

Wilt u reageren?
Hebt u een voorstel voor **Opinie**?
Mail dan naar opinie@tijd.be

Facebook kan niet blijven gedijen op konijnen, schapen en groene schoenen.



PETER CAUWELS

Bij de opening zakte het aandeel Facebook gisteren alvast onmiddellijk meer dan 13 procent. De groeihormonen van de 'green shoe'-optie zijn uitgewerkt en de zwaartekracht begint te werken.

Hoe snel planten konijnen zich voort? *Quot paria coniculatorum in uno anno ex uno pario germinatur?* Hoeveel paar konijnen brengt een paar konijnen voort in een jaar? Verzonken in dergelijke diepe gedachten, zwierf de Italiaanse wiskundige Fibonacci door de mediterrane wereld van einde 12de, begin 13de eeuw. Voor het antwoord liet hij zich inspireren door oude Indische en Arabische geschriften. De populatie groeide exponentieel.

Maar wat gebeurt er nu als je die konijnen op een eiland zet waar het voedsel beperkt is? Dan, zo berekende de Belg Pierre-François Verhulst in 1838, volgt de populatie een S-patroon. In het begin, met nog veel middelen ter beschikking, is de groei exponentieel. Later, als de competitie voor voedsel groter wordt, vlak de groei af tot de populatie een evenwicht bereikt.

Vergeef me de kleine overdrijving, maar als Facebook-gebruikers zijn jullie allemaal konijnen. De snelheid waarmee de

Facebook-populatie toeneemt, volgt namelijk perfect het S-traject van Verhulst. In het begin groeide het platform exponentieel. Nu, met 900 miljoen gebruikers, is de groei sterk aan het afzwakken. Wij berekenden dat het plafond zal worden bereikt tussen 1,1 en 1,4 miljard gebruikers.

Als je hiermee rekening houdt, en met het feit dat Facebook in de voorbije tien kwartalen rond 1,2 dollar winst per gebruiker boekte, kan je de fundamentele waarde van het bedrijf inschatten tussen 20 en 30 miljard dollar.

Schapen

Vrijdag twitterde Bill Gross, co-Chief Investment Officer van Pimco: 'Facebook, I don't know how to use it, but I know a bubble when I see one.' Facebook is een zeepbel. Dat betekent dat de vraag naar het aandeel stijgt, omdat de prijs stijgt. Op die manier hollen investeerders, net als schapen, de prijs achterna en demonstreren ze een van de oerinstincten van de mens, het kuddegedrag. Het is een spel van angst en hebzucht dat zich, door zijn evolutionair succes, diep in ons brein genesteld heeft. Uit angst imiteren we de kudde, zodat we op tijd kunnen vluchten, en uit hebzucht proberen we succes te imiteren. 'More is different', schreef de Amerikaanse Nobelprijswinnaar natuurkunde Philip Andersen in 1972. Meer is anders, en het is niet noodzakelijk juist. Het impliceert dat een groep, net zoals de financiële markt, zich kan vergissen.

Groene schoenen

Je kan natuurlijk argumenteren dat er nog steeds zoiets bestaat als de 'Greater Fool'-theorie. Dat is het idee dat investeren in een zeepbel rationeel kan zijn. Een belegger kan er namelijk van uitgaan dat hij altijd later aan een grotere idioot, voor een hogere prijs, kan verkopen. Het verhoogde risico op een crash zou dan gecompenseerd worden door de hogere return tijdens de zeepbel. Toch wil ik de aanhangers van deze theorie waarschuwen.

Een bedrijf wordt bij zijn beursgang begeleid door een investeringsbank. Die kan gebruik maken van een zogenaamde 'green shoe'-optie. Stel, jij gaat met je bedrijf Flyed Air naar de beurs. Je wil 1 miljard ophalen tegen 10 dollar per aandeel. Ingedekt door die optie zullen de bankiers dan 1,15 miljard tegen 10 dollar per aandeel verkopen. Hierbij bouwen ze een 'naked short'-positie op van 15 procent van het initieel op te halen bedrag. Indien de prijs na de IPO stijgt, en de bankiers verliezen boeken op die shortpositie, kunnen ze de 'green shoe'-optie uitoefenen en de positie

