

Naar het einde van de crisis?

De wereldeconomie is op een haar na aan het ergste ontsnapt. Maar wat zijn de vooruitzichten en welke gevaren gaan met het nog schuchter wegebben van de crisis gepaard?

Amid Faljaoui

Vorige herfst werd ongeveer overal ter wereld een zucht van opluchting geslaakt. We hebben ‘op een meter’ van de afgrond gestaan, zoals de Franse zakenbankier Alain Minc verklaarde en daarmee Cassandra moest teleurstellen, want ‘het ergste is niet altijd onoverkomelijk’. Het ergste was uiteraard de depressie en de nasleep aan ellende (een hele reeks faillissementen, massale werkloosheid, heroplaaien van de armoede, beurzen in vrije val, enz.). De financiële tsunami zal er dus niet komen. Of toch nog niet.

Als we op de verzamelde economische voorspellers mogen afgaan, is de wereld uit de recessie gekropen. Voor de burger heeft deze terugweg uit de recessie iets surrealistisch, want het strookt niet met wat we rondom ons zien en horen. En terecht, de recessie van de economen heeft niets van doen met die van mijnheer Jansen of mevrouw Peters.

Voor een econometist betekent recessie twee kwartalen negatieve economische groei. Uitgaande van deze definitie, is de wereld inderdaad niet meer in recessie. Maar naast deze economische definitie geldt ook wat de mensen ervaren. Zoals Guy Quaden, de gouverneur van de Nationale Bank van België, aan het tijdschrift *Le Vif/L'Express*¹ verklaarde “zijn de mensen minder geïnteresseerd in de cijfers van de economische activiteit dan in de evolutie van hun koop-

kracht en de vooruitzichten op het gebied van de werkgelegenheid (...). Jammer genoeg zal de werkgelegenheid nog een poosje krimpen. Vanuit conjunctureel oogpunt reageert de werkgelegenheid immers altijd met een bepaalde vertraging op de bewegingen van de economische activiteit, zowel naar boven als naar onder”.

De brandweer en het sociaal vangnet

Als we over de crisis spreken, moeten we goed weten waarover we het precies hebben. In werkelijkheid hebben we te maken met 3 crisissen die elkaar opvolgen en in elkaar passen zoals de fameuze matroesjkapoppetjes. De financiële crisis is grotendeels voorbij, ook al zijn nog niet alle vergiftigde bankproducten onder controle. We worden nog dage-

¹ Bijlage bij *Le Vif/L'Express*, 16/10/2009.

lijks geconfronteerd met de gevolgen van de economische crisis, ook al zijn de vooruitzichten dat het einde in zicht is, bemoedigend. Maar de sociale crisis, staat ons, jammer genoeg, nog te wachten zoals Guy Quaden al zei.

Tot dusver lijkt die sociale crisis – in tegenstelling tot die van 1929 – niet op een grote crisis uit te draaien. Dit is te verklaren door het feit dat iemand die vandaag zijn job verliest, in tegenstelling tot vroeger, niet heel zijn inkomen verliest. De werkloosheidsvergoeding is niet enkel een sociale, maar ook een economische stabilisator. En dit sociaal vangnet, erfdeel van onze vroegere sociale strijd, dient dus zeker om de koopkracht op peil te houden. Weliswaar heeft dit sociaal vangnet (eminente economen hebben het over ‘automatische stabilisatoren’) een toenemende budgettaire kostprijs, maar laten we ernstig zijn: het heeft ons in staat gesteld om het ergste te vermijden, door een minimum aan economische activiteit te behouden. En zoals een Amerikaanse econoom zei: “als de brand in huis heeft gewoed, bedank je eerst de brandweer, en pas nadien hou je je met de waterschade bezig”.

