

Schumpeteriaanse innovatiedrift en beurstuimel in de westerse economie

door L. BAECK



Louis Baeck
Professor Emeritus Faculteit
Economische en Toegepaste
Economische Wetenschappen,
KULeuven, Leuven.

ABSTRACT

In Schumpeter's visie zijn markante doorbraken van ontwikkeling het werk van imaginerende ondernemers die een rits van innovaties lanceren. Het perspectief van pionierswinst trekt vlote financiering aan en tilt de beurswaarde van de gangmakende bedrijven opwaarts. Zo werd de uitzonderlijke beursklim van 1995-2000 geactiveerd door een doorbraak in communicatietechnologie en door de fusiedrift gericht op schaalvergroting van bedrijven. De beurstuimel of de afwaardering van het bedrijfskapitaal veroorzaakt financiële scheefgroei in de schoot van de ondernemingen. Om een systeemcrisis te vermijden door een herstel van vertrouwen zijn krachtige impulsen dringend nodig. Een doelmatig overheidsbeleid alsook privé initiatieven gericht op het stimuleren van investeringen hebben nu absolute prioriteit.

I. DE CREATIEVE DOORBRAAK

Na de uitzonderlijke dynamiek van de jaren negentig en het hierop volgend tumult op de financiële markten, rijzen vragen over het hoe en waarom. Bij de uitdieping van deze problematiek gingen we op speurtocht naar historische referenties. Deze terugblik wierp vruchten af. Het scenario van onze schokgolf werd in 1911 met veel brio geschreven door een jonge economist in Wenen, met name Schumpeter. De hoofdspelers in de Schumpeteriaanse ontwikkeling zijn nog steeds dezelfde, d.w.z. creatieve ondernemers die innovatieve doorbraken opstarten en hiermede schokgolven veroorzaken. Alleen de context verschilt. Inderdaad, de hedendaagse ondernemingen zijn grootschaliger. Zij hebben de wereld als actieradius en beschikken over technologische en financiële middelen waarvan hun voorgangers alleen maar konden dromen.

De thematisering over economische problematiek is beïnvloed door historische context, of door concrete verhoudingen en tijdsgeest. En na de langdurige depressie van de jaren 1930 werd Keynes, de economische vedette van Cambridge, de fonkelende ster van het economisch denken. Zijn focus was overheidsbijsturing voor maximale tewerkstelling. Deze socio-politieke kringloopstimulering drong Schumpeter's ondernemingsvisie in de schaduw. Maar toen de macro-economische ingrepen onvruchtbaar bleven tegenover de stagflatie van de jaren zeventig, was ook de Keynesiaanse mythe aan ontluistering toe. Het denken in termen van nationale aggregaten en hun kringloopmechanismen had geen oog en nog minder een boodschap over de noodzakelijke vernieuwing van het productiesysteem. Hierin had Schumpeter zich een meester getoond. En zijn visie op ontwikkeling, gestuwd door innovatieve ondernemingen, beleefde een wedergeboorte. Schumpeter's volgelingen bestempelen deze als een historische revanche van hun meester op zijn rivaal Keynes (Jessua (1990)).

In de jaren negentig stond het thema globalisering centraal op economische congressen en seminaries voor managers. In een minimum van tijd veralgemeende de thematisering en mondialisering werd ook een trefwoord voor sociologen, politieke wetenschappers, culturalisten, mediamensen en vooral voor miljoenen internauten op het web. De wereldwijde spreiding en uniformisering, niet alleen van economische productie maar ook van westerse waarden, gedragsnormen en leefstijlen, werkte als een lift voor de elite en de gestudeerde

middengroepen van onze planeet. Maar, zij marginaliseerde al wie niet meekon met het ritme. Er kwamen ook groepen naar voor die eigen en alternatieve projecten voorstaan. De meest actieven onder hen stappen regelmatig op in spectaculaire manifestaties, geprofileerd als progressieve voorhoede van de civiele maatschappij. Zij eisen aandacht voor een sociaal billijker globalisering, met meer respect voor de culturele eigenheid der volkeren en voor ecologische bijsturing. Professor Joseph Stiglitz, voormalig hoofdeconoomist van de Wereldbank en in 2001 Nobelprijs economie, toont in zijn recent boek veel sympathie voor hun alternatieve voorstellen. Hierbij hekelt hij het IMF dat volgens hem teveel op de golfengte van de bankwereld van Wall Street denkt en handelt (Stiglitz (2002)).

In vorige studies over mondialisering trokken we de waaier breed open met een belichting van deze verschillende aspecten (Baeck (1996), (1998), (1999) en (2002)). Hier richten we de focus op de locomotief die ons "*westers centrum*" optrekt. Hierin staat de aanbodzijde met innovatieve omschakeling van het productiesysteem centraal. In de jaren tachtig leek Japan slagvaardiger dan het Westen. En deze eerste manifestatie van niet-westerse moderniteit werd in vele scholen van management opgehemeld als model. Maar toen de schittering van deze industriële *samurai* haar luister verloor in de beurskrach van Tokyo (1990) herademde de westerse bedrijfswereld. En er kwam een krachtige beweging op gang voor kwalitatieve vernieuwing. In de meest expansieve ondernemingen werden met Schumpeteriaanse uitbundigheid voorbijgestreefde managers opzij geschoven. En een nieuwe klasse van ondernemers nam het voortouw; met strategische doorbraken gericht op kwalitatieve verandering in de functionering en structurering van hun bedrijven.

In de nieuwe ondernemingscultuur waren de volgende elementen schering en inslag: schaalvergroting, technische en organisatorische innovatie, fusie met complementaire bedrijven en opkoop van concurrentiële ondernemingen, aandeelhoudersbeheer met maximering van de beurskoers als magneet, mediatisering van het bedrijfsgebeuren en vedettencultus voor koplopers. In de nieuwe geopolitieke context van de jaren negentig ontspon een strategie van vervlechting tussen Amerikaanse en Europese firma's op basis van fusie en participatie door opkoop en wederzijdse aandelenruil. Na de Aziatische crisis van 1997 kwam deze *atlantisering* in stroomversnelling. Voor de Europese ondernemers betekende de opkoop van een bedrijf op de schaalgrote markt van de VS een eigentijds traject van expansie.

II. SCHUMPETER'S STURM UND DRANG

De twee tegenpolen in de thematisering over groei en conjunctuur, met name Keynes (bijsturing door overheid) en Schumpeter (initiatief door ondernemers) zijn in hetzelfde jaar 1883 geboren. Met de publicatie van zijn *Theorie der Wirtschaftlichen Entwicklung* op 28 jarige leeftijd verwierf Schumpeter internationale faam als originele beeldstormer. In het neoklassieke paradigma van zijn tijd, waarin economen wedijverden met abstracte modellen (van algemeen evenwicht, hetzij van Walrasiaanse, hetzij van Marshalliaanse signatuur; waarin de economische agenten hun wederzijds grensnut afwegen en tot ieders bevrediging hun evenwichtspositie vinden) kwam de op evenwichtsverstoring ingestelde ondernemer van Schumpeter over als een avonturier met onrustwekkende perspectieven. Maar in de Verenigde Staten sloeg Schumpeter's vuurwerk direct aan. Vanuit Duitsland kreeg hij lof, niet alleen vanwege invloedrijke economen zoals Sombart en Spiethoff, maar ook van de industriële voorhoede.

