

POSITION

Onderwerpen en stof tot nadenken voor investeerders



WATER OVERBLIJFT VAN DE DOLLAR

DE EURO

zou veel completer zijn in digitale vorm

TECHNOLOGIEAANDELEN

hebben de wind in de zeilen

GOUD

blijft de ultieme toevluchtsvaluta



Er wordt vaak gezegd de aanval de beste verdediging is. Donald Trump verlaat zelden de “aanvalsmodus”. De Amerikaanse president gelooft heilig in het recht van de sterkste – in de Verenigde Staten, maar ook in de rest van de wereld ... tot groot ongenoegen van de regeringsleiders van andere landen, maar ook, meer recent, van de voorzitter van de Amerikaanse Federal Reserve (Fed), Jerome Powell.

Donald Trump heeft hem beschreven als een “verkwistende idioot” die de Verenigde Staten al veel geld heeft gekost: niet alleen omdat hij geen controle heeft over de kosten van de renovatie van het Fed-gebouw, maar vooral omdat hij weigert de rente eindelijk te verlagen!

Dit soort aanvallen op het hoofd van een onafhankelijke instelling is een president onwaardig, maar Donald Trump zit er niet mee: hij wil een renteverlaging. De Amerikaanse president heeft lage rentevoeten nodig om de overheidsbegroting onder controle te houden. Maar met zijn terugkerende beschimpingen aan het adres van de Fed ondermijnt hij het vertrouwen van internationale investeerders in de betrouwbaarheid van de Verenigde Staten, en in het bijzonder de Amerikaanse dollar.



Flossbach von Storch
POSITION

3/2025

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 aandelenkoersen zijn de laatste tijd blijven stijgen – ondanks het grillige beleid van Donald Trump, ondanks zijn tarieven, ondanks de oorlog in Oekraïne en het Midden-Oosten.

Veel beleggers maken zich begrijpelijkerwijs zorgen. En terecht. Het antwoord zal hen waarschijnlijk niet verbazen: het thema artificiële intelligentie (AI) overschaduwde momenteel een aantal factoren die de markt zouden kunnen schaden. De investeringen van de grote spelers in de technologiesector zijn indrukwekkend, zelfs kolossaal ... En de bijbehorende verwachtingen zijn nog hoger gespannen. Kunnen ze op de lange termijn worden gerealiseerd? Het is moeilijk om een serieuze voorspelling te doen. We blijven sceptisch.

De geschiedenis heeft ons één ding geleerd: wanneer aandelenkoersen de meest optimistische scenario's bevatten, is er

meestal weinig voor nodig om beleggers ervan te overtuigen dat de werkelijkheid minder gunstig is. De euforie ebt weg.

De beleggers van vandaag zouden er dus goed aan doen om verder te kijken dan technologie. Om te kijken naar bedrijfsmodellen die minder spectaculair zijn dan de zogenaamde AI-winnaars. Dit zijn bedrijfsmodellen waarvan het inkomstenpotentieel over een lange tijdshorizon tot op zekere hoogte betrouwbaarder en gemakkelijker in te schatten is dan dat van de huidige sterren, en waarvan de aandelenkoersen onlangs een klap hebben gekregen. Of aan producenten van consumptiegoederen. Kortom, “saai” aandelen.

De term is hier niet pejoratief bedoeld: een langetermijnbelegging moet zo ‘saai’ mogelijk zijn – in tegenstelling tot, hoop ik, dit tijdschrift.

Veel leesplezier!

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



Flossbach von Storch
POSITION
3/2025

WERELDBEELD	
	Tarieven
6	Steeds meer obstakels
BELEGGINGSSTRATEGIE	
	Titel
14	Wat er overblijft van de dollar
22	Van suiker? De Fed? Zeker niet!
28	De euro als internationale reservemunt
	KI
36	Cruciale vragen
	Interview
40	“Ongerustheid, maar geen crisis”
	Goud
44	De goudkoffers lopen vol
50	Verklarende woordenlijst



Tarieven

Steeds meer obstakels

De wereldwijde handel is allesbehalve vrij. En Donald Trump is niet de enige boosdoener.

6



Goud

De kluizen lopen vol

De grote centrale banken kopen massaal goud – en het is niet waarschijnlijk dat ze daar snel mee zullen stoppen.

44

OBSTAKELS MEER STEEDS



Donald Trump haalt de krantenkoppen met zijn douanebeleid. Studies tonen echter aan dat er al enige tijd een golf van protectionisme over de wereld raast.

Agnieszka Gehringer

Elke klassiek geschoolde econoom waardeert vrij-handel. Door de geschiedenis heen heeft Adam Smith de voordelen van arbeidsdeling benadrukt en David Ricardo die van de comparatieve voorde-len. Protectionisme, gedefinieerd als de beperking van de vrije handel, heeft de welvaartswinst te-nietgedaan die werd bereikt door het openstellen van grensoverschrijdende markten. Het is dan ook niet verwonderlijk dat het douanebeleid van de Amerikaanse president unaniem is veroordeeld door mainstream economen.

Maar de preken van de economen hebben de Amerikaanse president, die verklaarde voordat hij werd gekozen, onbewogen gelaten: “Voor mij is het mooiste woord in het woordenboek “douane-rechten”. Ja, dat is mijn favoriete woord”. Zodra hij aantrad, begin april, presenteerde hij een vreem-de lijst van “wederzijdse” douanerechten, met tarieven die opliepen tot 50%. Gelukkig is deze foto tot nu toe niet meer dan een stipje op de radar. In plaats van letterlijk te worden toegepast, worden deze tarieven gebruikt als basis voor het openen van onderhandelingen.

De feitelijke invoerrechten vielen gemiddeld lager uit dan de ‘wederkerige’, maar nog steeds hoger dan de eerdere. Ondanks Trumps gedeeltelijke terugtrekking blijft de fundamentele vraag hoe de handelspartners van de VS het beste kunnen reageren; in het bijzonder de Europese Unie. Vanuit economisch oogpunt zou het afzien van tegenmaatregelen de welvaart voor de Europea-nen zelfs kunnen vergroten. Dat tonen zowel de economen als de geschiedenis aan.

Maar waarom schept vrijhandel welvaart, terwijl protectionisme een negatieve werking heeft?

MEER WELVAART DOOR VRIJHANDEL

David Ricardo publiceerde zijn baanbrekende werk in 1817. In zijn beroemde voorbeeld van de voordelen van vrije handel laat hij zien hoe Engeland zich specialiseert in kleding en Portugal in wijnproductie. Omdat elk land levert wat het het beste kan, neemt de totale geproduceerde hoeveelheid voor beide soorten goederen toe. Als gevolg daarvan kunnen de Engelsen meer geïmporteerde wijn consumeren en kunnen de Portugezen meer geïmporteerde stoffen kopen dan ze zouden doen zonder vrijhandel.

Als Portugal douanerechten zou heffen op de invoer van stoffen, zou de Portugese vraag naar geïmporteerde stoffen dalen. Engeland zou dan minder inkomsten hebben en zich dus minder Portugese wijn kunnen veroorloven. Als gevolg daarvan zou de welvaart in beide landen dalen. Als Engeland als vergelding douanerechten zou heffen op de invoer van wijn, zou de Engelse con-sumptie van Portugese wijn nog verder dalen en zouden de Portugezen nog minder geïmporteerde stoffen kopen. Het verlies aan welvaart zou dan nog erger worden.

Om deze neerwaartse spiraal te doorbreken, zou-den de Britse lakenproducenten hun exportprijzen kunnen verlagen om het effect van de douanerech-ten te neutraliseren, waardoor de verkoopvolumes op peil zouden kunnen blijven. De inkomsten uit douanerechten zouden stijgen voor de Portugese staat, die daar op korte termijn van zou profiteren. Maar als de prijsdaling gepaard zou gaan met een productiviteitsstijging, zouden de Britten in feite de winnaars zijn, omdat stof ook voor binnenlandse consumenten goedkoper zou worden. De vraag en de productie zouden dan sterk stijgen en de extra belastinginkomsten voor de Britse staat zouden uiteindelijk hoger kunnen uitvallen dan de doua-ne-inkomsten van Portugal. De verliezers zouden de Portugese consumenten zijn, die een hogere prijs voor hun stoffen zouden moeten betalen.

Vandaar de conclusie van David Ricardo dat het gunstiger is om geen tegenmaatregelen te ne-men tegen douanerechten.

LEREN VAN DE GESCHIEDENIS

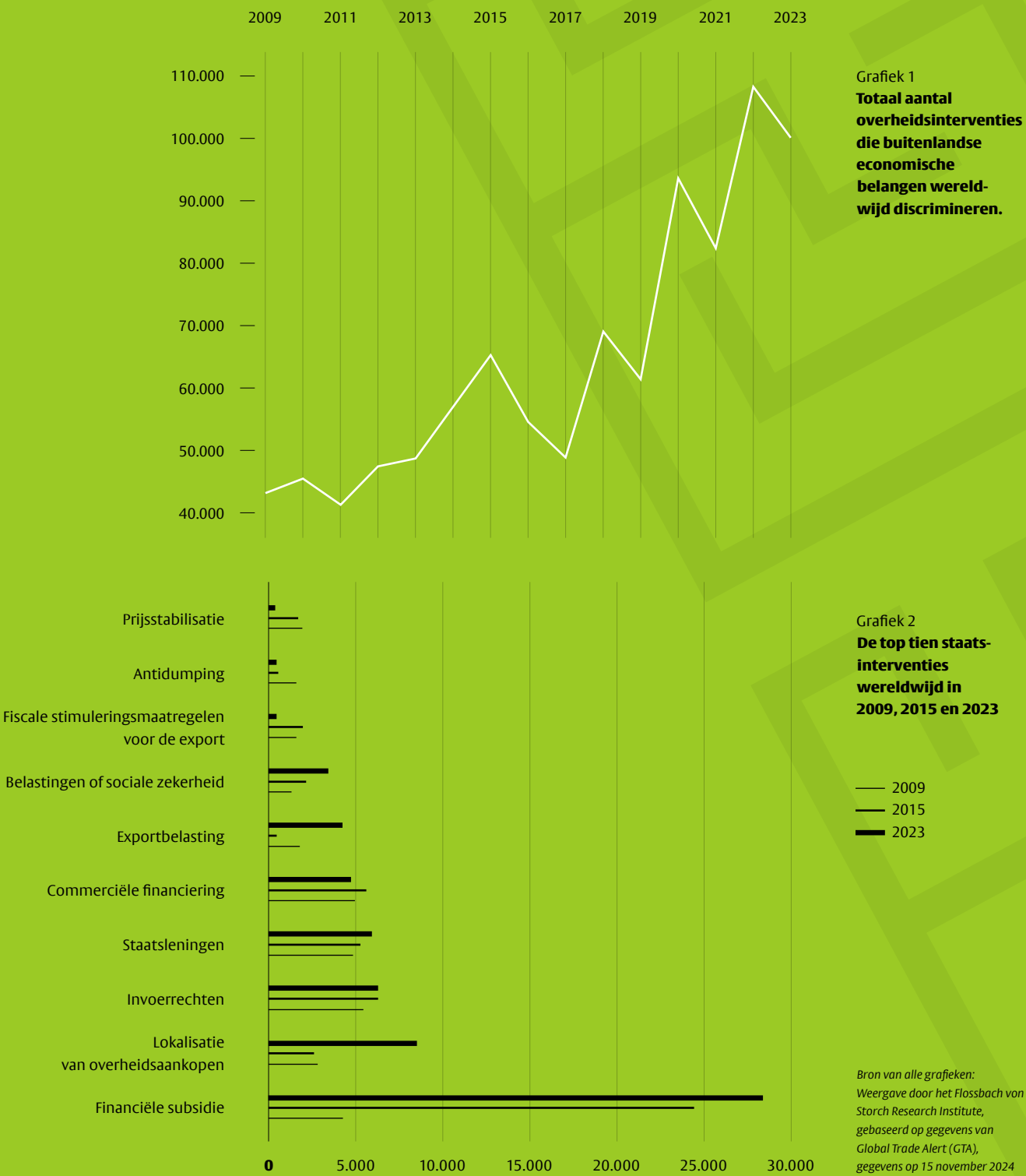
De geschiedenis biedt ook voorbeelden van de negatieve impact die hoge douanerechten kun-nen hebben op een economie. In juni 1930 waren de Verenigde Staten van plan om de belastingen op import met 20% te verhogen. Een groep van ongeveer duizend economen ondertekende een brief aan president Herbert Hoover, waarin ze er bij hem op aandrongen zijn veto uit te spreken over het wetsvoorstel na de tweede lezing in het Huis van Afgevaardigden – een ongeken-de mobilisatie!

Destijds was deze sterke oppositie niet alleen gebaseerd op theoretische overtuigingen. Het Fordney-McCumber-tarief was al sinds septem-ber 1922 van kracht en de douanerechten op de invoer van bepaalde goederen bedroegen vijf jaar later gemiddeld 38,5%. Grote Europese economie-en hadden al vergeldingsmaatregelen genomen in de vorm van douanerechten, vooral op mo-torvoertuigen, die een deel van de Amerikaanse industrie benadeelden. De nieuwe wet voorzag in een verdere belastingverhoging van 20% op in totaal 20.000 producten vanaf 1930.