Terug uit de hel

Het meest opmerkelijke feit van het einde van de crisis is het synchrone verloop. Het economische nieuws is overall ter wereld beter, en daarom bestaat de kans dat het herstel voortduurt. Want een geïsoleerde heropleving zou snel uitdoven, als de andere landen niet inpikken. Een voorafgaande vraag: Welke redenen verklaren het begin van het einde van de crisis? Volgens François Lenglet, van het financiële dagblad *La Tribune*, zijn er veel facetten aan de *rebound* van de activiteit. Vooreerst het bij economen en jojospelers welbekende ‘jojo-effect’: “hoe dieper men zakt, hoe hoger men weer opstijgt”. Ook de herstelplannen van de regeringen beginnen hun vruchten af te werpen en hun impact mag niet onderschat worden. Vergeet niet dat er 1 000 miljard dollar in de wereldeconomie werd gepompt, hetzij 2 % van het bbp, en dus van de wereldrijkdom (50 000 miljard dollar). In Europa werd ook sectorale steun toegekend, zoals de schrootpremie voor de automobielsector. Die premie heeft landen als Duitsland en vooral Frankrijk stevig geholpen. En bij het einde van het fenomeen van de voorraadafbouw waarmee de ondernemingen in 2008 begonnen waren, komt nog een 5de element: de terugkeer van het vertrouwen.

De financiële markten die verondersteld worden 6 à 9 maanden op een economische heropleving vooruit te lopen (reken maar uit: tussen maart 2009 en september 2009 zijn zes maanden verlopen). Maart was immers het dieptepunt van de beurskoersen en in september kwamen de eerste berichten over het einde van de crisis. Dus ongeveer 6 maanden lang (onze rekening klopt!), vanaf maart 2009, bleven de koersen stijgen. Ook al kan de stijging van de beurs terecht excessief of voortijdig worden genoemd, ze kan een niet verwaarloosbaar psychologisch effect hebben, en dus cumulatieve optimistische prognoses losmaken.

De slachtoffers van de beurs

In verband met de beurs herhalen we nogmaals: de kleine spaarders zijn de slachtoffers van de stijging. Ten eerste omdat het 3de kwartaal van 2009 voor de aandelenmarkten het beste kwartaal van het decennium was. De zes voorbije maanden, van maart tot september, waren op de beurs zelfs de beste sinds... 1975. En als de kleine spaarders de slachtoffers zijn van de hausse, is het omdat ze, afgeschrikt door de pessimistische prognoses van sommigen, de aandelen letterlijk hebben laten liggen en zo het spectaculairste deel van de beursgroei hebben gemist. Doorwinterde beleggers weten het, het is zelfs een klassieker van het genre: voor wie wacht tot de macro-economische cijfers zich herstellen om naar de beurs te trekken, is het vaak te laat, want de beurs is een anticiperende markt – als ze correct werkt. Dezelfde oorzaken geven dezelfde gevolgen, de specialisten zullen u zeggen dat dit ook het geval was na het uiteenspatten van de internetbubbel en de beurscrash van 11 september. Toen zijn de particulieren pas na 2 à 3 jaar naar de beurs teruggekeerd, en toen hebben ze ook het beste van de stijging gemist.

De terugkeer van Justine Henin

Maar kunnen we de spaarders ‘schuldig geheugenverlies’ aanwrijven? Ik denk het niet. Als we de crash van de internetbubbel, de crash van 11 september 2001 en de crash van de *subprimes* beschouwen, om slechts de meest emblematische op te sommen, heeft de huidige generatie op minder dan 10 jaar dus meer dan drie zware crashes moeten verwerken, waarvan één ons bijna had meegesleept! En een ezel stoot zich geen tweemaal aan dezelfde steen.

Heel België was blij met de terugkeer van Justine Henin op het tenniscourt. Maar het is niet alleen Justine die terugkeert. Ook het TINA-syndroom is terug. De huidige stijging van de beurzen is immers vooral het gevolg van het TINA-syndroom (There Is No Alternative). Met andere woorden: de wereld bulkt van de cash en niemand weet op welke activa dat geld in te zetten of te verdedden. En omdat de rente in de Verenigde Staten en Europa laag is, moet dat spaaroverschot wel in aandelen, obligaties, goud en andere grondstoffen worden gepompt. Vandaar de algemene (en soms gevaarlijke want te snelle) groei die sinds een paar maanden op alle beurzen wordt genoteerd. We brengen wel één nuance aan: het TINA-syndroom heeft tot dusver alleen de professionele beleggers aangetast. De spaarders kijken de kat nog uit de boom, zoals ik al zei. De bankiers die de spaarders willen overtuigen om terug te keren naar riskantere activa dan spaarboekjes, zullen goede argumenten uit de kast moeten halen. Vooreerst omdat hun reputatie van expert is aangetast, en vervolgens omdat, na 3 crashes op 10 jaar, de spaarders slechts zeer geleidelijk aan en argwanend naar de beurs zullen terugkeren. En laten we duidelijk zijn: het economische herstel blijft fragiel, zeker als de euro flirt met 1,50 dollar, wat onze uitvoer geen goed doet en in Europa de uitweg uit de crisis vertraagt. We mogen vooral niet vergeten dat de huidige beursgroei de uiting is van een wereld die bulkt van het geld en niet weet waar het te beleggen. Voorzichtigheid is dus geboden.