Met een krachtig beeld typeert Schumpeter de ontwikkeling als "*ein Prozesz der schöpferischen Zerstörung*", d.w.z. als een creatieve doorbraak waarbij het bestaande systematisch vervangen wordt door toekomstgericht nieuw. Hiertoe lanceert de creatieve ondernemer *neue Kombinationen* ofwel van bestaande ofwel van nieuwe elementen. Hij is dus een doorduwer van innovaties: met het marktrijp maken van een nieuw product, het doorvoeren van nieuwe organisatieschema's en structuren in het bedrijf, het aantrekken van financiële middelen, het maximeren van pionierswinst. Belangrijk om weten is dat innovatieve impulsen niet gradueel maar spronggewijze (*sprunghaft*) en in bundels loskomen. Zoals in de lente de botten van bloemen en bomen plots losbarsten en bloesemen. Het financieel spijzen van de in bundels komende innovaties vergt een grote hoeveelheid bijkomende financiële middelen. In de opstuwende fase van de creatieve doorbraak rekenen kredietverstrekkers (bankiers) alsook nieuwe kapitaalverschaffers (aandeelhouders) erop dat de nieuwe projecten weldra vlotte winsten zullen afwerpen. Hiervoor is volgens Schumpeter het perspectief gunstig. Immers, nieuwe producten, de opening van nieuwe marktsegmenten, kwalitatieve verbetering met productiviteitsverhogende innovaties in de dienstensector, enz. bieden aan de innoverende ondernemers en hun firma's de mogelijkheid van uitzonderlijke prijsverhoging wegens hun pionierspositie in de markt. De verbruikers met ruime financiële middelen zijn graag bereid om deze hoge prijzen te

betalen. Zodoende genieten zij van de snobistische luister uitgestraald door het nieuwe. Creatieve ondernemingen genieten dus voor een min of meer lange periode van pionierswinst. Volume en looptijd hiervan zijn afhankelijk van de mate waarin de markt een graad van exclusiviteit (oligopolie) vertoont waarin pionierswinst langer beklijft of integendeel concurrentieel werkt, zodat de voorsprongpremie sneller afkalft. Volgens onze auteur is het vertrouwen (psychologisch stimulerende factor) in de doorbraakfase zo groot dat de *complaisance* (in het Frans in de tekst) tussen de financiële sponsors en de innoverende durfondnemers bevorderend, ja zelfs aanstekelijk werkt. Voor een reeks van projecten grenst deze *complaisance* zelfs aan het avontuurlijke. De resulterende “overinvestering” brengt van het goede teveel. En, het “verteren” van de onevenwichtige overinvesteringen wordt een pijnlijk *Einordnungsprozess*. Dit is een conjuncturele uitzuivering waarin het psychologisch klimaat omslaat naar wantrouwen; wat de crisis nog verscherpt.

In 1939, met de schok van de grote crisis van de jaren dertig nog vers in het geheugen, herschreef Schumpeter zijn visie vanuit Harvard, met als titel *Business Cycles*. Maar de wereld stond op de vooravond van een wereldconflict en de aandacht voor Schumpeter’s kanjer van 1.095 bladzijden was matig en bleef gering. Immers, in de eerste decennia na 1945 werd een economisch beleid gevoerd op inspiratie van de Keynesiaanse kringlooptheorie. Hierin stond vraagstimulering voor tewerkstelling centraal zodat de problematiek van de productievernieuwing niet aan bod kwam. In de Keynesiaanse denkwereld wordt de gedoodverfde wet van Say in omgekeerde zin geformuleerd: *de vraag schept haar eigen aanbod*. Toen de stagflatie van de jaren zeventig onwrikbaar leek tegenover Keynesiaanse vraagstimulering, kwam het monetarisme op de proppen met kringloopmanagement gericht op inflatiebreideling. Daarenboven voerden de monetaristen ook nog een ideologische kruistocht tegen overheidsinmenging, met prioriteit voor liberalisering en privatisering. Maar zij formuleerden bij hun keuze voor privé initiatief geen concreet ingevuld programma voor de aanbodzijde. In het kielzog van deze theoretische kentering kwamen economische modelredeneringen met rationele verwachtingen als richtsnoer. Deze verwijzen naar een of andere variëteit van Walrasiaans evenwicht. De macrotheorie werd “geprivatiseerd” met het methodologisch individualisme als mantra. De modelredeneringen werden steeds maar abstracter, wiskundiger en irrelevanter voor de analyse van het werkelijke gebeuren.

Tegenover deze abstracties van de macrotheorie organiseerden de institutionalisten een *come-back* van Schumpeter's ondernemer en van de innovatieve firma als motor van economische ontwikkeling. Enkele van de in de VS vertoevende aanhangers van de Oostenrijkse School (von Mises, Hayek, Rothbard, Kirzner en hun jongere discipelen) waren hierin scharnierfiguren (Dolan (1976)). Een ganse schaar van economen en bedrijfsleiders herformuleerden Schumpeter's visie in de context van de ideologische opening gebracht door Thatcher en Reagan (Frisch (1981), Bos en Stolper (1984), Scherer (1984), Hanusch (1988), Jessua (1990)). In deze vernieuwing van het denken over ontwikkeling namen de theoretici van bedrijfssdynamiek de leiding. De boodschap werd ingetimmerd en uitgedalmd door innoverende MBA-scholen die zich profileerden als kweekschool, niet van managers maar van ondernemers. Hiermede verhuisde de ontwikkelingsproblematiek van de macrotheorie naar de institutionele hefboomen van bedrijfskunde.

In onze kennissamenleving van vandaag worden de creatieve doorbraken verwekt en bijgestuurd door ondernemingen gedreven door een intensieve inzet van wetenschappelijk onderzoek en van technische innovaties. Deze vergen jarenlange navorsing vooraleer er praktische verwezenlijkingen mogelijk worden. Dus de productie wordt technologischer en kapitaalintensiever. Dit speelt in de kaart van de transnationale ondernemingen (TNO's) die hun activiteit zo ruim mogelijk spreiden. Hun strategie is gericht op schaalvergroting. Hierin worden de vaste kosten ruim gespreid en dus verdund, zodat toenemende meeropbrengst mogelijk wordt. Volgens het *World Investment Report* telde men eind 1999 zowat 63.000 TNO's met een totaal van 725.000 dochterfilialen gespreid over de hele aardbol. Het volume van de in de lokale markt gecommmercialiseerde productie van deze filialen (gevestigd buiten het moederland) bedraagt 14.000 miljard dollar. Dit betekent ruim het dubbele van de wereldhandel die in dat jaar amper 6.500 miljard dollar haalde. Dus, de TNO-isering van de industriële productie via lokale filialen buiten de thuismarkt wordt steeds belangrijker en concurreert de internationale handel. Maar de thuismarkten van de VS en de EU blijven dominant. Alleen reeds de 100 grootste TNO's van de Verenigde Staten en van de Europese Unie produceren in de markt van het thuisland respectievelijk 27% en 26% van de industriële productie. De belangrijkste TNO's zijn werkzaam in informatietechnologie, elektronische uitrusting, automobiëlindustrie, petroleum, biochemie en farmaceutica. Van de 100 grootste hebben 89 TNO's hun hoofdkwartier in de OESO-zone. De geografie is als volgt: 37 hebben

hun thuisland in de Europese Unie (9 in Frankrijk, 9 in Duitsland, 12 in het Verenigd Koninkrijk, 6 in Nederland en 1 in Zweden), 36 hebben hun zetel in de Verenigde Staten en 16 in Japan.

Met de schaalvergroting behoort de *financiarisering* van de economie tot de belangrijkste kwalitatieve veranderingen van het jongste decennium. Een rist van nieuwe financiële producten en diensten werd gelanceerd: aandelen van durfkapitaal, optie- en future markten, risicodekking tegen fluctuaties in wisselkoers en rentestand, indexbelegging, enz. Elke transactie in onze risicovolle “nieuwe” economie verwekt een kettingreactie van veelvuldige financiële verrichtingen. De enorme stijging van de beurskapitalisatie en de intensifiëring van portfoliobeleggingen en de aandelenhandel voor de fusie van ondernemingen, bliezen de financiële kringlopen naar het enorme bedrag van 1.500 miljard dollar aan internationale transacties per dag. Deze enorme volumegroei is niet alleen het gevolg van de toename in primaire transacties (goederenverkeer, beursverrichtingen, investeringen, enz.) maar ook en vooral wegens de speculatieve omkransing hiervan. Naar schatting is het volume van de financiële kringlopen hierdoor ongeveer 25 maal groter dan de reële waarde van de primaire verrichtingen. Het aandeel van de dienstensector wordt almaar belangrijker en het snelst stijgende segment is de voortbrengst en profilering van programma’s alsook de netwerken voor immateriële stromen en diensten: audiovisuele cultuur, media, ontspanning, surfing op internet, e-handel, e-reclame, enz. De innovatieve doorbraken in de informatica en mobiele telecommunicatie en in mindere mate deze van biochemie werden geprofileerd als “nieuwe” economie. Deze kwam na 1995 in stroomversnelling. Maar de financiële overinvestering met speculatieve uitschieters in de kapitaalmarkten verwekte na de zeepbel van maart 2000 een spectaculaire dalvaart. In de volgende hoofdstukken ontleden we deze Schumpeteriaanse *Sturm und Drang* in meer detail.

