

# HYPOTHEEK OP DE CRISIS

**Thomas Muntz**

**Docent politieke filosofie aan de Universiteit van Tilburg**



**I**nvesteerdere staan massaal in de rij voor aandelen in bedrijven die al vanaf het begin verlieslijdend zijn en dat in de toekomst zullen blijven. Wereldwijd groeien de schulden duizelingwekkend snel. Een tijdbom onder de economie.

## **DE NIEUWE ECONOMISCHE REALITEIT**

Oude economische wetten gaan niet meer op: geld is niet langer schaars. Centrale bankiers zijn de wanhoop nabij. Geld verdienen met een bedrijf dat nog nooit winst heeft gemaakt. Het klinkt onmogelijk, maar dat is precies wat Uber, het bedrijf achter de populaire taxi-app, afgelopen mei deed. Het Amerikaanse bedrijf ging naar de beurs en haalde acht miljard dollar op, terwijl het jaar op jaar verlies maakt. Ook in de toekomst zal Uber waarschijnlijk geen winst maken, zegt het zelf. Waarom stoppen investeerders dan toch miljarden in dat bedrijf?

Toen Twitter in 2013 naar de beurs ging en in een paar uur 1,2 miljard dollar aan klinkende dollars ophaalde, was het bedrijf een lekkend vat waarin jaarlijks tientallen miljoenen dollars verloren gingen. Pas vorig jaar maakte Twitter voor het eerst winst, maar de vooruitzichten voor de komende jaren zijn opnieuw somber.

Onderzoeker Jay Ritter van de University of Florida verzamelde gegevens over bedrijven die in 2018 de beurs op gingen: ruim driekwart van die ondernemingen maakte in het jaar voorafgaand aan de beursgang geen winst. Een absurd hoog percentage, dat doet denken aan de hoogtijdagen van de dotcom-bubbel; toen was 81 procent van de beursgangers

**Het Amerikaanse bedrijf Uber ging naar de beurs en haalde acht miljard dollar op, terwijl het jaar op jaar verlies maakt. Ook in de toekomst zal Uber waarschijnlijk geen winst maken, zegt het zelf. Waarom stoppen investeerders dan toch miljarden in dit bedrijf?**

niet-winstgevend. Maar het geld komt niet alleen via de beurzen, ook venture kapitalisten en grote investeringsfondsen pompen de markt vol met geld. Het financiële blog Inc.com noemde het vorig jaar 'lui geld', afkomstig van investeerders die aan beginnende techbedrijven meer geld geven dan het bedrijf aankan of – wil – omdat het makkelijker is om één grote cheque uit te schrijven dan heel veel kleintjes.

Eind 2018 telde de Amerikaanse markt 376 startups die niet beursgenoteerd zijn, maar gewaardeerd worden op minstens één miljard dollar. In Tech-investeringsjargon wordt zo'n bedrijf een unicorn, een 'eenhoorn' genoemd, want deze bedrijven zijn onnatuurlijk en waren relatief zeldzaam, 39 in 2013. Nu is er dus een kudde van zo'n vierhonderd exemplaren. Al bijna vijf jaar voorspellen marktanalisten het onafwendbare uitsterven van de eenhoorns omdat ze met hun overschatte waardes nooit alle beloftes zouden kunnen waarmaken. Maar al vijf jaar willen ze maar niet door hun hoeven zakken.

Wat zegt het over onze economie wanneer investeerders miljarden overhebben voor bedrijven die alleen maar verlies maken op hun diensten? Waarom staan investeerders massaal in de rij voor aandelen in een bedrijf dat de komende jaren alleen maar meer verlies zal maken? Zijn ze gek geworden? Je zou kunnen denken dat het vooral komt door de slimme stichters van de millennialgeneratie die een overtuigend vergezicht schetsen voor investeerders die eigenlijk geen idee hebben.

### **GELD ZOEKT LENER**

Het is inmiddels welbekend: in de nasleep van de schulden crisis van 2008 braken centrale bankiers zich het hoofd over hoe ze de economie weer konden aanjagen. Ze kwamen met maar één antwoord: méér schuld. De Amerikaanse Federal Reserve en later de Europese Centrale Bank (ECB) begonnen programma's van zogenoemde 'kwantitatieve verruiming'; een poging om de economie aan te zwengelen door praktisch gratis geld ter be-

schikking te stellen aan banken, die het op hun beurt als leningen moesten uitzetten onder burgers en bedrijven. Dat beleid leidde tot de welbekende gevolgen: lage rentes op onze spaarrekening en hypotheek. Kranten staan vol met berichten over dreigende negatieve rentes en de negatieve gevolgen voor onze spaarrekening.

