

Beleggen voorbij het einde van de geschiedenis

Thomas van Galen¹

Jarenlang konden beleggers geopolitiek behandelen als ruis. Niet onbelangrijk, maar zelden doorslaggevend voor strategische portefeuilleconstructie. Dat tijdperk is voorbij. Geopolitiek is opnieuw van belang voor markten. Strategische grondstoffen, energiezekerheid en defensiecapaciteit zijn terug in het economische debat. Conflicten werken sneller door in inflatieverwachtingen, rente, valuta en risicopremies.

Die verandering is niet gisteren begonnen, maar sinds 2022 is deze moeilijk te negeren. De Russische invasie van Oekraïne liet zien hoe snel geopolitiek kan doorwerken in energieprijzen, koopkracht, begrotingsbeleid en monetair beleid. Aandelen en obligaties kwamen tegelijk onder druk. De klassieke portefeuillelogica, waarin staatsobligaties bescherming bieden bij onrust op aandelenmarkten, werkte niet vanzelfsprekend meer. Niet omdat diversificatie waardeloos werd, maar omdat het dominante regime veranderde.

De vraag is niet of de geschiedenis is teruggekeerd, maar hoeveel portefeuilles nog zijn gebouwd op de aanname dat zij voorbij was.

De uitzonderlijke orde achter modern beleggen

Na de val van de Berlijnse Muur leek de wereld een duidelijke richting te hebben gevonden. Francis Fukuyama schreef over het "einde van de geschiedenis": niet omdat er niets meer zou gebeuren, maar omdat liberale democratie en marktkapitalisme geen geloofwaardige systeemrivaal meer leken te hebben (Fukuyama, 1992). Voor beleggers was dat geen abstract filosofisch debat. Het werd de achtergrond waartegen moderne portefeuilleconstructie vorm kreeg.

Vanaf het begin van de jaren '80 profiteerde beleggers van de stabiliteit die The Great Moderation bracht. Het economische succes leidde vanaf 1990 het unipolaire tijdperk in.

Deze periode werd gekenmerkt door globalisering, dalende inflatie, toenemende kapitaalmobilititeit en onafhankelijke centrale banken. Productieketens werden internationaler. Arbeidsaanbod werd mondiaal ruimer. Technologie drukte kosten. Centrale banken bouwden geloofwaardigheid op. Inflatieverwachtingen raakten beter verankerd. De rente daalde trendmatig.

Binnen die omgeving werkte klassieke diversificatie uitzonderlijk goed. Bij groeischokken konden centrale banken de rente verlagen. Obligaties stegen dan vaak in waarde terwijl aandelen onder druk kwamen. De negatieve correlatie tussen aandelen en

staatsobligaties werd daardoor een fundament onder veel strategische allocaties.

Dat leek vanzelfsprekend. Het was het niet.

Die uitzonderlijke samenloop is zichtbaar wanneer politieke, economische en financiële regimes naast elkaar worden gezet. De wereldorde verandert doorgaans langzaam, economische regimes bewegen sneller, en financiële regimes reageren het meest direct op schokken in groei, inflatie en beleid. Juist daardoor ontstaan in overgangperiodes fricties: portefeuilles kunnen nog zijn ingericht op het oude financiële regime, terwijl de economische en geopolitieke onderlaag al verschuift. Figuur 1 laat die gelaagdheid zien.