zonder verlies sluiten. Flyed Air verkoopt dan gewoon 15 procent meer aandelen tegen de initiële prijs van 10 dollar per aandeel. Indien de prijs van Flyed Air zakt onder 10 dollar, dan kan de investeringsbank de prijs verder ondersteunen door de shortpositie geleidelijk aan te sluiten. Dat is wat vorige vrijdag met het aandeel van Facebook is gebeurd. De investeringsbanken hadden 63 miljoen aandelen ter beschikking, bijna 2,5 miljard dollar vuurkracht, om de prijs te ondersteunen. Het is de reden waarom het aandeel op de introductiedag niet onder 38 dollar zakte. Het feit dat het aandeel gisteren onmiddellijk na de opening meer dan 13 procent onderuitging, impliceert dat de groeihormonen van de 'green shoe'-optie uitgewerkt zijn en dat de komende weken de zwaartekracht haar werk kan gaan doen.

Vergeef me de kleine overdrijving, maar als Facebookgebruikers zijn jullie allemaal konijnen.

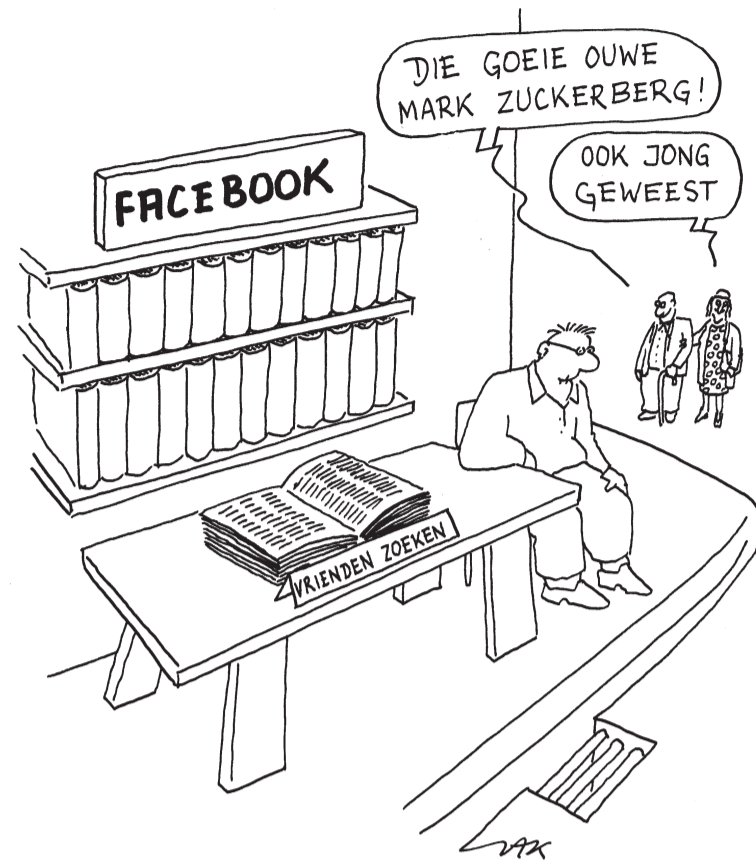
Voor de rest van de sector, die geen reanimatie kreeg, eindigde vorige vrijdag in een hartstilstand. Tijdens de IPO van Facebook verloor Renren (het Chinese Facebook) 21 procent, Zynga 13 procent, Groupon en Pandora 7 procent en LinkedIn 6 procent. De stoppen sloegen door en voor Zynga werd de handel tweemaal stilgelegd. Voor de koelbloedigen onder jullie, die toch op het aandeel willen speculeren, nog een laatste waarschuwing. Pas 3 tot 12 maanden na een beursgang kunnen 'insiders', dat zijn de werknemers en directieleden van het bedrijf, hun eigen aandelen verkopen. Die periode wordt in het jargon de 'IPO lock-up' genoemd. Statistisch gezien volgt, na die fase, een negatieve correctie. Dat hebben we de voorbije maanden duidelijk gezien bij aandelen als Groupon en Zynga.

