

# FINANCIALISERING EN HET RENTENIERSINKKOMEN IN DE EUROZONE

EEN EMPIRISCH ONDERZOEK NAAR DE INKOMENSVERDELING  
TUSSEN KLASSEN.

Wetenschappelijke verhandeling  
Aantal woorden: 35.393

**Bakou Mertens**

Stamnummer: 01409143

Promotor: Prof. dr. Mattias Vermeiren

Copromotor: Hielke Van Doorslaer

Masterproef voorgelegd voor het behalen van de graad master in de richting Politieke Wetenschappen  
afstudeerrichting Internationale Politiek

Academiejaar: 2018-2019



Deze pagina is niet beschikbaar omdat ze persoonsgegevens bevat.  
Universiteitsbibliotheek Gent, 2021.

This page is not available because it contains personal information.  
Ghent University, Library, 2021.

<b>INTRODUCTIE</b>	<b>1</b>
<b>HET DALENDE AANDEEL VAN DE LONEN EN DE FINANCIALISERING</b>	<b>1</b>
DE ONDERZOEKSVRAAG	3
<b>OPZET</b>	<b>4</b>
HOOFDSTUK II: DE STAAT VAN DE FINANCIALISERING IN DE EUROZONE	4
HOOFDSTUK III: DE IMPACT VAN DE FINANCIALISERING OP DE DISTRIBUTIE VAN HET INKOMEN	5
<b>FINANCIALISERING EN HAAR COMPONENTEN</b>	<b>7</b>
<b>EEN CONCEPTUALISERING</b>	<b>7</b>
BREEDTE, VAAGHEID EN MULTIDICPLINARITEIT	9
EEN DEFINITIE	10
<b>DE FINANCIALISERING EN DE FINANCIËLE SECTOR</b>	<b>15</b>
RELATIEVE WINSTEN	16
BANKEN EN FINANCIËLE DESINTERMEDIATIE	19
<b>DE FINANCIALISERING EN HET NIET FINANCIËLE BEDRIJF</b>	<b>24</b>
DE AANDEELHOUDER EN DE DISCIPLINE	25
HET DIVIDEND EN HET FINANCIËEL INKOMEN	29
<b>HET RENTENIERSINKOMEN IN DE <i>TRIPLE CLASSIFICATION OF SOCIETY</i></b>	<b>42</b>
<b>EEN DISSECTIE EN OPERATIONALISERING VAN HET RENTENIERSINKOMEN</b>	<b>42</b>
EEN GESCHIEDENIS	42
RENTEVOETEN EN DE WINST VAN DE FINANCIËLE SECTOR	46
HET AANDEELHOUDERSMODEL EN HET DIVIDEND	47
CAPITAL GAINS	51
DE WEDERGEBOORTE VAN DE LANDEIGENAAR?	56
LONEN ALS RENTENIERSINKOMEN?	57
DE RENTENIERKLASSE, EEN <i>KLASSE FÜR SICH</i>	60
<b>DISTRIBUTIONEEL CONFLICT: DE STAAT VAN DE RENTENIER IN DE EUROZONE</b>	<b>63</b>
RECENT ONDERZOEK NAAR HET RENTENIERSINKOMEN EN DE CONSTRUCTIE VAN EEN MODEL	63
HET MODEL EN DE RESULTATEN	69
<b>CONCLUSIES EN DISCUSSIE</b>	<b>75</b>
<b>DE STAAT VAN DE FINANCIALISERING IN DE EUROZONE</b>	<b>75</b>
<b>PISTES VOOR VERDER ONDERZOEK EN DE “P” IN IPE</b>	<b>77</b>
<b>BIBLIOGRAFIE</b>	<b>79</b>

## Abstract

*Dit onderzoek bestudeert de staat en de aard van de financialisering in de Eurozone en de impact daarvan op de conflictueuze inkomensverdeling tussen de werknemersklasse, de reële investeringen en de renteniersklasse. Er wordt empirisch te werk gegaan aan de hand van geaggregeerde data om de voornaamste elementen van de financialisering in de Eurozone bloot te leggen, waarna deze worden gebruikt om de renteniersklasse te definiëren en te operationaliseren. Uit de resultaten blijkt dat de niet-financiële sector een belangrijke transformatie heeft ondergaan waarbij het financieel inkomen, de financiële betalingen aan de aandeelhouders en de financiële investeringen zeer sterk zijn opgedreven in het decennium voor de crisis. Door toedoen van de lage rentevoeten weegt de nochtans groeiende schuldenlast over het algemeen veel minder door dan de extractieve macht van de aandeelhouder. Hieruit volgt dat het bedrijfsaandeel een prominente rol speelt als medium voor de accumulatie van kapitaal, zowel bij (een klein aantal) particulieren als bij niet-financiële bedrijven. Deze financialisering van de niet-financiële bedrijfssector is een belangrijke motor voor het dalende aandeel van de lonen in de economie en veroorzaakt een herverdeling van de werknemersklasse en de reële investeringen naar de renteniersklasse, wat zowel vanuit normatief als economisch standpunt een slechte zaak is. Ten slotte werpt dit onderzoek een kritische blik op de financiële crisis van 2008 die een breuk teweegbrengt in de precrisis financialiseringstrends. Er zijn indicatoren die erop wijzen dat de huidige verzwakking van de rentenier slechts de stilte voor de volgende storm is. Dit onderzoek ent zich op de normatieve lijn van Robbins (2012, p. 908): “The fact that efforts to embarrass the rentier have thus far failed does not mean there is no hope for their success.”*

## Introductie

### Het dalende aandeel van de lonen en de financialisering

De jaren '50 en '60 waren de Gouden Jaren van het kapitalisme. twintig jaar van volledige tewerkstelling (onder de 3% werkloosheid), twintig jaar van de snelste groei in de westerse geschiedenis, 20 jaar waarin niet enkel de rijksten erop vooruit gingen maar de maatschappij als geheel een deel van de rijkdom toebedeeld kreeg. De keynesiaanse consensus van staatsinterventionisme, herverdeling, gesyndicaliseerde werknemers en onderhandelende werkgevers vormde een historisch keerpunt in de geschiedenis. Monetaire expansie en lage rentevoeten begeleidden de inspanningen van de staat voor het creëren van werkgelegenheid en welvaart. Het beleidsdoel van volledige tewerkstelling werd ondersteund door de heersende keynesiaanse economische theorieën. Internationaal zorgden de Bretton Woods akkoorden voor kapitaalcontroles en wisselkoersstabiliteit (Bordo & Eichengreen, 1993; McNamara, 1999) en in de verschillende Westerse landen werden financiële instellingen onderworpen aan strenge regulering om de financiële stromen de *vicious* van de *virtuous* te kunnen onderscheiden (Helleiner, 2000). Dit was het compromis van het *embedded liberalism* (Ruggie, 1982) dat het kapitalisme inschakelde als instrument om sociale doelstellingen te volbrengen (Polanyi, 1944). De rentenier was gedurende deze Gouden Jaren van het kapitalisme van het strijdtoneel verdwenen, Keynes' euthanasie leek te hebben gewerkt dankzij de combinatie van lage rentevoeten, hoge overheidsinvesteringen en sterke vakbonden, een beleidscombinatie waar heterodoxe economen nu weer voor pleiten (zie by Pettifor, 2017).

Het einde van de jaren '60 en de moeilijke jaren '70 luidden het einde in van deze *Golden Age*. In de jaren '80 keerde de rentenier terug, de *revenge of the rentier* werd ingeluid door de hoge rentepolitiek van de Volcker Shock die snel navolging kreeg in andere

geïndustrialiseerde landen (Rochon & Setterfield, 2008; Smithin, 1996). Het is rond deze periode van hoge rentevoeten, consistent dalende *labour share of value added* (LVSA) en lakse private investeringen dat bij de kritische onderzoekers van onder andere de universiteit van Amherst Massachusetts de interesse in het concept “financialisering” en bijhorende driedelige klassenopdeling van de maatschappij opduikt. Epstein treedt dan ook op als een leidende stem in het onderzoek naar financialisering in het algemeen en naar het rentieniersinkomen in het bijzonder. Zijn onderzoek in de late jaren '90 en begin jaren 2000 naar de *rentier share* in de Amerikaanse economie en later ook in verschillende OESO-landen bleek een nieuw onderzoeksdomein in het leven te roepen. Een onderzoeksdomein dat pas echt doorbrak in de nasleep van de financiële crisis van 2007-2008.

Het dalende aandeel van de lonen in de economie, meestal berekend als het aandeel van de *compensation of employees*<sup>1</sup> in de toegevoegde waarde, heeft de laatste decennia veel aandacht getrokken en wordt algemeen beschouwd als een feitelijkheid. Ook de Eurozone ontsnapt niet aan deze dalende trend, zoals hieronder geïllustreerd. Wat opvalt is de zeer uitgesproken daling van 1995 tot net voor de crisis. Deze dalende trend was echter al bijna een decennium voor 1995 ingezet<sup>2</sup>. Interessant is ook dat de twee grootste economieën van de Eurozone gekenmerkt worden door een bovengemiddelde *labours share of value added* (LSVA). In crisisjaren springt de ratio omhoog, wat normaal is aangezien lonen veel rigider zijn dan toegevoegde waarde. Daarna valt de ratio weer terug maar niet meer tot op het niveau van voor de crisis.

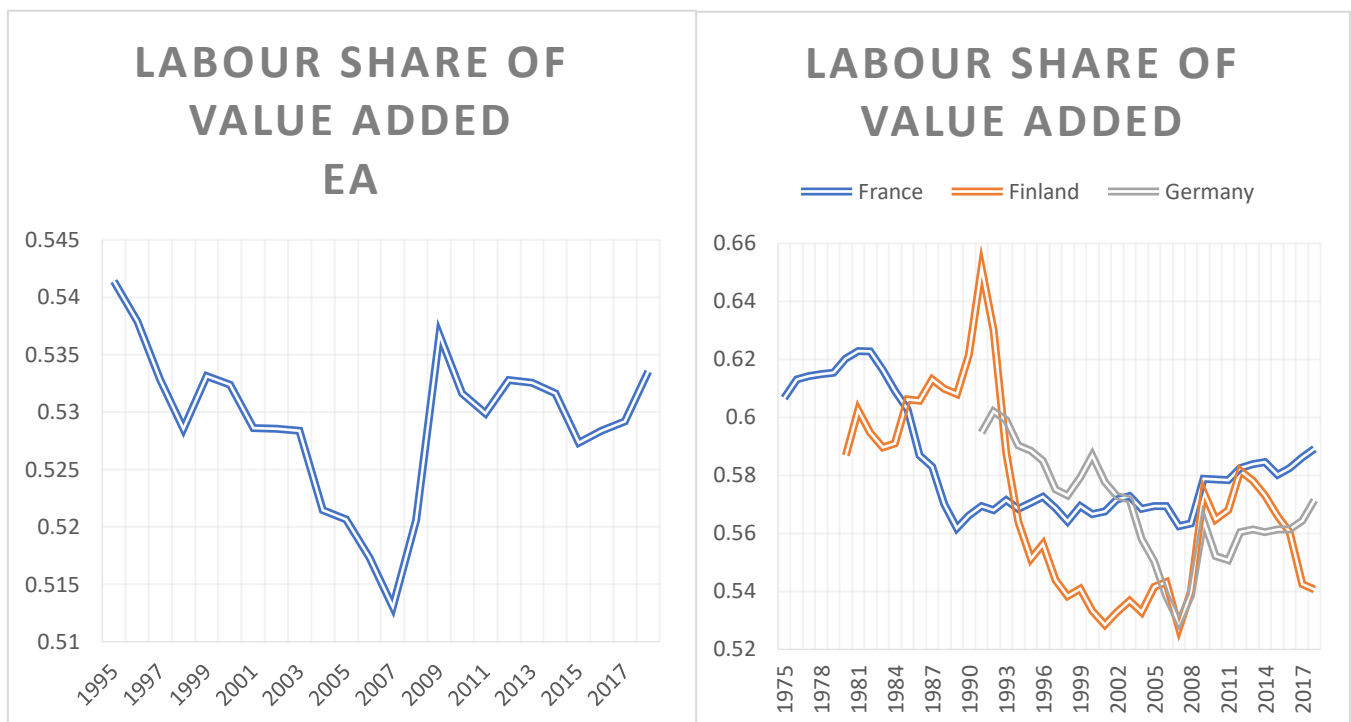


Figure 1. LSVA Euro Area. Data: Eurostat

Figure 2. LSVA France, Germany and Finland. Data: Eurostat

Over de oorzaak van het dalende aandeel van de lonen in de westerse economieën is er al veel inkt gevloeid, toch is er nog geen duidelijke conclusie. Interessant economisch onderzoek van

<sup>1</sup> Dit bestaat volgens de European System of Accounts uit “wages and salaries” en “employers’ social contributions”.

<sup>2</sup> Eurostat rapporteert slechts geaggregeerde data vanaf 1995.

het McKinsey Institute (“Labor share of income,” 2019) schuift een aantal gangbare hypothesen naar voren en weerlegt de klassieke economische antwoorden zoals de onvermijdelijke evolutie in de technologie van onze productie (substitutie van de factor arbeid voor kapitaal). Dit onderzoek (Manyika et al., 2019) komt tot de conclusie dat financiële instabiliteit (33%), tekort aan reële investeringen en shift naar IP kapitaal dat snel deprecieert (26%), de groei van een aantal megabedrijven en consolidatie (18%) de grootste boosdoeners zijn. De substitutie van factor kapitaal speelt slechts voor 12% mee, amper meer dan de tanende onderhandelingsmacht van vakbonden (11%). De belangrijkste drie oorzaken worden gevat door het concept van de financialisering dat een krachtig analytisch kader biedt voor de analyse van de conflictueuze interactie tussen drie abstract gedefiniëerde klassen: de werknemer, de productieve investering en de rentenier. Wat niet wordt gevat door de dalende aandeel van de lonen in de economie is waar die toegevoegde waarde naar toe is gegaan. Deze distributie van het inkomen wordt gekenmerkt door het conflict tussen de klassen en ent zich in de ongelijke verdeling van machtsmiddelen. De exploratie van de financialisering in de Eurozone en de daaruitvolgende distributie van het inkomen is het onderwerp van dit onderzoek.