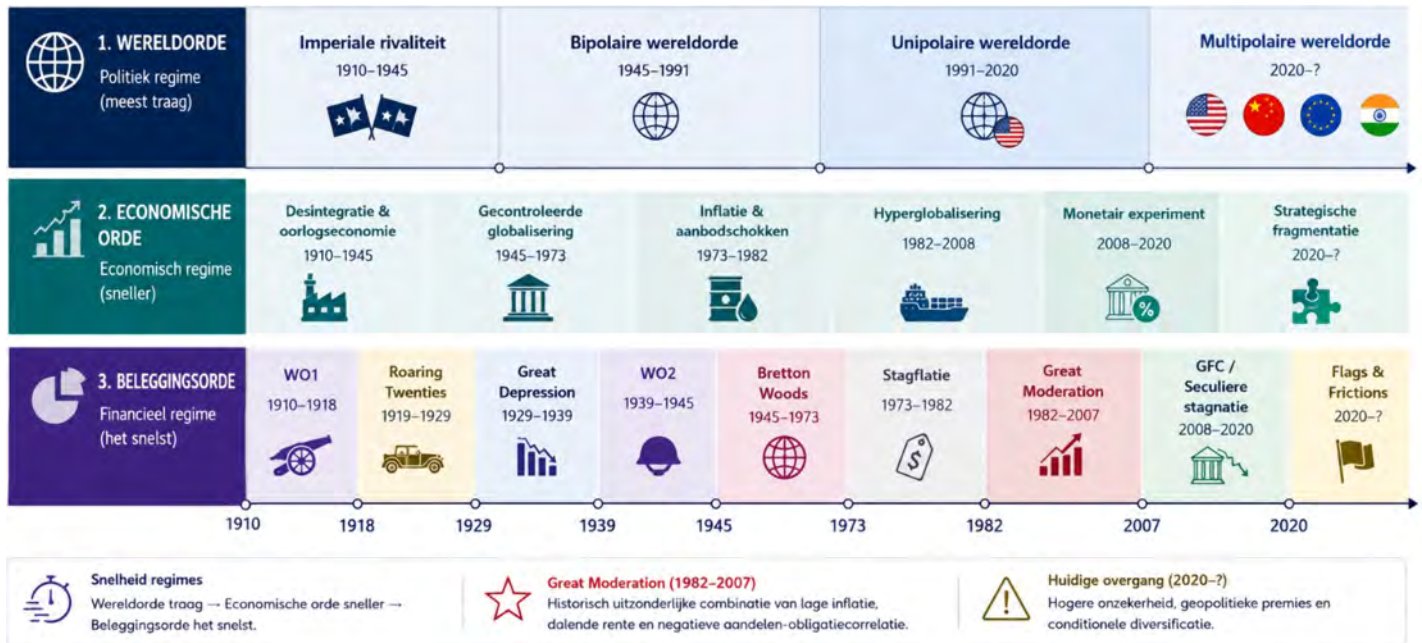
De figuur maakt duidelijk dat de Great Moderation geen losstaand marktfenomeen was, maar mede aanleiding en zeker uitdrukking van een bredere ordening: Amerikaanse geopolitieke dominantie, internationale economische integratie, geloofwaardige centrale banken en breed

Thomas van Galen

Hoofdstrateeg Achmea Investment Management



Figuur 1
Evolutie van de wereldorde, economische orde en beleggingsorde
De stabiliteit waaraan we tijdens de unipolaire wereldorde gewend zijn geraakt was de uitzondering op de regel



vertrouwen in convergentie. Wanneer die onderlaag verandert, verandert ook de betekenis van historische rendementen, risico's en correlaties.

Wanneer geopolitiek weer macro wordt

Die ordening is niet verdwenen, maar wel minder vanzelfsprekend geworden. De wereld beweegt richting een meer multipolaire configuratie. Dat betekent niet dat globalisering simpelweg wordt teruggedraaid. Integendeel: economieën, financiële markten en productieketens blijven diep verweven. Juist daardoor kunnen geopolitieke schokken sneller doorwerken.

De kern is dat politieke divergentie sneller toeneemt dan economische ont koppeling. Landen blijven afhankelijk van elkaar, maar vertrouwen elkaar minder. Daardoor worden afhankelijkheden strategische kwetsbaarheden. Russisch gas was vóór 2022 een bron van goedkope energie. Daarna werd het een geopolitieke hefboom. Taiwanese chips zijn niet alleen industrieel belangrijk, maar raken ook aan veiligheidspolitiek. De dollar is niet alleen een reservemunt, maar ook infrastructuur voor sanctiemacht en financiële invloed.

Geopolitieke ontwikkelingen raken markten meestal via economische variabelen: energieprijzen, inflatieverwachtingen, rente, valuta, handelsstromen, winstverwach-

tingen en risicopremies. Het IMF wijst erop dat geo-economische fragmentatie via kapitaalstromen, financieringscondities en financiële stabiliteit kan doorwerken in markten (IMF, 2023). De Wereldbank benadrukt eveneens dat handelsfragmentatie, beleidsonzekerheid en geopolitieke spanningen structurele tegenwind kunnen vormen voor groei en investeringen (World Bank, 2025).