III. TYPES VAN KAPITAALVORMING EN SYSTEEMRISICO

De financiële middelen vereist voor innovatie en ontwikkeling zijn hoofdzakelijk afkomstig uit twee bronnen: kredietverschaffende intermediëring tussen spaarders en investeerders (spaarkassen en banken) alsook kapitaalvorming via emissie en handel in aandelen op de beurs. De kapitaalverschaffing via aandelenbeurzen is sinds de liberalisering en deregulering in versnelling gekomen, zodat ook spaarkassen en

banken hun afdeling van “investeringsbankieren” fors hebben uitgebreid en opgevoerd. De centrale beleidsnorm van het monetarisme voor de breideling van de inflatie is regulering van de geldhoeveelheid, van krediet en van zijn kostprijs (de rentestand). In de andere, minder aan banden gelegde kanalen van kapitaalverschaffing, met name de emissie van aandelen, waren de investeerders en beleggers vrijer van prijsbeperkingen. De beurzen openden gretig hun toonbanken voor creatieve toetreders zoals opstarters van nieuwe bedrijven, voor investeerders belust op schaalvergroting door vervlechting en opkoop van ondernemingen, alsook voor spaarders die een hoger rendement zochten dan vastrentepapier. Dus, de driftige ontwikkeling van de kapitalisatie op de aandelenbeurzen is ondermeer een gevolg van het aan banden leggen van het geldvolume en de intrestvoet, gelijktijdig met het vrijmaken (ook op internationaal vlak) van de kapitaalmarkten. De prijzendrift (dwz. de inflatie) op aandelenbeurzen staat minder onder beleidscontrole en laat meer vrijheidsmarges zodat het systeemrisico vergroot.

De eerste schokgolf na de liberalisering van de kapitaalmarkten kwam in de week van 19 oktober 1987 waarin de beurskoersen steil naar beneden vielen: 23,7% in Wall Street, 22% in Londen, 16,1% in Zürich, 15% in Amsterdam. Maar het financieel systeem herstelde zich tamelijk snel. De volgende opdoffer had plaats op de beurs van Tokyo. In 1990 halveerde de Nikkei op drie maanden tijd. Japan had met zijn universeel geprezen exportproducten niet alleen de satellietmarkten van Zuidoost-Azië veroverd maar ook deze van Europa en de Verenigde Staten. De financiële zeepbel was van speculatieve aard. En in de jaren '90 herhaalde zich eenzelfde speculatief scenario in de periferie van het westers systeem: Mexico, Brazilië, de Aziatische tijgerlanden, Rusland. De snelst groeiende onder hen (de tiggereconomieën van Azië) vertoonden de heftigste klim en tuimel met halvering van het beurskapitaal of soms, zoals in Indonesië en Maleisië, een nog forsere daling. De kernlanden van het centrum bleven van deze turbulentie gespaard tot in de lente van 2000. De kortstondige inzinking van augustus 1998 kon het beursélan niet fnuiken.

IV. TRANSNATIONALE VERVLECHTING VAN ONDERNEMINGEN

De forse stijging van de Internationale Directe Investeringen (IDI) gekoppeld aan Grensoverschrijdende Fusies en Overnames (GF & O)

vormen een markant onderdeel van de recente ontwikkeling. Hiermede begon de internationale markt van firma's (opkoop en verkoop voor schaalvergroting) op volle toeren te draaien. In de periode 1998-2000 stegen zowel IDI als GF & O als in een lift die door het gunstig beursklimaat werd aangedreven. De opspiralende aandelenkoersen en de vlotte stijging van de kapitalisatievolumes waren tezelfdertijd oorzaak en gevolg van toenemende F & O-transacties. Dus, het gunstig beursklimaat (d.w.z. de toename van kapitaalmiddelen), de IDI-motor en GF & O-verstrengeling speelden op dynamische maar prijsopliftende manier op elkaar in. Deze wederzijdse stimuli werkten op disproportionale wijze. De wiskunde leert ons dat bij niet-lineaire trajecten, de disproporties excessief worden en de transacties zeer vlug uit de bocht slingeren. Bij dergelijke uitschieters is de zelfregulerende invloed van de markt gering en ontoereikend. De beurscyclus 1995-2000 levert hiervan een treffende illustratie. Immers, de organisatorische vervechting van bedrijven verwekte meer stijging van aandelenprijzen en dus van hun kapitalisatie dan van interne productiviteit. In Tabel 1 illustreren we de spreiding van de totale instromen vanwege buitenlandse investeerders in vergelijking met de uitstromen voor investering in het buitenland.

TABEL 1
Internationale Directe Investerings (1998-2000)

Land	Totaal uitstromen	Totaal instromen	Saldo
Verenigde Staten	413	750	Instroom 337
Verenigd Koninkrijk	577	284	Uitstroom 293
Frankrijk	341	121	Uitstroom 220
Duitsland	248	256	Instroom 8
Nederland	172	135	Uitstroom 37
Spanje	114	66	Uitstroom 48
Zweden	85	102	Instroom 17
Italië	31	21	Uitstroom 10
België-Luxemburg	61	51	Uitstroom 10
Ontwikkelingslanden	203	720	Instroom 517
Oost-Europa	8	69	Instroom 61

Bron: Databank Unctad; in miljarden dollars.

1. De volumestroom van IDI is grotendeels geconcentreerd op de meest ontwikkelde landen, met 89,9% van de globale uitstroom en 68,2% van de instroom.
 - a. Hierin realiseren de Verenigde Staten en de Europese Unie samen 76,7% van de globale uitstroom.
 - b. Van het wereldtotaal aan instroom sloepen de VS en de EU 60,8% op.
2. De Amerikaanse economie ontpopte zich als grootste aantrekker van IDI met een aanzienlijk instroomsaldo van 337 miljard dollar. Dit saldo aan kapitaalinstroom compenseerde het handelsdeficit en hield de dollarkoers relatief sterk.
3. Het Verenigd Koninkrijk en Frankrijk zijn de Europese koplopers inzake IDI-uitstroom.
4. Japan was van 1998 tot 2000 relatief terughoudend in deze IDI-stroedel.
5. Opmerkelijk is wel dat het grootste deel van deze IDI niet werd besteed aan het opstarten van nieuwe bedrijven (*green field investment*) maar wel aan fusie en opkoop van reeds bestaande bedrijven. Hierdoor werkte de vervlechting van ondernemingen vaak negatief op de tewerkstelling. De cijfergegevens van Tabel 2 illustreren de fusiemanía. De totale waarde van de grensoverschrijdende transacties vermenigvuldigde met 6 tegenover begin 1990; dit vooral wegens de toename van megafusies.

TABEL 2
Grensoverschrijdende Fusies en Overnames (1998-2000)

Zone	Waarde van Verkopen	Waarde van Aankopen
Europese Unie	1.132	1.603
Verenigde Staten	786	417
Japan	41	32
Ontwikkelingslanden	223	119
Oost-Europa	31	3

Bron: Databank Unctad; in miljard dollar.

1. Wegens de relatief geringe schaal van enkele lidstaten scoorde de Europese Unie het hoogste. Maar het aanzienlijke uitstroomsaldo illustreert dat de vervlechting van de Europese ondernemingen met buitenlandse vooral verliep langs de kant van de aankoop:
 - a. Ongeveer 70% van de Europese GF & O-aankopen resulteerde in vervlechting met een onderneming uit een andere lidstaat.
 - b. Ongeveer 58% van de Europese GF & O gerealiseerd buiten de EU, werden besteed aan opkoop van Amerikaanse bedrijven.
2. De VS verkocht relatief meer ondernemingen aan buitenlanders, wat consistent is met hun hoog saldo van IDI-instromen. Volgens het Amerikaanse *Bureau of Economic Analysis* ging ongeveer 50% van de Amerikaanse IDI-uitstroom naar opkoop van Europese bedrijven.
3. We beleven dus een dubbele vervlechting in de kernzone van de wereldeconomie:
 - a. De vervlechting tussen de Europese ondernemingen onderling.
 - b. De toenemende participatie van het Amerikaanse kapitaal in de sterbedrijven die op de beurs genoteerd zijn in Eurostoxx 50; alsook toenemende opkoop van Amerikaanse ondernemingen door Europese.