### De onderzoeksvraag

Het terugdringen van de keynesiaanse welvaartstaat en haar ideologische componenten weerspiegelde de triomfalistische intrede van een nieuw meetinstrument: de efficiëntie van de markt (Gabor, 2011). Deze nieuwe standaard werd niet louter de maatstaf binnen de uitbreidende financiële sfeer, ‘de markt’ werd de toetsteen voor elke menselijke en institutionele handeling. De disciplinerende consequentie op staten, instituten en menselijke activiteit van de markt als nieuwe standaard, noemde Foucault een “soort van permanent economisch tribunaal” (Deleuze, 1986; Foucault, 2003). In mijn Onderzoekspaper (Mertens & Vermeiren, 2018) exploreerde ik de verschillende perspectieven van waaruit de politiek-wetenschappelijke literatuur naar verklaringen zoekt voor het machtsverlies van de werknemersklasse in de tweede helft van de 20<sup>ste</sup> eeuw (D. Jacobs & Myers, 2014; Korpi, 2002; Kotz, 2015). In dit onderzoek zal worden ingegaan op de financialisering, een concept dat in de literatuur opdoemt als de meest belovende kritische verklaring voor een groot deel van de fundamentele politieke vraagstukken van onze tijd. En dat is precies waarom het concept verder moet worden bestudeerd. Een academicus moet volgens mij vertrekken uit het normatieve, werken met het politieke en wegen op het transformatieve. Betrouwbare en onderbouwde wetenschappelijke kennis moet een hefboom zijn voor transformatieve veranderingen in de maatschappij. Het onderzoeken van de financialisering als verklaring voor de fundamentele politieke problemen van onze tijd vanuit een klassenperspectief biedt deze hefboom. Enerzijds omwille van haar grote verklarende capaciteit en anderzijds omwille van het mobiliserende potentieel dat ze in zich meedraagt.

Hoe staat het met de financialisering in de Eurozone en wat is de impact van de verschillende elementen van deze financialisering op de conflictueuze inkomensdistributie tussen lonen, investeringen en het renteniersinkomen? Deze vraag zal worden beantwoord door middel van een empirische uiteenzetting van de verschillende elementen van de financialisering in het algemeen en van het renteniersinkomen in het bijzonder. Concreet moet er aan de slag worden gegaan met een aantal deelvragen. Wat is financialisering en wat zijn er de belangrijkste kenmerken van in de Eurozone? Hoe kan het renteniersinkomen worden gedefiniëerd en geoperationaliseerd vanuit een klassenperspectief? De antwoorden op deze twee vragen zullen dan worden gegoten in een model dat de distributie over het inkomen tracht te representeren. Hieruit zullen duidelijke historische trends voortkomen die inzicht kunnen bieden in de

impact van de financialisering op de distributie van het inkomen in de Eurozone. Dit inzicht is belangrijk vanuit verschillende perspectieven. Op het wetenschappelijke niveau vult deze kennis een belangrijke lacune in de literatuur op, namelijk over de staat en de aard van de financialisering in de Eurozone en de gevolgen ervan op de inkomensdistributie tussen klassen. Op het politieke niveau helpt dit bepaalde beleidskeuzes te verklaren en te kaderen maar het duwt de maatschappij ook met de neus op de feiten van de politieke uitdagingen die moeten worden aangepakt. Op politiek-economisch niveau geeft het zicht op de negatieve consequenties van de financialisering op de mogelijkheid van economische en sociale vooruitgang, biedt het een verklaring voor de groeiende ongelijkheid en legt het de machtsbalans tussen de verschillende klassen bloot. Op normatief niveau ten slotte biedt deze kennis een hefboom voor maatschappelijke verandering. Voor dat normatieve vat de onderstaande quote de essentie goed samen.

*The fact that efforts to embarrass the rentier have thus far failed does not mean there is no hope for their success. [...] The financial sector comes in for a lot of well-earned criticism, but there is no personification of the shame of living on unearned dividends.*  
- (Robbins, 2012, p. 908)

De gehanteerde data komen voornamelijk uit de databank van Eurostat, maar ook de Europese Centrale Bank, Eikon van Thomson Reuters, Ameco en de Wereldbank kunnen voorkomen als aanvullende databronnen indien Eurostat niet over de betreffende data beschikt. Er wordt gekozen om de meeste grafieken niet te normeren door middel van het BBP aangezien dit fluctuaties met zich kan meebrengen (zeker in crisistijd) die de relaties tussen de geobserveerde variabelen kan vertroebelen. Bovendien zijn deze interrelaties en de trendlijnen vaak interessanter dan de verhouding tot de economie gemeten door het BBP. De structuur van deze masterproef wordt hieronder kort uiteengezet.

## Opzet

### Hoofdstuk II: de staat van de financialisering in de Eurozone

In de literatuur van de financialisering gaat het vaak over de Verenigde Staten en wordt er van uit gegaan dat continentaal Europa minder geïmpacteerd is geweest. Het spreekt voor zich dat de impact en de inhoud van de financialisering langs beide zijden van de Atlantische Oceaan zal verschillen door allerlei culturele, institutionele en politiek-economische verschillen tussen beide continenten. Het valt te verwachten dat zowel het kwantitatieve als het kwalitatieve aspect van de financialisering zich in de Eurozone anders, maar daarom niet per se minder, uit. Het empirisch onderzoek naar de financialisering heeft echter ook voornamelijk betrekking tot de Angelsaksische wereld. Een grote groep auteurs (waaronder onder andere: Aglietta & Rebérioux, 2004; Boyer, 2000; Crotty, 2005; Duménil & Lévy, 2005; Epstein, 2005; Fligstein, 2013; Krippner, 2011; Lapavitsas, 2013; Lazonick, 2014; Lazonick & O'Sullivan, 2000; Palley, 2007) heeft deze in kaart gebracht aan de hand van indrukwekkende theoretische of empirische uiteenzettingen van de veranderingen in de structuur van de Angelsaksische economieën en de impact daarvan op de politieke economieën van deze landen. Europa, en meer bepaald de Eurozone, wordt minder uitvoerig bestudeerd, en kan al zeker niet rekenen op dezelfde mate van empirische analyses. Vaak worden de concepten gedocumenteerd voor de Angelsaksische economieën geëxtrapoleerd naar de Eurozone zonder daaruitvolgende beweringen effectief empirisch te staven. Er wordt natuurlijk wel gewezen op de verschillende politiek-economische en institutionele context van continentaal Europa en dat deze verschillen met de Angelsaksische maatschappijen

waarschijnlijk een milderend effect hebben op de graad van financialisering, maar een echte empirische toetsing van de financialiseringsthese(s) op continentaal Europa blijft grotendeels uit.

*The roots of financialization of the US corporation have been identified by a broad range of studies in the last two decades. However, the research on the transformation of European finance during the same period has remained highly fragmented and the limited number of existing studies which are focused on specific elements or countries within Europe are not deep enough to give a clear picture of the impact of financialization on European economy.* - (Sakinc, 2017, p. 4)

In hoofdstuk twee zal ik pogen deze belangrijke lacune op te vullen en een aanzet te geven voor het onderzoek naar de staat van de financialisering in de Eurozone, met nadruk op de sector van de financiële en niet-financiële bedrijven. Ook al vormen huishoudens en de overheid eveneens essentiële elementen in de financialiseringsthese(s), zullen deze hier niet aan bod komen. Na een overzicht van de literatuur over de financialisering en haar elementen zet ik het beschikbare cijfermateriaal uiteen om de mate en de aard van de financialisering in de Eurozone bloot te leggen.

### Hoofdstuk III: de impact van de financialisering op de distributie van het inkomen

Er gebeurt echter opvallend weinig onderzoek naar de impact van financialisering op de distributie van het inkomen (Dünhaupt, 2012). Nochtans lijkt het zeer plausibel dat financialisering via verschillende kanalen de distributie van het inkomen beïnvloedt. Klassieke economen en analisten hebben zich het voorbije decennium eindelijk geschaard achter de vaststelling van het dalende aandeel van de lonen. Zij beschouwen dit echter niet per se als een probleem, maar beargumenteren dat de toename van het aandeel van de winsten van de bedrijfssector per definitie resulteert in een toegenomen investeringsgraad, wat de economie ten goede komt. Het is echter deze tweede stap die de literatuur over de financialisering betwist. Volgens de these van de financialisering zouden de toegenomen betalingen aan de financiële sector ten kost moeten gaan van het aandeel van de lonen en het aandeel van het kapitaal beschikbaar voor reële investeringen. Hier komt de opdeling van de maatschappij in drie klassen in de belangstelling, want het is deze machtsbalans tussen klassen die het inkomen bepalen. Bovendien is de herrijzenis van een renteniersklasse een belangrijk aspect van de financialisering. De niet-financiële sector heeft haar betalingen aan de financiële sector opgevoerd. Dit is een vorm van waarde-extractie die de pot winst - waaruit ook het geld voor investeringen moet komen - draineert. De afname van het aandeel van de lonen is een feit en de vraag die de financialiseringsthese opwerpt is dan wat bedrijven deden met hun toegenomen winsten. Kritische auteurs zoals bijvoorbeeld (Dünhaupt, 2012; Jayadev & Epstein, 2007) hebben deze tweede stap al gezet en lijken tot de conclusie te komen dat de rentenier zijn deel van de koek heeft weten te vergroten, zeker in de Amerikaanse economie, maar ook in de paar case-studies van continentaal Europa. Anders gesteld, als financialisering inderdaad de schuldige is voor het dalende aandeel van de lonen, moet er een verschuiving hebben plaatsgevonden naar de renteniers. Een tweede mogelijkheid is dat het aandeel van de lonen is verschoven naar de *retained earnings* van de niet financiële bedrijven. Ook daar zou financialisering op kunnen hebben ingespeeld doordat deze behouden winsten uiteindelijk de vorm aannemen van investeringen in financiële producten in plaats van in reële productiecapaciteit, productinnovatie of fundamenteel onderzoek. Deze mogelijkheid doemt op in de meer recente literatuur over de financialisering van niet



financiële bedrijven, zoals in Hoofdstuk II zal worden uiteengezet, maar is nog niet empirisch onderzocht in de context van de Eurozone.

De vraag die van belang is voor deze studie is dus waar dat dalende aandeel van de lonen naar toe is gegaan in een maatschappelijke constellatie van drie conflicterende klassen.

Het hoofdstuk vangt aan met een korte geschiedenis van het concept van de rentenier tot de jaren voor de Tweede Wereldoorlog. Vervolgens worden een aantal elementen die nog niet aan bod kwamen in hoofdstuk II en weinig voorkomen in de literatuur aangebracht en geoperationaliseerd. De opgedane kennis uit hoofdstuk II en het eerste deel van hoofdstuk III wordt dan gebruikt om een kritische beschouwing te maken van de meer recente onderzoeken naar het renteniersinkomen. In het laatste deel van dit hoofdstuk worden de verschillende elementen van de financialisering van de Eurozone in een nieuw en onderbouwd model gegoten dat de conflictueuze distributie van het inkomen tussen de drie klassen tracht te vatten. Dit wordt dan toegepast op de Eurozone aan de hand van de geoperationaliseerde geïdentificeerde elementen van het renteniersinkomen.

# Financialisering en haar componenten

## Een conceptualisering

Financialisering is het onderwerp van hevige debatten binnen de sociale wetenschappen en behelst een diepgaande transformatie van het hedendaagse kapitalisme. De transformaties van het kapitalisme gedurende de laatste drie à vier decennia wordt vaak bestudeerd aan de hand van de triade van globalisering, neoliberalisme en financialisering, drie concepten die even populair zijn als explanans dan als explanandum en tegelijk worden verguisd voor hun conceptuele en analytische vaagheid (Aalbers, 2017). Lang leek globalisering de hoofdrol te spelen in de meeste (mainstream) wetenschappelijke onderzoeken naar de transformatie van de democratisch kapitalistische systemen, terwijl het neoliberalisme in linkse hoek werd geduwd. Echter begon het rond de eeuwwisseling te dagen dat de verscherpte internationale competitie de diepte van de transformaties niet helemaal kon vatten. De Franse *Ecole de la Régulation* (Grahl & Teague, 2000) wezen er voortdurend op dat er iets meer aan de hand was. De *corporate governance* van bedrijven was in volle mutatie (Aglietta, 2000; Froud, Haslam, Johal, & Williams, 2000), de financiële sector ontpopte zich tot een gigant die in toenemende mate los leek te staan van de productieve economie (Boyer, 2000), wat weerspiegeld wordt in het einde van het Keynesiaanse compromis gebaseerd op loon-, productiviteits- en vraaggroei, zoals verkend in mijn Onderzoekspaper (Mertens & Vermeiren, 2018). De relatie tussen de financiële wereld en de samenleving werd altijd gekarakteriseerd door intermediatie, maar deze leek stilaan te verdichten (Pryke & Allen, 2000). In de loop van het eerste decennium van de 21<sup>ste</sup> eeuw borrelde het van de schandalen in de financiële wereld die toen nog voor velen werden gezien als geïsoleerde excessen. Kritische auteurs van de *école de la régulation* wezen er echter op dat deze schandalen slechts de duidelijke symptomen waren van een scheef getrokken economisch systeem dat niet anders kon dan te ontbinden in een luide knal, die van 2008 (Aglietta & Reberioux, 2004). De crisis sloeg onverbiddeijk toe, en in deze paper zal worden aangetoond dat 2008 in essentie een crisis van de financialisering was.

