

Exorbitante marktmacht maakt economie ziek

JAN EECKHOUT · Econoom aan de Universitat Pompeu Fabra (Barcelona)
en auteur van 'The Profit Paradox' (Princeton University Press, 2021)

De technologieën van vandaag hebben exorbitante marktmacht overgedragen aan dominante spelers in alle sectoren, ten nadele van de grote meerderheid van de mensen.

Sinds de jaren 1980 is de Dow Jones Industrial Average, gecorrigeerd voor inflatie, met gemiddeld ongeveer 6,7% per jaar gegroeid, met hoogtepunten van 30.000 in november 2020 en 34.000 in april 2021. Maar de Dow heeft dit patroon van groei niet altijd gevolgd. Als je het op de lange termijn bekijkt – met de focus op de evolutie sinds de Tweede Wereldoorlog, zonder je te laten vertroebelen door scherpe kortetermijnfluctuaties – dan ontstaat een heel ander beeld.

In 1981 bevond de Dow, gecorrigeerd voor inflatie, zich op hetzelfde niveau als in 1946, wat suggereert dat er in die periode van 35 jaar geen groei was. Dat betekent echter niet dat de ongekende stijging op de aandelenmarkten sinds het begin van de jaren 1980 een zeepbel is. Bubbels zijn grillige, kortstondige fenomenen. Ze worden niet gedreven door fundamentele veranderingen in de economie, noch worden ze ondersteund door bedrijven die resultaten behalen die hun schijnbaar vreemde waarderingen rechtvaardigen.

De meest waardevolle bedrijven van vandaag bloeien écht. Ze maken enorme winsten die hun hoge waarderingen

rechtvaardigen. Apple, Visa, Johnson & Johnson, Facebook en de meeste andere grote bedrijven die iedereen kent en liefheeft (in sommige gevallen), hebben de afgelopen jaren ongekend succes gekend. De vraag is dan wat er sinds de jaren 1980 is gebeurd om deze enorme, aanhoudende beurshausse te verklaren.

TECHNOLOGISCHE SNELHEID DOODT

De nieuwe technologieën van het digitale tijdperk hebben onze levenskwaliteit enorm verbeterd. Deze winsten worden algemeen weerspiegeld in betere goederen en diensten, met lagere productiekosten. Geen enkel ander bedrijf als Amazon kan de logistiek tegen zo lage kosten beheeren.

Maar dat is precies het probleem: steeds krachtigere kostenbesparende technologieën helpen gevestigde exploitanten om concurrenten buiten te houden, door enorme schaalvoordelen mogelijk te maken en netwerkeffecten te creëren die omvang belonen. Wie wil verkopen op een veilingplatform dat veel minder potentiële kopers heeft dan er op eBay beschikbaar zijn?

Deze trends – snelle technologische veranderingen en enorme schaalvoordelen – hebben in steeds meer industrieën een winner-takes-all-wedstrijd gecreëerd. Zoals Marc Andreessen, de mede-oprichter van Netscape die durfkapitalist werd, het in 2011 uitdrukte: ‘Software is de wereld aan het opeten’. Degenen die vroeg in een markt waren – zoals de eBay’s en de Facebooks – grepen alles, terwijl de meeste nieuwe platforms niet eens een voet tussen de deur konden krijgen. In deze wereld strijden bedrijven aanvankelijk voor een markt, maar zodra een winnaar is gekroond, houdt de concurrentie op de markt in wezen op te bestaan.

SNELLE TECHNOLOGISCHE VERANDERING IS NIET NIEUW

Snelle technologische verandering is natuurlijk niet nieuw. Vergelijkbare ontwikkelingen waren er tijdens de Tweede Industriële Revolutie, van het einde van de 19^e eeuw tot het begin van de Eerste Wereldoorlog. Met de komst van de spoorwegen, olie, elektriciteit, de telegraaf en telefooncommunicatie kregen de zogenaamde *first movers* een dominant aandeel in de markt, vaak na stevige concurrentie. Zodra een bedrijf zijn positie aan de top had bereikt, kon het concurrenten buiten houden door enorme schaalvoordelen.

In deze eerdere periode daalden de kosten enorm maar de prijzen niet, wat mede verklaart waarom deze periode bekend werd als het Gulden Tijdperk. Met de uitbreiding van de spoorwegen daalden de kosten van reizen van de oostkust naar de westkust in de VS met maar liefst een factor tien in vergelijking met reizen met paard en wagen, maar de prijs die de klant betaalde daalde slechts minimaal.