De cijfers van Tabel 3 met de procentuele vertegenwoordiging van buitenlands kapitaal in Eurostoxx 50, alsook het Anglo-Amerikaans aandeel hierin, illustreren deze trend. De Amerikaanse IDI en GF & O gericht op de EU hebben als voorkeurland het Verenigd Koninkrijk, dat in sommige gevallen als transmissieschakel dient voor penetratie in de EU. De Europese participatie in de Amerikaanse kapitalisatie (per bedrijf) is jammer genoeg niet beschikbaar. Het totale volume van Europees kapitaal genoteerd in de beurs van Wall Street is groeiend en belangrijk, maar wegens het kolossale volume van de Amerikaanse beurskapitalisatie blijft het percentage van Europese participatie weinig zichtbaar. De cijfers van Tabel 3 tonen dat benevens volledige opkoop, de gedeeltelijke fusie en kapitaalparticipatie vanwege buitenlandse aandeelhouders ook belangrijk is geworden. In de steraandelen van Eurostoxx 50 betekent het bezit van buitenlandse aandeelhouders gemiddeld 44% en het Anglo-Amerikaans percent alleen bedraagt 27%. Het samengaan van Engelse en Amerikaanse ondernemingen in de strategie van financiële penetratie verloopt rimpelloos, vermits beide een gelijkaardige bedrijfscultuur van aandeelhoudersbeheer (*corporate governance*) huldigen. Ook de affiniteit van taal en cultuur speelt hierin mede.

TABEL 3
*Kapitaalparticipatie van buitenlandse aandeelhouders in Eurostoxx 50,
 mei 2002*

Titel	Sector	Buitenlandse Investeerders in %	Anglo-Amerikaanse in %
Nokia	Uitrusting Telecom	90,0	50,0
ING	Financieel	75,0	43,0
Philips	Elektronica	75,0	40,0
Ahold	Distributie	71,1	34,5
Totalfinaelf	Petroleum	65,0	35,0
Aventis	Farmacie	60,0	31,6
BSCH	Financieel	55,6	7,1
Royal Dutch	Petroleum	53,0	41,0
Deutsche Bank	Financieel	53,0	21,0
ABN AMRO	Financieel	53,0	15,0
ENDESA	Energie	52,4	27,9
SUEZ	Infrastructuur	52,0	21,5
Saint-Gobain	Basismateriaal	51,0	22,0
Aegon	Financieel	51,0	30,9
Deutsche Telekom	Telecommunicatie	51,0	34,0
Alcatel	Elektronische uitrusting	50,0	40,0
Cap Gemini	Internet	50,0	35,0
Accor	Hotel	49,3	30,4
Axa	Financieel	46,0	21,0
BNP Paribas	Financieel	45,0	–
BBVA	Financieel	45,0	20,5
Bayer	Chemie	42,0	18,0
Lagardère	Holding	42,0	32,0
E.ON	Infrastructuur	42,0	25,0
Peugeot	Automobiel	41,0	23,0
ENI	Petroleum	40,0	32,0
Generali	Financieel	38,9	–
Daimler Chrysler	Automobiel	37,0	24,0
Carrefour	Distributie	35,0	12,0
BASF	Chemie	35,0	21,0

Allianz	Financieel	34,7	17,6
Crédit Lyonnais	Financieel	34,4	9,5
Schneider Electric	Elektronica	34,0	26,0
Renault	Automobiel	30,0	14,0
Siemens	Elektronica	29,0	18,0
Telecom Italia	Telecommunicatie	25,0	17,5
Unicredito Italiano	Financieel	24,0	17,0
Volkswagen	Automobiel	23,3	–
Sanpaolo Imi	Financieel	19,0	9,4
Dexia	Financieel	18,0	4,3
ENEL	Energie	14,0	7,3
France Télécom	Telecommunicatie	11,0	3,0

Bron: Studiedienst van Georgeson Shareholder Company.

De merkwaardige schaalvergroting van de ondernemingen is een ontwikkeling van de bedrijfsorganisatie die reeds voor een eeuw aan gang is. De geschiedenis leert ons dat de huidige stroomversnelling de vijfde is na vier voorafgaande Schumpeteriaanse golven: de eerste in 1897-1904, de tweede 1916-1923, de derde 1965-1969 en de vierde in 1984-1989.

1. De jongste golf van vervlechting en opkoop verschilt van de vorige door het grote aantal en de enorme volumes van de aangegane transacties. Volgens cijfermateriaal van de hierin gespecialiseerde analist *Thomson Financial Securities* werden in 2000 in totaal (nationale en grensoverschrijdende samen) voor 3.500 miljard \$ fusies en opkopen gerealiseerd, gespreid over 6.400 transacties. Dit betekent een vermenigvuldiging met 7 tegenover 1990. Sommige bedrijven die in de greep kwamen van de fusiekoorts gingen in de korte tijdspanne van vijf jaar nog eens tien én soms meer fusies aan. De aandeelhouders werden langs beide kanten financieel zoet gehouden en in vele gevallen vorstelijk vergoed met uitzonderlijke koersmeerwaarde.
2. De jongste golf F & O vertoont een ruime spreiding over verschillende sectoren: biomedische technologie, farmaceutica, media-communicatie, telecom, energie, bank en verzekering. Nochtans,

in de meest recente fase (1998-2000) voltrok zich een concentratie op twee sectoren. De financiële (bank en verzekering) en communicatietechnologie scoorden samen 60% van de transacties.

3. De jongste golf vertoont nog een andere opmerkenswaardige ontwikkeling. In de fase 1998-2000 daalde het relatieve percentage van de nationale opkopen en fusies van 84% naar 52% en stegen de pan-Europese transacties van 14% naar 39%. De buiten-Europese transacties betroffen hoofdzakelijk vervlechtingen tussen VS en EU. Deze *atlantische* vervlechting geschiedt op basis van hoopvolle perspectieven van synergie inzake marketing en R & D, maar ook als risicostrategie. Vooral de invloedrijke institutionele aandeelhouders zoals pensioenfondsen, verzekeringen en beleggingsfondsen sturen hierop aan.
4. In de pan-Europese concentratie van de financiële sector voltrok zich een gelijktijdige vervlechting van spaarkassen, coöperatieven en banken, alsook een versmelting van banken met verzekeringen. Hierin waren de landen van relatief kleine dimensie, met name Scandinavië en Benelux, zeer actief. Mijns inziens zal deze pan-Europese trend verdergaan met initiatieven onder leiding van enkele superbanken en/of verzekeringen uit de grote lidstaten. Maar in het depressieve beursklimaat zullen de onderhandelingen taaier zijn en langer duren.

In de commentaren over schaalvergroting en vervlechting worden verschillende motieven en stimuli naar voren geschoven. Als krachtlijn van de pan-Europese vervlechting staat de versteviging van eenmaking voorop. De uniformisering van de monetaire politiek (EMU) en de invoering van de eenheidsmunt in Euroland werkten stimulerend. Bij de trend naar atlantisering van ondernemingen wordt uitgekoken naar de enorme markt van koopkrachtige verbruikers en toeleveringsbedrijven die de VS en EU samen vormen. De EU en NAFTA samen betekenen twee derde van de wereldmarkt. In goed gestructureerde TNO's geldt de wet van toenemende meeropbrengsten. De spreiding van de stijgende kosten voor R&D en de revolutie in de communicatietechnologie zetten aan tot schaalvergroting en tot initiatieven voor synergie door complementariteit. Het gunstige beursklimaat en de *complaisance* van kredietverschaffing boden de kans aan ambitieuze doorbraakfiguren om gigantische transacties door te duwen. En dit soms op onvoldoend verantwoorde wijze en met avontuurlijke haast. Niet weinige van deze huwelijken zonder verlovings

hielden een kater over van deze ongebreidelde drift. En ook bij bedachtzamer fusieprojecten ontdekten de partners na de roes van de wittebroodperiode, dat hun verschil in bedrijfscultuur, in structurering en in marketing, jaren van gewenning vergen vooraleer de verwachte synergie en de stijging in financiële winst volledig aanslaan. Sinds de beurskrach draait de firmamarkt en de vervlechting op een veel geduisder tempo.

