kurt von Storch is oprichter en eigenaar van Flossbach von Storch SE.

De schipbreuk voorkomen

De opmars van AI, geopolitieke factoren,
de terugval van goud: er beweegt heel
wat op de financiële markten.

→ Dat roept veel vragen op.

We hebben hier de meest
gestelde vragen op een rijtje gezet –
en geprobeerd ze te beantwoorden.

→ **Waarom biedt Flossbach von Storch geen trackers (ETF's) aan?**

Onze roots gaan terug tot het klassieke vermogensbeheer: een vermogen in stand houden en op lange termijn laten groeien door het te spreiden over verschillende activaklassen. De opdrachten die onze klanten ons toevertrouwen, zijn zeer divers. We kunnen deze doelstellingen nauwelijks verwezenlijken door één of meerdere referentie-indexen getrouw na te bootsen. Risicotolerantie speelt voor ons een cruciale rol. Hoe moet een vermogen worden samengesteld zodat de eigenaar er op de lange termijn met een gerust hart van kan genieten? Om deze opdracht te vervullen is een zekere onafhankelijkheid vereist. Concreet betekent dit ook dat we ons bij de keuze van onze beleggingen niet moeten laten beperken door referentie-indexen. Ons standpunt is niet veranderd.

→ **Zijn actieve fondsbeheerders nog wel nodig?**

Meer dan ooit, vinden wij. Het zal natuurlijk niemand verbazen dat wij dit beweren. ETF's en actief beheerde fondsen spelen immers in op verschillende belangen en wensen. De eerste categorie is met name geschikt voor beleggers die al enige kennis van de markten hebben, vooral wanneer zij in één keer een aanzienlijk bedrag beleggen. Vooral voor degenen die renteschommelingen kunnen verdragen. Voor beleggers die kiezen voor bepaalde, duidelijk afgebakende markten of sectoren. Actief beheerde fondsen zijn daarentegen vooral bedoeld voor beleggers die hun beslissingen liever aan anderen overlaten. Voor degenen voor wie het belangrijk is te weten dat de fondsbeheerder de bedrijven waarvan hij aandelen en/of obligaties koopt, selecteert op basis van vooraf vastgestelde en duidelijke criteria. Daardoor worden de potentiële risico's ten opzichte van de markt als geheel beperkt, waardoor deze beleggers op beide oren kunnen slapen.

Er is dus nog steeds vraag naar beide soorten beleggingen: ETF's en actief beheerde fondsen, zelfs vandaag de dag.

→ **Waarom blijft het rendement van de strategieën van Flossbach von Storch (zowel de aandelen- als de multi-assetfondsen) al geruime tijd achter bij dat van de markt, maar ook bij dat van zijn concurrenten?**

Dit komt doordat bepaalde thema's (of sectoren) die de indexen de laatste tijd omhoog hebben gedreven, niet in de portefeuille zijn opgenomen, of in ieder geval niet in dezelfde mate – om verschillende redenen. Laten we het eens hebben over het thema bewapening. Tot voor kort konden we daar vanwege regelgeving niet in beleggen. Of neem de financiële sector (universele banken), die we altijd hebben gemeden, omdat de balansen van deze banken gevoelig zijn voor moeilijke periodes, ondanks een veel betere kapitaalpositie dan ten tijde van de financiële crisis. Hetzelfde geldt voor de (vermeende) winnaars van de AI, die momenteel het mooie weer maken op de beurzen. Het gewicht van de hyperscalers in de gespecialiseerde indexen doet in bepaalde opzichten denken aan de marktconcentratie in één enkele sector tijdens het dotcom-tijdperk. De stijging voedt zichzelf, in zekere zin. We hebben ook in technologie belegd, maar eerder met het oog op diversificatie en op een veel minder spectaculaire manier dan de indices 'voorschrijven'.

De AI-sector slokt momenteel een groot deel van het kapitaal van beleggers op. Andere sectoren daarentegen laat men links liggen. Dat geldt met name voor basisconsumptiegoederen en gezondheidszorg. De spelers in de sector, die over beproefde bedrijfsmodellen beschikken, zijn het laagst gewaardeerd in maar liefst tien jaar. We waarderen deze sectoren om hun betrouwbaarheid op de lange termijn – en daarom geven we ze een passende plaats in onze strategieën.

Het probleem doet zich dus niet alleen voor bij bedrijven waarin we niet of nauwelijks hebben belegd, maar ook bij bedrijven waarin we wel hebben belegd of waarin we momenteel een belang hebben.

Maar aangezien hun omzet en winst zich volgens onze verwachtingen hebben ontwikkeld, zijn we optimistisch: de huidige samenstelling van onze portefeuilles lijkt potentieel voor herstel te bieden, waardoor onze strategieën in de toekomst aantrekkelijke rendementen zouden moeten kunnen genereren.

→ **Waarom hebben de winnaars op het gebied van AI zo'n beperkte weging in uw strategieën?**

Diversificatie is een van de leidende principes die onze beleggingsstrategie kenmerken. Kwaliteit is een ander aspect. Met kwaliteit bedoelen we vooral de voorspelbaarheid van de omzet en de inkomsten van een onderneming.

Geen enkele sector is zo disruptief als de technologiesector. De winnaars van vandaag zijn misschien wel de verliezers van morgen. Dit geldt des te meer in tijden van technologische omwentelingen. De aandelenkoersen weerspiegelen de levendige verbeelding van beleggers en hun hooggespannen verwachtingen. Maar die moeten nog waarheid worden. We zijn dus iets voorzichtiger, omdat we weten dat deze hausse nog wel even kan aanhouden.

→ **In plaats daarvan zitten er onder uw beleggingen Duitse sportartikelenfabrikanten en autofabrikanten. Hoe komt dat?**

Deze twee soorten aandelen zijn ongetwijfeld zeer conjunctuurgevoelig en de voorspelbaarheid van hun toekomstige inkomsten is niet zo duidelijk als die van bijvoorbeeld meer defensieve sectoren.

Uiteindelijk is het voor ons, vanuit onze visie als zakelijk ingestelde belegger, altijd het risico-rendementsprofiel van een potentiële belegging dat voor ons van belang is; en de waardering speelt daarin een belangrijke rol. Er zijn altijd marktfasen waarin cyclische bedrijfsmodellen onevenredig zwaar worden afgestraft en daardoor interessant worden voor beleggers die op de lange termijn gericht zijn. De Duitse autofabrikanten onderscheiden zich bovendien door hun track record van dividenden, dat de afgelopen jaren de soms aanzienlijke koersschommelingen heeft gecompenseerd en waarmee rekening moet worden gehouden bij de beoordeling van het rendement van een belegging.