U bent gewaarschuwd. Nu de 'green shoe'-optie is uitgewerkt, als de 'lock-up'-periode voorbij is en wanneer het aandeel Facebook tegen een redelijke prijs kan 'geshort' worden, gaat de koers naar beneden. Richtprijs? Laat ik liever aan 'greater fools' over.

Peter Cauwels

Econofysicus aan het ETH (Zwitsers Federaal Technologisch Instituut) in Zürich.

De opinie van Zak



COLUMN
JOS
BOUVEROUX

De Europese hybrisis

Ik ben geen econoom en kan dus niet zeggen wie het meest verantwoordelijk is voor de Griekse tragedie. Wat ik wel weet, is dat de Europese leiders nooit hadden mogen toestaan dat Griekenland lid werd van de eurozone. De Griekse economie was totaal niet gelijklopend met de rest van de monetaire unie. Je kan je zelfs de vraag stellen of er, met uitzondering van het toerisme, wel een serieuze industrie bestaat. Ik lees dat slechts een procent van de Griekse bedrijven actief is in de exportsector. Naast een loodzware publieke sector, die aan het communisme doet denken, telt nagenoeg 97 procent van de bedrijven minder dan tien personeelsleden. In geen enkel opzicht was en is de Griekse economie vergelijkbaar met de rest van de EU. Tekennend: toen op het laatste moment de weg naar de euro werd opengegooid voor Athene, moest het land in allerijl bij andere landen de nieuwe euromun-

deleuws cliëntelisme en een corruptie die welhaast openlijk werd toegegeven. Hoewel de publieke sector erg groot was en is, had Griekenland nauwelijks efficiënte structuren om bijvoorbeeld correct belastingen te innen. De vakbonden stonden bijzonder sterk in de openbare dienst en konden daar telkens loonsverhogingen afdwingen, waaraan de amechtige privésector zich moest aanpassen. Gevolg: amper twee jaar na de invoering van de euro klapte de al kleine export helemaal in elkaar omdat de producten te duur waren.

De strikte overheidsregulering schiep ook niet bepaald een klimaat dat buitenlandse investeerders aantrok. Naast de welig tierende corruptie - vooral bij overheidsbestellingen - zorgde dat ervoor dat de Griekse economie totaal niet groeide.

Nu zit de EU in zak en as. Ware het niet zo tragisch, ik zou zeggen: eigen schuld, dikke bult. De huidige crisis zou er niet gekomen zijn als de toenmalige Europese leiders zich wat bescheidener hadden opgesteld. Zou het niet beter zijn geweest de euro te lanceren in de oorspronkelijke zes landen van de Europese Economische Gemeenschap en de club pas te vergroten als de economie van de kandidaat-lidstaten daar klaar voor was?

Het valt me dezer dagen opnieuw op: de hybrisis blijft bestaan. Ongetwijfeld zal een Grexit pijnlijk zijn voor iedereen en lijdt de EU zwaar gezichtsverlies, maar met welk recht draaien wij de onwillige Grieken de arm om? Als een meerderheid van de Grieken niet wil weten van de Europese aanpak, staat het hen vrij om uit de euro te stappen. Besmettingsgevaar voor Spanje en Portugal? Dat kan. Maar doorgaan op de huidige weg is ook geen fundamentele oplossing. De EU zal er allicht nooit in slagen om een moderne en open Griekse economie op poten te zetten. Blijven we dan ziende blind?

Ik ben alleszins niet van plan de toenmalige EU-leiders kwijting te geven.

Jos Bouveroux

Gewezen Wetstraatjournalist en ex-hoofdredacteur van de VRT-nieuwsdienst.

Europa hoeft de Grieken niet koste wat het kost in de euro te houden.



MELVYN KRAUSS

Europa moet het been stijf houden tegenover Griekenland. Temeer omdat de ECB een nieuw sterk wapen in stelling aan het brengen is dat besmetting na een Griekse exit afdoende tegengaat.

Ze zullen het nooit openlijk toegeven, maar van een aanzienlijk aantal Europese beleidsmensen wordt gezegd dat ze heimelijk hopen dat de Grieken tegen Europa en de euro stemmen bij de komende parlementsverkiezingen van 17 juni. Ze willen de Grieken eruit, ook al brengt dat met zich mee dat ze zichzelf en Europa zwaar op de proef zullen stellen om de besmetting die daarop volgt in te dammen.