In een geïntegreerde wereldeconomie blijft geopolitiek niet aan de rand van de portefeuille; het beweegt via inflatie, rente en risicopremies naar het centrum

De illusie van voorspelbaarheid

Dat vraagt om een andere manier van denken. Veel institutionele besluitvorming begint nog altijd met een centraal pad. Begrotingen, ALM-studies, strategische assetallocaties en bedrijfsplannen worden vaak geijkt op één consistente set aannames. Dat is logisch. Modellen vragen interne consistentie. Zonder basisscenario is analyse stuurloos.

Maar de kracht van modellen is tegelijk hun beperking. Modellen rekenen meestal binnen een regime. Ze zijn goed in het analyseren van gevoeligheden rondom een veronderstelde wereld. Scenario's hebben een andere functie. Zij maken voorstelbaar wat

er gebeurt als het regime zelf verandert. Dat is de kern van de scenariobenadering zoals die in de strategieliteratuur is ontwikkeld: niet voorspellen, maar besluitvorming robuuster maken onder fundamentele onzekerheid (Wack, 1985).

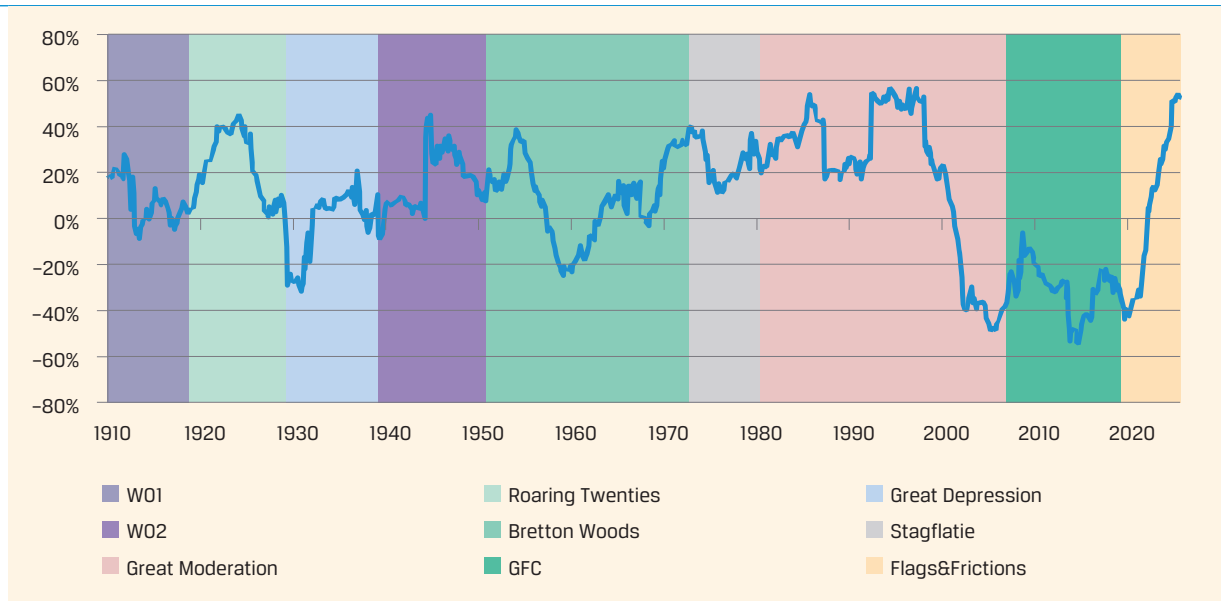
Europa had het exacte verloop van de energieschok in 2022 niet hoeven voorspellen. Maar het scenario van een ernstige verstoring van Russische gasleveringen had veel serieuzer kunnen worden doorleefd. Welke buffers waren nodig? Welke industriële sectoren waren kwetsbaar? Welke begrotingsruimte was vereist? Wat betekende het voor inflatie, rente en koopkracht?

De waarde van scenariodenken zit niet in voorspellen maar in voorbereiden.

Modellen optimaliseren binnen regimes. Scenario's bereiden voor op regimewisselingen

Voor beleggers is dit cruciaal. Een portefeuille die optimaal lijkt onder één centraal pad kan kwetsbaar blijken als inflatie het dominante risico wordt, als geopolitieke stress de energieprijzen raakt of als institutionele geloofwaardigheid plots een marktvariabele wordt. De centrale vraag verschuift dan van precisie naar robuustheid.