→ **Zijn uw filosofie en uw beleggingsstrategie nog wel van deze tijd?**

Wij zijn er vast van overtuigd dat onze actieve, maar voorzichtige en pragmatische aanpak een echte meerwaarde biedt voor heel veel beleggers, ook al zijn er altijd periodes waarin deze aanpak saai en achterhaald lijkt, omdat hij achterblijft op de brede markt. Op de lange termijn heeft die aanpak echter zijn waarde bewezen. En we zijn optimistisch dat de toekomst niet anders zal zijn.

Toch gaan we niet op onze lauweren rusten: we zullen onszelf in vraag blijven stellen en het project waar nodig aanpassen of verder uitbouwen.

→ **Waarom is het aandeel van obligaties zo klein in uw grootste multi-assetstrategieën?**

Uiteindelijk moet je altijd rekening houden met het risico-rendementsprofiel van een belegging of een activaklasse. Momenteel zijn de waarderingen van aandelen die "met obligaties gelijkgesteld" zijn – dat wil zeggen aandelen van bedrijven in defensieve sectoren – aantrekkelijker dan die van hun obligatie-tegenhangers.

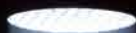
Dit is natuurlijk slechts een momentopname; het tij kan snel keren en er kunnen zich kansen voordoen op de obligatiemarkt. Het fonds is flexibel genoeg om daar snel op in te kunnen spelen.

→ **Is goud nog steeds een 'veilige belegging'?**

Goud (al dan niet in fysieke vorm) is volgens ons een vaste waarde in een breed gespreide portefeuille. Het fungeert immers als een verzekering tegen bekende en onbekende risico's van het financiële stelsel. Men moet echter wel in gedachten houden dat de goudprijs sterk kan schommelen. Een langetermijnvisie is daarom waarschijnlijk nog belangrijker dan bij andere activaklassen. Op korte termijn biedt het edelmetaal geen bescherming tegen inflatie of crises. Op de lange termijn blijft goud echter zijn functie als waardeopslag bevestigen.

→ **Wat zal er gebeuren als de oorlogen in het Midden-Oosten en Oekraïne, evenals het conflict in Taiwan, escaleren?**

Hoewel dergelijke scenario's nooit volledig kunnen worden uitgesloten, mag een degelijke beleggingsstrategie nooit uitsluitend worden afgestemd op alle mogelijke en denkbare rampen. Een financiële belegging moet altijd vanuit een positieve visie worden gedaan. Wie er altijd vanuit gaat dat het ergste kan gebeuren, zal uiteindelijk de koopkracht van zijn vermogen niet kunnen behouden. Een goed begrip van de risico's is dus van essentieel belang. Dit houdt in dat het vermogen (breed) moet worden gespreid, zodat de belegger bij turbulentie op de kapitaalmarkten niet ten onder gaat, zonder daarbij echter alle rendementspotentieel uit het oog te verliezen. Daarvoor moet hij tot op zekere hoogte volatiliteit kunnen verdragen. ♦



Zelfs wanneer de markten in bloedvorm zijn,
moeten beleggers beide voeten op de grond houden.
Zo bieden aandelen van producenten van
consumptiegoederen een meer pragmatisch alternatief.

Ver weg van de schijnwerpers

Simon Jäger

Wanneer alle schijnwerpers op een beroemdheid gericht zijn en het applaus zijn hoogtepunt bereikt, kan het de moeite waard zijn om eens ergens anders te kijken. Dat is in ieder geval het geval op de aandelenbeurzen, waar vaak sprake is van overdrijvingen.

Op dit moment staat artificiële intelligentie volop in de schijnwerpers. De fenomenale groei zorgt voor euforie, de risico's worden verdoezeld en de waarderingen raken op de achtergrond. Beleggers storten zich in een ongebreidelde jacht op groei – zonder zich iets aan te trekken van de prijs of de kwetsbaarheid van het bedrijfsmodel.

Ook al lijkt het misschien contra-intuïtief, juist op zulke momenten is het belangrijk om de realiteit onder ogen te zien. Zijn de winsten van bedrijven die actief zijn op het gebied van artificiële intelligentie voorspelbaar en duurzaam? Hoeveel betaalt u voor een euro winst? Zullen de bedrijfsmodellen de tand des tijds doorstaan? Wanneer het moeilijk wordt om deze vragen te beantwoorden, doen zich vaak kansen voor in andere segmenten van de markt: in dit geval bij aandelen die over het hoofd worden gezien, maar die ongetwijfeld voorspelbaarder zijn dan beleggingen in AI.

De bedrijven in de consumptiesector, de defensieve aandelen, vormen hiervan een mooi voorbeeld. Iedereen kent hun producten, die zowel in de supermarkten als in de kleine buurtwinkeltjes in overvloed te vinden zijn. De sector van de basisconsumptiegoederen steunt op sterke merken op het gebied van koffie, muesli en snoepgoed.

HET BELANG VAN SELECTIE

De aandelen uit de consumptiesector hebben te kampen gehad met alle mogelijke en denkbare tegenslagen. Een daarvan is de demografie. De wereldbevolking groeit inderdaad minder snel dan vroeger; in China is zelfs sprake van een krimp. Het succes van huismerken zorgt voor hoofdbrekens bij de spelers in de consumptiesector. Er zijn steeds meer

conflicten, die de energieprijzen opdrijven, zoals bijvoorbeeld de oorlog in Iran. Al deze factoren hebben een negatieve invloed op de winsten van bedrijven die actief zijn in de consumptiesector.

Maar de consumptiegiganten zitten niet stil. Nestlé haalt minder dan de helft van zijn omzet uit traditionele levensmiddelen. Het bedrijf heeft zijn aanbod uitgebreid en is tegenwoordig actief op het gebied van diervoeding, babyvoeding, voedingssupplementen en in het koffie-segment.

Zowel bij Unilever als bij Nestlé is deze heroriëntatie van het productassortiment naar een meer premium aanbod in volle gang, zowel op het gebied van schoonheid en huidverzorging als op het gebied van koffie, waar de winsten aanzienlijk zijn gestegen. Een vergrijzende en steeds welvarender wordende bevolking zou haar consumptiegewoonten in de toekomst wel eens kunnen veranderen. Senioren kiezen niet voor dezelfde producten als jongeren. Nieuwe trends vragen om flexibiliteit, een eigenschap die vooral voor grote bedrijven van groot belang is. De omvang en het marktaandeel zouden in de toekomst wel eens veel minder belangrijk kunnen worden dan het aanpassingsvermogen.

Naast de producten speelt ook het management een rol. Ook hier kunnen er opvallende verschillen optreden. Laten we Nestlé als voorbeeld nemen: de voormalige CEO, Mark Schneider, had een reeks overnames in gang gezet. Deze maatregelen hebben het bedrijf naar onze mening ver van de kernactiviteiten afgeleid, maar ook de kosten aanzienlijk opgedreven en de balans verslechterd. Het nieuwe management legt voortaan de nadruk op de grote, winstgevendende markten en op operationele efficiëntie.

