

Maandbericht juni 2025

Juni gaf een wisselend beeld op de verschillende beurzen. Beleggingsfonds Hoofbosch sloot de maand 1,51% lager af op €240,27. Vooral de scherpe daling van de dollar t.o.v. de euro (-4% op 1,178) drukte het resultaat. De Zwitserse frank sloot op 0,935. Dat is dicht tegen de recordstand van 0,927. De Nederlandse lange rente sloot op 2,8%.

Tot slot vond op 18 juni het Hoofbosch-symposium over 25 jaar euro plaats. Sprekers waren o.m. Jeroen van der Veer (voormalig CEO Shell) en Lex Hoogduin (hoogleraar en voormalig topman DNB). Veel van onze participanten wisten de weg naar Baarn te vinden. We hebben circa 120 bezoekers geteld. Voor degenen die er niet bij konden zijn delen we hieronder een paar hoogtepunten.

Symposium '25 jaar euro'

Toevallig bleek juni ook precies de maand waarin pijnlijk duidelijk werd dat die 25 jaar euro geen onverdeeld succes is geweest. De Europese Centrale Bank (ECB) probeert al jaren – en nog steeds – de euro aantrekkelijker te maken voor internationale handel en als reservevaluta. Tegelijkertijd doet de Zwitserse centrale bank, de SNB, juist haar best om de frank minder gewild te maken. Zo verlaagde ze de rente zelfs naar 0%. Beide pogingen lopen spaak. De ECB krijgt de wereld niet warm voor de euro (waarom, leest u hieronder). En de SNB slaagt er niet in de frank te ontmoedigen. Dat verschil zegt veel over de kracht van een munt. Een sterke munt zoals de frank blijft gewild, wat je er ook aan probeert te sleutelen. En een zwakke munt als de euro kun je niet overtuigend sterk laten lijken met alleen wat trucjes. De onderliggende zwaktes blijven zichtbaar.

Historisch perspectief

Zoals u van Hoofbosch gewend bent, plaatsen wij zaken graag in historisch perspectief. Het idee van een verenigd Europa is niet nieuw. De Romeinen kwamen er als eersten dichtbij. Ze hadden één taal (Latijn), één hoofdstad (Rome), één munt, één belastingstelsel en vanaf de 4e eeuw één godsdienst: het christendom. Ook was er één leger en één juridisch stelsel. Later deden Karel de Grote, Karel V en Napoleon soortgelijke pogingen. Het dieptepunt

kwam met de Duitse eenwordingspogingen tussen 1870 en 1945. Professor Lex Hoogduin, vier jaar adviseur van Wim Duisenberg (de eerste ECB-president), wees er in zijn lezing op dat de euro sterk samenhangt met de Duitse eenwording. Zuid-Europese landen wilden af van de dominante rol van de Bundesbank.

De positieve kant

Oud-Shell topman Jeroen van der Veer stelde dat de euro ons wel degelijk iets heeft gebracht. Zonder gemeenschappelijke munt was niet alleen Griekenland in een crisis terecht gekomen, maar was de kans groot geweest dat Italië en Spanje gevolgd waren. Dit zou niet alleen verstrekken gevolgen voor die landen hebben gehad. Nederland, als exportland, zou dat ook zeker hebben gevoeld. Daarnaast zouden de banken in Nederland (en elders) leningen aan deze landen hebben moeten afschrijven.

Frankrijk

Zonder het af te spreken, benadrukten alle sprekers dat Frankrijk zorgen baart. De Fransen drongen destijds aan op een harde deadline voor de invoering van de euro. Volgens Lex Hoogduin vonden zij dat nodig, omdat anders gewacht moest worden tot Sint Juttemis. Volledige economische convergentie zou immers te lang duren. Edin Mujagić liet zien dat zowel de euro als de ECB sterk door Frankrijk zijn beïnvloed. Denk aan een zwakke munt en een centrale bank die onder politieke druk staat. Die houdt de rente laag, zodat pijnlijke hervormingen uitblijven. Jeroen van der Veer zei dat Frankrijk en hard ingrijpen niet samengaan. Toch is dit nodig, bijvoorbeeld om de pensioenen betaalbaar te houden. Maar de kans dat het gebeurt, is klein.

Prijsstabiliteit is niet alles, maar zonder prijsstabiliteit is alles niets

Gedurende een groot deel van de ruim 25 jaar dat de euro en de ECB bestaan, was de inflatie laag. Maar dat kwam eerder ondanks dan dankzij de ECB. De rente stond vaak te laag, omdat de bank juist inflatie wilde aanjagen. Tegelijkertijd groeide de geldhoeveelheid bijna elk jaar met 5 tot 10 procent. De lage inflatie tussen 1999 en 2021 was vooral te danken aan technologische vooruitgang, een groeiend arbeidsaanbod en snelle globalisering. Toen die effecten afnamen, steeg de inflatie juist te sterk. De ECB slaagt er sindsdien niet in om die goed te beheersen. In Zwitserland liep het anders. Daar groeide de geldhoeveelheid jaarlijks met slechts 0 tot 5 procent. De inflatie bleef er stabiel. Dat is een belangrijk deel van de kracht van de Zwitserse economie en munt. Want zonder prijsstabiliteit is alles niets.

