



SOS Finance



Koen Ingelbrecht,
Professor Finance,
Universiteit Gent

ABSTRACT

On May 7th, 2019, the Belgian Financial Forum organised a presentation by Geert Noels, CEO and Chief Economist of Econopolis, entitled 'SOS capitalism.' The presentation consists of two parts. In the first part, Geert Noels discusses recent events with a major financial and economic impact, events that are partly the result of capitalism and which may further promote capitalism. In the second part he elaborates on his book "Gigantism": How did gigantism arise? What are the consequences? And how can we solve this?

Deel 1: Recente gebeurtenissen met een grote financiële en economische impact

Het jaar 2019 kan voorlopig als een interessant jaar beschouwd worden met heel wat gebeurtenissen die een materiële impact hebben op de economie en de financiële markten. Wat heeft nu de meeste invloed gehad? De gebeurtenissen rond de Brexit liggen voor de hand, maar tot op heden is de invloed al bij al beperkt gebleven. Geert Noels wijst de grootste impact achtereenvolgens toe aan de structurele problemen in de Europese Unie, de handelsoorlog tussen de US en China en de interventies door centrale banken.

Brexit

De nakende Brexit heeft reeds veel inkt doen vloeien, maar de economische en financiële impact is tot op heden beperkt gebleven. Dit neemt niet weg dat eenmaal de Brexit voltrokken wordt, de Europese landen een negatieve impact zullen ondervinden. Uit berekeningen van de Nationale Bank van België volgt evenwel dat de Brexit-kost sterk zal verschillen van land tot land. Niet alle Europese landen zullen dezelfde pijn voelen als het fout afloopt. Het is interessant om te zien wat dit doet met de onderhandelingen. Landen die weinig invloed verwachten, stellen zich minder hard op dan landen die sterk handeldrijven met de UK. Geert Noels maakt ook de vergelijking met de Hanzesteden. Dit was oorspronkelijk een verbond tussen Duitse en Noord-Europese handelssteden van de 13e tot de 18e eeuw die door samen te werken, probeerden om hun handel te beschermen en uit te breiden. De openheid tussen deze steden, en tussen de landen waartoe ze behoren, zorgen ervoor dat ze ook nog vandaag handeldrijven met elkaar. De Brexit zal de handel tussen die steden en landen niet verhinderen. De handel zal enkel op een andere manier gedreven worden. Hoe gaat dit aflopen? Hylke Vandenbussche (KU Leuven) komt in haar boek 'De Brexit -saga' tot verrassende inzichten. Ze is van oordeel dat een harde Brexit een goed startpunt is, daar alle tussenvormen niet zuiver zijn. 'Begin met een harde Brexit en kijk dan hoe je verder gaat.'

Structurele problemen in de EU

Er zijn in Europa duidelijke breuklijnen tussen landen die het goed doen, zoals Duitsland en Nederland, en landen die het minder goed doen, zoals Frankrijk. De divergentie tussen Duitsland en Frankrijk is de kern van het probleem. Frankrijk kampt met problemen van hoge werkloosheid, lage groei en hoge overheidsschulden en -tekorten. Duitsland kan veel betere cijfers voorleggen. 10 tot 12 jaar geleden was de werkloosheid van Frankrijk nog gelijk aan deze van Duitsland. De toegenomen divergentie heeft veel te maken met de vooruitgang van Duitsland. De globalisering is wat aan Frankrijk voorbijgegaan. Geert Noels is van oordeel dat Macron een goed plan heeft om de problemen aan te pakken, maar de implementatie is moeilijk doordat alles centraal aangestuurd is (de gele hesjes zijn hiervan het bewijs). Hij ziet meer heil in plannen die decentraal aangestuurd worden. Italië lijkt dan weer heel sterk op Frankrijk, maar is volgens de heer Noels veel weerbaarder door hun

kracht voor verandering. De toekomst zal het moeten uitwijzen. Recente cijfers tonen evenwel aan dat ook Duitsland begint te kampen met de negatieve effecten van o.a. de handelsoorlog (zie volgend deel). De groeivoorzichten zijn reeds neerwaarts herzien van meer dan 1% naar 0.5%. Dit stelt ook de regeringen van o.a. België voor grote uitdagingen. Zoals Geert Noels het stelt: 'Als het regent in Duitsland, dan druppelt het in België'.