De winsten die dominante bedrijven uit het Gulden Tijdperk behaalden, zijn vergelijkbaar met de hoge waarderingen op de aandelenmarkten die we vandaag zien. De namen zijn veranderd – in plaats van Rockefeller, Morgans en Carnegies hebben we Jeff Bezos, Mark Zuckerberg, Sergey Brin en Bill Gates – maar het basisverhaal is hetzelfde: een bedrijf ontdekt en exploiteert nieuwe technologieën om de kosten dramatisch te verlagen, terwijl de prijzen slechts iets dalen onder wat ze voordien waren. Dezelfde technologieën die materiële vooruitgang stimuleren, verstikken ook de concurrentie en versterken de dominante posities van bedrijven. Dat leidt tot een bijna universele, decennialange concentratie van marktmacht.

EEN GECONCENTREERDE HOOGTE

Mijn eigen onderzoek toont aan dat er sinds de jaren 1980 een gestage toename van marktmacht is geweest (te verstaan als: het vermogen van een bedrijf om prijzen te hanteren die hoger zijn dan de kosten van het produceren ervan). Om voor de hand liggende redenen wedden slimme beleggers op bedrijven met aanzienlijke vooruitzichten om hun marktmacht uit te breiden. De sleutel tot het succes van Warren Buffett in de afgelopen decennia is dan ook zijn vermogen om deze kastelen uit te kiezen met 'brede en langdurige grachten'. Wanneer het farmaceutische bedrijf Mylan de prijs van een EpiPen met bijna 550% verhoogt, stijgt de aandelenkoers omdat beleggers geloven dat deze uitoefening van marktmacht de winst zal vergroten. Zoals je zou verwachten, zijn de bedrijven met de meeste marktmacht die met de hoogste aandelenwaarderingen. Met minder marktdeelnemers heeft elk bedrijf een groter marktaandeel en kan het zijn positie gebruiken om steeds hogere winsten te behalen.

Deze praktijk komt duidelijk naar voren in de data. Mijn collega's en ik meten de beursprestaties van een bedrijf als de verhouding tussen de beurswaardering en de omzet. We hebben geconstateerd dat over alle beursgenoteerde ondernemingen het gemiddelde van deze ratio sinds 1980 met een factor 3 is gestegen, van minder dan 0,5 tot meer dan 1,5. Deze enorme stijging weerspiegelt de verwachtingen van investeerders over een stijging van toekomstige dividenden – omdat de waardering van een bedrijf een indicator is van zijn toekomstige winstgevendheid. Nooit was het probleem van marktconcentratie zo manifest als tijdens de Covid-19-crisis. Hoewel de Amerikaanse werkloosheid tot boven de 14% steeg en het bbp met bijna 10% daalde toen de

pandemie uitbrak, herstelde de aandelenmarkt zich snel. Drie maanden na het begin van de eerste lockdowns waren de aandelenkoersen van beursgenoteerde ondernemingen gemiddeld met 15% gedaald, maar hun winsten waren hersteld omdat ze erin geslaagd waren de kosten evenredig te verlagen.

Omdat deze bedrijven bovendien geen concurrentie hebben zal hun winst naar verwachting nog verder stijgen, ondanks een daling van de verkoop. Voor dominante bedrijven op de aandelenmarkt kan de concurrentie verder verzwakken omdat kleinere bedrijven gedwongen worden faillissement aan te vragen. De effecten van marktconcentratie zijn verre van beperkt tot de reuzen van Silicon Valley. Ze komen voor in alle sectoren, van technologie tot textiel. Hoewel de meeste van deze bedrijven geen technologie verkopen, kunnen ze nieuwe technologieën gebruiken om te innoveren en hun kosten te verlagen. Daardoor betalen consumenten vandaag te veel voor te veel dingen, van bier tot pacemakers.

EEN ZIEKE ECONOMIE

Zo bekeken is de beurskoers van de afgelopen vier decennia dus geen teken van economische gezondheid. In een concurrerende economie zullen markten waar bedrijven enorme winsten maken nieuwe toetreders aantrekken die een kans zien om een deel van die winsten te veroveren. Zelfs als een toonaangevend bedrijf zijn producten of technologieën verbetert om voorop te blijven, zullen zijn concurrenten dit voorbeeld volgen en ook innoveren. Het is deze concurrentie die de marktmacht in toom en de prijzen laag houdt. Maar met de enorme schaalvoordelen en netwerkeffecten van vandaag, kunnen *first movers* hun onevenredige marktmacht gebruiken om de concurrentie op afstand te houden. En omdat marktmacht

endemisch is, heeft het ingrijpende gevolgen voor de hele economie. Terwijl de aandelenkoersen fors zijn gestegen, wordt de economie langzaam zieker. De hogere prijzen die marktmacht creëert waaien door alle economische sectoren.