De Grieken maken een tragische vergissing als ze denken dat de angst voor besmetting hun Europese partners ertoe zal aanzetten hun eisen te verzachten en hun akkoorden te heronderhandelen.

Integendeel, de handen van de Europese

autoriteiten lijken te jeuken om de Grieken een lesje te leren, dat chantage niet zal werken. In de coulissen lijken ze zich veel minder zorgen te maken over besmettingsgevaar dan over opgesloten zitten in een monetaire unie met mensen van wie ze vrezen dat die eindelijk zullen blijven heronderhandelen, dreigen en chanteren.

Trouwens, er kunnen heel wat positieve neveneffecten zijn als Europa het hard speelt met de Grieken. De houding van Europa tegenover de Grieken zal bepalend zijn voor hoeveel moeilijkheden het kan verwachten elders in de periferie. Iedereen kijkt Europa nu nauwgezet op de vingers. Hoe onverzettelijker tegenover Griekenland, hoe minder problemen elders te verwachten zijn, en omgekeerd.

Hoe meer beleidsmensen zeggen 'Griekenland moet in de euro blijven', hoe meer je er van op aan kunt dat het naar de uitgang schuift.

Betaal de Grieken, en je zult ook alle anderen moeten betalen. Daartegenover staat dat indien de Grieken uit de euro stappen en daar de kwalijke gevolgen van dragen, de andere landen in de periferie meer geneigd zullen zijn om haast te maken met hun budgettaire en structurele hervormingen, al was het maar om het lot van Griekenland te ontlopen.

De Grieken zijn hun hand aan het overspelen. Europese beleidsmensen zijn zich nu al een tijd aan het voorbereiden op een Griekse exit. Vorige week nog zei Jan Kees de Jager, de invloedrijke Nederlandse minister van Financiën, dat 'het besmettingsrisico vandaag heel veel kleiner is dan anderhalf jaar geleden'.

Waarom? Een voorbeeld. Onlangs vernam ik dat de Europese Centrale Bank een nieuw wapen tegen besmetting aan het ontwikkelen is en dat ze voorbereidingen

treft om het te ontplooiën. Als het voor een land in moeilijkheden tijdens een besmetting te duur blijkt om zich te financieren via tienjarige obligaties, heeft men een wapen in petto om het voor dat land gemakkelijker en goedkoper te maken om te lenen met kortlopende schatkistcertificaten.

Grosso modo is het opzet om kopers van bijvoorbeeld Spaanse of Italiaanse schatkistcertificaten op de primaire markt te garanderen dat zij geen verlies zullen lijden op die certificaten, door hun een gratis 'put' te geven waarbij de certificaten gestut worden door het noodfonds EFSE. Op die manier kunnen landen die aangevallen worden zich blijven financieren tegen aantvaardbare intresten.

Gerust

Het is een goed plan, maar het is complex en er moeten nog technische details worden uitgewerkt. Als het klaar is - en dat zal niet lang meer duren - is er opnieuw een sterk wapen tegen besmetting voorhanden, naast de obligatieaankopen en de LTRO-liquiditeitsinjecties door de ECB.

Europese beleidsmensen zijn er gerust op dat ze nu de wapens hebben om elke turbulentie door besmetting aan te pakken bij een Griekse exit uit de euro.

Het zou een grote misstap zijn mocht Europa minder streng worden en toegevingen doen aan de Grieken om ze in de euro te houden. Die zet zou de klok voor hervormingen serieus terugdraaien, niet alleen in Griekenland maar in heel Europa. Een hoge prijs, alleen maar om Griekenland in de eurozone te houden. Immers, de Britten zitten niet bij de euro en hebben Europa niet verlaten, of wel?

Hoe meer beleidsmensen zeggen 'Griekenland moet in de euro blijven', hoe meer je ervan op aan kunt dat Griekenland steeds dichterbij de uitgang schuift.

Melvyn Krauss

Emeritus professor economie aan New York University en senior fellow aan Hoover Institution, een denktank van Stanford University.