Corrigerende werking kapitaalmarkt uitgeschakeld in de eurozone

In de zomer van 2012 woedde de eurocrisis. Mario Draghi, toenmalig president van de ECB, bezwoer die met de belofte 'er alles aan te doen' om de euro te redden. Die belofte gaf veel eurolanden een vrijbrief geen begrotingsdiscipline na te streven. In het kielzog van die belofte, introduceerde de ECB allerlei instrumenten om in te grijpen als de rentes in de eurolanden te snel en/of te ver zouden stijgen. Daarmee heeft de bank de facto de corrigerende werking van de kapitaalmarkten uitgeschakeld. Dit terwijl de statuten van de bank nota bene bepalen dat de ECB 'handelt in overeenstemming met het beginsel van een open markteconomie'. Normaal gesproken stijgt de rente op de kapitaalmarkt als er zorgen zijn over het begrotingsbeleid. Dat dwingt overheden tot een verstandiger koers. Behalve in de eurozone. Daar geldt sinds 2012 een andere dynamiek. De belofte van dat jaar redde toen de euro, maar legde tegelijk een structureel probleem bloot. Overheden worden sindsdien minder snel gecorrigeerd door de markt. Geen verrassing dus dat de ECB recent waarschuwde voor een toekomstige schulden crisis.

Euro na 25 jaar: meer reïncarnatie van de Franse franc dan de gulden

De ECB zou sterk op de Duitse Bundesbank gaan lijken, namelijk een streng monetair beleid voeren met weinig tolerantie voor inflatie. De euro zou een Europese reïncarnatie van de gulden worden: een zeer sterke munt. Na iets meer dan een kwart eeuw aan ervaring met de ECB en de euro, lijkt de conclusie te zijn dat de muntunie op een Frans-Italiaanse monetair-financiële leest is geschoeid, dat de ECB veel meer op een Europese versie van de Franse centrale bank lijkt en dat de euro meer overeenkomsten met de Italiaanse lira of de Franse franc vertoont dan met de gulden. Frankrijk probeerde overigens in de jaren negentig de gemeenschappelijke munt de ecu te dopen. Het lukte bijna, totdat iemand erop wees dat Frankrijk in een ver verleden een munt kende met die naam. Deze taalkundige poging van Parijs om de Europese munt een Franse naam te geven, mislukte daarmee op het nippertje.

Het Nederlandse pensioenstelsel om zeep geholpen

In Nederland was er nog een ander effect: door de lage rente werden de toekomstige verplichtingen van onze pensioenfondsen tegen een zeer lage rentevoet verdisconteerd. Daardoor kwamen de dekkingsgraden onder druk en was indexatie in veel gevallen niet

mogelijk. Mede als reactie hierop is er een aanpassing van ons pensioenstelsel gekomen wat leidt tot te veel focus op de korte termijn.

En nu de toekomst?

Er dreigt een crisis, luidde de conclusie van de sprekers. Frankrijk moet ingrijpend hervormen om dit te voorkomen, maar het land is vooral bezig de eurozone en de EU Frans te laten worden om zelf geen pijnlijke hervormingen te hoeven doorvoeren. Dat kan niet alleen tot het einde van de euro, maar zelfs tot dat van de EU leiden. Lex Hoogduin suggereerde dat Nederland samen met gelijkgestemde landen zou kunnen proberen een deel van de integratie in de eurozone terug te draaien. Ook zou Nederland uit de euro kunnen stappen, waarbij het wel lid blijft van de EU. De euro is op termijn een risico waar je als belegger om heen moet lopen. Beide sprekers gaven aan dat in zo'n scenario de Hoofboschportefeuille een goede bescherming biedt.

Vraag van participant – energiemarkt EU

Een van onze participanten wees op de stand van zaken in Europa m.b.t. gas, schaliegas, kernenergie en kolen, in combinatie met een mogelijk aangepaste Green Deal. Hij vroeg aan Jeroen van der Veer of Europa op energiegebied dominant kan worden. De oud-topman van Shell was daar nuchter over. Olie is in het Midden-Oosten verreweg het goedkoopst te produceren. Gas is goedkoop zodra er pijpleidingen liggen, maar in Nederland en op de Noordzee is het, óf maatschappelijk niet haalbaar óf simpelweg op. Schaliegas is in Europa veel duurder dan in de VS. Het debat over kernenergie verandert. Maar als je het doet, moet je het groots aanpakken: bouw op zijn minst twintig kerncentrales in Nederland, net zoals de Fransen, dan ontstaat er een leercurve. Wind op zee is voor Nederland kansrijk, maar niet goedkoop. En je hebt altijd reserve nodig voor windstille en zonloze periodes – de zogeheten ‘dunkelflaute’. Een deel van de oplossing ligt in slim verbruik: bijvoorbeeld alleen laden als de stroomprijs laag is. China zal gas uit het Midden-Oosten blijven halen. Voor Europa is het dus van belang dat die regio ook aan ons wil blijven leveren.