V. DE ICT-OMWENTELING

De technische en organisatorische doorbraken van de informatica en communicatienetwerking (ICT) zijn verlopen volgens een Schumpeteriaans scenario. Innovatieve ondernemers voldeden met nieuwigheden aan de stijgende behoefte van communicatie en informatie in onze maatschappij. Hierin gaan massacultuur en individualisme wonderwel samen wegens de ontrafeling van de traditionele, sociale weefsels. Dit is een planetair verschijnsel. De veralgemening van de televisie veroorzaakte een wereldwijde beeldreproductie van het gebeuren in de werkelijkheid naar de huiskamer voor honderden miljoenen kijkers. Hierdoor werden ze vanuit hun beperkte levenssfeer meegenomen in de planetaire onrust. De TV werd een wereldwijd succes omdat zij het wereldgebeuren en de ontspanning, omtoverde tot "*un spectacle*". Bij de politiek bewuste kijkers waren de beeldbuisprestaties van president Kennedy en generaal De Gaulle in de jaren zestig gangmakers. Tegelijkertijd kwamen sport (voetbal, wielrennerskoers, tennis, enz.) en andere ontspanningsprogramma's, zoals muzikale happenings en quiz in de huiskamer. Sterke beelden met emotioneel en prikkelend effect (zoals de tragedie van prinses Diana en de affaire tussen Clinton en Lewinsky) waren toppers van kijkdichtheid. Maar ook de ellende in de wereld (de lokale oorlogen, de genocides, de migratorische stroom van vluchtelingen, hongersnoden en terreuracties) vormen sterke beelden. Op het louter individuele vlak illustreert de rage van de mobiele telefonie de drang naar communicatie op elke plaats en op elk moment.

De miniaturisering van de informatica naar gebruikswijze voor kantoorgebruik en de individualisering van de mobiele telefoon, laptop en internetsystemen, braken de communicatieruimte open voor honderden miljoenen surfers; dit zowel voor professionele als voor persoonlijke doeleinden. De doorbraak van communicatienetwerken

met veelzijdige inhoud (audiovisuele vervlechting, opening naar meervoudige internetkanalen met eigen initiatiefmogelijkheden voor surfende internauten) verwekte een kettingreactie in de zakenrelaties tussen producenten, commerciële intermediëring en verbruikers, alsook tussen de producenten onderling. Het nieuwe begon sindsdien met de euforische e-letter van elektronica: e-bankieren, e-sport, e-muziek, e-linguïstiek, e-publiciteit, enz. De verwachtingen van de stijging inzake winst en productiviteit lagen bijzonder hoog. En durf-ondernemers voor eindproducten, programma's, intermediaire uitrustingsgoederen, kabelnetwerken, alsook de fusioneerders met complementaire bedrijven, werden aangemoedigd met complaisante financiering. Voor miljoenen mensen kwam de e-wereld over als een winstgevend Eldorado. Opstartende bedrijven rezen als paddestoelen uit de grond en van enkele koplopers spiraalde de beurskapitalisatie de wolken in. Enkele megafusies met een volume van 100 miljard en meer braken alle voorgaande records.

1. In 1999 fuseerde de Duitse industriereus Mannesmann, met twee telecomfirma's: Orange en Olivetti. Kort nadien werd dit conglomeraat opgeslorpt door de Engelse firma Vodafone Airtouch voor het fabelachtige bedrag van 200 miljard dollar.
2. In januari 2000 maakte een reus van internet, met name America Online (AOL) het samengaan bekend met de mediakolos Time Warner. Maar de kruisbestuiving tussen internet en de mediasector (boeken, tijdschriften, TV-netwerken zoals de beroemde CNN, enz.) legde alleen maar windeieren. De dalvaart van het samengesmolten conglomeraat kwam in versnelling na bekendmaking, begin juli 2002, van een fabuleuze financiële tuimel in zakencijfers gelijk aan 46 miljard dollar. De beurskapitalisatie kelderde.

In de volgende schets illustreren we de Europese ICT-omwenteling die concrete belichaming kreeg in de indrukwekkende bundel technologiepolen van ons continent. De geografische concentratie van synergie tussen wetenschappelijke navorsing en technologisch ondernemerschap was een wereldvermaard model in de Californiaanse Silicon Valley. Deze kruisbestuiving van wetenschap en technologische opstarters met ondernemersgeest vond hier navolging. Met bekwame spoed werd een geconcentreerd netwerk van ICT-parken uitgebouwd. Deze kaart van Europese capaciteit belicht de stand van zaken in de piekperiode van maart 2000.

1. Het Verenigd Koninkrijk
 - a. De *Silicon Fen Valley* groepeert in de nabijheid van Cambridge University een wetenschapspark van 1.200 technologiebedrijven.
 - b. De *Glen Valley* in Schotland herbergt nog eens 150 ICT-ondernemingen.
2. Duitsland

Benevens de belangrijkste concentratie van netbedrijven in de Isar-vallei (in de nabijheid van Munchen) zijn er ook nog de technopolen van Berlijn (met 75.000 hooggeschoolde werknemers) en het wetenschapspark van Hamburg.
3. Frankrijk
 - a. In de randstad Parijs en in de valleien van de *Ile-de-France*, voornamelijk de centra van Saclay en Evry bloesemen een groeiend aantal ICT-bedrijven en opstarters.
 - b. De technopool Grenoble groepeert 8.500 wetenschappelijke navorsers in samenwerking met technologen.
 - c. Tenslotte is er het wetenschapspark *Sophia-Antipolis* (rond Nice) dat 1.000 technologiebedrijven herbergt.
4. Spanje
 - a. Op de hoogvlakte van *Tres Cantos* (op 20 km van Madrid) werken 15.000 wetenschappers in symbiose met technologen.
 - b. Ook in Barcelona, Valencia, Malaga, Valladolid en Zamudia (Baskenland) werden dynamische technopolen uitgebouwd.
5. Italië

In de zone tussen Turijn en Milaan wemelt het van technologiebedrijven.
6. België

Flanders Language Valley (bij Ieper) herbergt 35 technologiebedrijven, met Lernaut & Hauspie als gangmaker.
7. Nederland

In de omgeving van Amsterdam is *Gorilla-Park* de voornaamste concentratie van incubatiebedrijven.
8. Finland

In de omgeving van de universiteit Oulou groepeert *Technopolis* 300 technologiebedrijven. De reus van de mobiele telefonie Nokia is ondertussen wereldberoemd.

De ervaring heeft geleerd dat de kruisbestuiving tussen wetenschappelijke navorsing en technologische innovatie, geïmpulseerd

door durfondernemers, niet rimpelloos verloopt. Wetenschap, technologie en financiële begeleiding hebben hun eigen, of zeg maar eigengereide bedrijfscultuur. Deze vereist een commerciële bijsturing, zodat de wetenschappelijke *vindingen* resulteren in vruchtbare, d.w.z. in marktgerichte en beloftevolle *innovaties*. Hierbij is actieve marketing van groot nut om de productieprocedures, de software, de netwerkvertakking en de datatransport op focus te zetten naar renderende marktsegmenten. Bij deze strategische opstelling primeert creatief ondernemerschap. Trouwens, indien het innovatieve ondernemerschap een bedrijf wil opstarten van prille bloesem tot voldragen vrucht en ook nog rendabel wil zijn, is in elke fase imaginatief management vereist. Niet alleen de technologische capaciteit, maar ook de financiële perspectieven inzake commercialisering zijn in de net-economie prioritaire criteria van succes. In onze economieën onder regie van aandeelhoudersbeheer zijn de opties van aandeelhouders doorslaggevend. Hierin wegen de financiële strategieën van de spierkrachtige (vooral institutionele) beleggers en kredietverschaffers een beslissende rol. Ook de financiers wedijverden in Schumpeteriaanse uitbundigheid. Het aantal opstarters en hun vlotte financiering resulteerde in overinvestering met een stijgende overvloed aan productiecapaciteit waarin de pionierswinst ofwel een ijdele hoop bleef ofwel onmiddellijk wegsmolt. De net-economie is een problematisch labyrint met darwinistische uitselectering van vele opstarters in hevige strijd voor "*survival of the fittest*". Hierbij spelen toekomstgericht invoelingsvermogen en imaginatieve marketing een essentiële rol. De ICT-bedrijven die deze kwalitatieve dimensie onvoldoende in acht namen en zich lieten meeslepen door wetenschappelijk, technologisch en financieel overenthousiasme of door vedetten cultus, kregen harde klappen op de beurs.