Sinds die mokerslag lijkt het erop dat financialisering in de literatuur rijst als de drijvende kracht achter de vernoemde triade (Foster, 2007) en de motor vormt van de transformaties van het kapitalisme. Neoliberalisme vervelt in linkse hoek tot de ideologische expressie van de herrijzenis van de macht van wat in het Engels zo mooi wordt gekarakteriseerd door het woord *finance*, “*a framework of institutions interlocked in a complex network [...]*” (Duménil & Lévy, 2005, p. 17). De term is afgeleid van het concept *finance capital*, die ontstaat met de opkomst van het moderne financieel systeem aan het einde van de 19de eeuw en vaak wordt toegeschreven aan de marxistische auteur Hilferding (Duménil & Lévy, 2005; G. A. Epstein, 2005; Foster, 2007; Lapavistas, 2013; Streeck, 2017; van der Zwan, 2014; Yagi, Yokokawa, Hagiwara, & Dymski, 2015). Deze wees op de hiërarchische relatie tussen industrieel en bancaire kapitaal (Hilferding, 2006), of vertaald naar de huidige periode, de relatie tussen de financiële en de niet-financiële sector (G. A. Epstein, 2005, p. 21). De Nederlandse taal heeft helaas geen gelijkaardig woord voor deze complexe entiteit. “Financiële instelling” is te nauw en beperkt de analyse tot de neutraliteit van een organisatie, terwijl “kapitalist” dan weer te breed is en het potentiële belangenconflict tussen *finance* en het industrieel kapitaal helemaal niet vat. De “financiële sector” komt misschien dichterbij, maar schiet naast de in dit hoofdstuk uiteengezette complexe relatie met de zogenaamde niet-financiële sector. Dat deze distinctie tussen financiële en niet-financiële sectoren soms vervaagt is juist één van de bouwstenen van de financialiseringsthese. Wat de naam uiteindelijk is, het is belangrijk om in gedachten te houden dat “[...] *behind those institutions stand individuals*” (Duménil & Lévy,

2005, p. 17). *Finance* is dus geen onpersoonlijke natuurkracht maar de uiting van de collectieve acties van individuen die in deze paper worden geconceptualiseerd als een heterogene, abstracte klasse, een klasse die in hoofdstuk drie zal worden gedefiniëerd als de renteniersklasse. De groei van de macht van deze klasse is gepaard gegaan met de internationalisering en liberalisering van de (kapitaal)markten, het restrictieve monetaire beleid, de budgettaire contractie en de verzwakking van de georganiseerde arbeid (G. A. Epstein, 2005, pp. 62–64), maar Duménil en Lévy benadrukken dat “*finance* [als klasse] *dictates its forms and contents in the new stage of internationalization*” (Duménil & Lévy, 2005, p. 17). Financialisering rijst hier dus als een klassenproject om de dominantie van de financiële klasse - of renteniersklasse (G. A. Epstein, 2005) - over de werknemersklasse en Keynes’s *Businessclass* (Crotty, 2005a; G. R. Krippner, 2011; Palley, 2007) te consolideren. Financialisering en haar componenten kan worden geconceptualiseerd als een instrument in het klassenconflict over de distributie van het inkomen.

Financialisering is dus een fundamenteel politiek fenomeen, voortgestuwd door beleidskeuzes (en beleidsinactie). Toch valt de klasse-*agency* moeilijk vast te stellen. Zo wijst Krippner er in *Capitalizing on Crisis* (Krippner, 2011) op dat een groot deel van het beleid dat aan de oorsprong ligt van de financialisering van de Amerikaanse economie is gevoerd zonder de duidelijke intentie om die financialisering zoals we die nu kennen te bewerkstelligen. Krippner lijkt dus het klasse-aspect in de *intentie* - het machiavellistisch plan van de renteniers om hun macht en weelde te vergroten - te relativieren. Ze stelt eveneens dat “*finance*” geen monolithisch blok is en dat ook binnen de financiële sector tegenstrijdige belangen spelen. Anders gezegd, spreken van de renteniersklasse als *klasse für sich* is wat voorbarig. Wel denkt ze dat de afschaffing van de Glass-Steagall regulering in 1999 de coherentie van de financiële belangen zou kunnen hebben vergroot en dus zowel het resultaat van de macht als de oorzaak van de klasse-macht van de financiële wereld is. De auteur ontkent echter niet dat er een scherpe belangenvermenging is tussen beleidsmakers en de financiële wereld, ze benadrukt enkel dat “*rational design is overplayed in the social sector*” (Krippner, Lemoine, & Ravelli, 2017). Krippner maakt een overtuigende case voor de quasi per ongeluk ontwikkeling van de financialisering, en ik volg haar hierin, maar een politiek onderzoek naar de financialisering vereist een brede conceptie van politiek, gegrond in de machtsrelaties (macht in haar instrumentele, structurele en discursieve dimensie) tussen klassen (Nölke, Heires, & Bieling, 2013). Een dergelijke conceptie van de maatschappij houdt niet per se in dat de verschillende klassen als monolithische blok, als rationele agenten, een kosten-baten analyse uitvoeren van de mogelijke beleidskeuzes en dan druk uitoefenen op beleidsmakers om die keuze dan uit te voeren. Dat zou een belachelijk - zeer economisch – analytisch kader vormen voor onderzoek. Echter is het wel zo dat de consequenties van de financialisering een zeer duidelijk klassenvoordeel bewerkstelligen voor de renteniersklasse, dit zal ook blijken uit het empirisch onderzoek naar de *rentier share* in de economie in hoofdstuk drie. Vandaar dat een kader vertrekkende uit de machtsbalans en distributie over het inkomen tussen klassen haar nut heeft. Krugman bijvoorbeeld (Krugman, 2011) gelooft niet dat beleidsmakers en economen ‘s nachts Keynes en Marx lezen om de wereld te begrijpen, maar dan overdag propaganda voeren voor een neoliberaal beleid op basis van neoklassieke economie om hun eigen belangen te verdedigen. Maar zelfs al wordt de *agency* van de klasse gerelativeerd stelt de liberale econoom Krugman dat “*Still, thinking of what’s happening as the rule of rentiers, who are getting their interests served at the expense of the real economy, helps make sense of the situation*” (Krugman, 2011). Dit zal dan ook het vertrekpunt zijn van dit onderzoek, dit is het flexibele analytisch kader waarin ik een empirische gestuurde schets zal maken van de staat van de financialisering in de Eurozone en

een onderzoek zal voeren naar de evolutie van het aandeel in de economie van de drie geïdentificeerde klassen over de tijd.

De kwestie van de *agency* is een belangrijke lacune in het wetenschappelijk onderzoek naar de financialisering. De zeer specifieke beleidsbeslissingen (of de evenzeer specifiek afwezigheid van beslissingen) die financialisering zouden hebben in gang gezet of verdiept, blijven net als de specifieke actoren die deze zouden hebben genomen of ervoor hebben gestreden nog te vaak afwezig in het onderzoeksveld, zeker in de Europese context. De intentionaliteit van de geobserveerde transformaties vormt duidelijk nog steeds een hiaat in onze wetenschappelijke kennis over de financialisering, haar oorzaken en haar consequenties (Nölke et al., 2013). Maar dat financialisering een fundamenteel politiek iets is en geen onbedwingbare *force of nature* is een zekerheid. De politieke oorsprong behelst per definitie een voorspelling van het politieke einde van de financialisering. Ook dat eindpunt moet onderzocht worden. In deze paper zal de vraag van de *agency* dus niet worden beantwoord, aangezien men eerst in kaart moet brengen wat de staat van de financialisering is in de Eurozone, want dat is een eerste stap in het onderzoeksproces. Ik beperk mij dus tot de empirische constatie en de politiek-economische consequenties van de financialisering, zonder expliciet naar de oorzaken ervan te kijken. Deze consequenties bekijk ik wel degelijk vanuit een politiek klassenperspectief om dan in hoofdstuk drie te kijken naar de impact ervan op het distributieve conflict over het inkomen.

### Breedte, vaagheid en multidisciplinariteit

Het lijkt erop dat financialisering een bij uitstek multidisciplinair onderwerp is, met onderzoekers actief in de sociologie, politieke economie, geografie, geschiedenis en anthropologie waarbij de verschillende disciplines naar elkaar refereren (Aalbers, 2017; Nölke et al., 2013), maar toch heel verschillende soorten onderzoek voeren. Discoursanalyse, ethnografie van de bankenwereld, politiek-economische verklaringen voor de recente crisis en historische vergelijking met de Grote Depressie, alles lijkt te passen binnen het kader van de financialisering (van der Zwan, 2014). Hoogstwaarschijnlijk is die multidisciplinariteit juist te danken aan de breedte van het concept en de verstrengeling van explanans en explanandum die de niet-lineariteit van de realiteit weerspiegelt. Terwijl de oorsprong van het concept enerzijds ligt in de marxistische *finance capital* literatuur en anderzijds in de regulationistische literatuur over de evolutie van de governance van bedrijven en de opgang van het belang van de *shareholder value* ideologie en het effect daarvan op het gedrag van de niet-financiële bedrijven, wordt het nu toegepast op bijna alle aspecten van de maatschappij. De scherpe toename van de publieke en private schuld, de groeiende economische ongelijkheid, de veranderende winststrategieën van de financiële sector, de wereldwijde economische onevenwichten en financiële instabiliteit of zelfs de financiële evoluties op de landbouwmarkten, al deze thema's worden nu bekeken door de lens van de financialiseringsthese(s) (Nölke et al., 2013). Deze recente populariteit en toegenomen breedte zet wel een stevige rek op de analytische precisie van het concept (Engelen, 2008). Het is dan ook vaak het geval dat debatten over financialisering uitmonden in een confrontatie tussen die verschillende disciplines en hun respectievelijke expertises (Braga, Oliveira, Wolf, Palludeto, & Deos, 2017). Wat al deze disciplines lijkt te hebben samengebracht is de vaststelling dat de financiële wereld haar traditionele rol van neutrale en intermediaire schakel tussen kapitaal en de productieve economie lijkt te zijn ontgroeit, en zo de fundamenten van de industriële democratische samenlevingen heeft ontwricht (van der Zwan, 2014).

Maar ook al is er geen volledige conceptuele klaarheid of consensus over wat financialisering nu eigenlijk precies is, iedereen heeft wel een duidelijk idee van wat het betekent. Financialisering wordt geconceptualiseerd als een transformatief proces dat van start is gegaan in de jaren '70 en een verschuiving van de machtsbalans heeft ingeluid tussen volgens de enen de productieve en de financiële sfeer, of volgens anderen arbeid en kapitaal (Alvarez, 2015; G. A. Epstein, 2005; Lapavitsas, 2013; Lapavitsas & Mendieta-Muñoz, 2016; Orhangazi, 2008; Palley, 2007). Het is een bundel van discrete (in wiskundige zin van de term) maar verstrengelde structurele veranderingen, die allemaal een trend versterken naar een meer ongelijke distributie van macht, inkomen en rijkdom tussen de verschillende klassen in de maatschappij (Dore, 2008, p. 1097). Financialisering wijst dan op de groeiende invloed van financiële krachten, markten en investeerders op wereldwijde economische maar ook persoonlijke dynamieken sinds de late jaren '70 (o.a. Alvarez, 2015; Crotty, 2005; Duenhaupt, 2012; Epstein, 2005; Hein, 2015; Krippner, 2011; Lapavitsas, 2013; Orhangazi, 2008; Palley, 2007; Stockhammer, 2008). Hierbij wordt het fenomeen bekeken vanuit diverse perspectieven die elkaar niet per se moeten uitsluiten (Alvarez, 2015). Zo wijzen auteurs op de desintermediatie, de financiële liberalisering en deregulering, de instabiliteit van financiële markten, de extravagante groei van de beursindexen, het vaker voorkomen van kredietzeepbellen, en wat hiervan de repercussies zijn op de werking van nationale economieën (Alvarez, 2015). Dit tekort aan analytische klaarheid is niet per se een probleem, maar het gevaar schuilt erin dat het concept onzorgvuldig wordt gehanteerd als synoniem voor één van de deelaspecten ervan, zoals toenemende speculering, extravagante groei van de financiële sector, privatizing en liberalisering (Braga et al., 2017).

Eén ding is zeker: financialisering is een hot issue, het aantal artikels erover is het laatste decennium geëxplodeerd (Aalbers, 2017). Wat het precies is blijft relatief onduidelijk, maar dat het er is lijkt een evidentie. Wetenschappers beginnen te beseffen dat “*something has actually radically changed in contemporary capitalism, which warrants the search for new conceptual tools*” (Engelen, 2008, p. 118, geciteerd in van der Zwan, 2014, p.100). Veel van de vroege voorspellingen zijn dan ook uitgekomen, zoals de financiële crisis van 2008, of zelfs de dotcom crisis van de eeuwwisseling (van der Zwan, 2014, p. 100). Het feit dat financiële instituties, markten en motieven een steeds belangrijker plaats hebben ingenomen in onze westerse economieën en onze individuele levens valt dan ook niet te ontkennen, maar de precieze oorzaken, causale verbanden en fenomenen die de financialiseringstheorie naar voren schuift blijven voor debat vatbaar. De discussie over de causale verbanden tussen de verschillende deelaspecten van financialisering en over welke factoren nu eigenlijk doorslaggevend zijn is dus nog lang niet voorbij.