Figuur 2
Historische aandelen-obligatiecorrelatie en beleggingsregimes
De negatieve aandelen-obligatiecorrelatie aan het einde van de Great Moderation en post GFC was uitzonderlijk, niet vanzelfsprekend.



Diversificatie is conditioneel geworden

Een tastbare illustratie van regime-afhankelijkheid is de instabiele aandelen-obligatiecorrelatie. In een groeigedomineerd regime bieden staatsobligaties vaak bescherming. Groeivertraging drukt aandelen, maar geeft centrale banken ruimte om de rente te verlagen. In een inflatiegedomineerd regime werkt dit anders. Inflatieschokken kunnen centrale banken juist dwingen om te verkrappen, ook als de groei verzwakt. Dan kunnen aandelen en obligaties tegelijk dalen.

De aandelen-obligatiecorrelatie laat precies zien waarom regimebewustzijn nodig is. In de praktijk wordt de negatieve correlatie vaak behandeld als een structurele eigenschap van portefeuilles. Historisch is zij echter eerder een regime-uitkomst. In eerdere regimes was de relatie vaker positief of instabiel, in lijn met onderzoek waaruit blijkt dat inflatie, reële rente en overheidskwaliteit belangrijke verklarende variabelen zijn voor de aandelen-obligatiecorrelatie (Molenaar et al., 2024).

Daarmee verschuift de interpretatie. Staatsobligaties blijven belangrijk, maar hun rol als automatische hedge tegen aandelenrisico is minder vanzelfsprekend zodra inflatie, begrotingsbeleid en geloofwaardigheid van beleid dominant worden. Ook de ECB wijst erop dat veranderingen in langetermijnrentes en de natuurlijke rente kunnen duiden op een blijvender verschuiving in

het rente- en inflatieregime (Schnabel, 2025). De vraag is dus niet óf obligaties nog diversificeren, maar onder welke omstandigheden.

Van optimalisatie naar regimebewuste portefeuilleconstructie

De implicatie is niet dat beleggers hun modellen moeten weggooien. Integendeel. De analyse moet juist verbreed worden, waardoor de nadruk verschuift. Minder vertrouwen op historische gemiddelden als stabiele gids. Meer aandacht voor de vraag onder welk regime die gemiddelden tot stand kwamen.

Regimebewuste portefeuilleconstructie begint met het expliciet maken van kwetsbaarheden. Hoe reageert de portefeuille op een inflatieschok? Wat gebeurt er bij stijgende reële rentes? Wanneer werkt duration nog als hedge? Welke diversificatie werkt in een groeischok? Waar zit liquiditeit als herallocatie nodig is?

Dit raakt direct aan de praktijk van institutioneel beleggen. Een renteafdekking kan bescherming bieden tegen dalende rente, maar anders uitpakken in een regime van stijgende inflatie en hogere reële rentes. Inflatiegevoelige beleggingen kunnen nuttig zijn, maar alleen als kasstromen of waardeeringen daadwerkelijk meebewegen met het relevante inflatierisico. Alternatieve beleggingen kunnen spreiding toevoegen,

maar alleen als hun liquiditeitsprofiel past bij stressscenario's.