Na de afkondiging gebeurde wat de economen de president hadden voorspeld: er werden tegen-maatregelen genomen, de wereldhandel stortte in, Amerikaanse consumenten leden onder de stijgende prijzen en de economische neergang versnelde, waardoor het land in de Grote Depres-sie belandde.

De geschiedenis waarschuwt daarom ook voor een erosie van de welvaart wanneer douanerech-ten worden verhoogd.





**PROTECTIONISME IS
AL HEEL LANG IN ZWANG**

Net zoals er in de Verenigde Staten al sinds 1922 een zeer restrictief handelsbeleid werd gevoerd, was de protectionistische golf al in volle gang toen Donald Trump op “Bevrijdingsdag” in april 2025 met zijn tarieventabel zwaaide.

Uit gegevens van Global Trade Alert (GTA), een uitgebreide database met gedetailleerde informatie over verschillende vormen van staatsinterventie die de handelsrelaties tussen landen beïnvloeden, blijkt dat de huidige golf van protectionisme kort na de wereldwijde financiële crisis is begonnen. De eerste opmerkelijke versnelling in maatregelen gericht op het schaden van handelsconcurrenten is echter van recentere datum: deze dateert van het eerste presidentschap van Donald Trump, tussen 2017 en 2021 (zie grafiek 1).

Het soort protectionisme (d.w.z. de genomen maatregelen) is echter veranderd. Terwijl Donald Trump nog steeds een uitgesproken voorliefde voor tarieven toont, nemen de Verenigde Staten, maar ook andere grote spelers op het internationale toneel, steeds vaker hun toevlucht tot alternatieve vormen van staatsinterventionisme die buitenlandse handelsbelangen schaden (of van plan zijn dat te doen). Naast de traditionele instrumenten van tarieven en quota is er de laatste jaren een nieuwe vorm van protectionisme ontstaan, die een lange lijst van belemmeringen voor internationale transacties omvat. Minder voor de hand liggend is dat het ook meer onderhevig is aan de waardering van buitenlandse contractuele partners. Politiek gezien zijn deze barrières gemakkelijker te verdedigen en uit te rollen.

De GTA-database bevat momenteel 57 varianten van protectionistische maatregelen, onderverdeeld in negen categorieën. De genoemde interventies variëren van nationale wetgeving tot

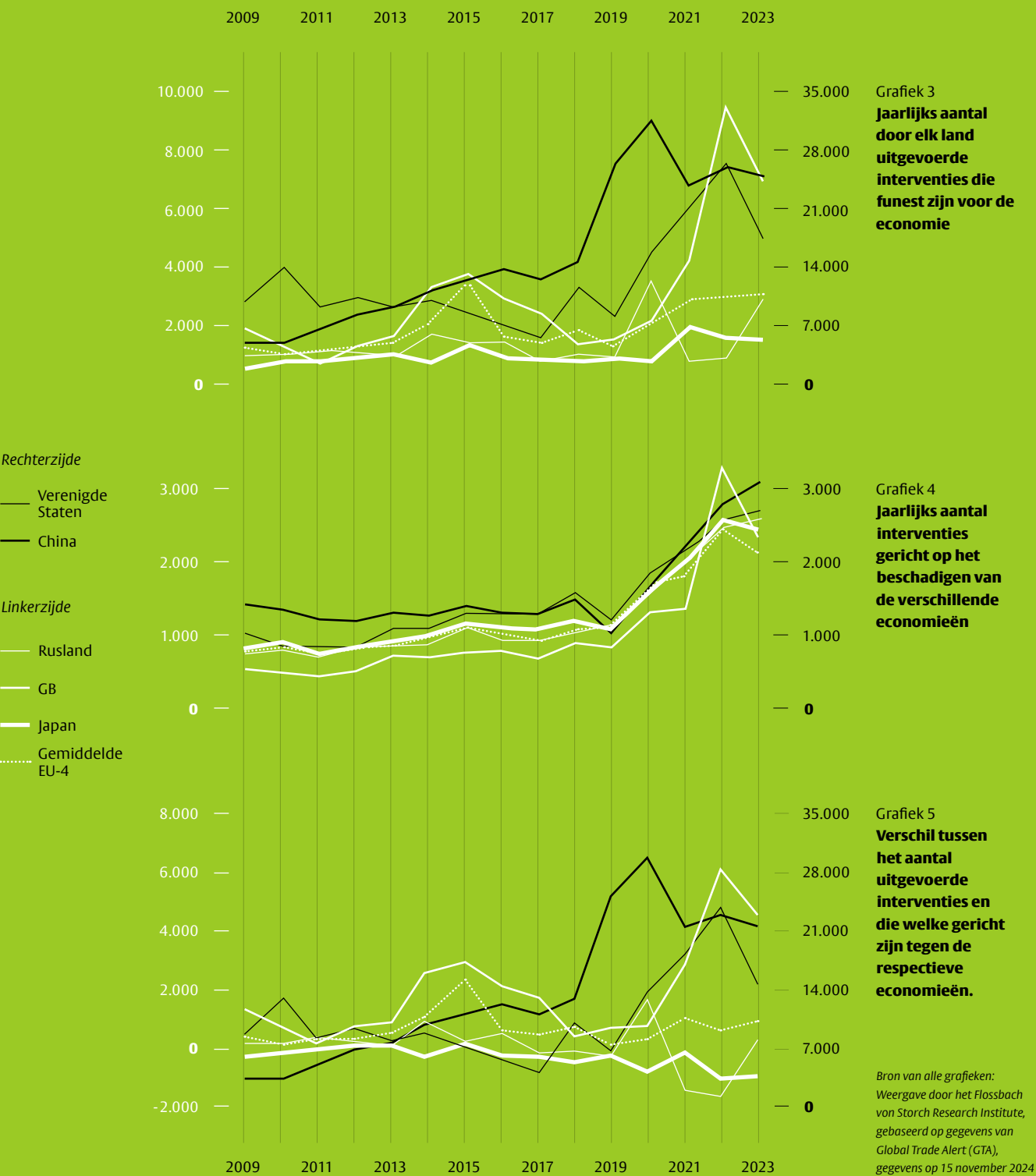
de contractuele voorwaarden die door bepaalde overheidsinstanties zijn vastgesteld. Elk item in de database bevat informatie over de richting van de veranderingen (schadelijk of gunstig voor de handel), het aangekondigde beleidsinstrument en de sectoren en handelspartners die mogelijk worden getroffen.

Uit de gegevens van GTA blijkt dat de meeste overheidsinterventies sinds 2009 discriminerend zijn. Onder de schadelijke interventies waren invoertarieven, handelsfinanciering en staatsleningen de meest gebruikte maatregelen in 2009. Hoewel ze nog steeds een prominente plaats innemen op de lijst van voorkeursinterventies, moet worden opgemerkt dat financiële steun en overheidsopdrachten eind 2023 veel populairder waren geworden (zie grafiek 2).

Belangrijk is dat de GTA-gegevens overheidsinterventie waarschijnlijk onderschatten, vooral in gevallen waar protectionisme zijn oorsprong vindt in richtlijnen, subsidies of belastingbeleid, en dus niet expliciet een kwestie van handelsbeleid is. Dit lijkt bijvoorbeeld het geval te zijn voor de milieuriichtlijnen die vaak worden aangenomen in de EU, of voor belastingprikkel met nationale aandeelvereisten, zoals de Inflation Reduction Act in de Verenigde Staten. Deze maatregelen zijn moeilijker te classificeren als commerciële interventies.

**DE VERENIGDE STATEN,
KAMPIOENEN VAN
HET PROTECTIONISME**

Tegen het einde van 2023 waren de Verenigde Staten en China echter de wereldkampioenen in het implementeren van protectionistische maatregelen, volgens de gegevens van GTA. Met name de handelsoorlog die de eerste regering-Trump met het Verenigd Koninkrijk is begonnen, heeft geleid tot een duidelijke verharding van de voor de handel nefaste beleidsinterventies →



van beide landen ten opzichte van de rest van de wereld. Met de oorlog in Oekraïne is Rusland ook een fervent voorstander geworden van maatregelen die nadelig zijn voor zijn handelspartners. De vier grootste EU-landen (Duitsland, Frankrijk, Italië en Spanje, hier het “EU-4 gemiddelde” genoemd) hebben ook schadelijkere maatregelen genomen. Het niveau lag echter (nog steeds) ver onder dat van China en de Verenigde Staten (zie grafiek 3).

Als we nu kijken naar het aantal schadelijke ingrepen die van invloed zijn geweest op de respectieve economieën, zien we een vergelijkbaar niveau bij de belangrijkste mondiale spelers, hoewel het gemiddelde van de EU-4 veel minder maatregelen heeft genomen die in de GTA worden genoemd (zie grafiek 4).

Tot slot laat een vergelijking tussen het aantal schadelijke interventies door landen en het aantal maatregelen van derden die een negatief effect op hen hebben een positieve balans zien, met name in de Verenigde Staten, China en Rusland. In de EU-4-groep was het resultaat ook positief. Met andere woorden, deze landen zijn de bron van meer interventies dan ze hebben ondergaan. In het Verenigd Koninkrijk is de balans negatief geworden na de brexit. Ook in Japan blijft hij bijna altijd negatief (zie grafiek 5).

WAT TE DOEN?

De kans dat deze golf van protectionisme ont-aardt in een zero-sum game is daarom aanzien-lijk en neemt toe naarmate de schadelijke staat-sinterventie over de hele wereld toeneemt. Met het aantreden van Donald Trump wordt er een nieuwe golf van tarieven opgelegd aan de han-delspartners van de Verenigde Staten.

Het verleden heeft aangetoond dat de negatieve effecten van protectionisme veel verder gaan dan tarieven, aangezien andere maatregelen, die een

brede waaier aan schadelijke processen omvatten, steeds meer ingang vinden. Door deze maatregelen worden middelen overgeheveld naar minder efficiënte binnenlandse industrieën.

Op de een of andere manier lijden alle betrokken partijen uiteindelijk economische verliezen, die zeer waarschijnlijk ongelijk verdeeld zijn. Vrije handel bevordert welvaart, terwijl handelsbelemmeringen deze juist vernietigen. Deze eco-nomische wet, die honderden jaren oud is, is vandaag de dag nog steeds relevant. Wanneer een handelspartner douanerechten oplegt, is het niet raadzaam om te reageren met douane-barrières. Door af te zien van tegenmaatregelen voorkom je een spiraal van welvaartsvernietiging. Daarnaast worden bedrijven in het betrokken land ook aangemoedigd om hun productiviteit te verbeteren.

In het huidige handelsconflict tussen de VS en de EU betekent dit dat het land van Uncle Sam in alle gevallen het onderspit delft vanwege han-delsbelemmeringen. De EU daarentegen zal dat alleen kunnen als ze op de Amerikaanse tarieven reageert door ook tegenheffingen in te stellen. ♦

Prof. Dr. Agnieszka Gehringer werkt voor het Flossbach von Storch Research Institute.



Wat er over- blijft van de dollar →

De Amerikaanse munt is onlangs het sterkste gedaald in decennia. Het privilege van de Amerikaanse dollar wordt opnieuw ter discussie gesteld – terecht?

Het verhaal over het einde van de dominantie van de dollar is een terugkerend thema in de (vak)literatuur. Onlangs zou dit ‘genre’ een lichte opleving hebben gekend – althans volgens een bekende uitgever. We kunnen niet anders dan hierop reageren.

De afgelopen maanden stond de dollar inderdaad vaak in de (economische) krantenkoppen. De reden: na een lange periode van stijging kwam de Amerikaanse munt zwaar onder druk te staan tegenover andere valuta. Beleggers in de eurozone die Amerikaanse aandelen of obligaties bezitten, hebben dat aan den lijve ondervonden.

De veel gevolgde dollarindex, die de koersontwikkeling van zes valuta tegenover de dollar weergeeft, verloor in het eerste halfjaar zo’n 11% (zie grafiek 1). Dat is de grootste daling in een eerste halfjaar sinds 1973.

Bert Flossbach

De toenemende scepsis tegenover de mondiale referentiemunt heeft te maken met het weinig geruststellende beleid van de Amerikaanse president, met name op begrotingsvlak (‘Big Beautiful Bill’) en de daaruit voortvloeiende schuldstijging, en ook met zijn steeds vaker en steeds feller herhaalde aanvallen op de Amerikaanse centrale bank (Federal Reserve, Fed) en haar voorzitter, Jerome Powell.