Vraag van participant – Shell en rechtszaken

Na een vraag over de rechtszaken tegen Shell ging Jeroen van der Veer in op de uitspraak in het voordeel van Milieudefensie. Die vond hij moeilijk te begrijpen. De rechter verplichtte Shell namelijk om ook de uitstoot van gebruikers van Shell-producten terug te dringen, iets wat niet volledig in de macht van het bedrijf ligt. Daarnaast is er irritatie over uitspraken van Nederlandse rechters over kwesties die zich ver buiten Nederland afspelen. Die overwegingen speelden mee in het besluit van Shell om het hoofdkantoor uit Nederland te verplaatsen. Tot zover het symposium.

Schoolvakanties

Een, in onze ogen, topeconoom wees ons op een buitengewoon interessante statistiek: 'De lengte van schoolvakanties in Europa.' We hadden al een vermoeden, maar in Zwitserland hebben leerlingen de kortste schoolvakanties: 8 weken. Het land met daarna de kortste schoolvakanties is, u raadt het al, Nederland: 11 weken. Zo zijn de ideeën van Erasmus (geboren in Nederland en overleden in Zwitserland) nog altijd merkbaar op Nederlandse en Zwitserse scholen. Hij zou niet juichen over lange perioden zonder studie: 'Onderwijs is essentieel voor karakter en geest.' Een andere treffende uitspraak van hem is: 'De wortels van de opvoeding zijn bitter, maar de vruchten zijn zoet.' De langste vakanties vinden we overigens in Griekenland (17 weken) en Frankrijk (14 weken). Erasmus had een dubbele houding tegenover Frankrijk. Hij had er zelf gestudeerd (o.a. in Parijs), maar bekritiseerde het Franse onderwijs: 'Te weinig ruimte voor literatuur, morele ontwikkeling en klassieke talen.' Dat zal vandaag niet anders zijn...

Artikel 899

Afgelopen weken is er veel te doen geweest omtrent artikel 899 uit het wetsvoorstel voor de nieuwe begroting in de VS. Het artikel bepaalde dat buitenlandse beleggers extra belastingen zouden betalen in de VS als zij uit een land komen dat volgens de VS zich oneerlijk gedraagt richting Washington. Daarmee zou beleggen in de VS minder aantrekkelijk worden. Het Amerikaanse parlement heeft echter dat artikel uit de begroting gehaald, in ruil voor een afspraak met de andere G-7 landen dat een mondiale minimum winstbelasting van 15 procent niet van toepassing zal zijn op Amerikaanse bedrijven. De Senaat debatteert over het begrotingsvoorstel op het moment van schrijven van dit bericht; in het maandbericht van juli zullen we er nader op ingaan.

General Mills

Helaas daalde het aandeel General Mills 5% na bekendmaking van de kwartaalresultaten. Het bleek dat het retail-landschap in Amerika nog steeds zeer uitdagend is voor producenten van verpakte voedingsmiddelen. General Mills heeft hierop ingespeeld en bereikte zo dezelfde volumes als vorig jaar, maar wel bij een lagere winst. Het bedrijf verwacht dat ook 2026 lastig zal zijn en sprak daarom zeer conservatieve verwachtingen uit voor wat betreft de winst en omzet in de komende 12 maanden. Dit resulteerde in een neerwaartse druk op het aandeel. Er zit echter o.i. al veel negatiefs in de koers verwerkt en het dividendrendement van 4,7% is bijzonder aantrekkelijk. General Mills is één van onze kleinste belangen.

Shell ontkent geruchten

Aan het eind van de maand kwam Shell met een persbericht waarin het ontkent BP over te willen nemen. De dag ervoor had The Wall Street Journal geschreven dat er beginnende gesprekken waren, iets wat al langer in de markt circuleerde. Wij namen de geruchten hierover niet serieus. Shell benadrukt al jarenlang dat het beleid gebaseerd is op drie pijlers: investeringsdiscipline, consistentie in de substantiële winstdeling met aandeelhouders en een gezonde balans. Een overname van het kwakkelende BP past niet bij deze principes. Dat Shell nu met een officiële ontkenning komt is verstandig want de geruchten waren goed voor de koers van BP, maar niet voor die van Shell. De Britse wet schrijft voor dat Shell na zo'n officiële ontkenning niet binnen zes maanden een overnamebod mag doen, tenzij de omstandigheden wezenlijk veranderen.

Hoofdkantoor

Nieuwe Gracht 23
2011 NC Haarlem
(023) 202 1881

Kantoor Rotterdam

Marie van Eijsden-Vinkstraat 299
3066 JB Rotterdam
(010) 751 2881



[Aanmelden presentatie](#) [Afmelden](#) [Profiel wijzigen](#)

[Hoofbosch.nl](#)