Uitweg met ingehouden adem

Het economische weerbericht voor oktober 2009 is dus beter en de hoofdweerman van de wereldeconomie, het IMF (Internationaal Muntfonds) rekent op een snellere en mooiere weersverbetering dan verwacht. Daarom heeft het IMF de wereldwijde groei voor 2009 en 2010 naar boven toe bijgesteld: de recessie die voor 2009 tot -1,1 % beperkt was, zal in 2010 plaats maken voor een positieve groei van om en bij de + 3,1 %. Maar zoals bij elke medaille heeft die voorspelling ook een keerzijde. Het IMF voorspelt dat de wereldwijde groei die tussen 2010 en 2014 wordt verwacht, jaarlijks 4 % zal bedragen, dus 1 punt minder dan vóór de crisis. En dat puntje minder zal pijn doen. In de geïndustrialiseerde landen zal de werkloosheid oplopen tot 10 % van de actieve bevolking en in de ontwikkelingslanden zal de armoede weer de kop opsteken. Kortom: het herstel zal er komen maar moeizaam en traag. En dat herstel zal de hele periode

nog zeer fragiel blijven. En wel om minstens 4 redenen. De eerste is de onzekere gezondheidstoestand van de banksector. De banken hebben slechts de helft van hun vergiftigde activa opgekuist. Er moet nog 1 500 miljard dollar geruimd worden! De tweede bron van onzekerheid is het overheidsstekort dat ongeveer overal ter wereld uit de hand is gelopen. Die tekorten zijn vandaag nog niet zo gevaarlijk, want de rentevoeten zijn laag, maar zouden morgen – als de renten stijgen – de financiële markten met vragen kunnen opzadelen over ons vermogen om uit de crisis te geraken met, en dat is erger, steeds verder krimpende manoeuvreermarges. De derde factor is de factor ‘angst’. Angst voor de pandemie (H1N1-griepvirus) of angst voor een terugkerende inflatie (die plotseling is verdwenen door de koers van het vat ruwe olie). Twee angsten die op hun manier een nog bescheiden economische heropleving kunnen verlammen of verstikken. We mogen ook niet vergeten dat herstelplannen eindig zijn (Met welk geld zouden we een tweede herstelplan financieren?) en dat de gezinnen, door de toenemende werkloosheid, bang zijn voor de toekomst. En die zelfde burgers/consumenten gaan minder uitgeven en meer sparen en zich zoals de mier gedragen, zelfs in de Verenigde Staten, een land dat bekend staat voor zijn overconsumptie.

De krekel en de mier

En zo komen we bij de kern van het probleem: Wie gaat de Amerikaanse consument vervangen? Weliswaar staat het goed om de te vervuilende en te dikke VS-consument te bekritisieren, maar dat belet niet dat die consument goed is voor 70 % van het Amerikaans bbp, en wanneer die aan het sparen slaat, zal de wereldeconomie eronder kreunen. Vóór de crisis had de Amerikaan een spaarpercentage van rond de 0 %. Vertrouwend op de toekomst en verslaafd aan het shoppen, dacht hij mordicus dat het morgen beter zou zijn dan vandaag en nog beter dan gisteren. De Amerikaan heeft dus jarenlang welvaart op krediet gekocht. Maar door het uitbreken van de *subprime*crisis heeft hij ontdekt dat rijkdom nep is en heeft hij zich aan het sparen gezet, zodat het spaarpercentage momenteel 5 % bedraagt. Van krekel is hij mier geworden. Het enige knelpunt is dat de terugkeer naar de deugd op zich een mooie zaak is, maar op korte termijn, onze zaak niet dient. Vandaar de vraag: Wie gaat de ‘Amerikaanse consument’, de echte motor van de wereldeconomie, vervangen?