Ondertussen is de uitbundigheid van durfondernemers en financiers door het openspatten van de ICT-zeepbel omgeslagen naar pijnlijke *Einordnung*. Maar het zou fout zijn deze uitzuivering alleen te bekijken door de beursbril. De verworvenheden van technische innovatie zijn van blijvende waarde. En de positieve doorwerking naar de globale productiviteit van de economie valt niet stil met beursverlies. De financiële schokgolf zal enkele van de meest avontuurlijke projecten en ondernemers uitschakelen. En wellicht zal gans de ICT-sector na deze financiële opdoffer op een bedachtzamer tempo verder ontwikkelen.

VI. DE ICT-ZEEPBEL EN DE BEURSTUIMEL

Volgens de theoretische hoofdstroom die zich profileert als orthodoxie, zijn de aandelenbeurzen de meest efficiënte markten voor de mobilisatie van risicokapitaal en voor de optimale toerekening ervan over de diverse economische activiteiten en hun ondernemingen. Hun functionering vereist geen bijzondere zorg van bijsturing aangezien het marktmechanisme steunt op rationele beginselen en verwachtingen vanwege de betrokken marktpartijen. Dit fundamentalisme kent sinds kort een groeiend aantal afvalligen. De alternatieve visie daarentegen stelt voorop dat benevens de objectieve en kwantificeerbare parameters, ook subjectieve factoren meespelen die prijsvolatiliteit veroorzaken. De complexe interactie tussen investerende ondernemers, beleggers en andere marktpartijen alsook hun inschattingen van de hedendaagse en toekomstige beurskoersen evolueren ten dele volgens irrationele impulsen.

Keynes, die praktische beurskennis paarde aan een succesvolle speurzin voor beleggingen, vergeleek de beurs met een schoonheidswedstrijd van jonge amazones (zie hoofdstuk 12 van zijn *General Theory*). Dit beeld is duidelijk: bij gebrek aan onbetwistbare en algemeen geldende parameters voor schoonheid zowel als voor toekomstige koersontwikkeling van aandelen, wordt de keuze sterk beïnvloed door modetrends, mimetisme, massapsychologie, jazelfs door kuddegeest. Keynes besluit zijn beschouwingen over beurspsychologie met de volgende slagzin: *“Investors may be quite willing to take the risk of being wrong in the company of others, while being much more reluctant to take the risk of being right alone”*. Hij zelf speculeerde een financieel vermogen samen dat in de huidige muntwaarde gelijk staat met 12 miljoen euro (Skidelsky (1992)). De Post-Keynesianen pikten zijn idee van *“bounded rationality”* en benadrukken dat toekomstscenarios gebaseerd op historische en hedendaagse statistieken en informatie onbetrouwbaar zijn. De belangrijkste factor, de toekomstige keuzes van de marktpartijen zijn in hoge mate onvoorspelbaar: ook het onwaarschijnlijke kan gebeuren. Hun inspirator, met name G. Shackle, vergeleek de aandelenbeurs met een kaleidoscoop waarvan de kleurenmozaïek, het perspectief en de focus veelvuldig en onverwacht wisselen (Shackle (1979) en Davidson (1994)). Vooral tijdens innovatiecycli is de koersontwikkeling van risicodragend kapitaal onvoorspelbaar, subjectief geladen, volatiel en zeer prijselastisch. De inschattingen van de

beleggers worden dan hypergevoelig aan goed zowel als aan slecht nieuws (Shiller (2000)).

In de jongste beurscyclus werd de opwaartse prijsspiraal aangedreven door twee specifieke stimuli. Van 1995 tot maart 2000 werkten het opbod van fusie en opkoop van ondernemingen alsook het Eldorado van de ICT-revolutie als hefboven op de beurs. En de koersen gingen in galop. Klassieke mijlpalen zoals de bedrijfseconomische verhouding tussen koers en winst, alsook de verhouding tussen krediet-schuld en eigen vermogen, werden voorbijgehouden zonder verpinken. Financiers en beleggers deden mee aan de dolle rit, met de audit-specialisten, beursanalisten en goeroes op kop. Wall Street kreeg daarenboven wegwijzende wenken van de ondernemingen zelf die hun managers prinselijk bezoldigden met *stock-options*. De gegadigden van deze *boni* activeerden uit eigenbelang de persmolen, met aantrekkelijke berichtgeving en met bolstaande winstperspectivering. Dit met het oog op maximering van de eigen koerswaarde. Wegens modetrend, massapsychologie en mediatisering ontstond een economie gedreven door opinies. Het beurspubliek liet zich gewillig verleiden. En er kwam een kentering van geestesinstelling: de mentaliteit van de beleggers schakelde over naar speculatie op basis van *koerswinst* i.p.v. op *rendement* of het dividend. Ook de spierkrachtige pensioenfondsen en verzekeringsmaatschappijen opteerden voor maximering van *shareholder's value*. Voor vele beleggers werd de beurs een casino met een florerende jackpot. Het kapitalisatievolume van Wall Street vermenigvuldigde met 3,28 van 1995 tot eind 1999 en steeg met een fabuleuze 11.500 miljard \$ tot 16.600 miljard. Hiermede klom het Amerikaanse kapitalisatievolume tot 153% van het nationaal product. Wall Street betekende de helft van de OESO-kapitalisatie. De koersen in de kernlanden van de EU spiraalden gezwind mee (zie Tabel 4).

In figuur 1 tekenen we op basis van de Bloomberg databank het veralgemeende zeepbel-effect uit van de technologie-indexen: Nasdaq tegenover Dow Jones, Nouveau Marché tegenover de CAC-40 van Parijs, Neuer Markt tegenover de DAX van Frankfurt en Easdaq tegenover Eurostoxx 50. Van de herfst 1999 tot half maart 2000 klom de Nasdaq-index met een gezwinde vaart (80% stijging) ver boven de Dow Jones. Hierdoor meegezogen realiseerden Nouveau Marché, Neuer Markt en Easdaq een *bifurcatie* met nog hogere pieken. De index van Nouveau Marché spiraalde boven CAC tot 480; Neuer Markt overtrof DAX met een bifurcatietop van 304 en Easdaq tot 294.

TABEL 4
Evolutie van beurskapitalisatie, in miljoen dollar

Land	1/1/1995	Vermenigvuldiging	31/12/1999
Verenigde Staten	5.067.016	3.28	16.635.114
Verenigd Koninkrijk	1.210.245	2.42	2.933.280
Japan	3.719.914	1.22	4.546.937
Frankrijk	451.263	3.27	1.475.457
Duitsland	470.519	3.04	1.432.190
Italië	180.135	4.04	728.273
Nederland	283.251	2.45	695.209
Spanje	154.858	2.79	431.668
België	84.103	2.20	184.942
<i>Totaal OESO-landen</i>	<i>13.226.719</i>	<i>2.49</i>	<i>32.956.939</i>
<i>Totaal groei landen</i>	<i>1.897.024</i>	<i>1.62</i>	<i>3.073.871</i>

Bron: Databank International Finance Corporation.

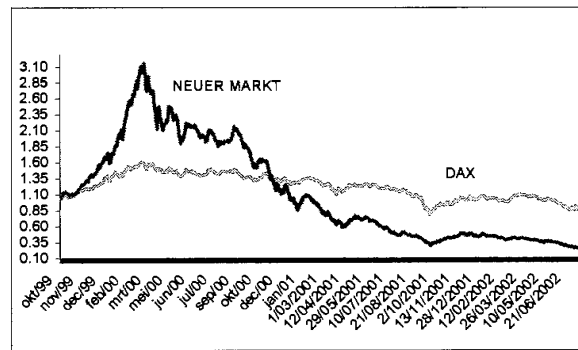
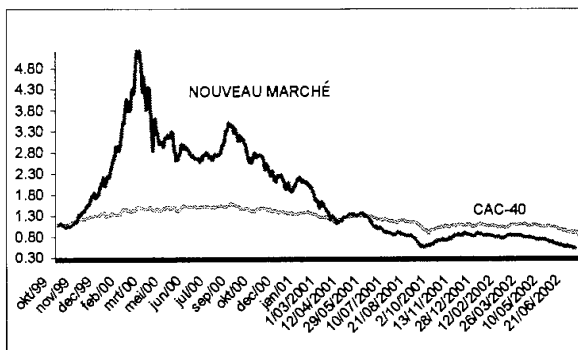
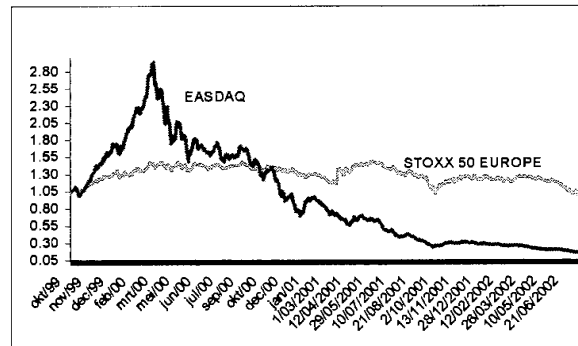
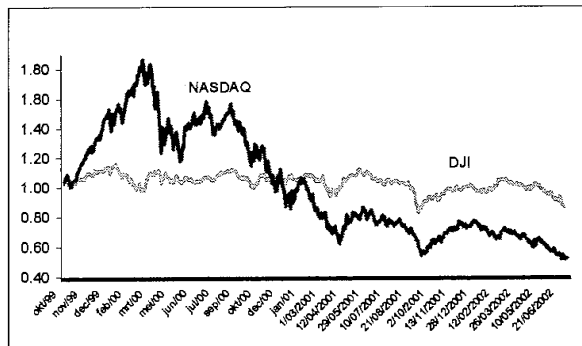
Hierdoor steeg het relatieve aandeel van de technologietitels tot 33.3% van de globale Amerikaanse beurskapitalisatie, in Canada tot 27.9%, in Duitsland tot 22.9%, in Frankrijk tot 19.8% en in Finland (met Nokia) tot 71.3%.