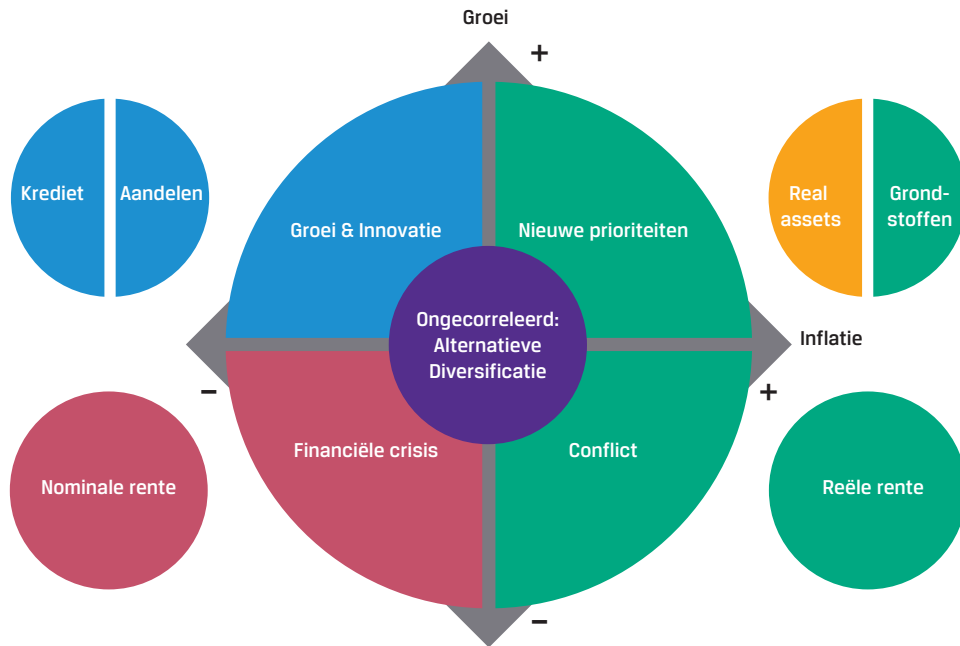
Regimebewuste portefeuilleconstructie vraagt daarom niet om één nieuwe heilige graal, maar om meerdere verdedigingslijnen. Een groeischok vraagt andere bescherming dan een inflatieschok. Een financiële crisis vraagt andere liquiditeit dan een geopolitiek conflict. Figuur 3 vertaalt dit naar een scenarioraamwerk: niet elk scenario wordt door dezelfde bouwsteen opgevangen.

De waarde van zo'n raamwerk zit niet in het kiezen van het juiste kwadrant. De waarde zit in het zichtbaar maken van concentraties in kwetsbaarheid. Een portefeuille kan goed gespreid lijken over beleggingscategorieën, maar toch sterk afhankelijk zijn van één macroregime: lage inflatie, dalende rente en geloofwaardige beleidsreacties. Scenarioanalyse maakt dat verborgen concentratierisico expliciet.

Niet pessimistischer, wel bewuster

Beleggen voorbij het einde van de geschiedenis is geen reden voor somberheid. Markten blijven functioneren. Innovatie gaat door. Globalisering verdwijnt niet volledig. Liberale instituties blijven economisch krachtig. Maar de vanzelfsprekendheid van het post-Koude Oorlog-regime is verdwenen.

Figuur 3
 Scenariodiagram
 portefeuilleconstruc-
 tie
 Regimebewust
 beleggen vraagt om
 meerdere bronnen
 van diversificatie;
 niet elk scenario
 vraagt dezelfde
 bescherming.



Dat vraagt om een herijking van ons denken. Modellen blijven nodig, maar moeten worden aangevuld met scenario's. Diversificatie blijft essentieel, maar moet rekening houden met inflatie, geopolitiek en institutionele geloofwaardigheid. Portefeuilles blijven gebouwd op verwachte rendementen en risico's, maar die aannames vragen meer regimebewustzijn.

De grootste kwetsbaarheid van een portefeuille is vaak niet volatiliteit zelf, maar afhankelijkheid van één wereldbeeld. De belegger met de beste voorspelling heeft niet automatisch de sterkste portefeuille. Sterker is de belegger die het minst afhankelijk is van een wereld die langzaam verdwijnt.

Literatuur

- Fukuyama, F. (1992). *The End of History and the Last Man*. Free Press.
- IMF (2023). *Global Financial Stability Report, April 2023: Safeguarding Financial Stability amid High Inflation and Geopolitical Risks*. International Monetary Fund.
- Molenaar, R., Swinkels, L., Sénéchal, E. en Wang, Z. (2024). "Empirical evidence on the stock-bond correlation." *Journal of Asset Management*.
- Schnabel, I. (2025). "No longer convenient? Safe asset abundance and r*." Speech, European Central Bank.
- Wack, P. (1985). "Scenarios: Uncharted Waters Ahead." *Harvard Business Review*.
- World Bank (2025). *Global Economic Prospects, June 2025*. World Bank.

Noot

- 1 De auteur heeft bijgedragen aan het MIFID II Stay Compliant Programma 2026 van CFA Society Netherlands voor Macroeconomics.