Ik pleit alvast schuldig en verontschuldig me voor de conceptuele onklarheid van deze paper daar het niet het opzet is om de verschillende deelaspecten van financialisering samen te persen tot een coherent theoretisch geheel. Een overzicht geven van de vele studies zou ons hier te ver leiden want de reden waarom deze paper zich überhaupt interesseert in het fenomeen is omwille van haar potentiële invloed op de definitie en macht van de renteniersklasse en de impact ervan op de inkomensdistributie. Belangrijke auteurs die dit klassenaspect van de financialisering benadrukken zijn Epstein, Duenhaupt, Hein, Stockhammer, ... Deze auteurs zullen van belang zijn om een definitie te kunnen geven van het renteniersinkomen in het licht van de financialisering.

## Een definitie

De conceptuele onduidelijkheid van de term financialisering moet wel worden gerelativeerd. Zoals vermeld weet iedereen ongeveer waar het over gaat en wat het inhoudt. Er zijn natuurlijk verschillende stromingen binnen de literatuur over de financialisering, en dat bevordert juist de rijkheid, diepgang en multidisciplinariteit van het concept. Op zich is het maar normaal dat de verschillende auteurs vertrekken vanuit hun eigen expertisegebied en daardoor slechts bepaalde deelaspecten belichten (Guttmann, 2017). Het resultaat is een zeer uitgebreide en diepgaande kennis van de complexe relaties en processen die de financialisering typeren. Zo besteden post-Keynesiaanse auteurs, die sterk zijn beïnvloed door de Franse *Ecole de la régulation*, veel aandacht aan de impact van financialisering op het volume investeringen in de reële economie en dus op de lange termijn groeitrend van onze economieën (Crotty, 2005a; Palley, 2007). Deze impact van financialisering op investeringen kan worden herleid tot twee kanalen. Enerzijds investeren niet-financiële bedrijven in toenemende mate in financiële markten omdat de winstmarges daar hoger liggen (Crotty, 2005a; G. A. Epstein & Jayadev, 2005; Lapavitsas, 2011). Dit komt door de toegenomen competitieve druk op de goederen- en dienstenmarkten, een ontwikkeling die volgens Arrighi (2010), en hierin gevolgd door Krippner (2011), een historisch recurrente fase is in het voortschrijden van het kapitalisme. Financialisering is volgens deze auteur niet iets nieuws maar een nieuwe uiting van de hegemonische transitie in het laatste kwartaal van de 20<sup>ste</sup> eeuw, die ook al had plaatsgevonden gedurende andere periodes, zoals bijvoorbeeld de val van de Britse hegemonische macht. Anderzijds wijzen de post-keynesianen ook op de impact van de toegenomen waarde-extractie in de economie door de rentenier. Concreet uit dit zich door zeer sterk toegenomen financiële betalingen aan de financiële markten in het algemeen, en aan aandeelhouders in het bijzonder. Dit sluit aan bij de opkomst van de ideologie van de shareholder value maximisation die uitvoerig wordt geanalyseerd door zeer veel verschillende auteurs (Aglietta, 2000; Boyer, 2000; Erturk, Froud, Johal, & Williams, 2005; Froud et al., 2000; Jürgens, Naumann, & Rupp, 2000; William Lazonick & O'Sullivan, 2000). In dit hoofdstuk zal ook de empirische ammunities worden geleverd om de opkomst van deze ideologie te beargumenteren voor de Eurozone. In elk geval dragen beide factoren tot een lager peil aan reële of productieve investeringen via het welbekende effect van de *crowding-out*. Deze post-Keynesiaanse analyses zijn sterk empirisch gericht en zullen dan ook een prominente plaats krijgen in dit onderzoek naar de staat van de financialisering en het renteniersinkomen in de Eurozone. Ook deze paper zal de rentenier - als de *functionless investor* (zie later) of extractieve agent - centraal stellen in dit onderzoek.

Deze wetenschappelijke bedrijvigheid situeert zich vooral in de kritischere hoek van de sociale wetenschappen. Financialisering wordt door mainstream economen nog steeds grotendeels genegeerd (Lapavitsas & Mendieta-Muñoz, 2016). Het is toch ietwat verrassend dat de opkomst van de financiële wereld door klassieke economen niet anders werd bekeken dan de evolutie van eender welke subsector van de economie (Jayadev & Epstein, 2007). Het past natuurlijk perfect in de visie die stelt dat de financiële sector louter dienst doet als financiële intermediair, een neutraal orgaan dat de deposito's van spaarders nuttig uitleent voor investeringen. De groei van de financiële sector wordt doorgaans bekeken door de lens van haar positieve effecten op de efficiënte allocatie van resources (vertaling zoeken) en op de grotere discipline die ze private en publieke agenten oplegt. Analytisch leven deze twee zogenaamde voordelen echter op gespannen voet.

*This contradiction is visible in acute form in Europe. The crisis there is said to show that financial markets must be freer and governments must submit more strictly to their discipline: yet it is those same markets' financing of large deficits and*

*'mispricing' of government debt that is understood to have created the euro crisis in the first place.* - (Jayadev, Mason, & Schröder, 2018, p. 2)

Deze auteurs wijzen er terecht op dat de economische voordelen van kapitaal financiering juist voortkomen uit de opheffing van de marktdiscipline aangezien het bedrijven en huishoudens de ruimte laat om te investeren en consumeren voorbij hun inkomen. Een interessant neveneffect is dat de toegenomen concentratie onder financialisering de ideologische basis van privaat eigendom ondermijnt. Ik volg hierin het argument van Lapavitsas (Lapavitsas & Mendieta-Muñoz, 2016) dat kritische intellectuele vooruitgang nu eenmaal vaak uit de sociale wetenschappen komt, zeker in de laatste decennia. De transformatie van onze samenlevingen is van die orde is dat zelfs economen er ooit mee aan de slag zullen moeten gaan. Er zijn aanwijzingen dat de literatuur over de financialisering stilaan uit de marginaliteit, of de periferie (Engelen, 2008, p. 113), aan het geraken is. Een aantal mainstream economen begint zich eveneens toe te leggen op het concept (zie bijvoorbeeld Admati, 2017). Maar nogmaals luidt de vraag: wat is dat nu eigenlijk de financialisering? Ik overloop kort een aantal definities.

Braga (Braga et al., 2017) definieert financialisering als een *systemic pattern of wealth*, een nieuw stadium in de kapitalistische economie, een nieuwe manier voor de kapitalistische klasse om het M-M' circuit te versterken. Deze verandering is in essentie kwantitatief van aard maar heeft een kwalitatieve breuk tot gevolg. Het aandeel van financiële activa in de huidige structuur van rijkdom is zodanig toegenomen dat financialisering leidt tot een nieuwe definiëringen van rijkdom, hoe die te bekomen en te behouden. Palley (Palley, 2007) spreekt over een transformatieve kracht die ageert op de structuur van financiële markten, het gedrag van reële economische actoren en het economisch beleid. Krippner definieert financialisering als *"the tendency for profit making in the economy to occur increasingly through financial channels rather than through productive activities"* (Krippner, 2011, p. 4) of als *"financialization as a pattern of accumulation in which profits accrue primarily through financial channels rather than through trade and commodity production"* (G. R. Krippner, 2011, p. 174). Lazonick en Mazzucato (W. Lazonick & Mazzucato, 2013) en Sakinc (Sakinc, 2017) beschouwen de waarde-extractie door actoren die geen waarde produceren dan weer als de essentie van de financialisering. Deze extractie heeft gezorgd voor een belangrijke verandering in de machtsstructuren binnen bedrijven (William Lazonick, 2014; Stockhammer, 2004). De differentiatie tussen deze twee visies sluit aan bij de opdeling in de literatuur zoals voorgesteld door van der Zwan (2014). Zij identificeert drie grote stromingen in de literatuur over de financialisering: financialisering als een *regime of accumulation*, financialisering van het niet-financiële bedrijf en de financialisering van het alledaagse. Over deze laatste interessante stroming zal deze paper niet gaan, maar de eerste twee worden in dit hoofdstuk en het volgende wel uitvoerig besproken en getoetst aan de empirische situatie in de Eurozone. Ik beargumenteer op basis van het verzamelde empirische materiaal over de Eurozone dat de tweede groep in de literatuur de microfundamenten binnen de bedrijfssector blootlegt die op hun beurt de door de eerste stroming geanalyseerde veranderingen op macroniveau teweegbrengen.

De verschillende gehanteerde definities die opdoemen uit het literatuuroverzicht over de financialisering lijken er allemaal op te wijzen dat financialisering zowel een kwantitatief als een kwalitatief fenomeen is (Braga et al., 2017; Dünhaupt, 2012; G. A. Epstein, 2005; Gabor, 2011; Guttmann, 2017; L. R. Jacobs & King, 2016; Jayadev et al., 2018; Kalaitzake, 2018; G. R. Krippner, 2011; Palley, 2007). De kwantiteit van de schulden, de grootte van de financiële sector, de hoeveelheid van de financiële betalingen aan financiële markten en aandeelhouders



enz. zijn allemaal kwantitatieve veranderingen in de werking van onze economieën. Al deze elementen bestonden al in het Keynesiaanse tijdperk – het tijdperk voor de aanvang van de financialisering – maar waren gewoon niet zo uitgesproken als op de dag van vandaag. Zo stellen (Braga et al., 2017) dat het kwantitatieve element van de financialisering van zodanige aard was dat het heeft geleid tot een kwalitatieve breuk in de operatie van de economie. De rol van de financiële sector begon te verschuiven, het doel van het management begon te veranderen, de aard van de investeringen evolueerde mee met de aard van de winsten. Financialisering affecteerde zelfs de manier waarop wij als burgers de werkelijkheid bekeken. Volgens (Jayadev et al., 2018) is de triomf van de financiële sector vooral overweldigend in dit ideationele domein. De rationaliteit van de financiële markten staat in sterk contrast met de irrationele impulsen van publieke actoren. Zolang *moral hasard* kan worden ingetoomd vormen deze financieële markten de perfecte instrumenten om de staat te disciplineren. De onzichtbare hand van de markt kan de spijzuchtige overheid dwingen tot budgettaire evenwichten door middel van risicopremies en rentevoeten. Deze gangbare visie staat in sterk contrast met de meer keynesiaanse opvattingen uit de periode voor de financialisering dat kredietverlening inherent instabiel is en dat financiële markten per definitie pro-cyclisch werken en surfen op zeepbellen in de activaprijzen. Maar natuurlijk kan Braga's causaliteit perfect worden omgedraaid, en dat geeft de auteur zelf grif toe. Of en in welke richting causaliteit kan worden vastgesteld blijft dus voor discussie vatbaar. Deze paper zal zich hier niet in verdiepen daar causaliteit niet het onderwerp is van dit onderzoek. Voor het gemak zal er van worden uitgegaan dat een aantal specifieke historische al dan niet intentionele beleidsveranderingen hebben geleid tot het ontstaan van de kwantitatieve fenomenen die worden ondergebracht onder de noemer financialisering en die dan op hun beurt de kwalitatieve metamorfose van de kapitaalmarkten hebben ingeluid, het gedrag van bedrijven en huishoudens hebben veranderd en het monetair beleid op een welbepaald pad hebben gedwongen. Dit benadrukt het politieke aspect van de financialisering zonder een stelling in te nemen over de preciese oorzaken ervan.

Terug naar de definitie lijkt het uiteindelijk Epstein (Epstein, 2002; Epstein, 2005) te zijn die de meest gehanteerde definitie op zijn naam kan schrijven daar deze in verschillende teksten (Assa, 2012; Braga et al., 2017; Dünhaupt, 2012; Guttman, 2017; Eckhard Hein, Dünhaupt, Alfageme, & Kulesza, 2017; Kalaitzake, 2018; G. R. Krippner, 2011; Palley, 2007; Pilkington, 2009; Sakinc, 2017; Sawyer, 2013) als referentiedefinitie wordt aangenomen.

---

*Financialization refers to the increasing importance of financial markets, financial motives, financial institutions, and financial elites in the operation of the economy and its governing institutions, both at the national and international level – (Epstein 2002, p. 3.)*

---

Deze definitie excelleert in vaagheid maar vat toch de essentie van het concept financialisering krachtig samen en kan worden toegepast op de indrukwekkende breedte van de vele contributies die stammen uit zeer verschillende wetenschappelijke perspectieven. Hieronder wordt de definitie van Epstein voor de Eurozone gespecificeerd aan de hand van nieuw geaggregeerd empirisch materiaal.





## De financialisering en de financiële sector

Financialisering kan worden gezien als een historische periode die zich afzet tegen de mercantillistische en industriële periode waarin winsten respectievelijk vooral werden gegenereerd door de grote handelscompagnieën enerzijds en de industriële bedrijven met werknemers in loonarbeid anderzijds. Gefinancialiseerd kapitalisme wordt vanuit dit perspectief gekarakteriseerd door winst in de financiële sfeer. De onwaarschijnlijke groei van de financiële sector zoals uitvoerig gedocumenteerd door Crotty (Crotty, 2007) en Krippner (G. R. Krippner, 2011) vormt de ruggengraat van van dit nieuwe historisch fenomeen geënt op financiële expropriatie, i.e. de systematische extractie van winst uit elke bron van rijkdom (Lapavistas & Mendieta-Muñoz, 2016). Dit is de financialisering in haar nauwste definitie.