Het is geen toeval dat de bedrijfsdynamiek tot stilstand is gekomen, zelfs in Silicon Valley. Dit komt misschien als een verrassing, maar het aantal start-ups dat elk jaar wordt opgericht, is gemiddeld gestaag gedaald tot de helft van dat van de jaren 1990. Door slechts een paar gigantische dominante bedrijven toe te staan om de meeste innovators en start-ups te verpletteren, verstikt marktmacht innovatie.

Terwijl we verblind zijn door de ogenschijnlijk geweldige prestaties van enkele honderden dominante bedrijven – of minder, aangezien er slechts 30 bedrijven in de Dow Jones Index zijn – verliezen we de zes miljoen kleine en middelgrote bedrijven in de VS uit het oog. Vandaag genereren ze lagere winsten en hebben ze te maken met zwaardere zakelijke omstandigheden dan ooit.

Marktmacht verlaagt ook de lonen. Met hogere prijzen worden er minder hoeveelheden verkocht en geproduceerd. Dat verlaagt de vraag naar arbeid, en dus de lonen. De werknemer wordt twee keer geraakt: haar loon daalt als gevolg van een lagere vraag naar arbeid, en wat ze consumeert, wordt verkocht tegen monopolistische prijzen, waardoor haar koopkracht verder daalt. Alsof dit nog niet erg genoeg was, worden de meeste arbeiders voor de derde keer geraakt omdat ze geen aandelen hebben en daardoor niet mee genieten van de financiële voordelen van marktmacht.

Bovendien zijn er tal van huishoudens die geen aandelen hebben en groeien ze in aantal, wat de verdeling van zowel

inkomen als vermogen steeds meer vertekent. Tegelijkertijd tasten velen van degenen die weinig rijkdom hebben, en de dupe worden van de symptomen van een zieke economie, in het duister over wat er werkelijk aan de hand is. Als de huidige trends zich voortzetten, zullen veel van onze kinderen tot de verliezers behoren. Jongeren hebben tegenwoordig al lagerbetaalde banen en aanzienlijk minder rijkdom dan de generatie van hun ouders. Daarom trouwen ze en kopen ze een huis op latere leeftijd dan hun ouders.

Door slechts een paar gigantische dominante bedrijven toe te staan om de meeste innovators en start-ups te verpletteren, verstikt marktmacht innovatie.

Ondertussen genieten anderen van de hoge beurskoersen en hebben ze nauwelijks te lijden. Het feit dat u dit leest, betekent dat de kans groot is dat ook u profiteert van marktmacht. Mogelijk voelt u de kosten alleen in de vorm van hogere verzekeringspremies (misschien voor een te dure EpiPen voor uw kind). En toch, zelfs als u een nettowinnaar bent, wegen uw vermogenswinsten niet op tegen alle verliezen van de mensen om u heen en voor de samenleving. De verliezen van een zieke economie wegen ruimschoots op tegen de voordelen van hoge aandelenkoersen.

De massale beleidsinterventies om de economie nieuw leven in te blazen na schokken zoals de financiële crisis van 2008 en de pandemie zullen een zieke economie zieker maken, omdat ze de aandeelhouders van grote bedrijven onevenredig bevoordelen. Waarom zouden belastingbetalers grote bedrijven moeten

redden en daarmee een enorme uitkering garanderen aan aandeelhouders die besloten een risico te nemen? Dat moeten ze natuurlijk niet. Bij reddingsoperaties is er altijd alleen een opwaarts risico, dat voornamelijk wordt gefinancierd door het belasten van werknemers.

WE HEBBEN EEN INTERVENTIE NODIG

De aanhoudende stijging van beursindexen suggereert dat het einde van de concentratie van marktmacht nog niet in zicht is. Maar wij, als samenleving, kunnen er iets aan doen. Als we serieus willen werken aan een zinvol herstel van een economie die lijdt onder een stagnerende arbeidsmarkt en een zwakke oprichting van nieuwe bedrijven, zullen we de concurrentie moeten vergroten.

Dat betekent niet noodzakelijk dat we grote bedrijven moeten opsplitsen. Sommige fusies en overnames – zoals Facebooks opkopen van Instagram en WhatsApp – hadden niet mogen plaatsvinden en zouden nog steeds ongedaan moeten worden gemaakt. Maar in het geval van Amazon bijvoorbeeld zou het net zo onproductief zijn om het bedrijf op te splitsen als het opgraven van 19^e eeuwse spoorlijnen. We moeten de schaalvoordelen en de grote netwerkeffecten die de innovaties van vandaag met zich meebrengen omarmen. Maar we hebben regelgeving nodig die concurrentie bevordert op de efficiënte netwerken die nieuwe technologieën hebben gecreëerd.