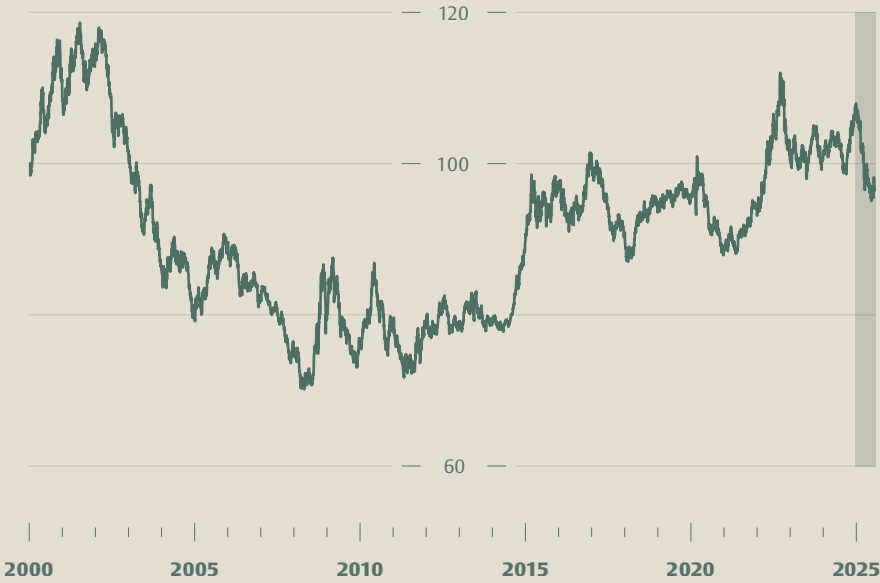
ALARMBEL

De Fed is een onafhankelijke instelling. Zij voert een ‘apolitiek’ monetair beleid – of zou dat althans moeten doen. Daarbij heeft ze maar twee doelstellingen: prijsstabiliteit en de economische welvaart van de VS. Als, zoals Donald

Trump doet, een president probeert de centrale bank in te zetten voor zijn politieke doelen, gaat op de financiële markten de alarmbel af.

Niet alleen de frequentie van de aanvallen is opmerkelijk, maar ook de felheid waarmee Donald Trump voortdurend uithaalt naar de Fed-voorzitter, Jerome Powell, een Republikein die hij zelf benoemd heeft.

Zo verklaarde hij voor de camera’s dat Jerome Powell ‘een van de domste en meest destructieve mensen’ was. Hij gaf hem ook de bijnaam ‘TOO LATE’ (te laat), omdat Powell halsstarrig weigert om tegemoet te komen aan Trumps wens voor een snelle en forse renteverlaging. Het is dan ook nauwelijks verrassend dat de Amerikaanse president blijft aandringen op veranderingen binnen het machtige Fed-comité.



Grafiek 1
Verlies van vertrouwen in de dollar
USDX-index: evolutie van de US dollar ten opzichte van een mandje van 6 valuta's (geïndexeerd, 1 januari 2000 = 100)

Historische prestaties zijn geen betrouwbare een betrouwbare indicator voor toekomstige prestaties.
Bron: Bloomberg, Flossbach von Storch, gegevens op 15 augustus 2025

POSTEN VOOR
VERTROUWELINGEN

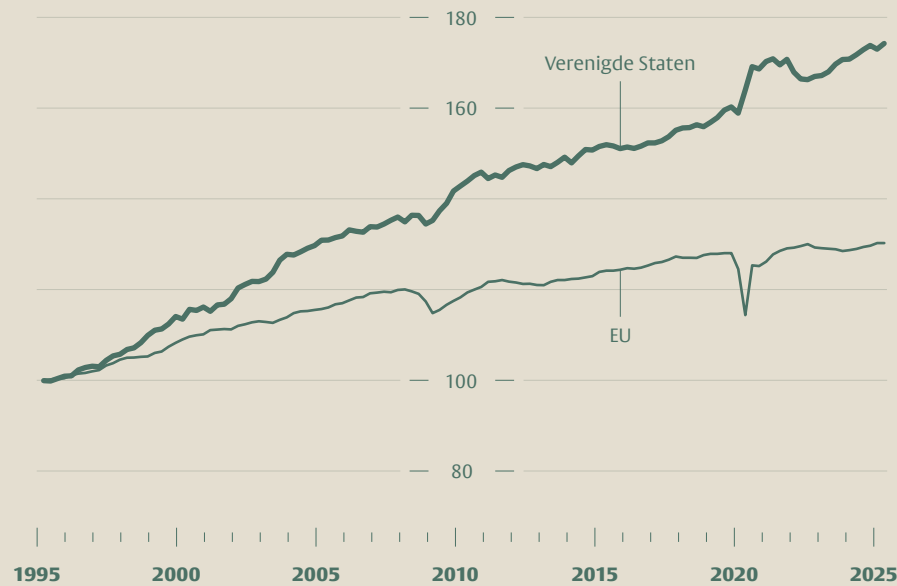
Het doel van Donald Trump is om zoveel mogelijk posities in te vullen met vertrouwelingen die voorstander zijn van een soepel monetair beleid. Dat is echter niet zo eenvoudig, want het volstaat niet om alleen een nieuwe Fed-voorzitter te benoemen. Rentebeslissingen worden genomen door twaalf stemgerechtigde leden, en Trump kan er daarvan slechts twee vervangen vóór het einde van zijn

mandaat. Als hij volledig vrij spel had, zou de dollar waarschijnlijk nog sterker zijn gedaald.

Zoals we de Amerikaanse president kennen, weerhoudt dat hem er echter niet van om zoveel mogelijk invloed te willen uitoefenen op het Amerikaanse monetaire beleid. Daartoe past ook het publieke debat over de mogelijke opvolger van Jerome Powell en een versnelde benoeming daarvan nog dit jaar – een ongewoon vroege datum die een krachtig signaal afgeeft.

Zo zou er namelijk een ‘schaduwvoorzitter’ kunnen worden geïnstalleerd, die de marktverwachtingen over het toekomstige rentebeleid al lang vóór de feitelijke wissel van het mandaat beïnvloedt, en de zittende centrale bankier degradeert tot figurant.





UITEINDELIJK IS DAT NIET WAT TELT ...

In het ideale geval zou Donald Trump de functie zelf bekleden. Omdat dat niet mag, zal hij er alles aan doen om stap voor stap zijn invloed binnen de Federal Reserve te vergroten. Het vertrouwen in de dollar zal daar waarschijnlijk onder lijden.

Uiteindelijk is het echter de economische welvaart van een land die bepalend is voor de waarde van zijn munt. En op dat vlak hebben de Verenigde Staten – voorlopig – nog troeven. De economie groeit gestaag, en de arbeidsmarkt lijkt stabiel te blijven. De VS vertegenwoordigen slechts 4% van de wereldbevolking, maar genereren meer dan een kwart van de mondiale economische output en ongeveer een derde van de wereldwijde bedrijfswinsten. De Europese Commissie schat dat 42% van de wereldwijde uit-

Grafiek 2
De Amerikanen zijn productiever
Output per werknemer
(geïndexeerd, 1995 = 100)

Bron: Eurostat, U.S. Bureau of Labor Statistics,
Flossbach von Storch,
gegevens op 15 augustus 2025

gaven voor onderzoek en ontwikkeling afkomstig is van Amerikaanse bedrijven. Voor softwareontwikkeling loopt dat aandeel zelfs op tot 70%.

Dat is een wezenlijke reden voor de hoge productiviteit van de VS, die in de afgelopen twintig jaar aanzienlijk sterker is gestegen dan in Europa (zie grafiek 2). De productiviteitsgroei heeft zich na de financiële crisis van 2008 opnieuw versneld. Oorzaken zijn massale investeringen en innovaties in de hightechsector. De grote technologiebedrijven hebben een wereldwijde machtspositie opgebouwd, die zich

ook weerspiegelt in duidelijk gestegen beurswaarden. Eind 2008 bedroeg de marktkapitalisatie van de in de S&P 500 opgenomen bedrijven slechts acht biljoen Amerikaanse dollar. Onlangs was dat meer dan 50 biljoen en daarmee meer dan zes keer zoveel.

BIJ GEBREK AAN ALTERNATIEVEN

Al in de jaren 1830 beschreef Alexis de Tocqueville in zijn boek *Over de democratie* in Amerika de Verenigde Staten als een uniek land, gekenmerkt door democratie, individualisme en gelijke kansen, dat zich onderscheidde van Europese samenlevingen door een bijzondere combinatie van vrijheid, religie en economische vooruitgang.

Al decennialang wordt de dollar wereldwijd gewaardeerd als middel om waarde te bewaren. De handel in de

Daarom is het ook nu weer te vroeg
om de doodslok te luiden voor de dollar.
Simpelweg omdat er geen geschikte
alternatieven zijn.

belangrijkste grondstoffen vindt grotendeels plaats in de Amerikaanse munt. Geen enkel ander land beschikt over een zo diepe kapitaalmarkt als de Verenigde Staten.

Daarom is het ook nu weer te vroeg om de doodslok te luiden voor de dollar. Simpelweg omdat er geen geschikte alternatieven zijn. De euro? Structureel ongeschikt. De Zwitserse frank of de Noorse kroon? Sterke valuta, maar te illiquide. De Chinese renminbi?

Geen enkele rechtszekerheid voor buitenlandse investeerders. Men heeft dus (voorlopig) nog steeds de Amerikaanse dollar nodig.

Toch zou, als de Amerikaanse economie zou verzwakken en de inflatie desondanks boven de doelstelling van 2% zou blijven, een Fed-voorzitter die loyaal is aan Donald Trump de monetaire

stabiliteit kunnen negeren en zich ten dienste stellen van de regering. In dat geval zou de dollar verder verzwakken.

Conclusie voor de toekomst: de status van de dollar als wereldreservemunt wordt weliswaar niet bedreigd, maar het belang ervan zou kunnen afnemen. Beleggers – wijzelf inbegrepen – zouden kunnen concluderen dat het ideale dollaraandeel in een wereldwijd gespreide portefeuille in de toekomst (fors) lager moet liggen.

Landen zoals China proberen al lang hun valutareserves minder afhankelijk te maken van de dollar, al is dat eerder om geostrategische redenen. Dat blijkt niet in de laatste plaats uit de duidelijke stijging van de goudprijs in de afgelopen jaren.

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



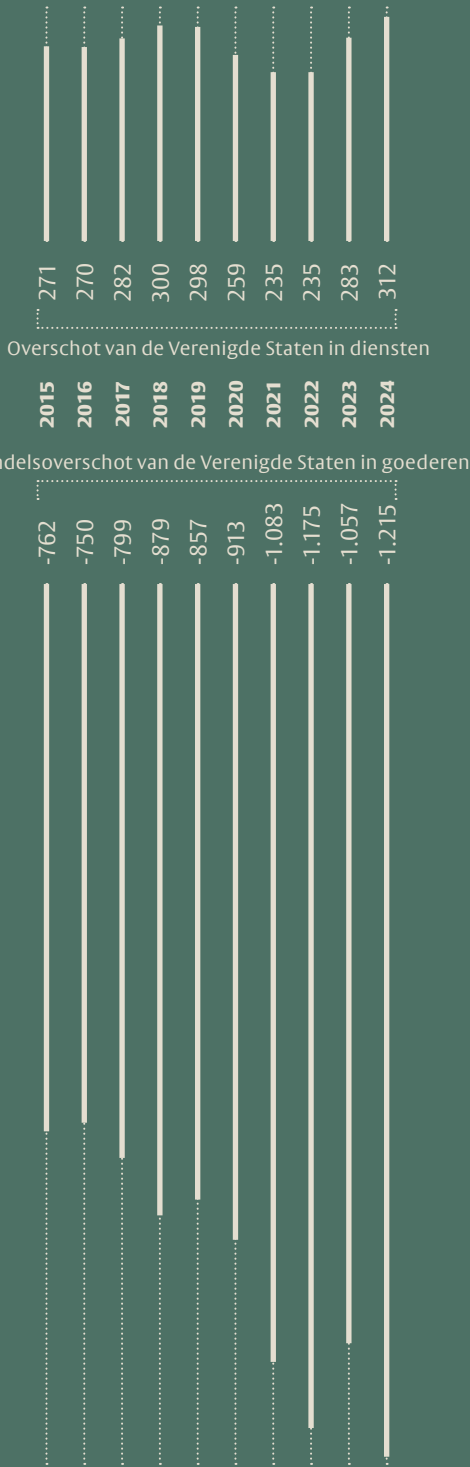
Vertraging in zicht

Historisch gezien is bewezen dat invoerrechten de groei niet stimuleren. De Smoot-Hawley Tariff Act van 1930 is een berucht voorbeeld. Op de homepage van de Amerikaanse Senaat wordt deze wet zelfs ‘erkend’ als een van de meest rampzalige wetgevingsdaden in de geschiedenis van het Congres.

Het doel van deze wet was destijds om noodlijdende boeren te helpen. Uiteindelijk stegen de invoerrechten gemiddeld met zo’n 20 procentpunt. De belangrijkste handelspartners van de VS reageerden met agressieve vergeldingsrechten en importbeperkingen op Amerikaanse producten. De Amerikaanse uitvoer naar landen die vergeldingsmaatregelen hadden genomen, daalde met wel 33%. Ernstig was vooral dat de terugval zich voordeed bij de belangrijkste Amerikaanse exportproducten in waarde – zoals auto’s en landbouwproducten – die de wet juist beoogde te beschermen.