Er is veel inkt gevloeid over de groei in de winstgevendheid van financiële instellingen in de jaren '80 en '90. Het werd ervaren als een paradox aangezien de concurrentie in de sector was verscherpt. Deze economische paradox liet ook mainstream economen met de handen in het haar achter, of zoals Paul Volcker het in 1997 verwoordde:

*[...] never before in our lifetime has the industry been under so much competitive pressure with declining market share in many areas and a feeling of intense strain, yet at the same time, the industry never has been so profitable with so much apparent strength. How do I reconcile those two observations?* – (Geciteerd in Crotty, 2007, p.5)

Eurostat berekende dat de FIRE sector voor de toetreding van Croatië in stond voor 29% van het BBP van de Europese Unie (Aalbers, 2017). Ook gemeten in financiële activa speelt de financiële sector een belangrijke rol. Toch valt op te merken dat het aandeel van de financiële sector in de totale financiële activa ondanks een zeer steile opmars van 53% in 2001 tot 61% in 2008 enerzijds niet allesoverheersend is en anderzijds weer een licht dalende trend kent na de crisis. Het eerste wijst op andere aspecten van de financialisering, waar ik later op zal terugkomen en het tweede lijkt aan te geven dat de Great Financial Crisis (GFC) een breukmoment is geweest, althans wat betreft sommige aspecten van de financialisering. Ook dit wordt verder uitgediept.

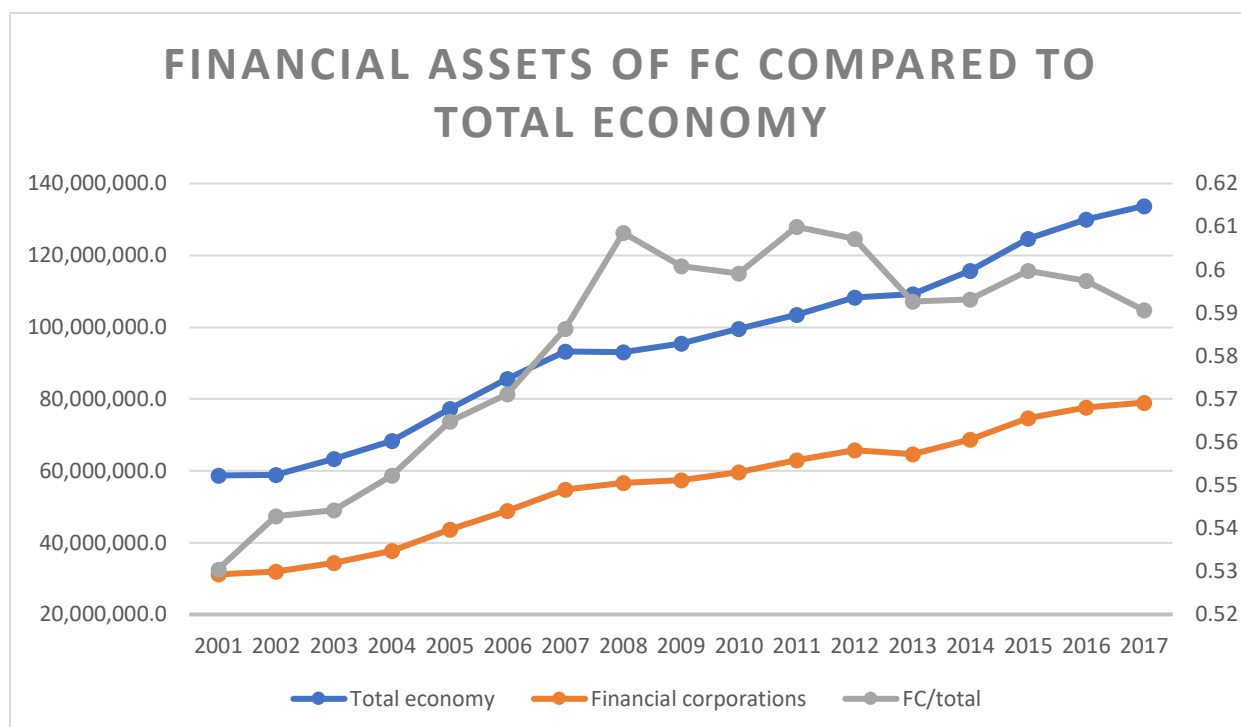


Figure 3. Financiële activa van financiële sector ten opzichte van de financiële activa van de hele economie. Data: Eurostat.

Naast de toegenomen significantie en groei van de sector impacteert financialisering de financiële wereld op nog een aantal vlakken. Ten eerste wordt er algemeen gesteld dat het belang van banken vis-à-vis andere financiële instellingen aan het verminderen is. Dit is een observatie in de VS en zou wijzen op het groeiende belang van directe financiering via kapitaalmarkten ten opzichte van bankleningen, i.e. *market based banking*. Een tweede element is dat banken zelf zijn gefinancialiseerd in de zin dat ze zijn gedesintermedieerd. De financiële sector is zijn traditionele intermediairsrol ontgroeid en wordt gezien als een groeisector zoals elke andere sector in de economie. Het dalende aandeel van het inkomen van de banken uit de rentespread is daar een goede indicatie voor, net als de toename van activa die niet leningen zijn of de groei van de winst uit *fees and commissions*. In de Eurozone valt te verwachten dat banken nog steeds een dominante rol innemen in de financiële sector en dat leningen nog steeds een veelgebruikte vorm van financiering blijven (Hardie & Howarth, 2009)<sup>3</sup>. In dit hoofdstuk bekijken we wat de staat is van de financialisering van de financiële sector in de Eurozone<sup>4</sup>.

### Relatieve winsten

De financiële bedrijven spelen een belangrijke rol in alle literatuur over financialisering. In *capitalizing on crisis* definiëerde Krippner financialisering als een “*phase in capitalist development in which profits accumulated primarily through financial channels*”. In een interview geeft ze mee dat ze hier hoofdzakelijk mee bedoelde dat het aandeel van de winsten van de financiële sector in de Verenigde Staten in de jaren '90 instonden voor 40% van de

<sup>3</sup> Waarom banken traditioneel belangrijker blijven voor de Eurozone dan in de VS zou ons hier te ver leiden. Allerlei factoren hebben hier een invloed op, organisatie van de arbeidsmarkt, relaties tussen bedrijfssector de Varieties of capitalism literatuur werpt hier meer licht op.

<sup>4</sup> Ik kijk naar financiële bedrijven zoals gedefinieerd door het European System of Accounts Banks: money market funds, investment funds, insurance corporations, pension funds, central bank,... (Statistical Office of the European Communities & European Commission, 2013, p. 31)

totale winsten in de Amerikaanse economie, terwijl dit in de Golden Age slechts 15% was (G. Krippner et al., 2017). De relatieve winsten tussen beide sectoren zijn dus een eerste indicatie voor de financialisering in de Eurozone. Hieronder schetsen we een beeld van de evolutie vanaf 1999 van de de relatieve winstverdeling tussen de financiële en niet-financiële sector in de Eurozone. Concreet bekijken we de verhouding tussen de *net entrepreneurial income*<sup>5</sup> van beide sectoren op basis van data van Eurostat. Het plaatje voor de Eurozone lijkt van een heel andere aard dan in de VS. Na een piek te hebben gekend tot 22% in de jaren na de crisis (veroorzaakt door de dubbele beweging van de dalende winsten van NFBs en stijgende winsten van de FBs die waarschijnlijk voortkomt uit de schuldterugbetalingen van de ene aan de andere sector), zien we de laatste jaren een terugkeer naar het niveau van 1999, iets boven de 15%. Een vergelijking met het tijdperk van de Gouden Jaren zou de historische trend kunnen verhelderen, maar helaas zijn de data hier niet voor beschikbaar. Auteurs zoals Krippner (Krippner, 2011) en Crotty (Crotty, 2007) wezen op basis van een gelijkaardige oefening op de financialisering van de Amerikaanse economie in de jaren '80 en '90, maar daar steeg de ratio van 10 à 20% in de periode van de Golden Age naar 30 à 40% ten tijde van de financialisering. Deze pieken worden helemaal niet bereikt in de Eurozone, wat zou kunnen wijzen op een relatief zwakker financialisering in de Eurozone wat betreft de financiële sector. Er is echter ook een andere verklaring mogelijk. *Net entrepreneurial income* meet ook het inkomen uit financiële activa en trekt daar de rente-, huur-, schuld- en verzekeringsbetalingen van af. In het derde luik van dit tweede hoofdstuk zal de niet-financiële sector onder de loep worden genomen. Daar zal blijken dat de NFB een zeer groot aandeel van hun inkomen puur uit dividenden van andere NFB. Dit kan een milderend effect hebben op de ratio, maar toch is het contrast van deze cijfers met de VS frappant. Op basis van deze simpele indicator kan niet worden beargumenteerd dat de Eurozone een markante periode van financialisering heeft ondergaan in de 21<sup>ste</sup> eeuw, althans niet in haar enge definitie.

---

<sup>5</sup> Net entrepreneurial income wordt door ESA gedefiniëerd als de operating surplus vermeerderd met het property income receivable en verminderd met de rentebetalingen en de terugbetaalde schuld van de bedrijven. Dit is dus een ruwe maatstaf voor de winst voor belastingen en voordat aandeelhouders worden uitbetaald.

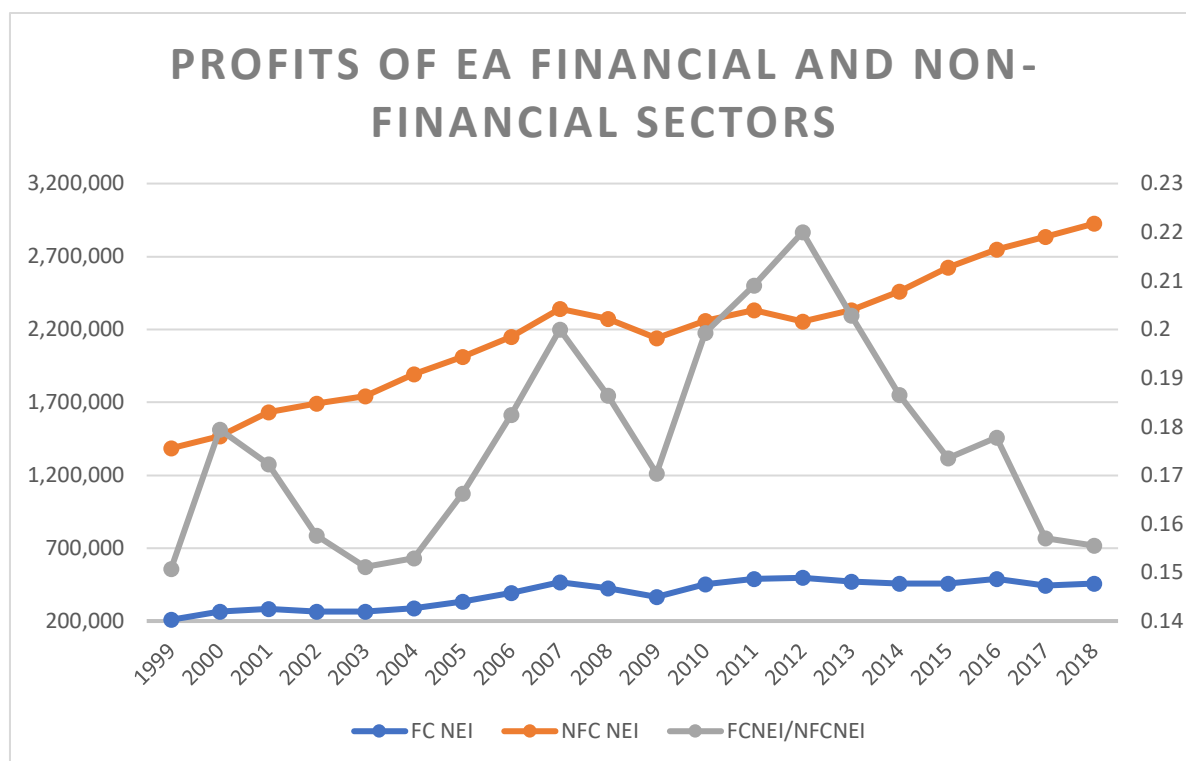


Figure 4. Net entrepreneurial income of financial and non-financial sectors in the Euro Area. Data: Eurostat

Wat niet wordt getoond in deze data, en waar we later op zullen terugkomen, is de kwalitatieve verandering die aan de gang is binnen het gefinancierd kapitalisme. De sterke groei van de financiële sector van de Amerikaanse economie in de jaren '80 en '90 was in grote mate te wijten aan zeer hoge reële rentevoeten die significant hebben bijgedragen aan de waarde-extractie in de vorm van intresten (Duménil & Lévy, 2005; G. A. Epstein & Jayadev, 2005; Jayadev & Epstein, 2007; G. R. Krippner, 2011). In de huidige periode van extreem lage rentevoeten (en rentespreads) moeten er door de financiële bedrijven andere inkomensbronnen worden aangeboord. We zullen ook zien in het hoofdstuk over de financialisering van de niet-financiële bedrijven, en meer bepaald aan de hand van data over hun portfolio inkomen (of property income zoals gedefiniëerd door Eurostat, Ameco en de ECB) dat deze kwalitatieve verandering eveneens gaande is binnen de niet-financiële bedrijven.

Een ander belangrijk element is de vergelijking van een maatstaf voor de winsten van beide sectoren. In de VS werd aangetoond dat de winstgevendheid van de niet-financiële sector relatief stabiel was gebleven over de jaren '80 en '90, terwijl die van de financiële sector uit de pan schoten (Crotty, 2005b, 2007; Glyn, 2006; G. R. Krippner, 2011; Lapavitsas & Mendieta-Muñoz, 2016). Dit is de essentie van de waardeextractie en vormt een feitelijke paradox aangezien financiële winst wel moet voortkomen uit industriële activiteit.