Verder is het ook verbazingwekkend dat we nog steeds in een periode van normalisering zitten, 11 jaar na de financiële crisis: de rente staat nog steeds op nul, de schuld is nog verder gestegen en de banken zijn nog groter geworden. Dit is geen goed vooruitzicht. De lage rente gecombineerd met een hogere inflatie zorgt voor heel wat slapeloze nachten bij bankiers. De ontkoppeling van de Europese rente van de Amerikaanse rente is ook een nieuw gegeven. De 'gap' bedraagt reeds 2%. De lagere rente heeft de appetijt van Belgen voor vastgoed nog verder aangewakkerd, met verder stijgende huizenprijzen tot gevolg. Mensen blijven geloven dat er momenteel nog geen probleem is, maar eenmaal de rente terug begint te stijgen, kan dit nefaste gevolgen hebben. Er is ook sprake van een 'generationeel' probleem. Terwijl oudere mensen denken dat er nog opwaarts potentieel is, vinden jonge mensen vastgoed eerder duur. Dit verschil in aanvoelen wordt vermoedelijk gedreven door de financiële problemen die jongeren ondervinden bij de aankoop van vastgoed.

Ten slotte zijn ook de toegenomen schulden een structureel probleem aan het worden. Een recent rapport van de Nationale Bank wijst op het probleem voor België. België werd typisch beschouwd als een land van spaarders, een land met weinig private schulden (schulden worden vooral gemaakt door de overheid). Dit is aan het veranderen. Het huidige spaaroverschot zit vooral in 'assets', maar veel minder in het dagelijks/jaarlijks sparen. De schulden zijn nog een stuk minder groot als in Nederland, maar de stijgende tendens is zorgwekkend.

Handelsoorlog tussen de US en China

De handelsoorlog tussen de US en China kan heel wat repercussies hebben voor Europa. Er zijn reeds effecten merkbaar in o.a. de auto-industrie. Het is belangrijk om inzicht te krijgen in de onderhandelingen die gevoerd worden. De heer Noels verwijst naar een economisch adviseur van Donald Trump die nauw betrokken is bij de onderhandelingen, Peter Navarro. Navarro heeft in 2011-2012 een boek uitgebracht 'Death by China' waarin hij beweert dat China eerlijke handel schendt door het manipuleren van wisselkoersen en illegale exportsubsidies. Hierdoor wordt de Amerikaanse markt met Chinese producten overspoeld en ontstaat er oneerlijke concurrentie. De handelsovereenkomsten met China hebben volgens hem de economie van de Verenigde Staten sterk verzwakt. Ze hebben één iets voor ogen 'China moet op de knieën!'. China moet economisch verzwakt worden om het Amerikaans bedrijfsleven nieuw leven in te blazen. Gegeven dat Navarro mee aan tafel zit tijdens de onderhandelingen, is het duidelijk dat Trump niet gemakkelijk een akkoord zal sluiten. Dit zorgt voor heel wat volatiliteit op de beurzen. Sinds begin 2019 zijn er heel

wat 'positieve' Twitter-berichten van Trump, in de zin dat de onderhandelingen vlot verlopen en dat er een bijna-akkoord is. Dit heeft de financiële markten in de eerste maanden van 2019 sterk ondersteund. Begin mei is de toon echter sterk veranderd: 'Het is nu welletjes geweest!'; 'Het is gedaan met spelen!'. De reactie op de markten liet niet lang op zich wachten.

Hoe zal dit aflopen? Het is belangrijk om te denken zoals Trump. Het is zoals Geert Noels het stelt: 'Zolang Trump geen pijn voelt, is er geen pijn'. Hij voelt zich gesterkt door de goede economische cijfers. De werkloosheid is heel laag. Het is evenwel belangrijk om in te zien dat het aantal arbeidskrachten niet gestegen is. Er zijn ook heel wat jobs die niet duurzaam zijn (denk aan jobs bij Uber) en die worden ook meegeteld. Verder zijn de overheidstekorten en -schulden heel sterk toegenomen sinds de aanstelling van Trump, o.a. door de sterke verlaging van de vennootschapsbelasting (hierdoor zijn de inkomsten van 8-9% naar 3-4% van het BBP gedaald). Die hoge schulden en tekorten kunnen een probleem worden als de Amerikaanse economie in recessie gaat (tekorten kunnen dan snel oplopen naar 8-9% van het BBP). Deze economisch situatie kan medebepalend zijn voor de uitkomst van de onderhandelingen.