Unilever volgt dezelfde strategie: de nieuwe leiding richt zich opnieuw op de relevante drijfveren van het bedrijf. Uit deze voorbeelden blijkt dat ook bij basisconsumptiegoederen het productaanbod niet alles is. De concrete en pragmatische uitvoering van een idee in de dagelijkse praktijk van het bedrijf is minstens even belangrijk. →

Maar wat de voorspelbaarheid betreft, kunnen ze ongetwijfeld worden gelijkgesteld met de "beste obligaties" in een gemengde portefeuille.

DE BESTE OBLIGATIES

Defensieve consumptieaandelen leveren waarschijnlijk niet zulke hoge rendementen op als kwaliteitsaandelen met een sterke groei. Maar wat de voorspelbaarheid betreft, kunnen ze ongetwijfeld worden gelijkgesteld met de "beste obligaties" in een gemengde portefeuille. De beschikbare kasstroom van deze ondernemingen (dat wil zeggen het geld dat overblijft na alle investeringen en uitgaven) kan in de plaats komen van de obligatiecoupon die spaarders elk jaar ontvangen.

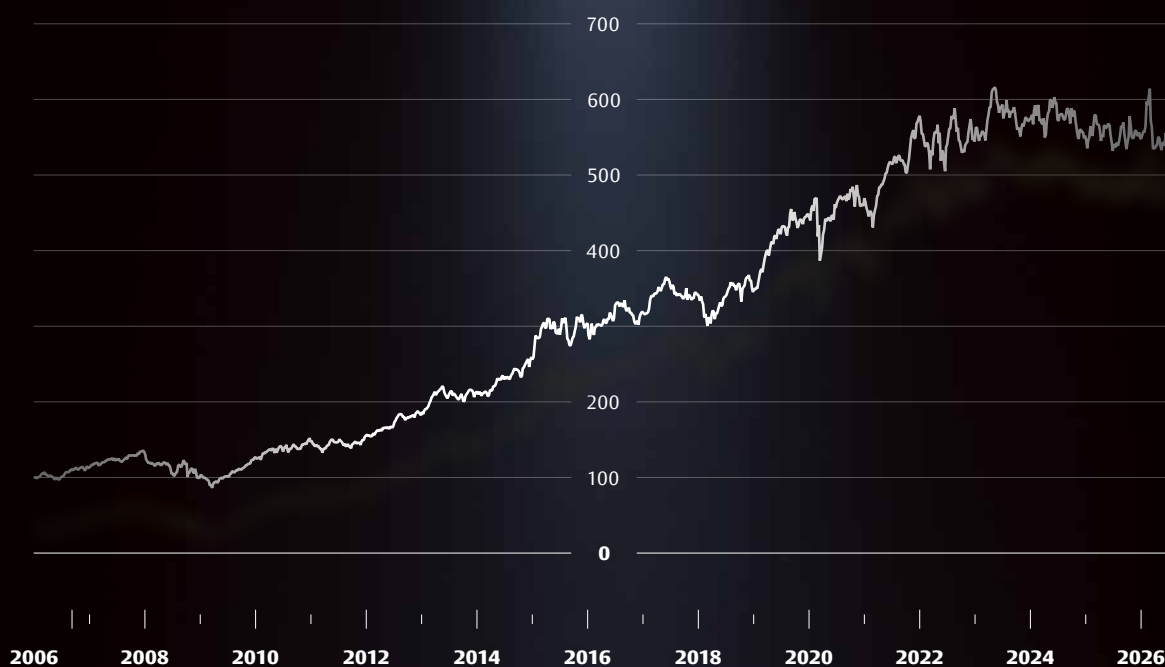
Het is al vele jaren zo dat de winstmarges in dit segment lager liggen dan vroeger. Voor sommige bedrijven ligt de verhouding tussen de verwachte jaarlijkse beschikbare kasstroom en de huidige beurswaarde op bijna 6%. Wie zo'n bedrijf, of liever gezegd de aandelen ervan, zou hebben gekocht, zou zijn investering binnen 17 jaar hebben terugverdiend. Deze berekening is natuurlijk wat simplistisch, maar ze laat wel de fundamentele aantrekkelijkheid van deze effecten zien, met name in vergelijking met obligaties.

Voor de belegger die op de lange termijn gericht is, speelt het risico van tijdelijke koersschommelingen, vooral bij blootstelling aan meerdere van deze effecten, een ondergeschikte rol (zie Grafiek). De hogere rendementen maken deze obligaties aantrekkelijker dan obligaties van vergelijkbare kwaliteit.

SAMENVATTING

Wie, net als wij, op middellange termijn uitgaat van een gematigde groei van deze bedrijven, zal momenteel interessante kansen vinden in de consumptiesector. In tegenstelling tot obligaties bieden ze niet alleen een aantrekkelijk rendement, maar ook bescherming tegen inflatie. Supermarkten hebben niet het monopolie op aanbiedingen: ook op de beurs zijn ze te vinden. ♦

Simon Jäger is analist bij Flossbach von Storch SE.



Stabiliteit in de portefeuille

Geïndexeerde waardeontwikkeling van een mandje van zes consumenten aandelen
(Nestlé, Unilever, Reckitt, PepsiCo, Procter & Gamble en L'Oréal)
over de voorbije twintig jaar
(in euro, indexniveau 2006 = 100)

**Dit vormt geen aanbod tot verkoop, aankoop of inschrijving op effecten of andere waardepapieren.
De hierin opgenomen informatie vormt geen beleggingsadvies of andere aanbeveling.
In het verleden behaalde resultaten zijn geen betrouwbare indicator voor toekomstige resultaten.**

Bron: LSEG Datastream, Flossbach von Storch, gegevens per 10 augustus 2026

Lars Conrad

OBLIGATIES DE WEDEROPSTANDING VAN

Obligaties worden weer aantrekkelijk –
op voorwaarde dat men er verstandig in belegt.
Uitleg aan de hand van drie grafieken.

De afgelopen maanden sneuvelde het ene na het andere record op de financiële markten: AI, geheugenchips, de hightechsector... Maar tegelijkertijd staat een andere activaklasse weer helemaal in de gratie van wereldwijde beleggers: obligaties. Veel van deze beleggingen van hoge kredietkwaliteit hadden in meer dan 20 jaar geen zo hoog rendement meer opgeleverd.

Een blik op de staatsschuld van de grote emittenten volstaat om het daarmee eens te worden. Momenteel ligt het rendement op Duitse staatsobligaties met een looptijd van tien jaar boven de 3%, en dat op Amerikaanse staatsobligaties en Britse staatsobligaties (Gilts) schommelt zelfs rond de 5%. Dat is al bijna twee decennia lang niet meer voorgekomen op de markten (zie Grafiek 1).