De gemiddelde verhouding prijs-dividend van Nasdaqtitels klom tot het duizelingwekkende cijfer 186. Een prijs gelijk aan 186 maal het jaardividend is een signaal van komend onheil. En half maart 2000 zette een even gesynchroniseerde maar onrembare dalvaart in. De knal van de ICT-waarden veroorzaakte een algemene malaise in de financiële markten. Hierna tuimelden in secundaire kettingreacties, ongeveer alle beursindices naar beneden. Op het einde van 2000 verzwakte de Amerikaanse conjunctuur en ook in Europa zette een bruuske groei-vertraging in. Na het openspatten van de zeepbel begon een vertrouwenscrisis te knagen. De beursberichten over fraude en vervalste winstverwachtingen verwekten een supplementaire opdoffer.

De veralgemeende beurstuimel rantsoneerde meteen de stoom voor de F & O locomotief. En de verslapping van de markt waarin firma's werden opgekocht en gefusioneerd, verwekte dan weer een nieuwe ronde van prijsinzinkingen. In het eerste trimester van 2002 was de totale waarde van F & O-transacties (nationale en grensoverschrijdende) gevallen op één vijfde in vergelijking met het eerste trimester 2000. In Tabel 5 noteren we de dalvaart van de beursindices, vertrekkend van hun piek (maart 2000) tot half juli 2002.

FIGUUR 1

Beursbifurcatie 1/10/1999-21/06/2002



Bron : Databank Bloomberg

TABEL 5
Evolutie van de beursindices na de piek

Beursindex	Piek maart 2000	15 juli 2002	% verlies
Dow Jones (Wall Street)	11.750	8.639	-26.5
S&P 500 (Wall Street)	1.553	918	-40.9
Nasdaq Composite	5.133	1.383	-73.1
FTSE (Londen)	6.951	3.975	-42.8
Eurostoxx 50	5.522	2.709	-50.9
CAC 40 (Parijs)	6.945	3.323	-52.2
AEX Index (Amsterdam)	703	368	-47.7
DAX Index (Frankfurt)	8.136	3.913	-51.9
IBEX Index (Madrid)	12.968	6.421	-50.5
Mibtel (Milaan)	51.272	25.110	-51.0
BEL20 (Brussel)	2.907	2.263	-22.2
BEL-20 (piek juli 1999)	3.713	2.263	-39.1

Bron: Databank Bloomberg.

Het Amerikaanse kapitalisatievolume was op 15 juli 2002 tegenover de piek met een bedrag van 6.700 miljard dollar gedaald. Dit betekende een terugval naar het kapitalisatievolume van mei 1997. In de zeven Europese beurzen (vermeld in de Tabellen 4 en 5) daalde hun totale kapitalisatie van de piek tot 15 juli 2002 met een bedrag gelijk aan 3.783 miljard dollar. Alles samen verzwond in deze beurzen en die van de VS 10.483 miljard dollar in het nirwana. De waarde van deze drastische aderlating is nog 3% omvangrijker dan het Amerikaans nationaal product van 2001 dat 10.143 miljard dollar bedroeg. De vlucht van de beleggers, weg van risicokapitaal naar veiliger investeringen, wakkert reeds de prijzen aan van vastgoed. In deze sector is de prijsinflatie duurzamer; ze kent geen insnijdende prijstijms zoals aandelenmarkten.

VII. EVALUATIE EN BESLUIT

De jongste cyclus toont dat de aandelenbeurzen evolueren met ruime vrijheidsmarges vanwege het beleid en gedreven worden volgens een eigen ritme. De beursevolutie loopt voorop en beïnvloedt de opgaande en neergaande dynamiek van de conjunctuur, niet

omgekeerd. Met ruime vrijheidsmarges bedoelen we dat de beurs-evolutie buiten de theoretische focus en actieradius valt van het monetaire beleid. Dit heeft vooral aandacht voor de kringloop of de stroom van goederen en diensten, maar gaat achteloos voorbij aan de voorraadfactor kapitaal. De prijsklim van aandelen alsook van vastgoed (huizen, bouwgronden) valt buiten de monetaristische actieradius van “inflatiebeheersing”. De Amerikaanse FED voerde een monetair beleid dat in financiële kringen als marktvriendelijk (*accomodating*) werd genoemd. Behoudens enkele orakelachtige uitspraken volgden Greenspan’s rentestanden het ritme van de conjunctuur. De Europese Centrale Bank daarentegen hield het lage profiel van de beginneling en voerde een star beleid dat door haar critici visieloos werd genoemd. Rekening houdend met het feit dat speculatieve waardeschattingen een hogere vlucht kunnen nemen in de markten van risicokapitaal in vergelijking met goederen- en dienstenmarkten, lijkt de strikte inflatiebeheersing van de kringlopen met ruime vrijheidsmarges voor kapitaalbeurzen, kortzichtig en schizofreen. Maar, de werkelijkheid leert ons dat klassieke monetaire politiek (geldvolume en rentestand) technisch ontoereikend is tegenover speculatieve zeepbellen. Hier stoot de monetaire politiek op het medicatieprobleem van de Siamese tweeling, in dit geval transacties van kringloop en kapitaal. De medicijn die de ene geneest kan schadelijk zijn voor de andere. Voor de beteugeling van speculatieve drift in aandelenbeurzen zouden hoogtes van rentestand vereist zijn die de dynamiek van de globale economie versmachten. De controle over het systeemrisico in aandelenbeurzen vereist een meer specifieke regulering, met normen die de *prudentiële* functionering van kapitaalmarkten bevorderen.

Ook de bedrijfsleiders waren overdreven uitbundig. De meteorische vlucht van creatieve opstarters en de dolle rit van F & O naar gigantisme holden voorbij de signalen en normen van goed bestuur. Dit heeft geleid tot schuldopstapeling en tot financieel verlies; met keldering van beurskoersen bij de meest dierste onder hen. Een schoolvoorbeeld is WorldCom dat als kleine opstarter in de jaren tachtig een rist van complementaire firma’s met krediet opkocht: Advanced Telecom in 1992, UDB WorldCom in 1994, Unet in 1995, MFS in 1996 en MCI in 1998. Deze fusiemanie resulteerde in een telecom-conglomeraat van 85.000 werknemers en 28 miljoen afnemers gespreid over 65 landen. Tijdens de ICT-zeepbel vermenigvuldigde de beurskoers met zes in 10 maand tijd. Maar in de lente van 2002 was de aangegane schuldenberg ondraaglijk geworden. En na

het uitlekken van fraude zakte de reus in elkaar. De uitbundige en vaak ondoordachte F & O, gerealiseerd met behulp van massaal krediet, veroorzaakten mettertijd problemen bij de kredietverleners (banken) en bij de verzekeraars van hun financiële transacties. Voor de financiële instellingen resulteerde het “verwerken”, d.w.z. afschrijven van een groeiend aantal falende debiteuren, een opdroging van de reserves. Enkelen onder hen waren zelfs genoopt tot verkoop van eigen aandelen om hun bedrijf financieel vlot te houden. De dalvaart van ICT-titels werd dus veralgemeend door *bemetting* en *secundaire kettingreacties*.