Interventies door centrale banken

De gebeurtenis die Geert Noels naar voren schuift als de gebeurtenis met de grootste impact in 2019, zijn de interventies door de centrale banken. Wat hij opmerkelijk vindt zijn de interventies door het 'Plunge Protection Team' (PPT). Dit is een soort 'geheim' team, bestaande uit mensen van de centrale banken en de minister van Financiën, dat in maart 1988 door toenmalig president Ronald Reagan in het leven geroepen is, in de nasleep van de beurscrash van 1987. De officiële missie van het PPT (een naam in het leven geroepen door de Wall Street Journal) is om de Amerikaanse president te adviseren in tijden van economische onrust en turbulentie op de beurs. Critici geloven echter dat het team niet enkel advies geeft, maar ook actief participeert in de markten om aandelenkoersen te ondersteunen (en dus zo in samenwerking met (centrale) banken de markt te manipuleren). Er werd hieraan aanvankelijk weinig geloof gehecht, totdat de minister van Financiën op een bepaald moment zelf aangaf om de PPT in te schakelen om de markten te ondersteunen. Een laatste interventie dateert van 23 december 2018. Of ze effectief tussen beide gekomen zijn, blijft nog een open vraag. Het is echter duidelijk dat Trump veel belang hecht aan hogere aandelenmarkten en van oordeel is dat de markten 20 tot 25% hoger gewaardeerd moeten zijn. Via gerichte Twitter-berichten probeert hij effectief de markten positief te beïnvloeden.

Stimuli via interventies door centrale banken hebben veel veranderd. De vastgoedmarkt, de obligatiemarkt en de aandelenmarkt zijn hierdoor sterk ondersteund. Dit roept vragen op of dit niet zal leiden tot zeepbellen. Als we kijken naar de beurzen, dan merken we dat voornamelijk de Amerikaanse aandelenmarkt, in het bijzonder de technologiesector, het

heel goed gedaan hebben de laatste jaren. Europa en de opkomende markten zijn eerder stabiel gebleven. Het grote verschil wordt gemaakt door de technologie-aandelen, zoals de zogenaamde FAANG-aandelen. Eén van de kanalen via dewelke de koersen ondersteund worden, is de inkoop van eigen aandelen. De verlaging van de belastingen heeft de bedrijven extra liquide middelen opgeleverd die gebruikt werden om eigen aandelen in te kopen. Dit effect was het sterkst binnen de technologiesector. Finaal kunnen we concluderen dat de versoepeling van het monetair beleid via interventies en 'zero rates' ervoor gezorgd heeft, zoals Geert Noels het stelt, dat 'iedereen in slaap gewiegd is'. Er is duidelijk sprake van zombie-effecten: Bedrijven die dood zouden moeten zijn, worden toch in leven gehouden.

Deel 2: Boek 'Gigantisme'

Gigantisme gaat over nep-kapitalisme. Het kapitalistisch systeem heeft tot bepaalde scheeftrekkingen geleid, namelijk: te grote winsten, een overdreven machtsconcentratie, oneerlijke concurrentievoordelen en een verregerende vervreemding van burger of consument. Overheden en bedrijven zijn te groot geworden, mede als gevolg van het kapitalisme. De wereld zou gebaat zijn door kleinschaligheid: Kleinere scholen doen het beter dan grote; steden doen het beter dan nationale overheden; kleine wendbare ondernemingen staan dicht bij hun werknemers dan grote multinationals.

Het is geen puur economisch boek, maar een combinatie van economie, filosofie en aandacht voor maatschappelijke fenomenen. Veel beslissingen zijn niet puur financieel-economisch, maar hebben ook maatschappelijke impact. De economische logica is vaak dat groter worden (via groei of via overnames) beter is. De vergelijking kan gemaakt worden met de Champions League (CL). Vóór de introductie van de CL was de invloed van de kleine landen relatief groot. Na de introductie zijn de spelregels (o.a. financiering) veranderd en dit heeft ervoor gezorgd dat de invloed van de 'Big 5' steeds groter geworden is. Kleine ploegen (zoals recentelijk Ajax), die één jaar uitzonderlijk goed presteren, worden uitgekocht door de grote, waardoor hun succes kortstondig is. Deze lijn kunnen we doorstreken naar de bedrijfswereld en overheden. De invloed van grote bedrijven en grote overheden is disproportioneel.

Hoe is gigantisme ontstaan?