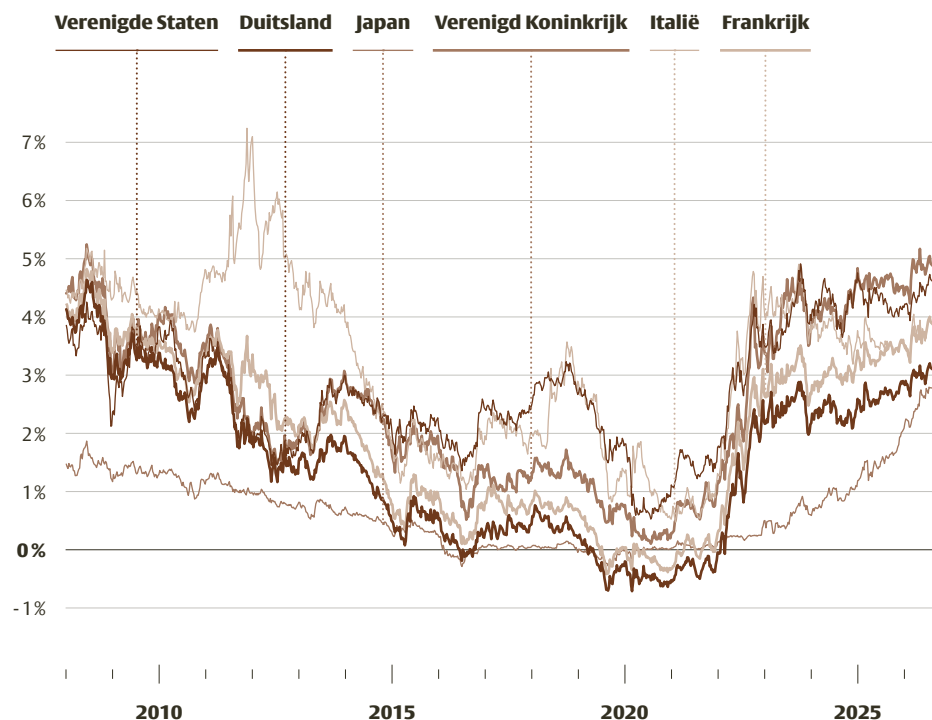
De recente escalatie van het conflict in het Midden-Oosten speelt daarbij een rol. De sterke stijging van de energieprijzen wakkert de inflatievrees aan, waardoor de renteverwachtingen stijgen. Bovendien zorgt de steeds zwaarder wordende last van de overheidsschuld ervoor dat de rendementsverwachtingen stijgen. Zelfs in Japan, het land dat bekendstaat om zijn nul- of zelfs negatieve rentevoeten, zijn de rendementen de laatste tijd sterk gestegen, terwijl het land jarenlang in de wurggreep zat van extreem lage rentes.

Terwijl de ministers van Financiën de tanden op elkaar zetten, vinden be-

leggers weer hun heil in obligaties van hoge kredietkwaliteit vanwege het aantrekkelijke huidige rendement. Waarom? De opbrengst op korte termijn, ook wel 'coupon' of 'carry' genoemd, wordt namelijk niet beïnvloed

linge ineenstorting van de obligatiemarkt fungeert de coupon als een niet te verwaarlozen buffer.

Tegelijkertijd is de rentecurve – die het rendement weergeeft dat eenzelfde



Grafiek 1

Historisch gezien aantrekkelijke naar onze mening rendementen

Nominale rendementen op 10-jarige staatsobligaties

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

Bron: Bloomberg, Flossbach von Storch, gegevens per 7 augustus 2026

door kortetermijnschommelingen op de beurs. Obligaties worden dagelijks op de markten verhandeld, en de koersen weerspiegelen de veranderingen in de verwachtingen van beleggers. Het voordeel? In het geval van een plotse-

obligatie op verschillende looptijden oplevert – op talrijke markten opnieuw genormaliseerd, waardoor nieuwe kansen zijn ontstaan. Dit is wat men het “roll down-effect” noemt: obligaties “rollen” de curve af naarmate →

hun vervaldag nadert. Als beleggers hun longposities vóór de vervaldatum verkopen, realiseren ze dus een meerwaarde, aangezien deze een hoger rendement opleveren dan de shortposities. Deze twee effecten alleen al zorgen voor een aanzienlijke verbetering van de winstvooruitzichten op lange termijn, in vergelijking met de magere jaren als gevolg van het lagerenteklimaat.

EEN AANTREKKELIJK RISICO- RENDEMENTSPROFIEL

Een ding staat als een paal boven water: mochten de rentes binnenkort weer dalen, dan zou dat nieuwe winstkansen op de markten opleveren. Bovendien lijkt het vrij onwaarschijnlijk dat de stijging zich eindeloos zal voortzetten: de stijging van de rente die de laatste tijd is waargenomen, heeft ertoe geleid dat de financieringskosten voor overheden, bedrijven en particulieren zijn gestegen – met als gevolg een aanzienlijke vertraging van de economische activiteit. Investeren wordt immers duurder voor bedrijven, en het afsluiten van een hypotheek of een consumentenkrediet is duurder voor particulieren. Dit geldt ook voor staten: in Frankrijk en Italië beperkt de toenemende schuldenlast de begrotingsruimte van regeringen die toch al zwaar in de schulden zitten nog verder. Met andere woorden: hoe hoger de rendementen, hoe kleiner het risico op een duurzame rentestijging.

De markten hebben enkele jaren geleden al een forse rentecorrectie door- gemaakt, naar aanleiding van de Russische invasie in Oekraïne en de sterke stijging van de energieprijzen. Het huidige conflict in het Midden-Oosten is echter heel anders. Na afloop van de Covid-19-crisis was de inflatie aanzienlijk hoger, was het monetaire beleid bijzonder soepel en waren de rendementen op de kapitaalmarkten veel lager.

Vandaag de dag is de inflatie veel lager, is het monetaire beleid veel krasser en zijn de obligatierendementen al hoog. Het lijkt ons dan ook dat het risico op een nieuwe spiraal van inflatie en rentestijgingen grotendeels is afgenomen.

Ondanks de recente geopolitieke spanningen zouden de zorgen, die tot nu toe vooral op de inflatie waren gericht, binnenkort weer kunnen verschuiven naar de zwakke groei. Een gunstig klimaat voor obligaties van hoge kwaliteit.

In een notendop

Hoge lopende inkomsten, het potentieel voor extra rendement dankzij de lopende opbrengsten en het roll-down-effect, evenals een aantrekkelijk risico-rendementsprofiel in historisch perspectief zijn allemaal argumenten die pleiten voor obligaties. Bovendien fungeert het reeds bereikte rendementsniveau steeds meer als een natuurlijke rem op een onbeperkte stijging van de rente.