Een tekort van de VS in de goederenhandel is al decennialang de normaalste zaak van de wereld (zie grafiek 3). Ook hogere Amerikaanse invoerrechten veranderen daar maar weinig aan. Tegelijkertijd profiteren de VS van een groot overschot op de dienstenbalans, dat vooral wordt verdiend door de grote Amerikaanse technologieconcerns. Hier hebben de handelspartners van de VS, in het bijzonder de Europese Unie (EU), een punt, want theoretisch zouden zij met hetzelfde argument als Trump bij de handelsoverschotten invoerrechten op Amerikaanse diensten kunnen heffen. Aan te bevelen zouden dergelijke tarieven echter nauwelijks zijn. Niet in de laatste plaats omdat Trump een dergelijke aanpak als een provocatie zou opvatten en het hem waarschijnlijk tot verdere tegenmaatregelen zou verleiden.

Hoe sterk het handelsconflict zich uiteindelijk zal uitwerken op de groei in de VS en de wereldeconomie als geheel, valt verder niet precies te beoordelen – geholpen heeft het ongetwijfeld niet. En of de onlangs door Trump gesloten ‘deals’ ook op de langere termijn stand zullen houden, is eveneens zeer twijfelachtig. Slechts enkele dagen na de handelsovereenkomst met de EU had de Amerikaanse president alweer gedreigd de afgesproken invoerrechten van 15 procent naar 35 procent te verhogen, als de EU-bedrijven in de komende jaren niet in de beoogde omvang van 600 miljard Amerikaanse dollar in de VS zouden investeren. Dat Trump, afhankelijk van situatie en stemming, ook in de toekomst gebruik zal blijven maken van zijn favoriete drukmiddel, lijkt dan ook zo goed als zeker. ♦



Grafiek 3
Een historisch onevenwicht
De Verenigde Staten: een tekort in de goederenhandel maar een overschot in de dienstenhandel

Bron: LSEG Datastream, Flossbach von Storch, gegevens op 15 augustus 2025

Van suiker? De Fed? Zeker niet!

De mogelijke aantasting van de onafhankelijkheid van de Amerikaanse centrale bank heeft de afgelopen maanden tot veel bezorgdheid geleid. Zijn die zorgen terecht? De machtigste centrale bank ter wereld is veerkrachtiger dan men zou denken.

Julian Marx



Ondanks haar vrij jeugdige leeftijd (ze is 28 jaar) is Karoline Leavitt, de woordvoerster van Donald Trump, een doorgewinterde perswoordvoerder. Elke week beantwoordt ze vragen van journalisten in het Witte Huis. De presidentiële perschef leest vaak voor de camera's de inhoud voor van vooraf opgestelde nota's. Gewoonlijk komen die papieren niet in beeld.

Op 30 juni 2025 liet Karoline Leavitt echter duidelijk een vel papier zien met daarop de beleidsrentes van 44 landen, oplopend gerangschikt. Op dat vel had de Amerikaanse president aan Jerome Powell, de voorzitter van de Federal Reserve (Fed), de volgende woorden gekrabbeld (in het Engels):

“Jerome, je hebt de VS een fortuin gekost. Je moet de rente fors verlagen.”

De boodschap kon niet duidelijker zijn.

Volgens Donald Trump zouden de Verenigde Staten bovenaan deze lijst moeten staan, met een beleidsrente van minder dan 2%. Tot zijn grote ergernis bengelt het land van Uncle Sam echter helemaal onderaan, met een rente van 4,5%. Deze opvallende mise-en-scène was opnieuw een act in het Amerikaanse rentebeleids-theater. De maanden daarvoor had Donald Trump immers al meerdere keren geprobeerd druk uit te oefenen op het monetaire beleid. Tot dusver zonder succes.

Toch blijven de zorgen over een mogelijke aantasting van de onafhankelijkheid van de Amerikaanse centrale bank bestaan. Het zou tenslotte niet de eerste keer in de geschiedenis van de Fed zijn dat het monetaire beleid wordt afgestemd op de wensen van een president.

EEN WEINIG VERHEFFEND PRECEDENT

In het verleden sloten twee mannen een pact. De eerste vreesde dat hij niet herkozen zou worden als president van de Verenigde Staten, de ander moest hem daarbij helpen. Het ging om Richard Nixon, de 37^e president van de VS (1969–1974), en Arthur Burns, die Nixon in 1969 had benoemd als voorzitter van de Federal Reserve. Burns stond bekend als een expert in conjunctuurr cycli ... maar dat was wellicht niet de reden waarom hij de functie kreeg.

Richard Nixon waardeerde vooral Burns' loyaliteit tijdens eerdere ontmoetingen binnen de Republikeinse partij. Zo had Burns in maart 1960 Nixon – toen vice-president – gebeld om hem te waarschuwen dat de economie waarschijnlijk zou

instorten vóór de verkiezingen in november. Burns zou hebben aangedrongen om er alles aan te doen dit te voorkomen. Tevergeefs: Nixon, destijds presidentskandidaat, kon Dwight Eisenhower niet overtuigen een ruimer begrotingsbeleid te voeren. Zijn nipte verkiezingsnederlaag in 1960 schreef hij toe aan de lichte stijging van de Amerikaanse werkloosheidsgraad.

Die nederlaag liet diepe sporen na. Nixon zwoer dat de geschiedenis zich nooit meer mocht herhalen. Elf jaar later, inmiddels zelf president, raakte hij logischerwijs verontrust door de steeds verder oplopende werkloosheidsgraad, die in 1971 steeg van minder dan 5 naar meer dan 6%. Hij probeerde steeds nadrukkelijker invloed uit te oefenen op het Amerikaanse rentebeleid, zoals blijkt uit de beruchte Nixon tapes.

Op 10 oktober 1971 zei Nixon onomwonden tegen Arthur Burns, die hem eindelijk kwam opzoeken in het Oval Office: “Ik wil niet halsoverkop de stad verlaten”.

Een duidelijke verwijzing naar een mogelijk verkiezingsverlies. Er volgden tal van gesprekken waarin Nixon pleitte voor een ruimer monetair beleid en Burns verzocht hem een gunst te doen.

Nixon probeerde onvermoeibaar de onafhankelijkheid van de Fed te ondermijnen. Hij had Burns immers al in oktober 1969, kort na diens benoeming, gewaarschuwd:

“Ik ken de mythe van de autonomie van de Fed.”
“Mijn relatie met de Fed zal anders zijn dan die van Bill Martin
(de voormalige voorzitter van de Fed).
Hij had altijd zes maanden vertraging wanneer hij iets wilde doen.
Arthur, ik reken op jou om ons voor een recessie te behoeden.”

De rest is geschiedenis. Nixon won de presidentsverkiezingen in november 1972 met een overweldigende meerderheid van bijna 61% van de stemmen. In de jaren '70 moest het Amerikaanse monetaire beleid vervolgens laveren door de 'grote inflatie', een periode waarin prijzen de hoogte in schoten door oliecrises en expansief monetair en begrotingsbeleid.

Of Burns zijn ruimere monetaire koers voerde onder politieke druk of uit eigen overtuiging zal wellicht nooit met zekerheid worden vastgesteld. Feit is dat zijn beleid een bittere nasmaak naliet.



Zelfs voor de president van de Verenigde Staten is het dus niet eenvoudig om de Fed voor zijn kar te spannen.

KRITISCHE BLIK OP HET HEDEN

Niemand weet nog welke ‘nasmaak’ de huidige Amerikaanse president zal achterlaten. Dat Donald Trump volgend jaar een nieuwe voorzitter van de Fed kan benoemen – het vierjarige mandaat van Jerome Powell loopt af in mei 2026 – zorgt voor controverse. De vrees bestaat dat Trump een voorzitter kiest die meer trouw is aan hem en zijn obsessie met lage rentes dan aan het dubbele mandaat van de Fed.

De geruchten over mogelijke beïnvloeding van de toekomstige Fed-voorzitter zullen dus nog wel even aanhouden. De waarheid komt echter pas volgend jaar aan het licht. Intussen rijst een andere vraag: hoever kan de invloed van een ‘slecht geplaatste’ voorzitter van de centrale bank reiken?

MACHTSOVERDRACHT

De rentebeslissingen worden niet achter gesloten deuren door enkel de Fed-voorzitter genomen. Ze zijn immers het resultaat van unanieme besluiten van een comité van twaalf personen: het FOMC (Federal Open Market Committee). De zittende president heeft slechts beperkte invloed op de samenstelling van dat comité. Slechts zeven van de twaalf stemgerechtigde leden worden benoemd door het Witte Huis. Die zeven vormen de Board of Governors, het bestuursorgaan van de Fed, gevestigd in Washington D.C.

De andere vijf leden van het FOMC zijn afkomstig uit de twaalf regionale Fed-banken, die in hun regio operationele taken vervullen (zoals het toezicht op banken). Samen met de Board of Governors vormen zij het Federal Reserve System. De voorzitter van de New York Fed heeft een vaste zetel in het FOMC, terwijl de vier resterende zetels rouleren onder de elf andere regionale bankpresidenten. De president heeft geen directe invloed op hun benoeming.

En zelfs voor de zeven leden van de Board of Governors die hij kan benoemen, is zijn invloed beperkt. De mandaten duren veertien jaar en zijn gespreid in de tijd: om de twee jaar loopt één mandaat af. Deze spreiding is cruciaal voor de politieke onafhankelijkheid van de Fed: een president kan tijdens zijn vierjarige ambtstermijn dus nooit het volledige bestuur vervangen door medestanders. Tijdens de resterende ambtstermijn van Trump lopen er slechts twee termijnen in de Raad van Gouverneurs regulier af: in januari 2026 die van Adriana Kugler, die echter reeds begin augustus is afgetreden en daarmee haar functie voortijdig heeft neergelegd, en in januari 2028 die van de huidige Fed-voorzitter

Jerome Powell. Zo zorgt de gespreide zittingstermijn voor stabiliteit en continuïteit binnen de Raad van Gouverneurs.

NIET VAN SUIKER

Zelfs voor de president van de Verenigde Staten is het dus niet eenvoudig om de Fed voor zijn kar te spannen. De komende benoeming van een nieuwe voorzitter leidt dus niet automatisch tot een monetair beleid dat volledig in lijn ligt met Trumps wensen. Want naast de voorzitter hebben elf andere leden een stem – en Donald Trump kan hen niet als marionetten vervangen.

Toch zou een ‘slecht geplaatste’ Fed-voorzitter veel onrust kunnen veroorzaken binnen de machtigste centrale bank ter wereld. Idealiter mag een benoeming de onafhankelijkheid van de instelling als geheel niet in gevaar brengen. Integriteit is daarbij een essentiële voorwaarde. Leden van de Fed hebben doorgaans al een lange en succesvolle carrière achter de rug; het zijn vaak gevestigde figuren op het hoogtepunt van hun loopbaan.

Als Donald Trump echter blijft morrelen aan hun onafhankelijkheid, zal het aan hen zijn om zich op te werpen als behoeders van een instelling die al meer dan honderd jaar bestaat.

Laten we hopen dat de FOMC-leden niet ‘van suiker’ zijn en zich niet laten verleiden tot een weinig verheffend precedent à la Arthur Burns. Dan zullen Trumps dreigende woorden niet het einde betekenen van de onafhankelijkheid van de Amerikaanse centrale bank. ♦

Julian Marx is analist bij Flossbach von Storch SE.

DE EURO ALS INTERNATIONALE RESERVEMUNT

Eind vorig jaar bejubelden financiële journalisten en bankanalisten nog steeds het 'Amerikaanse exceptionalisme'. Op deze manier probeerden ze de uitzonderlijke prestaties van de Amerikaanse aandelenmarkt in perspectief te plaatsen. Begin 2025 wezen we erop dat de analogie met de term van de Franse aristocraat Alexis de Tocqueville niet in de eerste plaats werd gerechtvaardigd door de beursprestaties, maar door de economische ontwikkeling van het land.

Thomas Mayer

De Amerikaanse economie maakt al lange tijd indruk met haar sterke productiviteits-groei, vooral in vergelijking met Europa en Japan. We concludeerden daarom dat een correctie van de eerdere stijgingen van de aandelenkoersen vroeg of laat zou kunnen plaatsvinden, maar dat het verkeerd zou zijn om hieruit het einde van het Amerikaanse exceptionalisme af te leiden en een situatie die vergelijkbaar is met degene die volgde op het uiteenspatten van de Japanse ‘economische zeepbel’ in het begin van de jaren negentig¹.