Groter wordende bedrijven leidt tot meer concentratie, minder concurrentie en bijgevolg hogere winstmarges. We kunnen dus spreken van een Champions league effect: De grote spelers hebben zoveel macht (lees geld, grootte, concentratie) dat de kleine spelers uit de markt gespeeld worden (o.a. via overnames, via wurgprijzen, ...). Hoe is het zo ver kunnen komen? Wat heeft het 'gigantisme' gestimuleerd? Volgens Geert Noels heeft het te maken met de spelregels, die doorheen de jaren sterk veranderd zijn. Om terug de vergelijking

met het voetbal te maken: 'Het voetbal is niet veranderd, maar de competitie (i.e. spelregels) is dit wel.' De competitie tussen de bedrijven is veranderd, hoe overheden (via regelgeving) tussen komen is veranderd, hoe mensen functioneren binnen bedrijven is veranderd. Grote bedrijven kopen beloftevolle kleine bedrijven op en betalen daar een hoge prijs voor. De drijfveer is om hun machtspositie op de markt te behouden en verder te versterken (eenmaal je CL speelt, wil je dit blijven doen). Hun verwachting is niet dat alle beloftevolle bedrijven zullen doorbreken, maar als er een paar doorbreken, dan kan de positie van de grote bedrijven verzwakt worden, wat ze te allen tijde willen vermijden.

Waarom grijpt de overheid niet in? De reden volgens Geert Noels is omdat de relatie tussen bedrijven en overheden veel te innig geworden is. We kunnen spreken van 'Crony Capitalism'. Bedrijven worden niet langer vergoed voor het nemen van risico, maar eerder door het onderhouden van goede relaties met de politieke klassen. Iedereen is van oordeel dat de Boeing 737 Max nooit gecommmercialiseerd mocht worden. 'Maar als de regelgever voornamelijk bevolkt wordt door mensen van Boeing en Boeing het grootste bedrijf is dat reeds alle concurrentie heeft leeggekocht, wat verwacht je dan?' Dergelijke situaties zijn structureel ongezond voor het kapitalisme.

Wat zijn de gevolgen?

De economische logica om steeds groter te worden, zijn de schaalvoordelen. Men mag echter niet vergeten dat niet alle synergie-effecten gerealiseerd worden. Daarenboven moet men ook verder kijken dan de economische logica en aandacht besteden aan de maatschappelijke en ecologische gevolgen. De meeste economische modellen houden hier geen rekening mee. Vanuit een economisch oogpunt, kan men stellen dat gigantisme nefast kan zijn voor de economische innovatie. Innovatieve bedrijven worden door de grote bedrijven voor grof geld opgekocht. Deze grote bedrijven zijn typisch niet de meest innovatieve en hebben meer interesse in het behouden van hun machtspositie (en op die manier hoge winstmarges realiseren), dan verder te innoveren. Vanuit maatschappelijk oogpunt stellen we vast dat schaalgrootte vaak negatieve effecten heeft op het welzijn van de mensen. Er is empirische evidentie dat bepaalde sociale problemen zoals pesten, racisme, seksuele agressie en verbale agressie ten opzichte van leraren, zo goed als onbestaande zijn in kleine scholen. De grote scholen komen hier steeds slechter en slechter uit. Het fundamenteel probleem is dat grote entiteiten ervoor zorgen dat mensen anoniem worden en zich hierdoor anders gaan gedragen. Overheden hebben ook vaak de neiging om hetgeen groot is te omarmen. Een nieuwe winkel van Ikea of een nieuw shoppingcenter wordt als heel positief beschouwd, want 'het is groot, dus het moet wel goed zijn'. Argumenten zoals een hogere tewerkstelling zijn vaak weinig onderbouwd (want kan ten koste gaan van lokale handelaars). Er is te weinig reflectie hierover. Een ander maatschappelijk probleem is de ongelijkheid. Volgens Geert Noels is dit niet het grootste maatschappelijk probleem. Het grootste probleem is dat door het gigantisme de mensen niet langer betrokken zijn. Je kan dit de 'ontmenselijking' van de economie



noemen. Mensen worden anoniem. Dit creëert burn-out en mentale ongezonde toestanden.

Hoe kunnen we dit oplossen?

Om deze problemen op te lossen, moeten we volgens de heer Noels nadenken over decentralisatie en subsidiariteit. Het idee van subsidiariteit is dat een hogere instantie (bv. overheden) geen bevoegdheid moet krijgen voor iets dat door een lagere instantie (bv. gezinnen) kan gedaan worden. Een decentralisatie naar kleinere scholen kan helpen om heel wat maatschappelijke problemen (zoals pestgedrag) terug te dringen. Het kan de inzet bij scholieren ook verhogen. Kleinere organisaties en bedrijven kunnen zorgen voor een hogere loyaliteit bij mensen of werknemers, met minder mentale problemen tot gevolg. Geert Noels heeft duidelijk aan dat dit boek geen 'anti-groei boek' is, maar dat het belangrijk is dat groei duurzaam is, geen scheeftrekkingen teweegbrengt, geen negatieve maatschappelijke en ecologische gevolgen heeft, en neutraal is over de generaties heen. De algemene conclusie is: 'We moeten niet altijd groot denken!'.