Aantrekkelijke rendementen bij een hoge kredietkwaliteit

Het klopt dat je niet alle obligaties over dezelfde kam mag scheren. Bedrijfsobligaties bieden doorgaans een aantrekkelijk rendementsverschil ten opzichte van staatsobligaties, waardoor ze onmisbaar zijn in elke goed gespreide obligatieportefeuille.

Sinds enige tijd leveren actieve beleggingsstrategieën opnieuw mooie meerwaarden op, met name in het investment-grade-segment. De afgelopen tien jaar is het rendementsverschil tussen obligaties met een uitstekende kredietwaardigheid en hoogrentende obligaties namelijk bijna nog nooit zo laag geweest als nu (zie Grafiek 2).

Met andere woorden: het risico op wanbetaling en koersschommelingen bij hoogrentende obligaties is weliswaar groter, maar levert momenteel relatief weinig rendement op. Naar onze mening speelt deze factor duidelijk in het voordeel van bedrijfsobligaties van hoge kwaliteit.

En dat is nog niet alles: sinds kort is het aanbod in dit marktsegment aanzienlijk toegenomen, omdat techbedrijven op grote schaal aandelen uitgeven om hun investeringen in AI-infrastructuur te financieren, met als gevolg dat de rendementen omhoogschieten. Beleggers kunnen dus voortaan rekenen op aantrekkelijke lopende rendementen,

zelfs op effecten van ondernemingen met een beperkt kredietrisico en een goede kredietwaardigheid.

volatiliteit liggen de rendementen op hoogrentende obligaties opnieuw dicht bij hun historisch dieptepunt.



Grafiek 2

Lagere risicopremies voor obligaties van mindere kwaliteit

Rendementsverschil tussen in euro's luidende bedrijfsobligaties met een looptijd van 7 jaar en een rating van BB en AA (wekelijkse gegevens) (sinds maart 2016)

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

Bron: Bloomberg, Flossbach von Storch, gegevens per 7 augustus 2026

**HIGH YIELD MINDER
GOED GEPLAATST**

Als we echter naar het andere uiteinde van het obligatiespectrum kijken, is het beeld heel anders. Ondanks de geopolitieke onzekerheden en occasionele

Deze vaststelling weerspiegelt het optimisme op de markt: het risico van effecten van emittenten met een lage kredietwaardigheid lijkt niet als bijzonder hoog te worden beschouwd. Een terugkeer van de risicopremies naar hun historische gemiddelde zou echter →

kunnen leiden tot een aanzienlijke daling van het rendement in het segment van de hoogrentende effecten.

KWALITEIT, SYNONIEM VOOR STABILITEIT EN LIQUIDITEIT

Naar onze mening bieden bedrijfsobligaties van hoge kwaliteit op dit moment, naast hun aantrekkelijkere risico-rendementsverhouding, nog een tweede voordeel: ze dragen bij aan de stabiliteit van een portefeuille. En nog een derde voordeel: ze zijn doorgaans liquider, wat in tijden van volatiliteit een grote troef kan zijn. Inderdaad, wanneer een emittent naar aanleiding van uitzonderlijke gebeurtenissen op grote schaal effecten op de markt brengt, zouden zich voldoende kopers moeten aandienen, terwijl op een krappe markt het risico bestaat dat er een korting wordt toegepast.

In een notendop

Bedrijfsobligaties blijven een aantrekkelijk onderdeel van elke actief beheerde portefeuille. Wij zijn echter van mening dat op dit moment de hoogste meerwaarden kunnen worden geboekt in het investment-grade-segment (obligaties van hoge kwaliteit). Het lijkt er namelijk op dat het extra rendement dat hoogrentende obligaties bieden, het hogere risico niet volledig compenseert.

De coupon, maar niet alleen dat: een veelzijdig inkomen

Obligaties zijn niet te vergelijken met spaarboekjes. Hoewel de lopende rente van een obligatie een belangrijk deel van het rendement uitmaakt, is dit niet de enige component. Een context die wordt gekenmerkt door geopolitieke risico's en door uiteenlopende monetaire beleidsmaatregelen en conjunctuurcycli kan dus talrijke kansen bieden, waarvan kan worden geprofiteerd in het kader van een actief obligatiebeheer dat zich flexibel kan aanpassen aan veranderende marktomstandigheden.

Traditionele obligatie-indexen bevatten doorgaans niet de meest interessante kansen. Indexfondsen of ETF's wegen emittenten vaak op basis van hun uitstaande schuldvolume. Zo krijgen bedrijven of staten met een hoge schuldenlast automatisch een hogere weging toegekend. Door actief beheer kunnen deze biases worden vermeden en kan het kapitaal doelgericht worden belegd op plaatsen waar de risico-rendementsverhouding het meest aantrekkelijk lijkt.

Maar hoe werkt 'bond picking' in de praktijk? Het gaat er in de eerste plaats om alle rendementsfactoren te benutten die deze beleggingscategorie te bieden heeft, bijvoorbeeld de 'duration', dat wil zeggen de rentegevoeligheid van de portefeuille. Als de rendementen op de kapitaalmarkten dalen, kunnen obligaties profiteren van koersstijgingen.

Door een actief durationbeheer kan het rendement van de portefeuille worden geoptimaliseerd. Maar allereerst is het noodzakelijk om een geschikte positie op de rentecurve in te nemen, aangezien de looptijden van de effecten een even belangrijke rol spelen als de gevoeligheid voor schommelingen op de rentemarkt.

Afhankelijk van de marktfase biedt deze curve niet altijd dezelfde kansen op dezelfde locaties. Door een flexibel beheer is het mogelijk om deze kansen doelgericht te benutten en tegelijkertijd de risico's te beperken, met name op zeer lange termijn.

ACTIEF BEHEER, OF ALLES UIT DE KAST HALEN

Uiteindelijk geldt, ongeacht de marktsituatie, één gezegde: je moet nooit al je eieren in één mand leggen. Ook de keuze van de valutazones en regionale markten heeft een grote invloed op het totale rendement. Het komt zelden voor dat de verschillende economieën zich in hetzelfde tempo ontwikkelen, wat extra mogelijkheden voor diversificatie biedt. Bovendien kunnen inflatiegelinkte obligaties de robuustheid van de portefeuille versterken en een stabiliserende rol spelen, met name in periodes waarin de inflatie stijgt.

Een flexibele strategie kan ook op andere manieren kansen op de markt

benutten: gericht gebruik van opties, zorgvuldige selectie van bedrijfsobligaties, opportunistische aanpassing van het kredietrisico... Daarnaast kan er nog het bekende "roll-down-effect" bijkomen, dat kansen op extra rendement biedt wanneer de rentecurve zich normaal ontwikkelt.