*Industrial capitalism is based on the generation of a fresh flow of profits (surplus value) in production through the exploitation of wage labor. Profit from production (industrial profit) is also the source of the commercial profit appropriated by merchant capitalists, who trade the finished output of industrial capitalists. Profit from production is, furthermore, the ultimate source of the interest paid to the lenders of money by industrialists and merchants. - (Lapavitsas & Mendieta-Muñoz, 2016)*

Hiervoor gebruiken we opnieuw data van Eurostat, waarbij we de hierboven gedefiniëerde *net entrepreneurial income* delen door toegevoegde waarde van beide sectoren. Toegevoegde waarde is een maatstaf voor de outputwaarde verminderd met de kosten van inputs. Een vaak gebruikte maatstaf voor de *profit share* is *operating surplus* gedeeld door de toegevoegde waarde (gebruikt door onder andere Eurostat<sup>6</sup>). In het licht van de in de volgende sectie besproken financialisering van de niet financiële bedrijven hebben we deze maatstaf licht aangepast en maken we gebruik van *net entrepreneurial income* in plaats van *operating surplus*, omdat dit laatste rekening houdt met het *property income* en rente- en schuldbetalingen. Bij beide sectoren merken we eerst en vooral de stijgende trend over de ganse periode op, maar het is vooral het verschil tussen beide sectoren dat opvalt. In 2018 bedraagt de *profit share* voor de NFB ongeveer 26%, terwijl die van de FB net niet de 100% haalt.

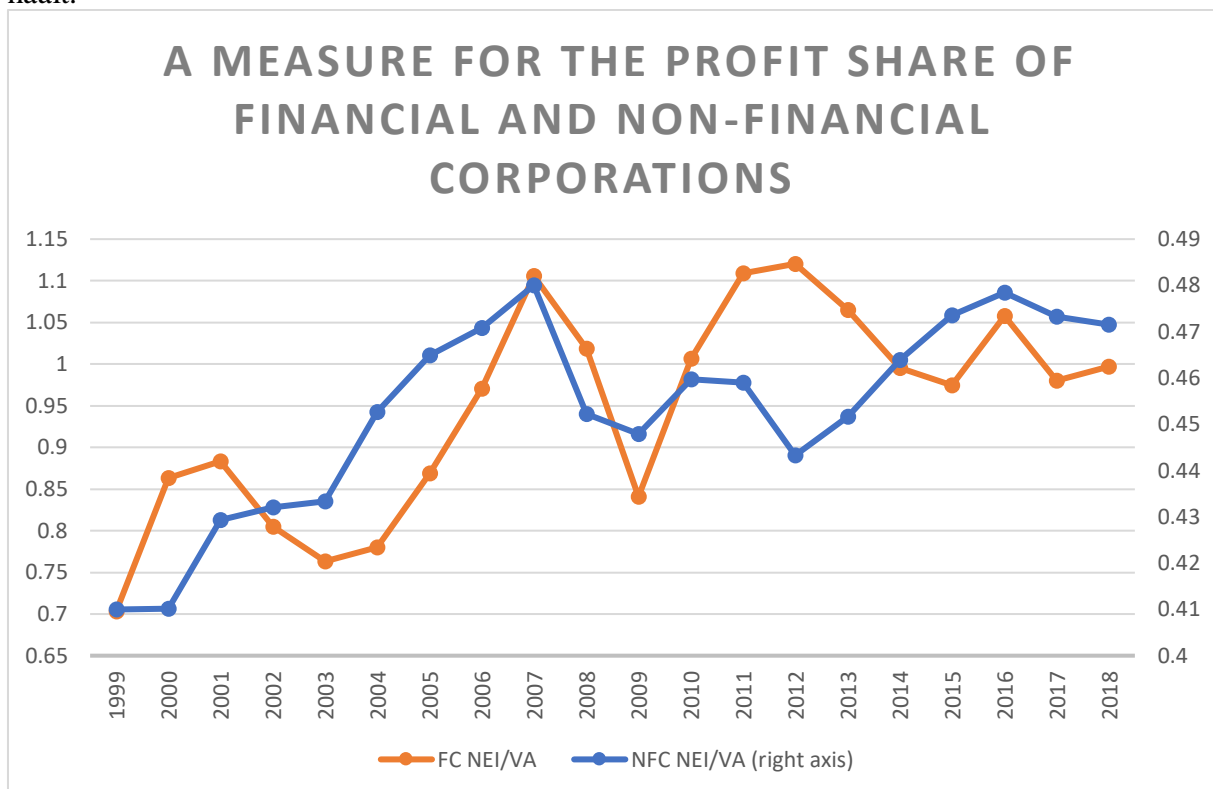


Figure 5. Profit shares of financial and non-financial corporations in the Euro Area. Data: Eurostat

De daling in de jongste jaren bij de FB is opnieuw waarschijnlijk te wijten aan de neerwaartse druk van het buitengewoon monetair beleid op de winst uit de klassieke activiteiten van banken (de *interestspread*). De National Bank van België (NBB) spreekt hierover in haar recente jaarrapporten en schrijft dat banken hun inkomensmodel aan het verschuiven zijn (De Nationale Bank van België, 2017; Knack, 2018), met succes. Het volgende segment behandelt de bankensector in meer detail, want financialisering uit zich niet alleen in de groei van de financiële sector als geheel, maar ook binnen de sector zorgt het voor veranderingen.

### Banken en financiële desintermediatie

Het is contra-intuïtief om banken apart te behandelen van de financiële sector, maar financialisering heeft eveneens de werking van de banken getransformeerd. Ten eerste wordt

<sup>6</sup> Zie ("Profit share of non-financial corporations—Eurostat," n.d.)

er vaak gezegd dat het belang van banken ten opzichte van andere financiële instellingen afkalft (Aalbers, 2017). Aandelenfondsen, pensioenfondsen, hefboomfondsen en dergelijken meer zouden de fakkel stilaan overnemen van de traditionele gevestigde banken. De vraag is of deze analyse wel van pas is in de Eurozone, waar grote banken nog steeds dominante zijn en lijken te blijven. Hieronder een grafiek met de activa van *monetary financial institutions* (MFI), die worden gedefinieerd als kredietinstellingen die depositos ontvangen en leningen verstrekken (niet hoofdzakelijk aan andere kredietinstellingen), waarbij de activiteiten van het Eurosysteem zijn afgetrokken van de data. We vergelijken deze data met de activa van andere financiële instellingen en zien een genuanceerd beeld opdoemen. In de periode voor de crisis houden de banken goed stand en kennen zij zelfs een sterke groei, ook in relatieve termen tussen 2006 en 2008. Na de crisis merken we echter een continue groei van de andere instellingen terwijl de MFIs stagneren. Dit vertaalt zich in een aanzienlijke afname van het percentage van activa in handen van MFIs ten opzichte van de niet-MFIs, van 58% in 2008 naar 39% in 2017. Volgens de ECB zijn deze niet-MFIs onderworpen aan een minder streng regulerend kader waardoor hun risicoprofiel groter is (European Central Bank, 2016) en zij dus een grotere leverage kunnen opbouwen en dus ook meer activa kunnen houden. Banken moesten bovendien de broeksriem aanspannen om de Basel III normen te halen, *targets* die ze pas in 2017 grotendeels haalden (European Banking Federation, 2018). Hoogstwaarschijnlijk heeft deze recente transformatie eveneens te maken met het uitzonderlijk monetair beleid in de Eurozone en de impact daarvan op het verdienenmodel van de klassieke banken. De winstgevendheid van de Eurozone banken ligt in elk geval onder druk. Dit kan worden uitgedrukt in de ROE die over de laatste vijf jaar gemiddeld stond op 4,4%, of in de magere groei van het inkomen van de banken dat tussen 2012 en 2017, gemiddeld 2,4% per jaar tegenover 12,3% voor de crisis (“What has and hasn’t changed since the global financial crisis?,” 2018).

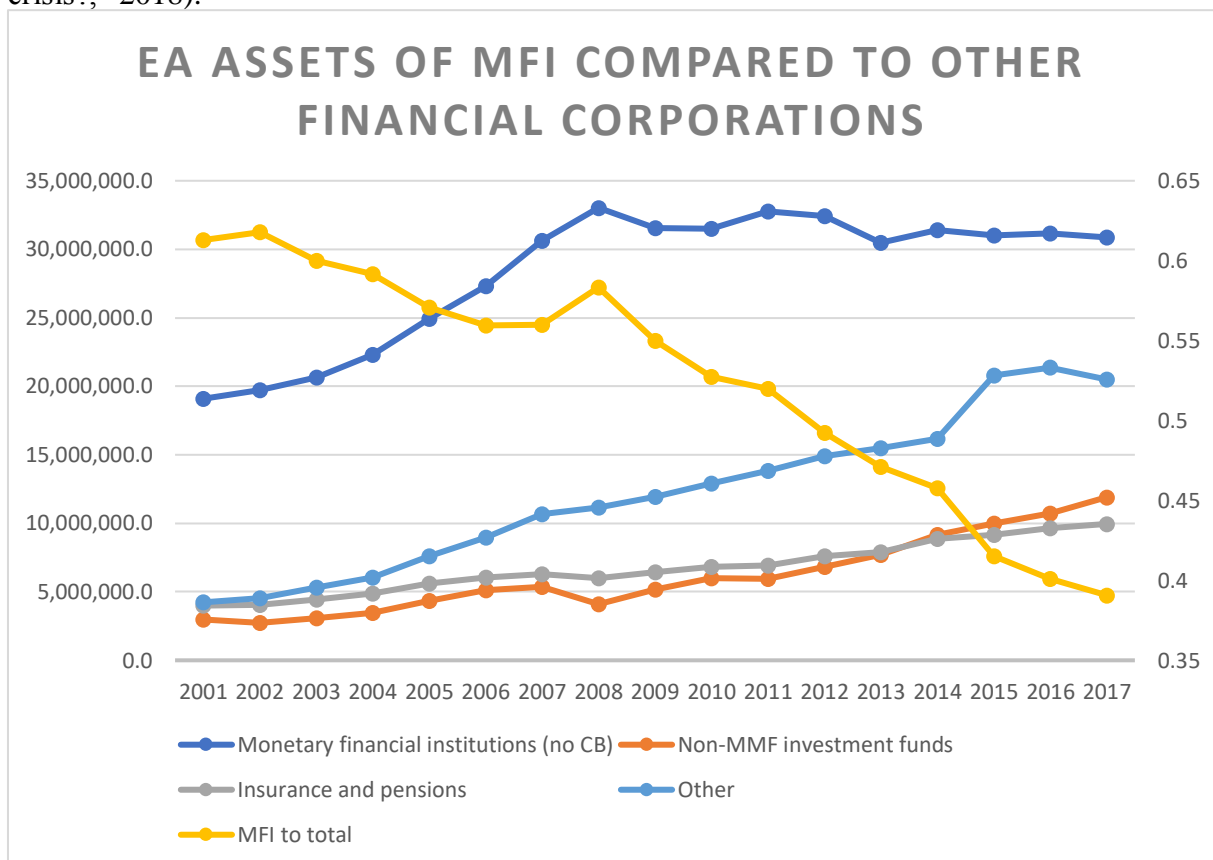


Figure 6: Assets of Euro Area monetary financial institutions (except central bank) compared to other financial corporations. Data: Eurostat

Het feit dat Europese mastodonten zich zo lang stand hebben kunnen houden zou er op kunnen wijzen dat deze hebben geleerd van de evolutie in de Angelsaksische landen en zelf hun aanbod zijn beginnen diversifiëren. Dit zou betekenen dat het verdienmodel van de banken er anders is beginnen uitzien en dat ook in de Eurozone de verschuiving van passieve intermediair naar actieve financiële actor zich heeft voorgedaan. Zeker voor de Eurozone, waar banken en bankleningen traditioneel een veel grotere rol spelen dan in de Angelsaksische landen, is deze transformatie van belang. Het oude verdienmodel staat de recente jaren door de uitzonderlijk lage rente in elk geval onder zware druk en banken moeten in versneld tempo andere inkomensbronnen aanboren, met name inkomens uit *fees and commissions* (De Nationale Bank van België, 2017; European Banking Federation, 2018). Dit wordt onder andere geïllustreerd door een groeiende tendens dat banken de risico's van beleggingen niet meer zelf willen dragen. De huishoudens worden aangemoedigd om zelf te beleggen via fondsen van banken maar zonder dat deze laatste enig risico draagt. De bank vraagt hier dan een vergoeding voor (instap-, uitstap- en jaarlijkse kosten bijvoorbeeld) wat een reoriëntatie naar een inkomensmodel uit commissies illustreert.