Momenteel moeten we het antwoord schuldig blijven: er is geen opvolger! Eén of andere brave ziel zal natuurlijk de Chinese consument aanwijzen. China zal binnen een paar jaar immers de grootste economie ter wereld zijn en van de 1,3 miljard Chinezen zullen er nu al wel enkele honderden miljoenen zijn met ons levenspeil die de fakkel van de Amerikaanse consument zouden kunnen overnemen. Niets is minder waar. De cijfers boren die droom de grond in. De 300 miljoen Amerikaanse consumenten beschikken over een jaarlijks budget van 10 000 miljard dollar. De 400 miljoen Europese consumenten hebben jaarlijks 9 000 miljard dollar te besteden, maar de 2,7 miljard Aziaten (Chinezen en Japanners inbegrepen) geven jaarlijks nauwelijks... 5 000 miljard dollar uit! De boodschap is duidelijk: de Chinese consument kan zijn Amerikaanse collega niet vervangen. De Chinese consument heeft trouwens helemaal geen zin om meer te consumeren, hij zet 35 % van zijn inkomen opzij. Dat is een wereldrecord. Niet om het plezier van het niet-consumeren, maar omdat hij in China woont, een land met een zeer beperkte sociale zekerheid, zonder recht op werkloosheidsuitkeringen, met een heel klein pensioen en toren-

hoge schoolkosten. Dat zijn de redenen waarom de Chinese consument veroordeeld is om meer te sparen dan normaal. Met dergelijk hoog spaarpercentage, kunnen we het eigenlijk niet meer over sparen hebben, het is veeleer een soort zelf opgelegde bijdrage om als 'appeltje voor de dorst' te dienen. Kortom, als de wereld wil dat Peking ons helpt om de crisis door te komen, moeten twee 'klikken' worden gemaakt. De eerste zal binnen 8 of 10 jaar komen, de tijd die nodig is om het gemiddeld Chinees inkomen aansluiting te doen vinden met de westerse normen. Daarnaast moet men hopen dat de Chinese regering de sociale bescherming van haar bevolking verdubbelt (zoals voorzien), zodat de Chinese uitgaven kunnen stijgen. Maar in afwachting van die gouden eeuw (behalve voor het milieu) loopt de motor van de wereldwijde groei enkel op de voorraadafbouw van de ondernemingen, de herstelplannen van de regeringen, de lage rentevoeten van de nationale banken en de sectorale steunmaatregelen. Het gevaar voor 2010 is dus duidelijk: zo slecht als 2009 is begonnen en ongetwijfeld veel positiever zal eindigen, zo goed zou 2010 moeten beginnen. Maar voor het tweede semester blijft onzekerheid bestaan. ●



Handboek waarden van ondernemingen (tweede editie)

Due diligence en waarderingstechnieken

- Roger Tiest
- 2009
- ISBN 978-90-5095-982-7
- xxii + 442 blz.
- paperback
- prijs: 185,00 euro

Het waarden van een onderneming is geen exacte wetenschap. Afhankelijk van de specifieke kenmerken en omstandigheden gebruikt men een andere waarderingsmethode en/of komt men tot een andere waardering. Dit handboek benadert de verschillende onderdelen van het waarderingsproces op een duidelijke en gestructureerde wijze: het verzamelen van de informatie, de due diligence, de risicoanalyse en de waardering zelf. Vanuit een sterk theoretisch kader wordt voortdurend de link met de praktijk gelegd en verduidelijkt de auteur welke waarderingsmethode en techniek in welke omstandigheden het meest aangewezen zijn. Het boek biedt de specialist diepgang in de waarderingsproblematiek en een belangrijke ruggensteun in de praktijk. De auteur reikt praktische oplossingen aan binnen een wetenschappelijk verantwoord kader.

Het boek is ook voor de niet-specialist met een minimum aan financieel-economische kennis een nuttig naslagwerk. De toegankelijkheid wordt verhoogd omdat doorheen het boek de verschillende principes en methoden geïllustreerd worden met een uitgewerkte gevalstudie.

Roger Tiest is bedrijfsrevisor, bestuurder bij Callens Pirenne & co, en erkend commissaris CBFA-verzekeringen. Hij doceert aan de Lessius Hogeschool.



Groenstraat 31
BE-2640 Mortsels - België

T +32 3 680 15 50
F +32 3 658 71 21

mail@intersentia.be
www.intersentia.be