Met de zwakte die de Amerikaanse aandelenmarkt sinds het begin van 2025 in zijn greep heeft, hekelen dezelfde mensen die dit ‘Amerikaanse exceptionalisme’ onlangs nog prezen, het nu. De correctie in aandelen, de daling van de obligatiemarkt en de zwakte van de Amerikaanse dollar worden gezien als tekenen dat de Amerikaanse dominantie op de financiële markten van de wereld ten einde loopt. Natuurlijk zijn er altijd al geopolitieke veranderingen geweest, van het Romeinse Rijk tot het Britse Rijk, die leidden tot overeenkomstige veranderingen in de mondiale financiële suprematie. Het lijkt daarom voorbarig om te praten over het einde van de dominantie van de dollar. Maar ondanks alle tekortkomingen van de Verenigde Staten, die vooral duidelijk zichtbaar zijn onder het presidentschap van Donald Trump, is er nog steeds geen realistisch alternatief voor de Amerikaanse dollar als internationale reservemunt. Het Britse pond is een schaduw van zijn 19e eeuwse zelf, de Japanse yen is de valuta van een vergrijzende bevolking en de Chinese yuan heeft geen rechtszekerheid.

Er wordt vaak gesproken over de vervanging door de euro. De euro in zijn huidige vorm

is echter een onvolledige munt en bestaat het risico dat de voltooiing ervan ontspoot door het onvermogen van de volkeren van Europa om hun fiscale en bancaire systemen te verenigen door middel van een politieke unie. Een dergelijke unie is echter alleen een essentiële voorwaarde voor een volledige munt als deze wordt opgevat als een staatsmunt, in de vorm van fiduciair kredietgeld. Ik zal in wat volgt proberen aan te tonen dat de euro compleet zou kunnen zijn als hij in een andere vorm was georganiseerd. Hij zou dan voldoen aan de voorwaarden om een potentiële internationale reservemunt te worden.

DE ESSENTIËLE KENMERKEN VAN EEN RESERVEVALUTA

Het concept van een reservevaluta stamt uit het tijdperk van de vaste wisselkoersen. Als de externe betalingsbalans (lopende rekening en kapitaalrekening) een tekort zou vertonen, zouden deviezenreserves nodig zijn om het tekort te financieren. Als dat niet het geval was, bestond het risico op een devaluatie van de munt of zelfs een faillissement van de staat als de schuld in vreemde valuta luidde, als de devaluatie te lang was uitgesteld of als het land niet in staat was om snel zijn betalingsbalans te herstellen. Met de komst van flexibele (of ‘vlottende’) wisselkoersen na de ineenstorting van het Bretton Woods-systeem begin jaren zeventig, leken deviezenreserves aanvankelijk overbodig. Het werd echter al snel duidelijk dat de valutamarkten niet altijd een gemakkelijke manier waren om een betalingsbalans in evenwicht te brengen, maar dat ze soms een eigen leven gingen leiden. Hiervoor hadden we altijd een reserve aan buitenlandse valuta nodig.

Wat heeft een valuta nodig om uit te groeien tot een reservemunt? Op internationaal niveau moet het de bekende kenmerken hebben die worden toegeschreven aan een nationale valuta. **Het moet daarom (1) worden geaccepteerd als een transactiemiddel op wereldschaal, (2) geschikt zijn voor waardebehoud en (3) dienen als rekeneenheid.** Deze kenmerken, die meestal in het woordenboek worden opgesomd, zijn met elkaar verbonden. Om als internationaal transactiemiddel te kunnen worden gebruikt, moet een valuta als rekeneenheid worden ingevoerd en – om beschikbaar te zijn op het moment van de transactie – als zodanig kunnen worden aangehouden. Haar functie als rekeneenheid hangt ook af van het feit dat ze wordt gebruikt als transactiemiddel. De functie als opslagplaats van waarde is overbodig als het niet wordt geaccepteerd als transactiemiddel of als rekeneenheid. Bovendien kunnen de functies van transactiemiddel of rekeneenheid niet worden ontwikkeld als de mogelijkheid om waarde te behouden ontbreekt.

De Amerikaanse dollar was de reservemunt van het Bretton Woods-systeem, dat in 1944 in het leven werd geroepen. Hij fungeerde als de centrale valuta waaraan de andere valuta’s waren gekoppeld. Gezien het economische belang van de Verenigde Staten voor de westerse wereld in die tijd, was de Amerikaanse dollar de natuurlijke opvolger van het Britse pond als instrument voor internationale uitwisseling, maar ook als rekeneenheid en waardeopslag.

Met het einde van het Bretton Woods-systeem en de liberalisering van de kapitaalmarkten zijn de wereldwijde financiële markten aanzienlijk uitgebreid. De dollar

is ook steeds belangrijker geworden als transactiemiddel op de financiële markten en heeft de status van mondiaal liquiditeitsinstrument gekregen. Tegelijkertijd zijn Amerikaanse staatsobligaties “veilige activa” geworden. Hun prestaties worden beschouwd als een benchmark voor de prestaties van alle andere financiële instrumenten wereldwijd.

HOE DE EURO EEN INTERNATIONALE RESERVEMUNT KAN WORDEN

De euro kampt met drie belangrijke pijnpunten ten opzichte van de Amerikaanse dollar. Ten eerste heeft hij een unieke kredietkwaliteit, alleen in de vorm van contant geld uitgegeven door de Europese Centrale Bank (ECB). De kwaliteit van de deposito’s die banken creëren door leningen te verstrekken, hangt af van de financiële capaciteit van de overheden die deze deposito’s als laatste redmiddel garanderen. Deze garantie zou echter hoger moeten zijn in Duitsland, waar de overheidsfinanciën (nog) relatief solide zijn, dan in bijvoorbeeld Italië of Griekenland.

Ten tweede zijn internationale transacties vaak gericht op de dollarzone, omdat Amerikaanse banken een essentiële rol spelen als correspondenten voor overboekingen binnen het Swift-netwerk. Grensoverschrijdende betalingen in euro’s zijn dan ook moeilijk uit te voeren zonder de tussenkomst van Amerikaanse instellingen. Dit is wat Europese landen deden toen ze de sancties wilden omzeilen die de eerste Trump-administratie oplegde aan de handel met Iran, door een betalingssysteem te creëren dat onafhankelijk is van de

Om als reservemunt te worden beschouwd, moet deze een transactiemiddel op wereldschaal worden geaccepteerd, geschikt zijn voor waardebehoud en als rekeneenheid dienen.

→

De eerste stap in de richting van de euro als 100% digitale centrale munteenheid zou de creatie zijn van een eurobankdeposito dat volledig gedekt is door centrale-bankfondsen.



Verenigde Staten, INSTEX genaamd (Instrument in Support of Trade Exchanges). Het opzetten van het systeem bleek complex en vereiste omslachtige bureaucratische processen die de werking ervan bemoeilijkten. Bedrijven vreesden ook Amerikaanse sancties als ze het systeem zouden gebruiken - een risico dat ze niet wilden lopen. INSTEX is daarom grotendeels ineffectief gebleven.

Ten derde heeft de eurozone geen veilige activa om in euro luidende transactiemiddelen in te investeren. In de eurozone worden Duitse staatsobligaties beschouwd als veilige activa. Hoewel het kleiner is dan dat van Italiaanse staatsobligaties, kan het marktvolume van Duitse staatsobligaties voldoende zijn om deze functie als veilig actief in de eurozone te vervullen. Deze markt, die slechts een elfde is van de omvang van de Amerikaanse staatsobligatiemarkt, is echter eenvoudigweg te klein om op wereldschaal als veilige activa te dienen.

Er is geen tekort aan ideeën voor de ontwikkeling van een veilige Europese euro. Er wordt al lange tijd gesproken over de invoering van euro-obligaties, waarvoor de lidstaten van de eurozone hoofdelijk aansprakelijk zouden zijn². Er wordt ook gesproken over het voortzetten van de uitgifte van Europese obligaties, zoals de obligaties die bij wijze van uitzondering zijn uitgegeven voor het NextGenerationEU-fonds. Duitsland en andere landen met solide overheidsfinanciën zijn hier echter tegen, omdat ze niet het risico willen lopen dat de EMU-lidstaten met een hogere schuldenlast in gebreke blijven.

Om deze obstakels te omzeilen, hebben de Amerikaanse econoom Markus Brunnermeier en zijn co-auteurs gestructureerde

leningen voorgesteld die bekend staan als “ESBies”³. Net als bij door activa gedekte schuldbewijzen (CDO’s) worden staatsobligaties van landen uit de eurozone gepoold en worden er twee tranches uitgegeven om de hele portefeuille te dekken. Een senior tranche zou prioriteit hebben bij de terugbetaling en zou daarom bijzonder veilig zijn. De junior tranche zou fungeren als een veiligheidsbuffer voor de senior tranche en zou risicovoller zijn (wat zou worden beloond met een hoger rendement). Dit plan is tot nu toe echter mislukt door de angst van financieel sterke landen dat ze verantwoordelijk zouden worden gehouden als de wanbetalingen de omvang van de junior tranche zouden overschrijden. Bovendien is de creatie en het beheer van ESBies technisch complex en zou er een nieuwe EU-autoriteit nodig zijn.

De invoering van een digitale euro biedt een kans om deze obstakels uit de weg te ruimen. Deze digitale euro zou voor iedereen beschikbaar kunnen zijn als centrale bankvaluta, elektronisch overdraagbaar en onafhankelijk van betalingssystemen die verbonden zijn met de Verenigde Staten. De Europese Centrale Bank zou dan een “veilig actief” kunnen uitgeven.

DE DIGITALE EURO, EEN “COMPLETE MUNT”

In eerdere publicaties heb ik al beschreven hoe de digitale euro zou kunnen uitgroeien tot een volwaardige munt⁴. De eerste stap in de richting van de euro als 100% digitale centrale munteenheid zou de creatie zijn van een eurobankdeposito dat volledig gedekt is door centralebankfondsen. Het bedrag dat de centrale bank nodig had om dit deposi-

to te garanderen, zou op zijn beurt worden gedekt door staatsobligaties (zoals voorzien in het Plan van Chicago van 16 maart 1933). Tussen 2015 en 2022 kocht de ECB een aanzienlijke hoeveelheid publieke en private obligaties op om, volgens eigen zeggen, de geldhoeveelheid en daarmee de inflatie te verhogen. Omgekeerd zou het beveiligde deposito bestaande deposito’s vervangen zonder de geldhoeveelheid te verhogen.

Als de huidige depositohouders hun geld zouden overzetten naar een veilig deposito, zou de som van de deposito’s en dus de geldhoeveelheid ongewijzigd blijven⁵. Om de reserves te dekken, konden de banken de grote hoeveelheden overtollige reserves gebruiken die ze verwierven bij het verwerken van effectenaankopen voor de ECB. Ze zouden extra reserves kunnen creëren om deposito’s te dekken door de staatsobligaties die ze op hun balans aanhouden aan de ECB te verkopen of, als ze die niet hebben, door deze obligaties op de markt te kopen tegen andere effecten in hun bezit. Indien nodig zou de ECB andere leningen dan staatsobligaties van banken kunnen accepteren als reserve en deze vorderingen vervangen door staatsobligaties wanneer ze worden afgelost. Dit zou het mogelijk maken om een veilig deposito en een actief te creëren dat net zo veilig is als bankbiljetten, zonder dat overheden verplicht zijn om deposito’s te garanderen. In een tweede fase zou het beveiligde depot kunnen worden omgezet in digitale valuta van de centrale bank (met “distributed ledger” technologie voor overdracht)⁶.

Elke toekomstige toename van de geldhoeveelheid zou de vorm aannemen van nieuwe aankopen van staatsobligaties door de ECB.

Over deze aankopen moet onafhankelijk van enige politieke invloed en met een langetermijnvisie worden beslist. Uitgaande van de “k%-regel” van Milton Friedman zou de groei van de digitale geldhoeveelheid in euro’s kunnen worden afgestemd op het groeipercentage op lange termijn van het reële bruto binnenlands product (potentiële groei) in de economie van de eurozone, zoals geschat door een bepaalde internationale organisatie (bijv. de OESO). Veranderingen in de potentiële groeisnelheid die samen meer dan 0,5% in beide richtingen vertegenwoordigen, kunnen leiden tot een aanpassing van het algoritme als onderdeel van een “hard fork”, op voorwaarde dat de deelnemers aan het netwerk, de “nodes”, een consensus bereiken over deze aanpassing (zie hieronder). Geld zou dus niet langer een discretionair instrument van economisch beleid zijn. Gezien de destabiliserende rol die monetair beleid heeft gespeeld in het kredietfondssysteem, zou dit niet echt een nadeel zijn.

Met de digitale euro als complete munt zou de monetaire unie compleet zijn, zelfs zonder fiscale en bancaire unie, omdat zowel papiergeld als elektronisch geld voortaan een verplichting van de ECB zou zijn en dus één kredietkwaliteit zou hebben.

EEN BETALINGSSYSTEEM ONAFHANKELIJK VAN DE VERENIGDE STATEN

De digitale euro zou “peer-to-peer” worden overgedragen met behulp van Distributed Ledger Technology (DLT), zodat alle nationale en internationale betalingen buiten het traditionele aan de VS gekoppelde betalingssysteem om zouden kunnen plaatsvinden, met gedecentraliseerde en particuliere

Met de digitale euro als complete munt zou de monetaire unie compleet zijn, zelfs zonder fiscale en bancaire unie.



De euro, als elektronisch ruilmiddel, zou dus zowel binnen de eurozone als internationaal kunnen worden gebruikt.