Hoewel elke markt anders is en elke technologie haar eigen behoeften heeft, zijn er tal van eenvoudige regelgevende interventies die de concurrentie kunnen stimuleren. Eén daarvan betreft 'interoperabiliteit'. Zo zijn de prijzen voor mobiele diensten in de VS twee à drie keer hoger dan in Europa, ook al zijn de markten qua

omvang vergelijkbaar en is de technologie identiek. Dat enorme verschil weerspiegelt een klein maar cruciaal verschil in antitrustregelgeving tussen de twee rechtsgebieden.

Het verschil is dat Europa, in tegenstelling tot de VS, interoperabiliteit vereist: de eigenaren van een zendmastnetwerk moeten concurrenten toestaan om van dat netwerk gebruik te maken tegen een door de regelgever vastgestelde vergoeding. Als een Peruaanse operator mobiele diensten wil aanbieden in Duitsland en Frankrijk, hoeft hij daarvoor geen eigen (grotendeels overtollige) infrastructuur te bouwen.

Er zijn tal van eenvoudige regelgevende interventies die de concurrentie kunnen stimuleren. Eén daarvan betreft 'interoperabiliteit'.

De resultaten van dit beleid zijn verbluffend. Europa heeft meer dan 100 mobiele concurrenten, vergeleken met slechts drie grote in de VS. Dergelijke interventies leiden tot meer concurrentie en lagere prijzen, en als ze in alle sectoren worden uitgevoerd, kunnen ze de hele economie nieuw leven inblazen, innovatie en output stimuleren, start-ups aanmoedigen en loongroei stimuleren.

De inzet is hoog. In mijn onderzoek, samen met economen Jan De Loecker en Simon Mongey, schatten we dat de jaarlijkse kosten van dominante bedrijven die geen concurrentie hebben in de VS 9% van het bbp bedragen. Dat is een veel te hoge prijs om te betalen om torenhoog aandelen te hebben. Naarmate de productiegroei vertraagt, zal zelfs Buffett het uiteindelijk in zijn portefeuille voelen.

Belangrijker is dat hoe langer we de concurrentieverstorende hausse op de aandelenmarkt aanhouden, hoe groter de economische polarisatie die zal volgen – dat wil zeggen, totdat we een omslagpunt bereiken. Uiteindelijk zal de overgrote meerderheid van de mensen die aan het kortste eind van het economische koord trekken, niet langer bereid zijn om volgens de regels te spelen. Vooral niet als ze zien dat die regels worden gebogen in het voordeel van winsten en rentes.

BREEKPUNT

De onderliggende economische spanning begint zich al te vertalen in een politiek conflict, en het is slechts een kwestie van tijd voordat deze uitmondt in ernstige sociale strijd. Zelfs als de hausse op de aandelenmarkt geen zeepbel is, is euforie nooit permanent. En wanneer de neergang plaatsvindt, zullen de gevolgen veel erger en langduriger zijn dan een recessie. De decennialange hausse van de vorige eeuw, ook gedreven door marktmacht, culmineerde in twee wereldoorlogen en de Grote Depressie.

Het is belangrijk om te onthouden dat ‘*pro-business*’ niet ‘*pro-market*’ is, vooral wanneer er enorme schaalvoordelen mee gemoeid zijn. Een gebrek aan regelgeving heeft de balans doen doorslaan in het voordeel van een klein aantal reusachtige bedrijven en van zij met rijkdom in de vorm van aandelen, en weg van wat nodig is om een dynamische, concurrerende markteconomie in stand te houden.

Vooruitkijkend moeten we de output verhogen met lagere prijzen, hogere lonen en – ja – lagere rendementen op aandelen van die paar honderd dominante bedrijven. We kunnen dit doen door de marktmacht te beteugelen en de concurrentie in de hele economie voor alle zes miljoen bedrijven in de VS

te herstellen. Het genezen van de ziekte zou betekenen dat we terugkeren naar de concurrerende markten zoals we die kenden vóór de jaren 1980. Een Dow van minder dan 10.000, in plaats van meer dan 34.000, zou een teken zijn van een goede economische gezondheid.

Maar in de huidige politieke omgeving, met de winnaars *high* op aandelen en de verliezers afgeleid door opgekropte cultuuroorlogen en verdoofd door eindeloze streaming entertainment, is uw pensioenfonds niet in direct gevaar. Voorlopig.

Dit stuk verscheen eerder in Engelstalige versie op project-syndicate.org.