Maar de gevolgen van dat beleid zijn vele malen groter: de volledige economische logica is overhoop gegooid. Hoewel elke middelbare scholier leert dat er in een vrijmarkteconomie een constant tekort is aan geld, en dat ondernemers met de beste ideeën komen bovendrijven in een voortdurende concurrentie om schaarse investeerders, is dit niet langer het geval. Dankzij 'kwantitatieve verruiming' is er sinds enkele jaren juist een gigantisch overschot aan geld. Experts spreken graag van de 'wall of money', een enorme muur die als een soort gletsjer langzaam over het landschap rolt en alles opslorpt.

En die bergen met geld zorgen ervoor dat de economie op z'n kop staat. Niet langer zijn gewiekste ondernemers naarstig op zoek naar bedrijfskapitaal. Nee, banken en investeringsfondsen proberen juist uit alle macht iemand te vinden die hun leningen wil accepteren. Gek genoeg was het resultaat van de grootste financiële crisis sinds de jaren dertig van de vorige eeuw niet een tekort, maar eigenlijk een overvloed aan geld. Geld zoekt lener. Dat is de nieuwe logica die onze economie sinds 2008 fundamenteel heeft veranderd.

En die omgekeerde logica heeft ingrijpende effecten, ver voorbij Wall Street, de City, Frankfurt of de Amsterdamse Zuidas, tot aan Erdogans regime in Turkije, de PiS van Jaroslaw Kaczynski in Polen, en bankrekeningen van gewone Argentijnen. In een poging om die bakken met geld te laten renderen, trekken westerse investeerders nieuw gebied in, naar de randen van Europa, naar Zuid-Amerika of Azië, op zoek naar opbrengsten. Nieuwe landen worden gevangen in onze

**Gek genoeg was het resultaat van de grootste financiële crisis sinds de jaren dertig van de vorige eeuw niet een tekort, maar eigenlijk een overvloed aan geld. Geld zoekt lener. Dat is de nieuwe logica die onze economie sinds 2008 fundamenteel heeft veranderd.**

**Het overschot van geld is zo groot dat investeerders hun geld niet slechts in westerse economieën geïnvesteerd krijgen. West-Europa is verzadigd. Westerse banken en financiële instellingen gaan met hun gratis geld overzee, naar ontwikkelingslanden waar de rendementen hoog zijn.**

schuldeneconomie. Het overschot aan geld heeft zelfs grote gevolgen voor de toekomst: investeerders lopen niet alleen de wereld af op zoek naar opbrengsten, maar hebben inmiddels zelfs de toekomst gekoloniseerd. Er liggen talloze schuldenclaims op toekomstige opbrengsten.

We groeien op een wankel fundament, houden met gratis geld verlieslijdende bedrijven in de lucht, en trekken steeds meer landen mee in een economisch systeem dat opnieuw

op de pof leeft. Er lijken slechts twee opties: voortmodderen richting stagnatie, of een nieuwe klap.

### **BANKIERS KWAMEN MET ÉÉN ANTWOORD OP DE CRISIS: MÉÉR SCHULD**

Het opmerkelijke van leningen is dat ze niet alleen landsgrenzen overstijgen en met gemak oceanen overvliegen, maar dat ze ook de tijd doorkruisen. Een lening is een 'product' dat niet in de fabriek gestalte krijgt of in drukke bedrijvigheid op kantoor, maar in de tijd. Steeds meer investeerders hebben claims liggen op toekomstige opbrengsten. Maar, wil ze een duurzame investering zijn, dan moet de lening wel zijn verstrekt aan iets wat gaat renderen, wat in de toekomst geld gaat opbrengen, een zogenaamde 'goede schuld'. Maar, waarschuwen veel economen zoals Adair Turner, oud-voorzitter van de Britse financiële toezichthouder FSA, het gratis geld wordt nu vooral geïnvesteerd in 'slechte schuld'. Die schuld is speculatief en zorgt voor zeepbellen in de economie die elk moment kunnen knappen. Hypotheken zijn zo'n vorm van 'slechte schuld': hoeveel je ook leent, een huis blijft een huis, en kan niet – zoals een fabriek, een uitvinding of een energiecentrale – toekomstige opbrengsten genereren. 'Schuld wordt zo een vorm van imperialisme', zegt Fernandez. 'Gingen we vroeger op zoek naar opbrengsten overzee, nu gaan we op zoek naar opbrengsten in de toekomst en proberen we die te koloniseren.'

Zo bulken dus ook start-upbedrijven van het geld. Want door de lage rentes is iedere investering momenteel beter dan je geld op de bank parkeren. Dat

merken we langzamerhand overall om ons heen. De stedelijke taximarkten worden ge-disrupt door Uber, de hotelsector en inwoners van historische binnensteden vrezen Airbnb, de entertainmentindustrie staat erbij en kijkt ernaar nu de kijker gemiddeld twee uur van z'n dag aan Netflix besteedt.