De ICT-sector kenterde naar dalvaart nadat bleek dat de pionierswinst er snel wegsmolte. Het afsnoepen van de innovaties door concurrenten (de technologie en hun inhoudelijke programma's) was relatief gemakkelijk en de veralgemening van de innovatie verliep er tamelijk vlot. Hierdoor daalden de prijzen van hun producten en diensten. De pionierswinst van het nieuwe smolt er vlugger dan in andere sectoren. Deze gang van zaken betekende slecht nieuws voor de ICT-aandelen. Voor de honderden miljoen gebruikers van de ICT-producten en programma's daarentegen was dit goed nieuws. En de snelle prijsdalingen van het nieuwe werden gretig beantwoord met massaverbruik. De rage van de mobiele telefonie is hiervan een illustratie. Maar, massaal verbruik biedt geen waarborg tegen de strategiefouten en het slecht bestuur van de telecombedrijven. In de EU waar de mobiele telefoon een hoger vlucht nam dan in de VS sloegen de recent geprivatiseerde telecombedrijven over naar crisis omwille van twee stoorfactoren:

1. De verwachte pionierswinst van internetsporen met veelzijdige inhoud dwz. de derde generatie (UMTS), liet technisch gezien op zich wachten, aangezien de vereiste investering stilviel. Ondertussen hadden de telecoms enorme schulden aangegaan bij de aankoop van openbare licenties voor marketing. De Europese UMTS-opstarters betaalden hiervoor ongeveer 100 miljard euro aan de overheid. Dit was een fabuleus ticket voor commercialisering.
2. Op het vlak van de verkoop van licenties voor UMTS heeft de overheid van de betrokken EU-landen hun eigen geprivatiseerde telecombedrijven (de privatisering op zichzelf had reeds aanzienlijke overheidsinkomsten verschaft) overdadig opgeladen met schuld. De kostprijs van licenties was exorbitant. Wegens de roes van UMTS-opstarters en de buitensporige inhalerigheid van de

overheid verzopen de Europese telecoms onder een vloed van schulden. Zodoende zal de kip met gouden eieren, na keldering van de beurskoers, voor onbepaalde tijd verlamd zijn.

Binnen en ook buiten beurskringen is nu doorgedrongen dat de belangenvermenging van firma's, die zowel de functie van audit als deze van investeringsbank en analist uitoefenen, de transparantie van de markt inperkt en de informatie onbetrouwbaar maakt. Om te komen tot een duidelijker scheiding van belangen, d.w.z. deze van rechter en partij, hebben de financiële markten nood aan een prudentiële regulering met een herbronning inzake zakenmoraal. Maar, Schumpeteriaanse golven, innovaties, marktinitiatieven en doorbraken van nieuwe organisatiestructuren door durfondernemers zullen steeds, althans voor een deel, met speculatie gepaard gaan. Dus, aandelenmarkten zullen altijd een marge van risico inhouden.

POSTSCRIPTUM

Met de aanhoudende beurstuimels van 2000-2002 zonken tal van bedrijven in een nijpend financieel onevenwicht. De averechtse spiraal tussen de in uitbundiger tijden aangegane schuldenberg en de op de beurs voortdurende afwaardering van het eigen kapitaal der ondernemingen, veroorzaakt in tal van bedrijven een financiële scheefgroei die de gevaarzone nadert. De situatie van de financiële instellingen vormt een spiegelbeeld: de kredietvorderingen en verzekeringen op dubieuze debiteuren zijn disproportioneel omvangrijk geworden tegenover de slinkende kapitaalwaarde op de beurs van banken en verzekeringen. Voor de heling van deze financiële scheefgroei is creativiteit en visie vereist in het economiebeleid. Op dit ogenblik heeft actieve stimulering van investeringen vanwege overheid en bedrijfsleiders absolute prioriteit.

Sinds augustus 2002 komt de mogelijkheid van een militair offensief tegen Irak naderbij. De opvoering van de spanning, de perspectieven van prijzendans voor petroleum en de verslappende conjunctuur brengen steeds meer onzekerheid en prijzendruk op de beurs. In de geopolitieke beurstuimel van september jongstleden zakten de Europese koersindices dieper dan deze van de Amerikaanse *hegemon*.

In de golffoorlog van 1990-91 schoot de prijs van ruwe petroleum omhoog met 109% tijdens de aanvangsfase (augustus-september 1990) terwijl de beursindices een duik namen van -29,6% in Frankfurt, van -31,9% in Tokyo, van -21,1% in Parijs en van -20,2% in Brussel. De mindere daling van -14,9% in Londen en -15,4% in Wall Street was te wijten aan de relatieve winst van hun olieaandelen. Na de nederlaag van Saddam Hoessein (eind januari 1991) gleden de olieprijsen en de aandelenkoersen snel terug naar hun vooroorlogs peil. President Bush-senior voerde geopolitiek hoog in het vaandel maar verloor in 1992 de verkiezingen tegen Clinton die het economiebeleid prioritair stelde. Hierop ontspan de lange voorspoedfase tot 2000. Ook nu heeft beloftevolle economische politiek voorrang op geopolitieke stoerdoenerij. Het scenario van 2003 is, zoals de beurs, onvoorspelbaar. Want, het onwaarschijnlijke kan ook gebeuren.

REFERENCES

- Ayadi, R. et al, 2002, Les restructurations bancaires en Europe, *Revue de l'OFCE*, maart.
- Baeck L., 1996, Mondialisering met etnoculturele weerbots, *Tijdschrift voor Economie en Management* 41, 3, november.
- Baeck, L., 1998, De Aziatische crisis: evaluatie en nabeschouwing, *Leuvense Economische Standpunten*, 93, december.
- Baeck L., 1999, Financiële mondialisering met speculatieve uitschieters, *Leuvense Economische Standpunten*, 94, oktober.
- Baeck L., 2002, The Saga of Development and Globalisation, in *Building Towers: Perspectives on Globalisation*, (Leuven, Uitgeverij Peeters).
- Berger A., 1999, Consolidation of the Financial Services Industry: Causes, Consequences and Implications for the Future, *Journal of Banking and Finance*, 23.
- Bos D. en H. Stolper, 1984, Schumpeter oder Keynes: zur Wirtschaftspolitik der neunziger Jahre, (Berlijn, Springer).
- Davidson, P., 1994, *Post-Keynesian Macroeconomics*, (London, Elgar).
- Deutsche Bank, 2001, Mergers and Acquisitions in the Financial Industry: a Matter of Concern for Bank Supervisors?, *Economics Research*.
- Dolan, E., 1976, *The Foundation of Modern Austrian Economics*, (Kansas City, Sheed & Ward).
- Hanson G., R. Mataloni en M. Slaughter, 2001, Expansion Strategies of US Multinational Firms, *NBER Working Papers*, 8433.
- Hanusch H., 1988, *Evolutionary Economics: Applications of Schumpeter's Ideas*, (Cambridge, Cambridge University Press).
- Hopkins H., 1999, Cross-Border Mergers and Acquisition: Global and Regional Perspectives, *Journal of International Management*, 5.
- Jessua, C., 1990, La revanche des idées schumpeteriennes, Colloque International "J.A. Schumpeter et J.M. Keynes", (Parijs, Ed. Lavoisier).
- Levasseur S., 2002, Investissements directs à l'étranger et stratégies des entreprises multinationales, *Revue de l'OFCE*, maart.
- Pastre O., 2001, Industrie bancaire: les espoirs des Davids face aux Goliaths, *Revue d'Economie Financière*, 61.
- Shackle, G., 1979, *Imagination and the Nature of Choice*, (Edinburgh, Edinburgh University Press).
- Scherer, F., 1984, *Innovation and Growth: Schumpeterian Perspectives*, (Cambridge Mass, MIT Press).
- Shatz H. en A. Venables, 2000, The Geography of International Investment, *World Bank Policy Research Working Paper*, 2338, mei.
- Shiller, R., 2000, *Irrational Exuberance*. (Princeton, Princeton University Press).
- Skidelsky, R., 1992, *John Maynard Keynes: the Economist as Saviour, 1920-1937*, (Londen, Macmillan).
- Stiglitz, J., 2002, *Globalisation and its Discontents*, (New York, W.W. Norton).
- United Nations, 2000, *Cross-border Mergers, Acquisitions and Development*, (Genève, Unctad).