→ controle. Om de transactiekosten te minimaliseren en de snelheid te optimaliseren, zouden betalingen via een DLT “met autorisatie” kunnen worden georganiseerd. Particuliere spelers die door de ECB zijn goedgekeurd, zoals banken of software-uitgevers, zouden transacties controleren en verifiëren (en zo de rol van “knooppunten” op zich nemen). De euro, als elektronisch ruilmiddel, zou dus zowel binnen de eurozone als internationaal kunnen worden gebruikt.

EEN “VEILIG” ACTIEF
UITGEGEVEN DOOR DE ECB

Het idee van “ESBies” dat door Markus Brunnermeier en zijn coauteurs naar voren is gebracht, heeft tot nu toe geen brede steun gekregen, vanwege twijfels over het vermogen van de junior tranche om een effectief veiligheidsbuffer te bieden in geval van wanbetaling. Bovendien lijkt het moeilijk om een consensus te bereiken tussen alle betrokken instellingen over hoe het beheer van een dergelijke gestructureerde lening moet worden georganiseerd. Er zou een nieuwe EU-instelling moeten worden opgericht, die door alle lidstaten zou moeten worden goedgekeurd. Omgekeerd zou het overdragen van de uitgifte van veilige activa aan de ECB waarschijnlijk op minder obstakels stuiten.

In een artikel dat in 2021 werd gepubliceerd, onderzochten Dirk Meyer en Arne Hansen de praktijk van obligatie-uitgiftes. Zij ontdekten dat “schuldbewijzen uitgegeven door centrale banken [...] van oudsher een zeer veel gebruikt instrument zijn”⁷. Van de 57 centrale banken maakte 41% er om verschillende redenen gebruik van; voor 33% was het toegestaan, maar werd het niet

toegepast, en voor 26% was het verboden. Na bestudering van het juridische kader van de ECB concludeerden Meyer en Hansen dat “dit instrument ook [...] beschikbaar is voor de ECB in overeenstemming met Richtsnoer (EU) 2015/510 van de Europese Centrale Bank betreffende de uitvoering van het monetaire beleidskader van het Eurosysteem (ECB/2014/60)”. Er gelden geen beperkingen voor de verhandelbaarheid van ECB-obligaties, maar de uitgifte ervan is onderworpen aan strengere beleenbaarheidscriteria met betrekking tot tegenpartijen. De looptijd is beperkt tot minder dan 12 maanden en de toewijzing is afgerond op 100.000 euro, zodat alleen institutionele beleggers in aanmerking komen (art. 39, lid 1). De beperkte looptijd van ECB-obligaties zou echter geen belemmering moeten zijn voor hun rol als veilige activa, omdat ze kunnen worden verlengd met behulp van looptijdswaps.⁸

De twee auteurs stellen voor om ECB-obligaties uit te geven om het geld te recupereren dat werd gecreëerd door het beleid van kwantitatieve versoepeling. We moeten nu een veilig Europees actief creëren. Als de ECB haar eigen schuldbewijzen uitgeeft die worden gedekt door staatsobligaties op haar balans, wekt dit vermoedens van staatsfinanciering. Als de digitale euro echter wordt vastgesteld als een volledige valuta, zoals hierboven beschreven, en onderworpen is aan duidelijke kwantitatieve regels, is het mogelijk om de uitgifte van valuta te scheiden van de uitgifte van obligaties. In het geval van een obligatie-uitgifte is het doel om een veilig actief te creëren, dus het volume van de uitgifte wordt bepaald door de vraag naar een middel om de waarde van de digitale euro's in de deviezenreserves te behouden. Noch in dit geval, noch bij de uitgifte

van digitale euro's als betaalmiddel mogen de financieringsbehoeften van de lidstaten van de eurozone een rol spelen.

CONCLUSIE

Op dit moment kan de euro de Amerikaanse dollar niet vervangen als reservemunt. Omdat de Europese eenheidsmunt niet in voldoende mate als een veilig actief kan worden aangehouden, is het nut ervan als transactiemiddel en dus als rekeneenheid beperkt. De uitgifte van schuldpapier door de ECB zou deze situatie kunnen verhelpen.

Qua ontwerp zouden ECB-obligaties vergelijkbaar zijn met ESBies. De junior tranche zou bestaan uit het eigen vermogen van de ECB. Er hoeft niet gevreesd te worden voor een wanbetaling op de senior tranche, aangezien een centrale bank ook met een negatief eigen vermogen kan werken. Feit blijft dat het vertrouwen in de munt en in de obligaties van een emittent met een negatief eigen vermogen vrij laag zou zijn. Deze situatie zal de ECB waarschijnlijk aanmoedigen om selectief te zijn in haar keuze van obligaties van lidstaten van de eurozone die gebruikt kunnen worden als reserve voor geld en schuldpapier. In plaats van op te kopen volgens haar “verdeelsleutel voor kapitaal” (zoals bij kwantitatieve versoepeling), zou de ECB moeten opkopen op basis van kwaliteit, een nieuwe stimulans voor EMU-lidstaten om hun kredietkwaliteit te versterken door een gezond begrotingsbeleid. ♦

Prof. Dr. Thomas Mayer is de oprichter en directeur van het Flossbach von Storch Research Institute.

1 Thomas Mayer, *Der amerikanische Exzeptionismus*. Flossbach von Storch Research Institute, MAKRO 9 januari 2025, p.10. 2
2 Zie bijvoorbeeld “Now is the time to reopen the Eurozone bond debate”, Financial Times 27 mei 2025.
3 Markus K. Brunnermeier, Sam Langfield, Marco Pagano, Ricardo Reis, Stijn Van Nieuwerburgh, Dimitri Vayanos, *ESBies: Safety in the tranches*. CERS: Working Paper Series No. 2016/21
4 Thomas Mayer, *The digital euro: An opportunity likely to be missed*. Flossbach von Storch Research Institute, comme after Macro-economie 12 september 2023.
5 Zie Mayer (2023) voor een volledige presentatie.
6 Bij een “Distributed-Ledger”-technologie (DLT) nemen meerdere van elkaar onafhankelijke partijen de controle van transacties op zich. De bekendste blockchain is de Bitcoin blockchain, waar in principe iedereen in aanmerking kan komen voor verificatie als onderdeel van een competitief proces. Een DLT “met autorisatie”, waarbij een centrale autoriteit de verificateurs selecteert, is een andere mogelijkheid. In tegenstelling tot DLT-technologie worden in het Central Ledger System (CLT) alle controles uitgevoerd door een centrale instantie. De DLT zou meer vertrouwen van gebruikers moeten genieten dan de CLT vanwege de onafhankelijkheid van de verificateurs.
7 Dirk Meyer / Arne Hansen: “Inflationsabwehr durch EZB-Schuldverschreibungen?” Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen 15/2021, blz. 19.
8 Bij een looptijdswap ruilen twee partijen de looptijden van hun obligaties. Een van de partijen ontvangt een obligatie met een langere looptijd in ruil voor een obligatie met een kortere looptijd. Om ervoor te zorgen dat deze swap niet leidt tot een verslechtering van de kredietkwaliteit, kunnen de financieringsbehoeften op langere termijn worden afgedekt door swaps tegen de overeenkomstige Duitse staatsobligaties. Om aan de vraag te voldoen, kon de Duitse overheid schulden aangaan, voornamelijk door langlopende obligaties uit te geven.



Wereldwijde aandelen trekken zich weinig aan van de tarieven-chaos en de oorlogen in Oekraïne en het Midden-Oosten. Ze blijven onophoudelijk stijgen en worden op sleeptouw genomen door de vooruitzichten voor artificiële intelligentie (AI), die onverminderd sterk blijven.

CRUCIALE VRAGEN

Bert Flossbach

Vier Amerikaanse bedrijven drijven de golf van massale investeringen in AI aan: Microsoft, Alphabet, Amazon en Meta. Alleen al dit jaar hebben deze vier bedrijven meer dan 300 miljard dollar geïnvesteerd in nieuwe datacenters om te zorgen voor voldoende geheugencapaciteit en rekenkracht. Bank of America schat dat tegen 2030 de investeringen wereldwijd zullen oplopen tot bijna 1.000 miljard dollar, waarvan 84% zal worden besteed aan AI.

Dit roept twee cruciale vragen op: hoe kunnen deze uitgaven te gelde worden gemaakt? En hoeveel van deze toekomstverwachting is al verrekend in de huidige aandelenkoersen?

Het is normaal dat nieuwe technologieën worden geprezen zonder dat ze zichzelf echt hebben bewezen – vooral als het gaat om revolutionaire innovaties zoals AI. Op dit moment is de vraag hoeveel het kan opbrengen ondergeschikt. Bedrijven zijn vooral bang dat een concurrent erin zal slagen de markt te domineren.

HET GROOTSTE RISICO

De grote AI-spelers kunnen zich het risico van overinvestering veroorloven. Ze moeten het zelfs doen om niet achter te blijven.

Maar terwijl de opmars van AI een zekerheid is, zijn de potentiële voordelen die ermee gepaard gaan nog onzeker. Het meest tastbare fenomeen op dit moment is de groeiende behoefte aan geheugen en rekenkracht in de cloud. Microsoft meldde onlangs een groeipercentage van 175% voor zijn AI-activiteiten, wat zou neerkomen op een jaaromzet van 13 miljard dollar. Dit cijfer lijkt misschien enorm ... maar het vertegenwoordigt minder dan 5% van de totale omzet van de Groep. OpenAI (ChatGPT) heeft een jaarlijkse omzet van ongeveer tien miljard dollar. In beide gevallen zijn de kosten hoger dan de omzet.

De hoge kosten van dit bedrijfsmodel blijken uit de aankondiging van OpenAI dat het vanaf 2028 zo'n 4,5 gigawatt aan rekenkracht wil leasen van Oracle: dit staat gelijk aan de energieproductie van vier kernreactoren en de →

behoeften van bijna drie miljoen Amerikaanse huishoudens. Deze operatie zal naar verwachting dertig miljard dollar per jaar kosten.

Aan de andere kant, hoe zullen advertentie-inkomsten en gebruikersabonnementen toenemen dankzij AI? Dat ligt minder voor de hand. Meta stelt dat het in staat is om de effectiviteit van advertenties voor zijn zakelijke klanten te verbeteren door de implementatie van AI, maar geeft geen concrete uitleg over het effect van AI op de advertentie-inkomsten. De inkomsten uit abonnementen op de meest geavanceerde versies van ChatGPT komen voornamelijk van zakelijke klanten. De meeste thuisgebruikers doen het met de gratis versie.

OPTIMISME KWEKEN ...

Zal de potentiële verkoop van AI volstaan om de enorme investering die het vergt terug te verdienen? Dit is verre van gegarandeerd. Bedrijven die veel geld uitgeven aan AI moeten optimisme cultiveren om deze investeringen te rechtvaardigen tegenover hun aandeelhouders. Hun toespraken wekken verwachtingen, maar vergroten ook de kans op teleurstelling, vooral omdat de digitale wereld bijzonder ontwrichtend is.

Daarom is het zinvol om te investeren in bedrijven in verschillende categorieën van de digitale waardeketen. Grote technologiespelers zoals Microsoft, Amazon, Meta, Alphabet en Apple kunnen worden omschreven als “digitale nutsbedrijven”. Ze zijn aantrekkelijk vanwege hun relatief zekere inkomen, omdat ze een integraal onderdeel vormen van het leven van bijna alle particulieren en bedrijven.

Een tweede categorie bestaat uit specialisten die een belangrijk activiteitsgebied domineren, winstgevend opereren en beschermd zijn tegen bestaande en potentiële concurrentie door stevige bolwerken. Tot de bekendste behoren boekingsplatforms zoals Booking, Airbnb en Uber, streamingdiensten zoals Netflix en Spotify, specialisten op het gebied van cyberbeveiliging zoals Palo Alto en Fortinet, gevestigde leveranciers van bedrijfssoftware zoals SAP en

Salesforce, IT-adviesbureaus zoals Accenture en Infosys en financiële dienstverleners zoals Visa en Mastercard.

De derde categorie bedrijven omvat infrastructuraanbieders, een belangrijke pijler in de digitale waardeketen. Deze groep bestaat voornamelijk uit leveranciers van de apparatuur die nodig is voor AI-infrastructuren: chips, datacenters, elektriciteitsvoorzieningen, enzovoort, en traditionele industriële bedrijven zoals Schneider Electric, Legrand en Amphenol, voor wie AI-apparatuur een secundaire activiteit is, maar wel een die steeds belangrijker wordt. Machinefabrikanten zoals ASML en Applied Materials vallen ook in deze categorie, als leveranciers van halfgeleiderproducenten.

De bedrijven die profiteren van de AI-hausse zijn echter niet noodzakelijk goede investeringen. Het is van cruciaal belang om te bepalen in welke mate er al op de toekomst wordt geanticipeerd in hun huidige aandelenprijs en wat de risico's en kansen van deze effecten zijn.