In een notendop

Tegenwoordig wordt het rendement van een obligatieportefeuille niet meer alleen bepaald door de waarde van de coupon. Van durationbeheer tot gerichte selectie van landen, instrumenten en kredietrisico's, en van positionering langs de rentecurve tot

	Basiseffecten	Rentecurve
Inflatie	Kredietmarge	Liquiditeit
	Volatiliteit	Rentegevoeligheid
Roll-down-effect	Huidig rendement	Valuta

Grafiek 3

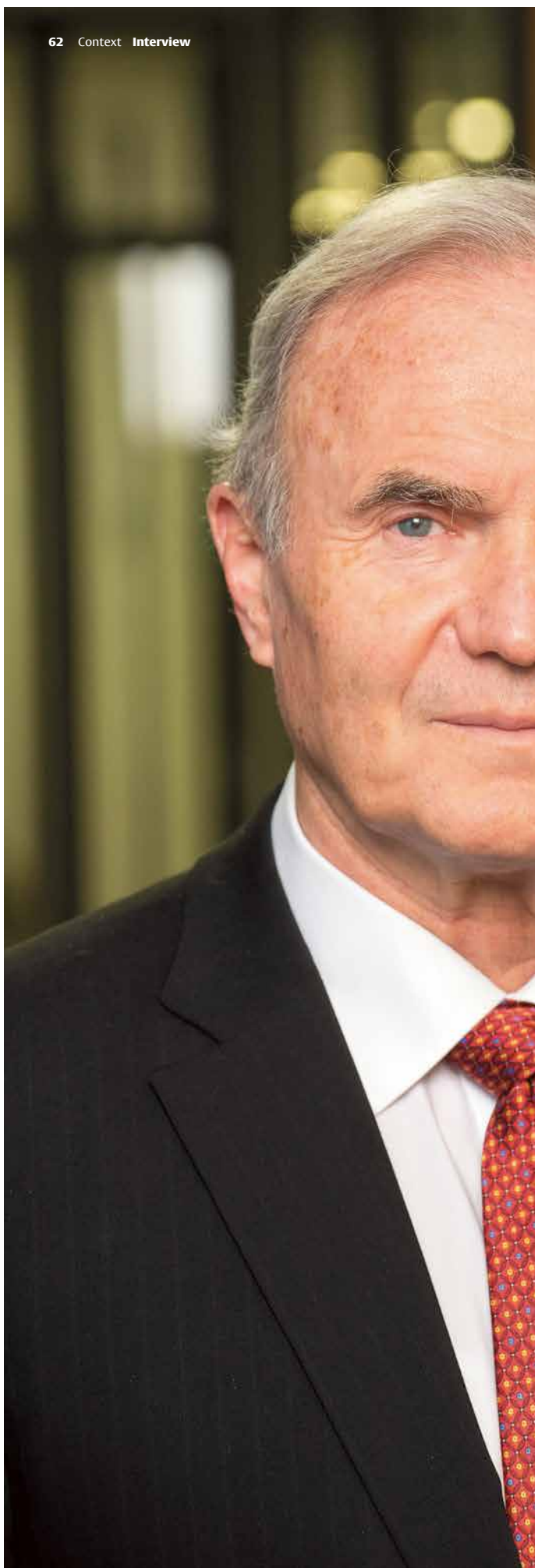
De coupon, maar niet alleen dat: een veelzijdig inkomen

Bron: Flossbach von Storch

Juist de combinatie van deze verschillende rendementsbronnen in het kader van een actief beheer versterkt de veerkracht van de obligatieportefeuille en maakt deze minder afhankelijk van een bepaald marktscenario.

actief en flexibel beheer: dit alles biedt toegang tot talrijke extra rendementsbronnen – een doorslaggevend concurrentievoordeel in een onzekere marktomgeving. ♦

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



*“Is het
monetaire
beleid
tegenwoordig
moeilijker,
professor
Issing?”*

Rond de tijd dat de euro werd ingevoerd, was Otmar Issing hoofdeconoom bij de Deutsche Bundesbank en later bij de Europese Centrale Bank (ECB). In dit interview met Marius Kleinheyer, senior onderzoeksanalist bij het Flossbach von Storch Research Institute, gaat hij in op zijn nieuwste boek, *“Von der D-Mark zum Euro”* (*Van de D-Mark naar de euro*). Hier volgt een fragment.

Professor Issing, u was vanaf 1990 werkzaam bij de Bundesbank en vanaf 1998 bij de toen pas opgerichte ECB, en u hebt meegeholpen de basis te leggen voor de invoering van de euro. Destijds verwachtten sommigen dat de eenheidsmunt was gedoemd tot mislukking. Een van de bekendste sceptici was Nobel-prijswinnaar Milton Friedman, die wel als de belangrijkste voorstander van het monetarisme kan worden beschouwd en met wie u destijds contact had.

Ja, we hadden een typisch Amerikaanse, collegiale vriendschap. Toen ik bij de ECB werd benoemd, stuurde hij mij een brief met de volgende inhoud: "Beste Otmar. Weet je, ik heb niet zo'n hoge pet op van de euro. Ik ben ervan overtuigd dat hij gedoemd is om te mislukken. "Maar aangezien je nu bij de ECB werkt, zal het iets langer duren." Daarna bleef hij zijn voorspelling over de ondergang van de euro jaar na jaar uitstellen. Wat men vandaag ook van de euro mag vinden, na meer dan 25 jaar kan er toch zeker geen sprake zijn van een mislukking.

In juni 1998 nam u uw functie bij de ECB in. Daarna had u ongeveer een half jaar de tijd om de basis te leggen voor het monetaire beleid dat in december van kracht zou worden. Hoe was dat in het begin?

Toen we begonnen, was het tapijt in mijn kantoor nog niet eens gelegd. Er waren geen statistieken. Bovendien waren we ook nog eens een klein team van slechts 470 medewerkers, inclusief de liftbediende. Ter vergelijking: de nationale centrale banken hadden destijds samen 55.000 medewerkers in dienst. Kritische media, zoals de Financial Times, maakten ons destijds belachelijk. Maar we waren vastbesloten om een stabiele munteenheid tot stand te brengen. En ik had van president Wim Duisenberg de volledige vrijheid gekregen om een strategie voor de ECB uit te werken. Kortom, zo is de tweepijlerstrategie ontstaan, waarvan het kernprincipe nog steeds bepalend is voor het monetaire beleid van de ECB: enerzijds de monetaire ontwikkelingen, anderzijds de ontwikkelingen op het gebied van inflatie, prijzen en kosten. De gegevens worden vervolgens onderzocht door middel van wat wij "cross-checking" noemden, en daaruit worden aanbevelingen afgeleid. Als de gegevens overeenkomen, is het eenvoudig. Mocht er sprake zijn van tegenstrijdige gegevens, dan moet worden beslist aan welke gegevens meer gewicht wordt toegekend.

De inflatiedoelstelling van de ECB heeft daarentegen een interessante ontwikkeling doorgemaakt. Bij de invoering van de euro lag het percentage aanvankelijk "onder de twee procent", daarna werd "twee procent" als streefcijfer vastgesteld. Dit werd vervolgens "gemiddeld twee procent" ...