Waar schaarste van geld er voorheen voor zorgde dat alleen de ondernemers met goede ideeën overeind bleven, maakt het nu dus bijna niet meer uit of een idee goed of slecht is. De rentes zijn zo laag en de bakken met geld zo overvol dat ook een lening aan een slecht bedrijf nog kan lonen. Tegen de tijd dat de gewone belegger zijn Uber-aandelen ziet verdampen, hebben de professionele investeerders hun winsten al gepakt.

De producten die we in de gaten moeten houden zijn verpakte subprime-leningen, die verpakte rommelingen die in 2008 de banken aan weerszijden van de oceaan als dominostenen dreigden te laten omvallen. Alleen zijn het anno 2019 niet subprime-hypotheken maar junk-bedrijfsleningen die netjes worden verpakt. Met junk in dubbele betekenis: het gaat om waardeloze bedrijven die verslaafd zijn aan schuld.

Zombies, zo worden deze bedrijven genoemd. Dat zijn beursgenoteerde ondernemingen die te weinig winst maken om de rente en aflossingen van hun lopende leningen te betalen, maar toch niet failliet gaan. Als een dead man walking dwalen zij door de economie. Zij kunnen namelijk keer op keer goedkope aanvullende leningen krijgen waarmee openstaande renteschulden alsnog kunnen worden afgelost en dividend kan worden uitgekeerd.

### **WESTERSE BANKEN GAAN NU OVERZEE, NAAR ONTWIKKELINGSLANDEN MET HOGE RENDEMENTEN**

Zombiebedrijven zijn een tijdbom onder de economie, een kleine stijging in de rente kan in één klap een hoop bedrijven doen omvallen. En zelfs als ze niet omvallen, zijn zombiebedrijven een blok aan het been van de economie. Het grootste probleem blijft namelijk niet opgelost: bedrijven die al hun inkomsten moeten weggeven aan schuldeisers en aandeelhouders kunnen niet innoveren. Ze zijn een rem op de werkgelegenheid en houden potentiële concurrenten uit de markt, zo blijkt ook uit een studie van de Bank voor Internationale Betalingen.

Alsof dat niet genoeg is, is van deze uiterst risicovolle rommelkredieten inmiddels zevenhonderd miljard euro verpakt in beleggingsproducten: de collateralized loan obligations of clo's. Inderdaad, maar één letter verschil met de gewraakte cdo's, collateralized debt obligations, van de vorige crisis. En net als in het begin van deze eeuw beoordelen rating agencies – daar ze zijn weer – deze rommelingen als uiterst veilig. Van Wall Street tot Tokio en van de City tot de Zuidas heeft de financiële sector het product gretig aangekocht, naarstig op zoek naar veilig rendement – op papier althans. In al hun wijsheid hebben de grote financiële instellingen besloten het lot van het financiële systeem opnieuw te verbinden aan een volgens de modellen prachtige spreiding van de risico's.

En nog is het niet genoeg. Het overschot van geld is zo groot dat investeerders hun geld niet slechts in westerse economieën geïnvesteerd krijgen. West-Europa is verzadigd. Maar in bijvoorbeeld Oost-Europa of Zuid-Amerika liggen nog nieuwe gebieden waar onze banken hypotheeken, autoleningen of bedrijfskredieten kunnen verstrekken. Westerse banken en financiële instellingen gaan met hun gratis geld overzee, naar ontwikkelingslanden waar de rendementen hoog zijn. Net zoals koloniale expansie in de zeventiende eeuw nodig was om onze binnenlandse economie te laten groeien, zo is nu schuldenexpansie nodig om onze schuldeneconomie te redden.

**Er is iets ongezonds aan een economie waarin bedrijven kunnen lenen en investeren zelfs wanneer hun project geen cent oplevert. Lage rentes vreten langzaam aan het fundament van de economie, tot die hele economie niet veel meer is dan een stel ronddolende zombies en eenhoorns.**

In Polen nam de bedrijfsschuld toe van 230 miljoen dollar in 2011 tot 1,28 miljard begin 2019. Poolse huishoudens stonden in 2008 nog voor 170 miljard dollar in het krijt; inmiddels is dat ruim 200 miljard. De schuld in Latijns-Amerika en de Cariben groeide van 341 miljard in 2009 tot 845 miljard begin dit jaar. In Azië en de Pacific groeide de schuld in dezelfde periode van 281 miljard tot 815 miljard. Ook hier gaat het geld vaak niet naar nuttige projecten die opkomende economieën een schwing kunnen geven.

Volgens de Wereldbank werden leningen in de meeste ontwikkelingslanden vooral gebruikt om consumptie aan te zwengelen, en ging het geld niet naar projecten die op de lange termijn inkomen genereren.