NVIDIA,
HET VLAGGENSCHIP VAN AI

In geen enkel ander bedrijf wordt zoveel gedebatteerd over de verhouding tussen kansen en risico's als bij Nvidia, met een beurskapitalisatie van meer dan vier biljoen dollar het meest waardevolle bedrijf ter wereld (per 31 juli 2025). Afhankelijk van welk scenario zich voordoet, zou de beurswaarde in de komende jaren kunnen verdubbelen of halveren.

Maar het zal wat verbeelding vergen om de waarde van het bedrijf te verdubbelen tot een astronomische 8 biljoen dollar. Dit komt omdat het ervan uitgaat dat alle AI-investeringen die tegen 2030 worden verwacht, in de orderboeken van Nvidia terecht zullen komen, of dat de grote klanten van het bedrijf bijna al hun winst in Nvidia-chips zullen investeren. Deze twee hypothesen lijken onwaarschijnlijk.

Aan de andere kant is het voor een halvering van de waardering voldoende dat de investeringsgolf aanzienlijk vertraagt. Een mindere dynamiek betekent echter niet het

einde van AI. De forse volatiliteit van de aandelenkoersen van AI-bedrijven vereisen echter stalen zenuwen en soms veel geduld van beleggers, ook al zijn er momenteel tekenen van een tijdelijke oververhitting in de sector: kortingen op betaalde AI-diensten, overnames van gespecialiseerde bedrijven tegen hoge prijzen, waarderingen die soms extreem zijn...

DE NIEUWE KLEREN
VAN DE KEIZER

We moeten ook goed kijken naar de cijfers die technologiebedrijven publiceren. Veel bedrijven laten een enorme kostenpost buiten beschouwing bij het berekenen van hun resultaten. De spelers in de sector zijn gewend om een aanzienlijk deel van het salaris uit te betalen in de vorm van op aandelen gebaseerde vergoedingen (stock based compensation in het Engels). Meestal zijn dit aandelenopties. Het klopt dat de optiekosten in verband met deze beloning worden opgenomen in de officiële winst- en verliesrekening, maar ze worden vaak uitgesloten in de gecorrigeerde winsten (adjusted earnings).

Het idee is om de effecten te elimineren die geen invloed hebben op de kasstroom, zodat het makkelijker wordt om resultaten te vergelijken. In principe is het logisch. Daarom richten analisten en beleggers zich vooral op deze aangepaste resultaten. Deze op aandelen gebaseerde compensaties zijn echter geen eenmalige kosten: ze komen elk kwartaal terug. In sommige bedrijven vertegenwoordigen ze meer dan 10% van de omzet of de helft van de winst. In sommige gevallen zijn ze zelfs hoger dan de totale winst, wat betekent dat deze bedrijven verlies lijden, ook al maken ze een (gecorrigeerde) winst bekend.

Voorzichtigheid is daarom geboden: in veel gevallen zijn deze bedrijven en hun aandelen veel duurder dan hun aangepaste winst doet vermoeden. In fases van sterke groei worden deze bezwaren vaak van tafel geveegd. Maar als het tij keert en beleggers wat aandachtiger kijken, zien ze dat meer dan één keizer in feite helemaal geen kleren draagt. ♦

De bedrijven die profiteren van de AI-hausse zijn echter niet noodzakelijk goede investeringen. Het is van cruciaal belang om te bepalen in welke mate er al op de toekomst wordt geanticipeerd in hun huidige aandelenprijs.

Ongerustheid, maar geen crisis

Portefeuillebeheerder Michael Illig doet verslag van zijn indrukken van zijn laatste reis naar de VS en legt uit waarom Amerikaanse kwaliteitsbedrijven belangrijk blijven voor zijn portefeuille, ondanks de ongerustheid over de tarieven.

Mijnheer Illig, u bent onlangs naar de Verenigde Staten gereisd om deel te nemen aan een conferentie over de technologiesector en een aantal bedrijfsleiders te ontmoeten. Hoe was de sfeer?

Bij Amerikaanse bedrijven en beleggers zou ik ze omschrijven als voorzichtig, maar zeker niet negatief. Ondanks de voortdurende verwijzingen naar verhoogde onzekerheid in het licht van talrijke politieke omslagen, beschreven bijna alle bedrijfsvertegenwoordigers die ik heb ontmoet de huidige vraag als over het algemeen solide.

U hebt afgelopen december ook bedrijven in de Verenigde Staten bezocht, kort nadat Donald Trump tot president was gekozen. In welke zin is het klimaat veranderd?

Afgelopen december bleek uit talloze gesprekken met bedrijfsleiders duidelijk de groeiende frustratie over het economische beleid van de Democraten in de afgelopen jaren, dat werd gezien als zeer interventionistisch en in toenemende mate ideologisch. Dus hoewel de onvoorspelbaarheid van Donald Trump een rode draad is sinds zijn verkiezing, leek het draaglijk gezien de hoop op een bedrijfsvriendelijk beleid. In december was de stemming dus positief, grenzend aan optimisme. Deze keer was het anders. Deze opmerkingen maakten plaats voor veel gematigdere uitspraken, zonder echter om te slaan in een klimaat van crisis. Het is de oude Engelse slogan "Keep calm and carry on": Blijf kalm en doe gewoon verder), wat naar mijn mening de huidige sfeer bij de bedrijven het beste karakteriseert.

Begin april voerde Donald Trump enorme tarieven in op Amerikaanse importproducten, maar de invoering ervan werd toen uitgesteld. Hoe ervaren Amerikaanse bedrijven dit grillige douanebeleid?

De tarieven zijn een van de belangrijkste redenen voor de grote onzekerheid waar veel bedrijven op hebben gewezen. Ze wilden allemaal meer zekerheid bij de planning, met de mogelijke uitzondering van adviesbureaus en softwareleveranciers die bedrijven kunnen helpen deze groeiende complexiteit in goede banen te leiden. De meeste mensen die ik sprak, geloofden echter dat de reële douanerechten

uiteindelijk veel lager zouden uitvallen dan de enorme wederzijdse rechten die begin april waren voorzien.

Denkt u dat het nu beter is voor Amerikaanse bedrijven om zich te onthouden van kritiek op de politiek?

Ik speculeer liever niet op dit punt. In elk geval heb ik nauwelijks directe kritiek van bedrijfsleiders op de regering gehoord.

Waren er ook positieve opmerkingen over Donald Trump en zijn beleid?

De terughoudendheid werkte in twee kanten. Over het algemeen werd het onderwerp politiek grotendeels vermeden, met uitzondering van specifieke vragen over douanerechten of de kostenbesparende maatregelen van de overheid. Ik hoorde vooral sterke meningen over het beleid van Uberchauffeurs, met name fervente aanhangers van de president, die zijn beleid zien als de oplossing voor de dramatische problemen waarmee Europa volgens hen wordt geconfronteerd. Andere Spaanstalige chauffeurs waren echter erg bezorgd over de situatie. Hoewel ze legaal in het land verbleven, vreesden ze dat hun verblijfsrecht zou worden aangetast. Deze discussies weerspiegelen de sterke polarisatie van de samenleving en het publieke debat, net als de verschillende standpunten van de nieuwszenders die ik ontdekte toen ik in mijn hotelkamer door de kanalen bladerde.

Veel experts zijn erg sceptisch over de Verenigde Staten vanwege hun douanebeleid. Sommigen voorzien een recessie als de aanvankelijk geplande douanerechten worden toegepast. Wat hadden de vertegenwoordigers van de bedrijven ter plaatse te zeggen over het economische klimaat?

Natuurlijk waren de deelnemers aan de conferentie vooral geïnteresseerd in het IT-landschap. Hoewel iedereen de woorden 'onzekerheid' en 'voorzichtigheid' in de mond nam, had niemand het over een ernstige terugval in IT-investeringen. De algemene opvatting was dat de transformatieprojecten zouden doorgaan. Modernisering werd soms zelfs als dringender gezien vanwege het heen en weer geschuif over douanerechten en de toegenomen geopolitieke →

onzekerheid. Sommigen merkten ook op dat de groei hier in Europa recentelijk is aangetrokken, ook al is deze vorig jaar vanaf een laag niveau begonnen.

Tijdens uw reis kwam u ook in contact met een aantal industriële bedrijven. Hoe presteerden die?

De mensen die ik sprak meldden een lichte vertraging, maar geen van hen zag een significante daling in april. Volgens feedback van bedrijven lijkt de vrees dat alle niet-dringende investeringen door bedrijven en consumenten plotseling tot stilstand zouden komen na de tariefschok begin april, tot nu toe niet zijn uitgekomen.

Dat klinkt geruststellend. Maar is het gezien de onzekerheden niet riskant om meer dan de helft van de activa van het fonds in de Verenigde Staten te beleggen?

Als de aangekondigde en vervolgens uitgestelde invoerrechten worden toegepast zoals oorspronkelijk gepland, zullen de economische gevolgen volgens ons dramatisch zijn. We denken echter dat dit scenario onwaarschijnlijk is. Over het algemeen verwachten we echter dat de douanerechten hoger zullen zijn dan voorheen en dat de handelsconflicten zullen aanhouden. Dit zal een rem zetten op de groei, maar zal de sterke punten van de dynamische Amerikaanse economie en haar vele succesvolle bedrijven niet tenietdoen. Vooral omdat het effect niet beperkt zal blijven tot de Amerikaanse economie, omdat landen met een groot aandeel in de export naar de VS er ook onder zullen lijden.

Maar hoge tarieven zouden ook hogere kosten moeten betekenen voor de Amerikaanse bedrijven in uw portefeuille, en daardoor op hun winsten drukken. Dat ziet er niet te best uit, toch?

Dit is duidelijk een ongunstige trend, die waarschijnlijk zal wegen op de wereldwijde economische groei. We mogen echter niet alle bedrijven over dezelfde kam scheren. De-
genen met een sterke concurrentiepositie, vooral omdat hun producten belangrijk zijn voor hun klanten en moeilijk te vervangen, hebben over het algemeen een sterk prij-

szettingsvermogen. We zijn ervan overtuigd dat veel van de bedrijven in onze portefeuilles minder dan gemiddeld zouden worden getroffen door mogelijke tarieven. Daarnaast streven we ernaar om evenwichtige portefeuilles te beheren, ongeacht wat er gebeurt, en om concentratierisico's te vermijden. In deze context speelt de locatie van het hoofdkantoor van een bedrijf slechts een ondergeschikte rol.

Eind mei was ongeveer 60% van de activa van het fonds belegd in de Verenigde Staten ...

... gezien het aandeel van de omzet die al onze bedrijven genereren in de Verenigde Staten, ligt deze weging dichterbij 45% voor de portefeuille. Veel van onze Amerikaanse bedrijven zijn actief in het buitenland en veel van hen behalen het grootste deel van hun omzet buiten de Verenigde Staten. Daarnaast hechten we veel belang aan de veerkracht en het aanpassingsvermogen van onze bedrijven, niet alleen vanwege hun sterke concurrentiepositie, maar ook vanwege andere factoren, zoals de sterkte van hun balans. Ze zouden dus moeten overleven in het geval van een grote economische crisis en hoge douanerechten.

Overleven in extreme situaties klinkt nuttig, maar het is ook niet bepaald verleidelijk.

Wat ik zojuist heb beschreven is een minimumvereiste. Een kwaliteitsbedrijf moet natuurlijk goede langetermijnvooruitzichten hebben om de winst te verhogen en aandeelhouderswaarde te genereren. Om dit te kunnen doen, moeten ze echter in staat zijn om tijdelijke tegenslagen te overwinnen zonder aanzienlijke schade op te lopen. Ongeacht de mogelijkheid dat de huidige gebeurtenissen in verband met de handelsoorlog of geopolitieke conflicten zullen uitmonden in dergelijke tegenslagen, zal de volgende crisis onvermijdelijk komen. Naar mijn mening is het onmogelijk om dergelijke crises te vermijden of zelfs te voorspellen. Maar het is mogelijk om je erop voor te bereiden, en dat is precies wat we doen bij onze aandelenselectie.

De kwaliteit van de bedrijven moet daarom hun crisisgevoeligheid verminderen. In bepaalde moeilijke beursituaties, zoals die van afgelopen april, dalen de

aandelenkoersen echter over de hele lijn, ook voor kwaliteitsbedrijven. Hoe ervaart u deze periodes als portefeuillebeheerder?

Dat klopt – in tijden als deze zijn we natuurlijk niet immuun voor prijsdalingen. In deze periodes van uitgesproken crisis zijn ze echter historisch gezien minder gedaald dan het gemiddelde. Uiteindelijk gaat het ons niet om volatilititeit, d.w.z. kortetermijnschommelingen. De sleutel is om ervoor te zorgen dat deze kortstondige schommelingen niet omslaan in blijvende waardeverliezen. Dit gebeurt vooral wanneer bedrijven aanzienlijke schade lijden, wat betekent dat hun verdienvermogen afneemt. Omdat we de bedrijven waarin we beleggen goed kennen en geloven dat ze zeer veerkrachtig zijn, kunnen we 's nachts beter slapen in tijden van crisis. Dit maakt het voor ons veel gemakkelijker om kansen te grijpen wanneer ze zich voordoen.

Wat maakt het makkelijker om kansen te zien en hebben deze zich voorgedaan tijdens de recente marktcorrectie?