*Zoals blijkt uit de bredere analyse van de bedrijfsmodellen, drukt de lagerenteomgeving op de rente-inkomsten van de Belgische banken nu de rentes op de deposito's hun bodempeil hebben bereikt [...]. Alle banken zijn voornemens het verlies aan rente-inkomsten deels te compenseren met de groei van hun inkomsten uit commissies.* (De Nationale Bank van België, 2017, pp. 206–207)

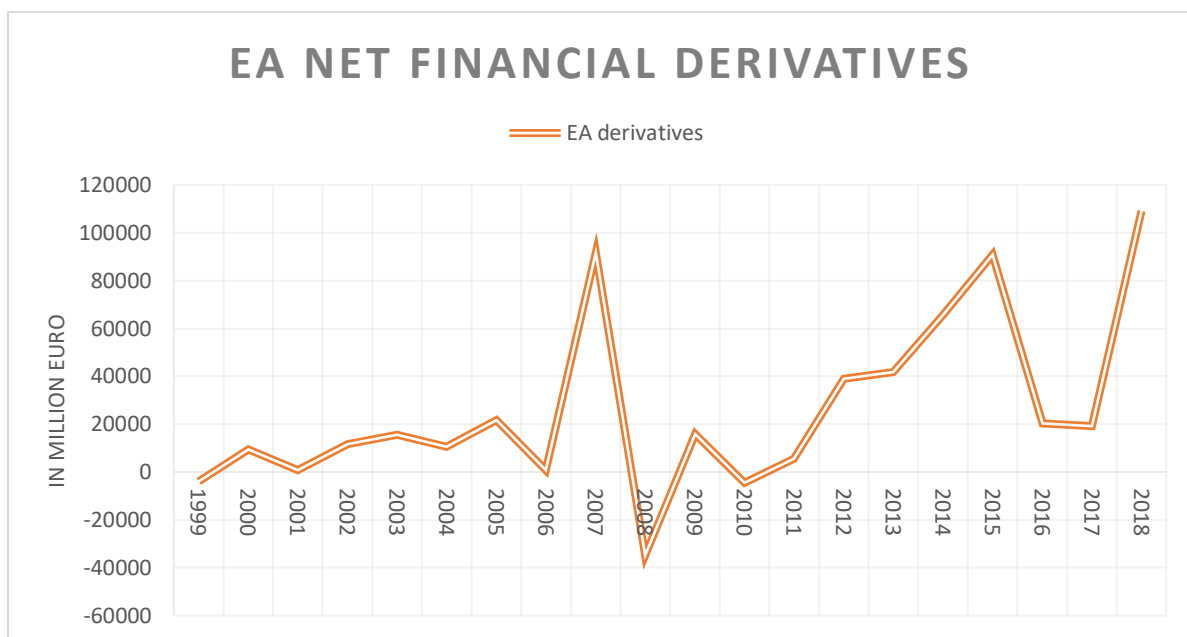


Figure 7: Financiële derivaten Eurozone. Data: Eikon, Thomson Reuters

Ook securitizing past in dit plaatje van het spreiden van risico, en zeker in de VS lijken financiële instellingen enkel nog leningen uit te schrijven met de bedoeling om deze te herverpakken en van hun balans te halen. De balans van banken wordt zo artificieel vrijgemaakt waardoor deze hun leverage kunnen verhogen en het individueel risico wordt afgeschoven op het systeem. Het *originate and distribute* model (Pilkington, 2009) lijkt in de Eurozone wel beperkt te blijven in vergelijking met de VS, maar de Europese Commissie en de ECB proberen deze markt wel aan te zwengelen om de bankbalansen te verlichten (via



maatregelen binnen het *Capital Markets Union* project). De grafiek hierboven geeft een duidelijk groeiende tendens weer in de Eurozone, waarbij de piek van 2007 al is overschreden. Deze data van Thomson Reuters lijken echter wel inconsistent met de hieronder getoonde data van Eurostat. Deze laatste geeft voor de laatste twee jaar een daling aan van de hoeveelheid financiële derivaten. Dit kan wijzen op het flagrante tekort aan detail in de gerapporteerde data, of op het feit dat de nieuwste derivaten niet in de handen van klassieke banken zijn.

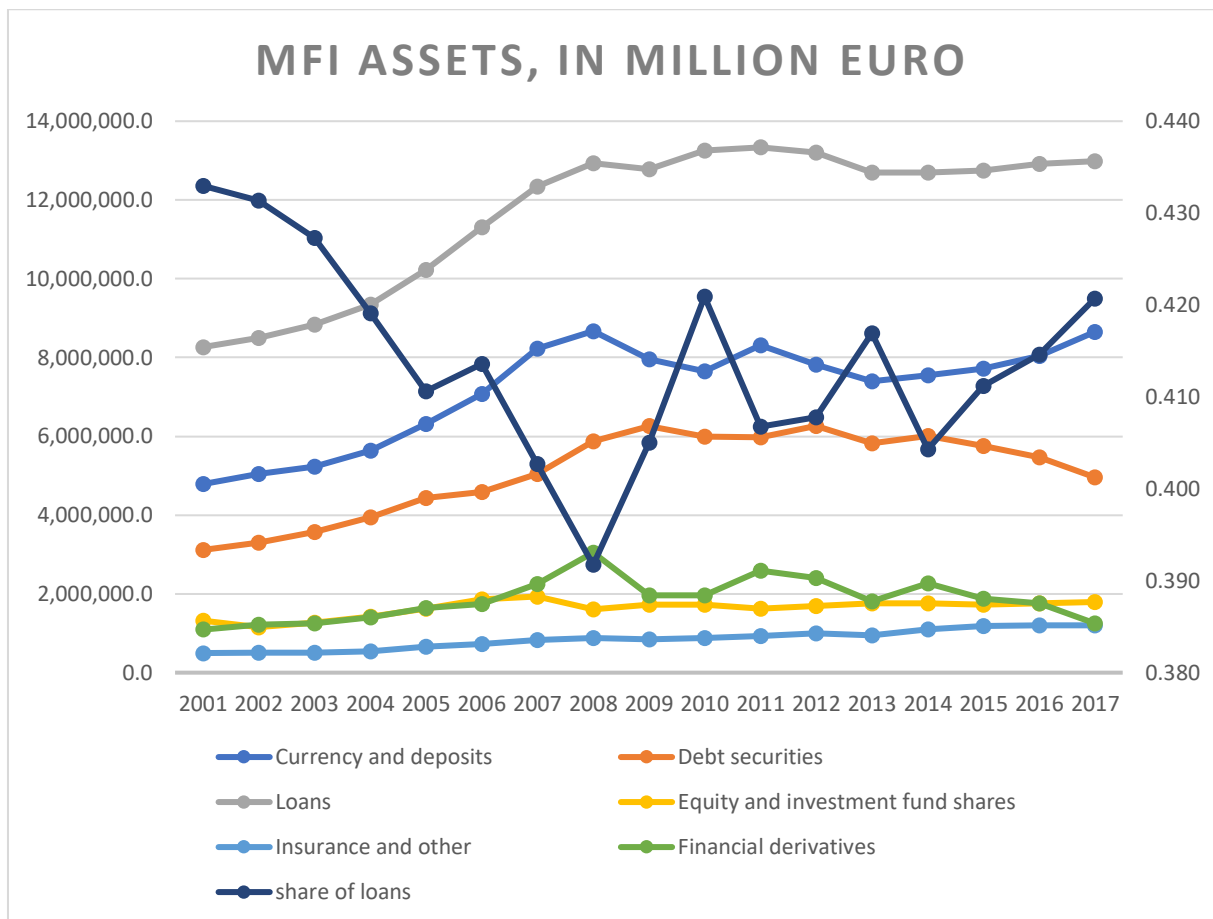
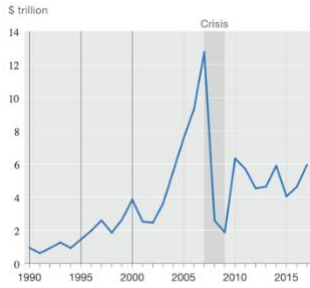


Figure 8. Assets of EA monetary financial institutions (except central bank). Data: Eurostat.

Een eerste indicatie hiervoor is het aandeel van leningen in de totale activa van de banken. Op de grafiek hierboven merken we in de jaren voor de crisis een frappante groei van de activazijde (van 19.000 miljard naar 30.000 miljard, met een piek van 33.000 miljard in 2008) die niet hoofdzakelijk werd gedragen door de groei van de leningen aan huishoudens of niet-financiële bedrijven, niettegenstaande dat leningen veruit verantwoordelijk blijven voor het grootste deel van de balans. Dit wordt geïllustreerd door de sterke daling van de ratio van bankleningen over andere activa tot aan de crisis. Deze ratio valt van 0,43 in 2001 naar 0,39 in 2008, om dan weer toe te nemen tot 0,42. Dit betekent dat ondanks de extreem lage rentevoeten de ratio niet meer aan het niveau van voor de crisis geraakt. Boring banking lijkt dan toch een relict uit het verleden. Een goede indicator voor een veranderend business model zou een dalend aandeel van het inkomen uit intrestspread ten opzichte van het totale inkomen. In hoeverre stammen winsten nog voort uit de intrestspread (en dus uit leningen) en in welke mate worden andere inkomensbronnen door de banken aangeboord. Helaas zijn hier geen data over beschikbaar, noch bij Eurostat, noch bij de ECB.



Daarnaast zijn er nog een aantal ontwikkelingen aan de gang. Zo zijn de internationale kapitaalsromen van de Eurozone banken bijna gehalveerd sinds 2007 (Lund et al., 2017), en zijn deze banken zich steeds meer aan het terugplooiën op binnenlandse markten (“Shadow banking grows while lending trails,” 2017). Ook de zeer sterke opkomst van passieve indexfondsen zoals Blackrock kunnen voor conceptuele en reële uitdagingen zorgen, maar dit valt buiten het bestek van deze paper.

Figure 9. Worldwide gross capital inflow. (“What has and hasn’t changed since the global financial crisis?,” 2018)

Uit deze beperkte data van de financiële sector kan niet worden afgeleid dat dit wijst op een toename van de mate van de financialisering. Toch moeten hier een aantal kanttekeningen bij geplaatst worden. Ten eerste merk ik dat ik niet voldoende onderricht ben in de werking van de financiële markten om een passend oordeel te kunnen vellen over de verschillende ontwikkelingen die aan de gang zijn. Ten tweede blijven een aantal belangrijke discussies buiten het bestek van deze paper. Zo worden noch shadow banking noch de internationale financiële stromen hier in detail bestudeerd en wordt er ook niet gekeken naar de concrete effecten van het uitzonderlijke monetair beleid op de financiële sector. Dit zijn nochtans essentiële elementen om de veranderingen binnen de financiële sector in kaart te brengen en te verklaren. Ten derde hypothekeert de heel beperkte mate van detail in de data van zowel de ECB als van Eurostat grondig onderzoek naar de staat van de financialisering in de financiële sector. Dit is een significant probleem dat ook wordt aangegeven door onderzoekers van de ECB zelf (Bakk-Simon et al., 2012), en dat gemakkelijk zou kunnen worden opgelost.

Ten slotte, en veel belangrijker, behelst financialisering veel meer dan de ontwikkelingen van de financiële sector alleen. Het fenomeen bestuderen aan de hand van de hierboven vermelde indicatoren ontziet een belangrijke dimensie ervan, misschien wel de belangrijkste. Financialisering is een systemische transformatie die de distinctie tussen de reële en financiële sfeer van de economie vertroebelt. Krippner gaf in het bovenvermelde interview eveneens toe dat deze metriek van de financialisering slechts een uiterst nauw beeld geeft van de transformatieve eigenschappen van financialisering (Krippner et al., 2017). Zo vatten deze grafieken en data niet de complexiteit van de interrelatie tussen financiële en reële sector. In het volgende segment wordt deze complexe relatie tussen beide sferen onderzocht, en proberen we een beeld te scheppen van de mate waarin en de manier waarop de niet-financiële bedrijven in de Eurozone zijn gefinancialiseerd. Dit aspect van de financialisering zal wel uitvoerig worden uitgediept en zal belangrijke inzichten bieden in de staat en de aard van de financialisering. De exploratie van de ontwikkelingen in de niet-financiële sector zal van pas komen in het derde hoofdstuk dat zal pogen een definitie te geven van het renteniersinkomen en deze zal operationaliseren.

## De financialisering en het niet financiële bedrijf

*The disciplinary power of the share price, coupled with executive remuneration aligning managerial decisions with shareholders' expectations, means that corporate control is now ultimately configured upon the exigencies of markets, rather than other possible objectives for the corporation - (Horn, 2017, p. 283)*

De revolutie van de jaren '70 (Mertens & Vermeiren, 2018) werd getekend door een verschuiving van de conceptie van de grote niet-financiële bedrijven (NFB). Het bedrijf als eigen entiteit ontbond in een portefeuille van liquide activa die continu moesten worden geherstructureerd om de waarde ervan (de beursprijs van het aandeel) te maximaliseren, dit is wat Crotty de *portfolio view of the firm* noemt (Crotty, 2005b). Deze evolutie past perfect in Epsteins definitie van de financialisering, het belang van financiële motieven en narratieven in de bedrijfsstrategie en communicatie was nog nooit zo groot. Bovendien consolideert het de autoriteit van de vermogenskrachtigen over andere sociale actoren (de *stakeholders* van het bedrijf) (Jayadev et al., 2018).

De financialisering van de niet-financiële bedrijven betekent concreet dat het aandeel van financiële activa van NFB ten opzichte van al hun activa toeneemt, dat financiële investeringen reële investeringen verhinderen (een vorm van outcrowding), dat het inkomen uit financiële activiteiten een groeiend aandeel vormt van het totale inkomen en dat aandeelhouders ten nadele van werknemers een groter deel van de koek krijgen toebedeeld (Crotty, 2005b; Davis, 2014; G. A. Epstein, 2005; Horn, 2017; William Lazonick, 2014; Palley, 2014; Sakinc, 2017; Stockhammer, 2004). Dit houdt in essentie dus een toegenomen financiële oriëntatie van de NFB in, zonder daarbij te veronderstellen dat NFBs de rol van de financiële sector opnemen, maar dat er wel een opgang is van financiële motieven binnen de NFBs, in lijn met Epsteins definitie van financialisering. Ook het narratief van NFB is gefinancialiseerd aangezien de maximalisatie van shareholder value dominant is geworden inzake hoe bedrijven *zouden moeten* worden geleid (Aalbers, 2017). Dit gefinancialiseerd narratief weerklinkt zowel binnen als buiten het bedrijf. Analisten van gerenommeerde financiële tijdschriften zoals The Financial Times of The Economist begonnen in de jaren '90 de performantie van managers en CEOs te meten aan de mate waarin ze shareholder value hebben weten te creëren (Froud, 2006; William Lazonick & O'Sullivan, 2000; Sakinc, 2017). Dit uit zich in een transformatie van het management waarbij "*managers no longer [are] considered as skilled professionals but as agents of shareholder value maximation*" (Deutschmann, 2011, p. 358). Het profiel van de CEO volgt deze ontwikkeling: sinds de jaren '80 worden NFB steeds vaker geleid door een CEO met een financiële achtergrond (Fligstein, 2013).