... of laten we het liever zeggen: "op middellange termijn". Het begrip 'gemiddeld' houdt immers in dat afwijkingen moeten worden gecorrigeerd. De aanleiding hiervoor was dat in de statuten van de ECB is vastgelegd dat het de taak van de centrale bank is om de prijsstabiliteit te handhaven. Maar wat betekent dat dan? Iedereen zou zeggen dat stabiele prijzen betekenen dat het prijsniveau niet stijgt. Er zijn echter bezwaren tegen deze opvatting, en binnen de wetenschappelijke gemeenschap bestond min of meer overeenstemming over het feit dat de term "prijsstabiliteit" neerkwam op een inflatie van twee procent per jaar. Dus heb ik dit voorstel ingediend – en keerde de hele Raad van Bestuur zich tegen me.

Een lastige situatie.

Mijn voordeel was dat er drie verschillende groepen waren die zich hiertegen verzetten. De eerste zei: "Waarom zouden we ons überhaupt ergens aan binden?" Als we het doel niet halen, zullen we kritiek krijgen. En ook de Bundesbank had geen expliciete inflatiedoelstelling. De tweede groep vond een maximum van twee procent te ambitieus. Het jaarlijkse gemiddelde inflatiecijfer over de 50 jaar dat de D-Mark bestond – en het waren precies 50 jaar – lag immers tussen de 2,7 en 2,8 procent. Wilden we dan ambitieuzer zijn dan de Bundesbank? En de derde groep wees op het inflatiecijfer in de eurozone, dat op dat moment van bovenaf de grens van één procent naderde. In het licht hiervan zou het spreken over een doelstelling van twee procent dan ook verkeerd kunnen zijn geïnterpreteerd – alsof we er alles aan zouden doen om de inflatie op te drijven. Als compromis zijn we destijds overeengekomen om de formulering "minder dan twee procent" te hanteren. Het was mij vanaf het begin al duidelijk dat dit op een gegeven moment zou moeten worden herzien. Dat is inderdaad wat er gebeurd is, en ik vind dat prima.

Ondanks alle sombere voorspellingen kende de eenheidsmunt een uiterst stabiele start. De jaren tot 2006, toen u de ECB verliet, verliepen soepel.



Eerlijk gezegd vind ik het woord "soepel" niet zo leuk. De euro succesvol van de grond krijgen was een uitdaging die zijn weerga niet kende in de geschiedenis van het geld. Elf soevereine landen hadden de verantwoordelijkheid voor het monetaire beleid overgedragen aan een Europese instelling en hun eigen valuta afgeschaft. Er had zoveel mis kunnen gaan. Maar we hadden onze strategie al klaar en hebben die twee maanden van tevoren bekendgemaakt. Ik was ervan overtuigd dat het ons zou lukken. Niemand had echter verwacht dat het zo soepel zou verlopen. Ik heb wel eens het beeld gebruikt van een econoom van Mars die alle statistieken over die periode zou krijgen. Vervolgens zou hem worden gevraagd om vast te stellen of er aanwijzingen waren voor een belangrijke gebeurtenis. De langetermijnrente, de inflatieverwachtingen – nergens was er sprake van een forse piek of daling.

Nadat u de ECB had verlaten, veranderde dat echter snel. Eerst was er de financiële crisis, daarna de euro-crisis, en ten slotte Mario Draghi met zijn uitspraak "Whatever it takes". Was dat een bijzonder moedig moment? Of heeft de ECB de crisis aangegrepen om een bepaalde rol op zich te nemen?

Laat me even een stapje terug doen. In juli 2012 zei Draghi: "We zullen alles doen wat nodig is om de euro te redden, en we zullen daarin slagen." Uit de grafieken van de langetermijnrente uit die tijd blijkt dat de spreads – dat wil zeggen het rendementsverschil tussen bijvoorbeeld Italiaanse staatsobligaties en Duitse Bunds, maar ook tussen Griekse en Spaanse staatsobligaties, die eerder enorm waren gestegen – precies op het moment dat de verklaring werd afgelegd weer daalden. Zo bekeken was het de meest succesvolle communicatiestrategie ooit, en de ECB heeft er geen enkele euro aan uitgegeven.

Maar dat was niet het enige gevolg van de verklaring van Draghi.

Wat ook overblijft, is iets heel gevaarlijks. Met deze verklaring nam de ECB namelijk de politieke verantwoordelijkheid op zich voor de samenstelling van de monetaire unie, onder het motto dat geen enkel land de unie mocht verlaten. Dat was de val uit de gratie. Een onafhankelijke centrale bank – een instelling die door haar opzet volkomen apolitiek is – heeft een verantwoordelijkheid op zich genomen die in wezen bij de nationale regeringen ligt. Maar destijds waren de regeringen niet in staat en ook niet bereid om de situatie te

redden. Het ging om staatsschulden; de rentetarieven op staatsschulden, waarvoor de ECB geen verantwoordelijkheid draagt. En voor mij is het op zich nemen van deze politieke verantwoordelijkheid een last die heel zwaar op me drukt.

Zou u zeggen dat het tegenwoordig moeilijker is om de inflatiedoelstelling van de ECB van twee procent te halen dan twintig jaar geleden?

Om dat te beoordelen, zou men eerst rekening moeten houden met verschillende factoren. Om te beginnen is er oorlog in Oekraïne en in Iran. Dit roept een aantal vragen op: hoe lang zullen deze conflicten duren? En, in verband daarmee, wat gaat er gebeuren met de olie- en energieprijzen? Dit zou wel eens een moeilijke en langdurige periode kunnen worden, maar misschien ook niet. Maar het zou waarschijnlijk maar een tijdelijke schok zijn.

Waar moet men nog meer rekening mee houden?

De schuldenlast blijft hoog en zal waarschijnlijk nog verder toenemen. Bovendien krijgen vergrijzende samenlevingen te maken met stijgende uitgaven voor gezondheidszorg en pensioenen, terwijl de beroepsbevolking afneemt. Prijsstabiliteit zou nu betekenen dat andere goederen goedkoper zouden moeten worden. Centrale banken gaan een zeer moeilijke periode tegemoet. En nogmaals: hopelijk is deze oorlog in Iran slechts van tijdelijke aard. Anders zou het een extra schok zijn.

In theorie zouden de overeengekomen criteria van Maastricht de lidstaten van de eurozone onder begrotingsdruk moeten zetten. Het lijkt er nu echter op dat de ECB de last van de staatsschulden van Europese landen op zich neemt.

