



**'NIEMAND LIJKT
TE BEGRIJPEN
DAT RISICO'S
NONLINEAIR
TOENEMEN MET
OMVANG'**

lieke kerk, die al 2000 jaar bestaat. Dit komt omdat de paus eigenlijk niets doet behalve op tv komen. Alle beslissingen worden op lagere niveaus genomen en als de paus wel een beslissing neemt, gaat het meteen fout."

Taleb ziet hier ook een mogelijke verklaring van het succes van groeimotor Duitsland. "Machthebbers wilden voorkomen dat Duitsland opnieuw een oorlog zou beginnen en maakten het land zo gedecentraliseerd mogelijk met veel deelstaten en de opsplitsing in Oost en West. Hierdoor is Duitsland nu veel competitiever dan een centraal geleid Italië."

Een tweede verklaring voor het economisch succes ziet Taleb in de zogeheten Mittelstand, kleine tot middelgrote bedrijven die vaak in handen zijn van families en geen

beursnotering hebben. "Deze bedrijven zitten in de 'sweetspot': ze zijn groot genoeg om schaalvoordelen te realiseren, maar niet zo groot dat fouten fataal kunnen zijn voor een land."

VERKEERDE KANT

De huidige financiële wereld heeft met dit systeem van kleine onderdelen niets te maken, meent Taleb. De schaalvergroting en verwevenheid van financiële bedrijven maken het systeem buitengewoon fragiel. "Natuurlijk zijn er schaalvoordelen als een bank groeit, maar niemand lijkt te begrijpen dat risico's non-lineair toenemen met omvang."

De drang om processen te "optimaliseren" is volgens Taleb nog zo'n schamplap om groot te groeien. "Onderzoek toont aan dat grote projecten vroeger goedkoper en eerder klaar waren dan nu. Toen haalden we de materialen bij ons in de buurt. Nu zorgt een hapering in een fabriek in China ervoor dat een project hier anderhalve maand stilstaat omdat een klein onderdeel ontbreekt."

Kleine eenheden kunnen gemakkelijker fouten maken. Fouten zijn geen ramp. Sterker, beheersbare kleine fouten ziet Taleb als zegen voor het collectief.

Hij zou graag zien dat er een dag in het jaar komt waarin ondernemers in het zonnetje worden gezet omdat zij *skin in the game* hebben, hun acties invloed hebben op hun lot, en voor economische groei zorgen.

Dat publieke figuren naar zijn mening nog nooit zo weinig verantwoordelijkheid dragen voor slecht werk of voorspellingen als vandaag, is Taleb een doorn in het oog. "In Babylonië was de wet gebaseerd op het 'oog-voor-een-oog-principe'. De architect van een huis dat was ingestort, moest het met de dood bekopen als de huiseigenaar overleden was."

"In de bankenwereld is na de crisis nog helemaal niets veranderd", aldus een gefrustreerde Taleb: "Ze hebben nog steeds alleen maar upside".



TEKORTLANDEN

door Marc Langeveld

Het zal u de afgelopen weken waarschijnlijk niet ontgaan zijn. Menig Europese beursgenoteerd multinational heeft inmiddels weer solide kwartaalresultaten gepresenteerd, maar als er iets negatiefs te melden is dan is het wel de koersontwikkeling van buitenlandse valuta's ten opzichte van de euro. De vertaling van buitenlandse winsten gemaakt in Azië en Latijns-Amerika leidt door de in waarde gestegen euro tot een lagere winstgroei gemeten in euro's. Zo'n sterker wordende euro is fijn voor onze (in)koopkracht in het buitenland, houdt de geïmporteerde inflatie lekker in toom, maar helpt de concurrentiepositie van Europese producenten op mondiale schaal natuurlijk niet. Dus behalve het bovengenoemde negatieve translatie-effect zou de autonome omzetgroei in de komende kwartalen wel eens moeilijker kunnen worden, ondanks het prille economische herstel in een aantal landen.

Ik wil het graag met u hebben over Emerging Markets – en dan specifiek de tekortlanden die harder dan wij groeien, maar wel een (export)tekort op de lopende rekening hebben en voor de financiering van hun tekort afhankelijk van het buitenland zijn. Geen probleem zo lang de digitale valutadrupkers vol aanstaat in Amerika en traditionele dollarbeleggers hogere rentes elders zoeken, maar wel een probleem als je in Amerika inmiddels ook weer meer dan 2,5 procent rente kunt krijgen en er continu wordt bedreigd met het terugdraaien van de verruiming.

Vanaf mei daalde de munt van tekortlanden zoals Turkije (-15%), Zuid-Afrika (-15%), Mexico (-12%), India (-20%), Indonesië (-20%), Brazilië (-16%) sterk in waarde. En als deze landen vervolgens de rente moeten verhogen om de munt te stabiliseren dan gaat dit ten koste van groei. Een land als India maakt dan ook nog de politieke fout door de belasting te verhogen voor buitenlandse bedrijven en de kapitaalexport te beperken. Op korte termijn een pleistertje, maar buitenlandse bedrijven zullen niet zo gauw verder investeren in India. Oliedom dus, maar vooral vervelend voor onze exporteurs, want onze producten zijn in een paar maanden voor India veel duurder geworden en de lokale India-winsten gemeten in euro's verdampen nu snel.

De ene emerging market is de andere niet. Hogere groei trekt in beginsel beleggers naar deze groeiregio's, maar met de dreiging van tapering in 2014 en daarmee een hogere 10-jaars rente in Amerika zouden beleggers hun kapitaal weleens kunnen terughalen. Overschotlanden zoals Taiwan, Zuid-Korea, China en Rusland hebben hier weinig last van, maar tekortlanden als Turkije, India, Indonesië en Mexico die de nodige grondstoffen moeten importeren in dollars des te meer. Een genuanceerde blik op emerging markets kan dus voor zowel aandelen- als obligatiebeleggers van pas komen in 2014.