Het is gemakkelijker om te focussen op kansen als we het niet te druk hebben met het "blussen van brandjes" elders. Als een groot aantal van onze bedrijven tijdens een crisis in nood zou raken, zouden we ons volledig bezighouden met het analyseren van de schade en zo nodig actief verkopen. Aan de andere kant geeft de grote veerkracht van onze bedrijven ons meer tijd om te zoeken naar gevallen waarin het kind met het badwater is weggegooid, zoals regelmatig gebeurt op de aandelenmarkten tijdens crises. Als we ervan overtuigd zijn dat de winstvooruitzichten van een bedrijf niet aanzienlijk zijn aangetast, ook al is de aandelenkoers sterk gecorrigeerd, vinden we aantrekkelijke koopkansen. Dit is precies wat er begin april gebeurde, toen we volgens onze criteria relatief actief waren en niet alleen bestaande posities versterkten, maar ook een nieuw belang verwierven.

Dit heen-en-weergeloop biedt kansen. Bedankt voor uw inzichten!

Michael Illig is portfoliomanager bij Flossbach von Storch SE.

“Naar mijn mening is het onmogelijk om dergelijke crises te vermijden of zelfs te voorspellen. Maar het is mogelijk om je erop voor te bereiden, en dat is precies wat we doen bij onze aandelenselectie.”

De goudkoffers lopen vol



Julian Marx

Centrale banken over de hele wereld zien goud als een opslagplaats van waarde. De voorraden stijgen in duizelingwekkend tempo en het ziet er niet naar uit dat deze trend op korte termijn zal keren.



Voor de Bundesbank is goud geen modegril. Het gele metaal maakt immers al tientallen jaren integraal deel uit van het monetaire beleid van de Duitse centrale bank. In 1961 overschreden de goudvoorraden voor het eerst de 3.000 ton. Sindsdien is dit niveau meestal stabiel gebleven.

De goudkoffers zijn dus goed gevuld. Eind vorig jaar had de Bundesbank 3.361 ton goud in drie opslagplaatsen in Frankfurt, New York en Londen. Hiermee heeft de Bundesbank de op één na grootste goudvoorraad van een centrale bank of internationale financiële instelling ter wereld. Ongeveer 51% van het goud is opgeslagen in Frankfurt, bijna 37% in New York en de resterende 12% in Londen.

De regionale verdeling van goudvoorraden is niet willekeurig, maar komt overeen met de twee belangrijkste functies van goudvoorraden: vertrouwen wekken op nationale schaal en de mogelijkheid bieden om goud zo snel mogelijk om te wisselen voor buitenlandse valuta op beurzen die gespecialiseerd zijn in de handel in dit edelmetaal in het buitenland. Veel centrale banken zijn van mening dat deze twee functies de afgelopen jaren nog crucialer zijn geworden.

AFBROKKELEND VERTROUWEN

Tot nu toe bestonden de deviezenreserves van centrale banken voornamelijk uit Amerikaanse dollars. Exclusief goud was eind vorig jaar bijna 58% van de wereldwijde deviezenreserves uitgedrukt in greenbacks. Dit is nauwelijks verrassend. In 2024 werd bijvoorbeeld meer dan 60% van de leningen in vreemde valuta uitgegeven in Amerikaanse dollars. De greenback blijft het internationale financiële toneel domineren en zijn status als 's werelds referentievaluta is niet meteen aan het wankelen.

Het verlangen naar meer financiële autonomie in veel delen van de wereld is echter heel begrijpelijk. Drie jaar geleden was het bevroren van de Russische valutareserves als reactie op de oorlog in Oekraïne een waarschuwing voor de geopolitieke tegenstanders van de Verenigde Staten. Bovendien heeft het handelsconflict dat dit jaar is uitgelokt door Do-

nald Trump en aangewakkerd door zijn oorlogsretoriek, het vertrouwen in de Verenigde Staten en zijn instellingen een flinke knauw gegeven. De Amerikaanse president is zelfs nog verder gegaan en heeft herhaaldelijk zijn wens geuit om van Canada de 51e federale staat van de Verenigde Staten te maken. Als gevolg daarvan staat het onbetwiste leiderschap van de Verenigde Staten en de dollar steeds meer op de helling.

Voor een geopolitieke tegenstander als China zouden deze ontwikkelingen wel eens een buitenkansje kunnen zijn om zijn invloed zoveel mogelijk uit te breiden. Het aandeel van de renminbi, de lokale munteenheid van China, in de afwikkeling van buitenlandse handelstransacties in Chinese goederen zal stijgen van 26% in 2023 naar 38% in 2024. Voorlopig weerspiegelt deze stijging vooral het toegenomen gebruik van de renminbi om handelstransacties tussen Rusland en China af te wikkelen, die sterk zijn gestegen sinds de aankondiging van sancties in de nasleep van de massale invasie in Oekraïne.

Maar deze ontwikkelingen zijn ook niet onopgemerkt gebleven bij andere centrale banken, zoals blijkt uit de Central Bank Gold Reserves Survey, een jaarlijkse enquête van de World Gold Council (WGC) onder vertegenwoordigers van centrale banken over de hele wereld. De in juni 2025 gepubliceerde enquête weerspiegelt de groeiende scepsis over de dollar (zie grafiek 1).

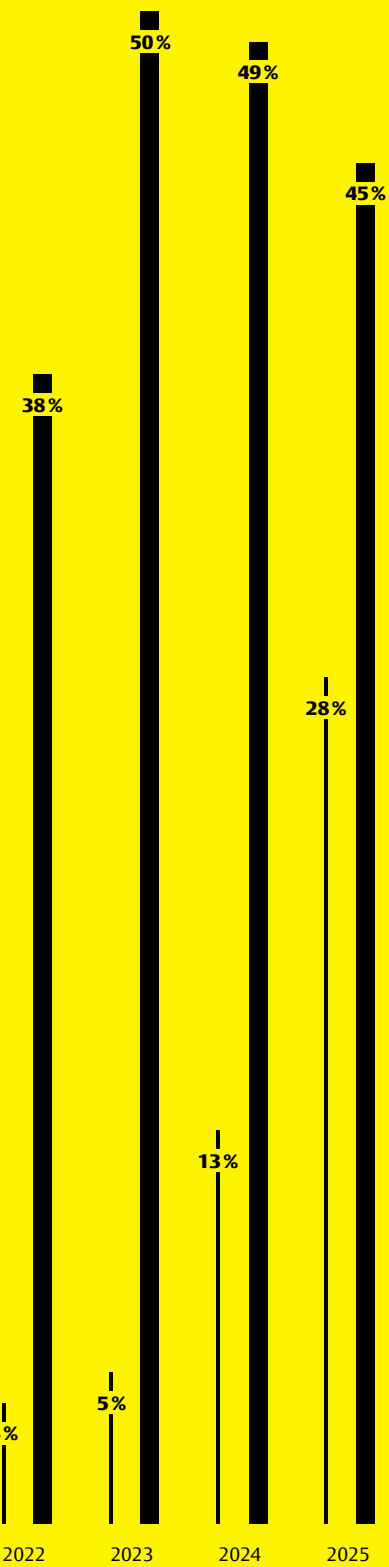
Op de vraag "Welk deel van de reserves zal volgens u over vijf jaar in Amerikaanse dollars luiden?" antwoordde 73% van de respondenten dat ze dachten dat het aandeel van de dollar in de deviezenreserves zou dalen. 28% dacht zelfs dat de Amerikaanse dollar een aanzienlijk kleiner deel van de deviezenreserves zou gaan uitmaken – 15 procentpunten meer dan een jaar eerder. Omgekeerd dacht slechts 10% van de ondervraagden dat de Amerikaanse dollar in de toekomst een belangrijkere rol zou spelen in de deviezenreserves.

EEN "GOUDEN EEUW"

Het gezegde luidt dat de ene zijn brood de andere zijn dood is. Terwijl het enthousiasme voor de Amerikaanse dollar de →



Naar de toekomst zijn er een aantal tekenen dat de vraag naar geel metaal van de centrale banken niet onmiddellijk zal afnemen – integendeel.

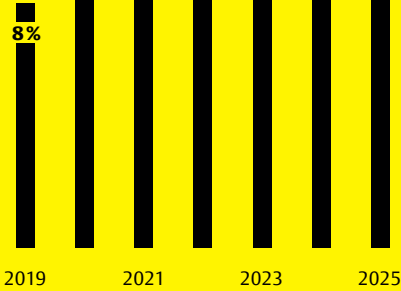


Grafiek 1
Groeiende scepsis over de dollar
“Welk deel van de reserves denkt u dat over vijf jaar in Amerikaanse dollars zal luiden?”

— Een aanzienlijk kleiner aandeel
■ Een iets kleiner aandeel

Bron: Onderzoek van de World Gold Council naar de goudreserves van centrale banken, Flossbach von Storch, gegevens per juni 2025

Grafiek 2
Goudkopers aan het roer
“Wat is de waarschijnlijke trend in de goudreserves van uw instelling in de komende twaalf maanden?”



Percentage centrale banken dat verwacht dat hun goudreserves in de komende 12 maanden zullen stijgen, en dat hun goudreserves zullen toenemen.

laatste tijd duidelijk wat is afgenomen, is de vraag naar goud de afgelopen jaren niet afgenomen. Tussen 2022 en 2024 bedroeg de wereldwijde netto vraag naar goud van centrale banken meer dan 1.000 ton per jaar, tweemaal het gemiddelde van de jaren 2010.

Naar de toekomst zijn er een aantal tekenen dat de vraag naar geel metaal van de centrale banken niet onmiddellijk zal afnemen – integendeel. Uit het laatste WGC-onderzoek blijkt dat geopolitieke onzekerheden waarschijnlijk de drijvende kracht achter deze vraag zullen blijven. 77% van de beheerders van deze officiële deviezenreserves beschouwt geopolitiek zelfs als een van de belangrijkste factoren die de samenstelling van hun portefeuilles bepalen. Gezien het groeiende aantal crises lijkt het waarschijnlijk dat er nog meer goud wordt gekocht. Maar liefst 43% van de ondervraagde instellingen zei van plan te zijn om hun goudvoorraad in de komende 12 maanden verder te vergroten: een nieuw record (zie grafiek 2). Geen van de ondervraagden verwachtte een daling van de goudreserves.

Als de huidige trend zich doorzet, is het slechts een kwestie van tijd voordat de mondiale goudreserves van centrale banken en internationale financiële organisaties nieuwe records zullen bereiken. Het record uit 1965 ligt al binnen handbereik. In de tijd van het Bretton Woods-systeem, toen goud tegen een vooraf vastgestelde koers kon worden verhandeld tegen de dollar, bedroegen de goudvoorraden van de centrale banken ongeveer 38.000 ton. Begin 2025 hadden de officiële goudreserves al bijna 36.300 ton aangetikt.

Het is goed mogelijk dat de geschiedenisboeken in de komende maanden herschreven moeten worden als het record van 60 jaar geleden wordt vervangen door een nieuwe piek – wat de rol van goud als reservemunt verder zou verankeren. Er is echter één opmerkelijk verschil: in 1965 was de officiële prijs voor een ounce goud ongeveer 35 dollar. Sindsdien is deze, uitgedrukt in dollars, bijna met een factor 100 gestegen. ♦



Verklarende woordenlijst

Korte uitleg van technische termen

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

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

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

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

Diversificatie – Spreiding van activa over verschillende activaklassen, effecten, regio's, sectoren en valuta's, met als doel de risico's die eigen zijn aan elke belegging te verminderen door te kiezen voor een brede waaier aan instrumenten.

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

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

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

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

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

Portefeuille – Een verzameling effecten in bewaring.

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

JURIDISCHE INFORMATIE

Dit document dient onder meer als marketingmateriaal.

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

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

© 2025 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 Müller,
Christian Schlosser

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: 15 augustus 2025

BE 112 0825 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:
Dr. Bert Flossbach, Prof. Dr. Agnieszka Gehringer,
Jens Hagen, Michael Illig, Dörte Jochims, Thomas Lehr,
Julian Marx, Prof. Dr. Thomas Mayer, Christian Panster,
Kurt von Storch

Design: Markus Taubeneck, Carolin Euskirchen
en Heller & C
Drukwerk: TheissenKopp GmbH

INFORMATIE OVER HET FOTOMATERIAAL

Auteursrechten: © Carolin Euskirchen, Illustratie (titelpagina, p. 2); © Marc Comes, CHB-P (p. 3); © Sarndy, Getty Images (p. 5 boven);
© AI gegenereerd met Ideogram (p. 5 onder); © Sarndy, Getty Images (p. 6–13); © Carolin Euskirchen, Illustratie (p. 14–21);
© Tanarch, Getty Images; Markus Taubeneck, Illustratie (p. 22–27); © Guirong Hao, Getty Images; Markus Taubeneck, Illustratie (p. 28–35);
© Frank Schemmann (p. 40); © AI gegenereerd met Ideogram (p. 44–49); © Marc Comes, CHB-P (achterzijde)



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



Flossbach von Storch