President Erdogan van Turkije gebruikte het gratis geld jarenlang om grote prestigeprojecten te bouwen en de consumptie aan te jagen. De economie groeide, maar vorig jaar spatte de bubbel uiteen en bleek dat Erdogans economische succes gebouwd was op een zwak fundament. De lira verloor in twee jaar tijd veertig procent van haar waarde en omdat schulden in buitenlandse valuta waren verstrekt, werden die onbetaalbaar. Bedrijven gingen failliet, lonen bleven onbetaald, hypotheekrentes liepen op tot wel twintig procent, en voedselprijzen verdubbelden. Momenteel is de werkloosheid hoog en de economie zwak, en de schulden moeten nog worden afbetaald.

Analisten waarschuwen voor vergelijkbare gevolgen in andere landen. De Europese Centrale Bank stelde vast dat het internationale concurrentievermogen van Polen sterk verslechterde als gevolg van het gratis geld, en economische activiteiten werden afgeremd. Regeringspartij PiS gebruikt het gratis geld om de pensioenleeftijd te verlagen en uitkeringen te verhogen, waardoor de consumptie wordt aangejaagd, maar duurzame versterking van de economie blijft uit.

Het Internationaal Monetair Fonds waarschuwde dat de schulden van ontwikkelingslanden nu net zo hoog zijn als in het begin van de jaren tachtig, toen dat een crisis veroorzaakte in Latijns-Amerika. 'Opnieuw worden ontwikkelingslanden geplaagd door een niet-duurzame schuldenlast', schreef Unctad, de VN-organisatie voor handel en ontwikkeling, in 2017. Deze organisaties vrezen dat de economieën van opkomende landen in elkaar klappen als de rentes stijgen of westerse landen hun geld weer terugtrekken.

### **EEN PERFECTE STORM**

Zo lijken we af te stevenen op een perfecte storm: een combinatie van de dotcom-bubbel, toen speculatief geld talloze bedrijven in de lucht hield die eigenlijk helemaal geen winst maakten, plus een schuldenberg in ont-

wikkelingslanden die vergelijkbaar is met de schuldencrisis van de jaren tachtig die een 'verloren decennium' inluidde, én de heibel van verpakte rommelingen die we kennen uit 2008.

Dat scenario gaat ervan uit dat de onnatuurlijke toestand binnenkort wel móet instorten, als een uitgerekte springveer die altijd weer terugklopt naar zijn oorspronkelijke vorm. En dat de eenhoorns binnenkort weer een zeldzaamheid worden en zombies levenloos ter aarde zullen storten. Maar het kan ook anders lopen. Misschien zitten we in het nieuwe normaal. 'Japanificatie' noemen economen de koers waar wereldwijd steeds meer ontwikkelde economieën op afstevenden. Al sinds de Azië-crisis in de jaren negentig wordt de Japanse economie geplaagd door deflatie en vrijwel volledige stagnatie. Enorme monetaire stimulering van de economie door de centrale bank heeft daar niets aan kunnen veranderen.

Het is de perfecte omschrijving van wat ook in Europa aan de hand is, en waar Amerika, volgens Harvard-econoom Larry Summers, 'één recessie van verwijderd is'. Na tien jaren van renteverlagingen en kwantitatieve verruiming zijn de Amerikaanse en Europese economieën futloos en nog altijd weerloos tegen zelfs de miniemste renteverhogingen en voorzichtige pogingen tot het afbouwen van de opkoopprogramma's. De economieën groeien wel, maar die groei is voornamelijk gebaseerd op stijgende huizenprijzen en consumptie. Echte economische ontwikkeling is er nauwelijks.

### **DE POLITIEK IS AAN ZET**

Er is iets ongezonds aan een economie waarin bedrijven kunnen lenen en investeren zelfs wanneer hun project geen cent oplevert. Negatieve rentes zijn geen aanjager van de economie, zo beginnen ook centrale bankiers zich nu langzaam te realiseren. Lage rentes vreten langzaam aan het fundament van de economie, tot die hele economie niet veel meer is dan een stel rondlopende zombies en eenhoorns.

Politici leunden jarenlang veel te zwaar op de centrale banken om de economie overeind te houden en Europese regeringsleiders waren te verdeeld om tot een gezamenlijk economisch plan te komen. Maar ook de bankpresidenten zeggen dat ze nu zijn uitgespeeld, dat het ze niet meer lukt



om de economie aan de praat te krijgen. Hun meest basale economische waarheden – bijvoorbeeld dat een lage rente leidt tot een hoge inflatie – kloppen niet meer: de inflatie in de eurolanden is onder de één procent gezakt, waar dat twee procent moet zijn, ook al staat de rente op of zelfs onder nul. Het is tijd, zegt onder meer Harvard-econoom Summers, om toe te geven dat we moeten stoppen te vertrouwen op monetaire oplossingen. Kortom: de politiek is aan zet.