Nee, dat doet het op dit moment niet. Maar dat gebeurde wel in grote mate in de jaren 2010. De grootschalige aankoop van staatsobligaties in die tijd kwam vooral ten goede aan de landen met een hoge schuldenlast. Op dit punt moet ik nogmaals aan Helmut Kohl denken. Voor hem was de monetaire unie een politiek project. Toen hij destijds het Verdrag van Maastricht aan de Bondsdag in Bonn voorlegde, zei hij dat het absurd zou zijn om een monetaire unie tot stand te brengen zonder tegelijkertijd een politieke unie te creëren. Op dat moment werden er twee treinen op de rails gezet: één voor de monetaire unie en één voor de politieke unie. Maar de trein op het politieke spoor is nooit vertrokken.

En zo begon de monetaire unie met de begrotingskant als het zwakke punt van de structuur.

Waarom is het Stabiliteits- en Groeipact mislukt?

In 2003 hadden Duitsland en Frankrijk het Stabiliteitspact geschonden. Op dat moment had Duitsland het tekortplafond van drie procent van het bruto binnenlands product overschreden. Vervolgens moest ik toezien hoe Duitsland ervoor zorgde dat er geen sancties werden opgelegd. Destijds had de Raad van Ministers de aanbevelingen van de Europese Commissie moeten opvolgen en tot sancties moeten besluiten. Maar ook Italië had het moeilijk, en daarom blokkeerden de vertegenwoordigers van de drie grootste landen de meerderheid, schortten ze de procedure op en verbonden ze zich in plaats daarvan tot bezuinigingsmaatregelen zonder dat er onmiddellijk sancties dreigden. Dit heeft het pact zo ernstig geschaad dat het zich daar nooit meer van heeft hersteld. Alle "hervormingen" die daarop volgden, hebben er alleen maar toe geleid dat de zaken steeds ingewikkelder zijn geworden en dat het Stabiliteitspact zijn slagkracht heeft verloren.

En toen liep de overheidsschuld volledig uit de hand, wat ook vandaag de dag een probleem vormt voor het monetaire beleid, aangezien stijgende rentetarieven voor individuele landen tot problemen kunnen leiden.

Wereldwijd is de overheidsschuld nu hoger dan na de Tweede Wereldoorlog. Stel je dat eens voor. Historisch gezien zijn de hoogste schuld niveaus altijd opgetreden aan het einde van een grote oorlog, die vaak werd gefinancierd door geld bij te drukken. Dat is dus de huidige stand van zaken, en daar komt nog eens bij dat we te maken hebben met een vergrijzende bevolking.

Zou u zeggen dat euro-obligaties een manier zouden kunnen zijn om vooruitgang te boeken of een startpunt voor een politieke unie?

Nee. Integendeel, ik ben ervan overtuigd dat euro-obligaties het idee van een politieke unie ondermijnen. Euro-obligaties, zoals de meeste mensen zich die voorstellen, zijn obligaties die worden uitgegeven om Europese maatregelen te financieren, en die wellicht ook worden toegewezen aan afzonderlijke landen die deze maatregelen niet kunnen bekostigen. Iedereen is hiervoor verantwoordelijk, zonder dat de landen hun fiscale soevereiniteit hoeven op te geven.

Het volledige interview in het Duits vindt u op

(U kan de bijbehorende ondertitels inschakelen)



OVER DE PERSOON

Otmar Issing

Naast zijn academische loopbaan (professor Otmar Issing stond met name van 1973 tot 1990 aan het hoofd van het Instituut voor Economie, Geld en Internationale Economische Betrekkingen aan de Universiteit van Würzburg) was Issing tot 1990 lid van de Kronberg-kring en maakte hij deel uit van de Duitse Raad van Economische Deskundigen. In 1990 werd hij hoofdeconoom en lid van de directie van de Deutsche Bundesbank. In 1998 nam Issing dezelfde functies op zich bij de toen pas opgerichte ECB. Hij verliet de ECB in 2006 op 70-jarige leeftijd. Nog vele jaren daarna was Issing voorzitter van het Centrum voor Financiële Studies (CFS) in Frankfurt en ontving hij een eredoctoraat van de Goethe-Universiteit. De lijst met zijn adviesfuncties is lang.

Zijn nieuwste boek, *Von der D-Mark zum Euro: Erinnerungen des Chefökonom* (From the D-Mark to the Euro: (Memoirs van een hoofdeconoom)) verscheen in 2024 in het Duits bij de in München gevestigde uitgeverij Vahlen Verlag. Daarin blikt Issing terug op zijn academische loopbaan en zijn tijd bij zowel de Bundesbank als de Europese Centrale Bank. Het boek is momenteel alleen in het Duits verkrijgbaar.



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 prijsstrend 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 door te kiezen voor een brede waaier aan instrumenten.

Europese langetermijninvesteringsfondsen (ELTIF's) – Fondsen die kunnen beleggen in private equity, private kredieten, infrastructuurprojecten of niet-beursgenoteerde ondernemingen.

Hoogrentende obligaties (high-yieldobligaties) – Obligaties met een hoog lopend rendement, doorgaans uitgegeven door emittenten met een lagere kredietwaardigheid.

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.

INFORMATIE OVER HET FOTOMATERIAAL

Auteursrechten: © Markus Taubeneck, Illustratie (titelpagina, p. 2); © Marc Comes, CHB-P (p. 3); © Lucia Kindernayova, Getty Images (p. 5 boven); © Jan Brueghel (II), Satire of Tulipmania, c. 1640, Frans Hals Museum, Haarlem (p. 5 centraal); © Jack Sooksan, Getty Images (p. 5 onder); © Lucia Kindernayova (p. 6); © Ilogora, Getty Images (p. 12); © Jinhe Li (p. 15); © Markus Taubeneck, Illustratie, AI ChatGPT (p. 18–21); © Carolin Euskirchen, Illustratie (p. 22, 24, 27); © Markus Taubeneck, Illustratie (p. 30–39); © Jan Brueghel (II), Satire of Tulipmania, c. 1640, Frans Hals Museum, Haarlem, purchased with the support of the Rembrandt Society (p. 40, 42); © Cavan Images, Frank Schemmann (p. 44–47); © Marc Comes, CHB-P (p. 48–51); © Nastco, Getty Images (p. 52, 55); © Jack Sooksan, Getty Images (p. 56); © Otmar Issing, privé (p. 62); © Marc Comes, CHB-P (achterzijde)

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: Luxembourg No B 171513

Bevoegde toezichthouder: Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF),
283, route d'Arlon, 2991 Luxembourg, Luxembourg

Deadline redactie: 13 augustus 2026

BE 112 0826 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, Dr. Bert Flossbach, Jens Hagen, Simon Jäger, Dörte Jochims, Marius Kleinheyer, Shenwei Li, Julian Marx, Christian Panster, Prof. Dr. Gunther Schnabl, Kurt von Storch, Norbert F. Tofall

Design: Markus Taubeneck en Heller & C

Drukwerk: TheissenKopp GmbH

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



Flossbach von Storch