Deze financiële oriëntatie onderwerpt de niet-financiële sector aan de verwachtingen en de eisen van de financiële markten, wat kan leiden tot kwetsbaarheid van het bedrijf voor de instabiele fluctuaties van deze laatste (Aalbers, 2017). De spectaculaire groei van het gebruik van stock options om de belangen van het management in lijn te brengen met die van de financiële markten is eveneens een sterke indicatie van deze financialisering. Ook de praktijk van de *share buybacks* om de *return on equity* (ROE) op te krikken past perfect binnen Epsteins definitie van de financialisering toegepast op de NFB. Dit verhoogt de constante financiële druk naar korte termijn winst en onderwerpt de bedrijfsstrategie aan externe controle (Horn, 2017). In deze paper zal echter minder worden ingegaan op de potentieel nefaste economische consequenties van deze evolutie (zoals bv een maatschappelijk tekort aan reële investeringen en dus economische groei, de nadruk op de korte termijn of financiële

instabiliteit), noch op de politieke macht van financiële actoren zoals credit-rating agencies, maar eerder op de relevantie van dit fenomeen voor de politiek-economische inkomensdistributie tussen klassen. De maximalisatie van de prijs van het aandeel gaat vaak ten koste van werknemers, zowel in de vorm van reële lonen als van bijvoorbeeld de werkdruk. Maar ook andere aspecten van de financialisering hebben nefaste gevolgen op de werknemersklasse. Zo wijst Alvarez bijvoorbeeld via een econometrische studie op de directe nefaste gevolgen van de afhankelijkheid van Franse NFBs van financieel inkomen op de lonen van de werknemers in deze NFBs en de bredere inkomensongelijkheid in het land (Alvarez, 2015). Hetzelfde resultaat wordt bekomen door onder andere Duenhaupt en Hein die dit (indirecter) aantonen voor Duitsland, Spanje en de VS (Dünhaupt, 2012; E. Hein, 2015; Eckhard Hein et al., 2017).

In dit hoofdstuk zet ik uiteen in welke mate de NFB in de Eurozone zijn gefinancialiseerd, en vooral op welke manier dat zich uit. Er circuleren in de literatuur verschillende hypothesen, ik zal deze overlopen en toetsen voor de Eurozone. Ik begin met een beschouwing van een belangrijk element in de literatuur en dat is de ideologie van de *shareholder value*. De dominantie van deze ideologie bij het management toetsen we op een indirecte manier aan de hand van de prevalentie van M&A, share buybacks, stock options en een maatstaf voor de planningshorizon van de aandeelhouders. Hierna zal worden getoetst in welke mate NFB in de Eurozone zijn gefinancialiseerd in de zin dat ze steeds meer gelijkenissen vertonen met een financiële instelling. Dit heeft betrekking op het inkomen dat ze purely uit financiële investeringen dan wel uit productieve activiteiten, en dus met de investeringen van deze bedrijven in financiële activa dan wel in productiecapaciteit of onderzoek. Ten slotte kijk ik naar de uitgaande distributie van de winsten en in welke mate deze vloeien naar financiële markten en aandeelhouders dan wel naar werknemers of de investeringscapaciteit van de bedrijven. Dit zijn allemaal belangrijke indicatoren voor de financialisering van de niet-financiële bedrijven die elkaar niet per se uitsluiten maar wel een verschillende dimensie van het fenomeen in kaart brengen. Dit doen voor de Eurozone in het licht van de (soms conflicterende) literatuur over de Amerikaanse bedrijven is het opzet van de volgende twee secties. Er wordt vaak vanuit gegaan dat financialisering minder diep of verregaand is in continentaal Europa dan in de VS, maar de breedte van de studies die worden gevoerd over de Amerikaanse economie wordt bijlange na niet gereproduceerd in de continentaal-Europese context. De eerste studies, die vaak de Duitse economie centraal plaatsten, leken te wijzen op een eerder incrementele overname van de Amerikaanse management praktijken die worden geassocieerd met de *shareholder value* ideologie (Jürgens et al., 2000; Stadler, Matzler, Hinterhuber, & Renzl, 2006). Deze auteurs wezen op een gestage transitie waarin de verschillende *stakeholders* nog steeds hun zeg hadden (Jackson, Höpner, & Kurdelbusch, 2004; Vitols, 2004). Recentere analyses spreken dan weer van financialisering in stroomversnelling tijdens de eeuwwisseling en de jaren die daarop volgden (Dünhaupt, 2012; E. Hein, 2015; Eckhard Hein & van Treeck, 2008; Stockhammer, 2004). Maar vaak blijft het onderzoek fragmentarisch, over een bepaald deelaspect van de financialisering en beperkt tot een aantal landen. Een uiteenzetting van de staat van de financialisering van de NFB in continentaal Europa als geheel blijft helaas uit. Hieronder probeer ik deze lacune op te vullen met de beschikbare data voor de Eurozone.

## De aandeelhouder en de discipline

Het aandeel van een bedrijf is een eigendomstitel waarmee in theorie controle kan worden gevoerd op de werking van het bedrijf. Echter is het zo dat sinds het ontstaan van de *joint-stock company*, de aandelen pro-rata worden verdeeld waardoor het eigendom en de controle

de facto worden gescheiden, wat in marxistische literatuur al meer dan een eeuw als een vereiste wordt gezien voor de onpersoonlijke sociale entiteit van kapitaal en haar zelfvoedende natuur van accumulatie (Lapavitsas, 2013). Maar de scheiding wordt stilaan ongedaan gemaakt: “*severance [of ownership and control] is now being reversed through a reconstitution of this link through the market*” (Van Apeldoorn & Horn, 2007, p. 213). In de mainstream economische literatuur is het fenomeen gekend als het onderscheid tussen principal (aandeelhouder) en agent (management), waarbij beiden verschillende belangen zouden kunnen navolgen wat inconsistent zou kunnen zijn met winstmaximalisatie (Froud, 2006). Om de predominantie van de *principal* (en zijn belangen) te garanderen moet de *agent* gedisciplineerd worden om als enige maatstaf voor succes de maximalisatie van de waarde van het aandeel te hanteren. Deze visie geeft vorm aan het fundament van de ideologie van de *shareholder value*, volgens vele auteurs de epithese en drijvende kracht achter de financialisering (Crotty, 2005b, 2009; G. A. Epstein, 2005; G. A. Epstein & Jayadev, 2005; Lapavitsas, 2013; Orhangazi, 2008; Sakinc, 2017; Stockhammer, 2008). Shareholder value orientation vervelde van een antwoord van agency-theoretici op een managementprobleem naar een allesoverheersende maatstaf die losstond van de productieve performantie van het betrokken bedrijf (Erturk et al., 2005; Sakinc, 2017). Volgens Lazonick and O’Sullivan staat er in *The OECD principles of corporate governance* zelfs letterlijk dat: *corporations should be run, first and foremost, in the interests of shareholders* (William Lazonick & O’Sullivan, 2000, p. 14).

De agent kan ten eerste worden gedisciplineerd via de constante dreiging van een vijandige overname, waardoor het management constant een oog moet houden op de beurswaarde van het bedrijf. De beurs vervelde van een hulpmiddel om kapitaal op te halen naar een plek voor de circulatie van aandelen als financiële houdgrepen op bedrijven. De aandelenbeurs werd een heuse *market for corporate control*, waarbij vooral de sterke opmars van institutionele investeerders op zoek naar bovengemiddelde kapitaalwinsten een doorslaggevende factor was (Crotty, 2005b). De overnames werden grotendeels gefinancierd via obligaties (schuld), wat de schulden en de invloed van de financiële markten deed toenemen. Bovendien moesten potentiële slachtoffers zich wapenen tegen dit risico door, eveneens via schulden, eigen aandelen op te kopen (*share buybacks*) om de waarde ervan op te krikken, of extra dividenden uit te draaien (zodat huidige aandeelhouders hun aandelen niet zouden verkopen). Het resultaat was een spectaculaire toename van de bedrijfsschuld in de Verenigde Staten (Crotty, 2005b).

*For instance, rising debt among large firms is accompanied by a dramatic increase in repurchases of their own stock. Stock repurchases have received considerable attention in reference to the shareholder value movement* - (Horn, 2017, p. 281)

De officiële rationale achter deze vele overnames was het verbeteren van de productiviteit, de innovatie en het functioneren van deze bedrijven, maar dit bleek in de feiten niet te zijn gebeurd (Dymski, Epstein, & Pollin, 1993). De vele overnames slaagden er wel in de *portfolio view* van de NFB bij het management op te leggen, de planningshorizon van deze bedrijven te verkorten en de oorlog te ontketenen met de andere stakeholders van het bedrijf want druk vanuit de financiële markten werd stelselmatig beantwoord door *offshoring*, *outsourcing* en *downsizing* (Crotty, 2005b). De bedrijfsstrategie is verschoven van het *retain and reinvest* model, naar dat van *downsize and distribute* (William Lazonick & O’Sullivan, 2000).

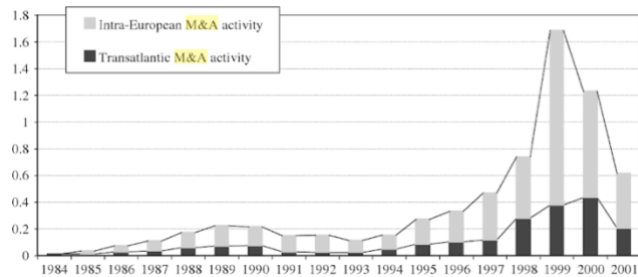


Figure 10. European takeovers, total value in trillion US\$. (Renneboog & Duffhues, 2006, p. 16).

Toch worden er vraagtekens geplaatst bij het bestaan van een *market for corporate control*. Pound (Pound, 1992) stelde in 1992 dat takeovers door middel van de uitgifte van *junk bonds* echt wel iets van de jaren '80 was, dat nu discussie en gesprek de basis vormen voor de relatie tussen de principal en de agent. Dat leek wat voorbarig gezien de de volgende M&A golf toesloeg in de jaren '90 en de kapitaalmarkt bestendigde als een market

for corporate control (Renneboog & Duffhues, 2006). Maar ik interesseer me vooral in de Europese situatie die wordt gekarakteriseerd door meer geconcentreerd eigendom van bedrijven en zwakkere kapitaalmarkten, maar waar M&A in de jaren '90 toch even welig tierden als in de Verenigde Staten (Renneboog & Duffhues, 2006, p. 15) en zelfs in toenemende mate gefinancierd werd via schulden. Geconcentreerd eigendom staat niet per se in contradictie met de these van de *market for corporate control*, omdat dominante aandeelhouders evenzeer onderworpen worden aan de disciplinerende van de waarde van het aandeel.

*“Institutional investors adopt a purely financial perspective, or what in Marxian terms we would call the perspective of money capital”* (Van Apeldoorn & Horn, 2007, p. 218) Dit perspectief gaat gepaard met de afwezigheid van enige loyaliteit ten opzichte van het bedrijf waarvan de instelling een belangrijke aandeelhouder is. Bij traditioneel Europese dominante aandeelhouders kan meer loyaliteit worden verwacht, maar *“there is evidence that they too – under the increasing pressures as well as temptations of the capital market – come to adopt a money capital perspective”* (Van Apeldoorn & Horn, 2007, p. 218). Deze auteurs merken in de jaren 2000 een sterke toename in de M&A in continentaal Europa, vooral in de vorm van vijandige overnames, maar het niveau blijft onder dat van de VS (Van Apeldoorn & Horn, 2007). Deze auteurs benadrukken dat de *market for corporate control* een politiek construct is dat wordt gedreven door specifieke beleidsbeslissingen. Volgens hen is de Europese Commissie aan het ijveren om deze te faciliteren en te verdiepen, in de Europese context.

Een tweede manier om de distinctie tussen principal en agent te doen verdwijnen is door de belangen van het management gelijk te stellen aan die van de eigenaars via beloningen in *stock options*, of *stock incentive plans* in het algemeen. Een beloning in aandelenopties vormt een uiterst sterke motivering voor managers om deze aandelenprijs (kortstondig) de hoogte in te stuwen. Dit is goed voor de aandeelhouders, maar het valt te betwijfelen of andere stakeholders, of het bedrijf zelf, er even wel bij varen. Het gebruik van aandelenopties is dus een sterke indicator voor de financiële oriëntatie van de niet financiële bedrijven en verdiept de inkomensongelijkheid aangezien de reële lonen in dezelfde periode (het tijdperk van de Amerikaanse financialisering) stagneerden of zelfs achteruitgingen, wat de ongelijkheid sterk verdiepte. De laatste jaren is het gebruik van aandelenopties hevig bekritiseerd, zeker vanuit linkse academische hoek. Zelfs los van de inherente impact op ongelijkheid, beargumenteren auteurs als Froud en Erturk bijvoorbeeld dat de feitelijke loonongelijkheden in bedrijven die aandelenopties gebruiken in geen enkele mogelijke definitie van de productiviteit van het management te verantwoorden zijn op basis van de prestaties van de bedrijven (Erturk et al., 2005). In de VS scheert deze praktijk hoge toppen (Crotty, 2005b; Erturk et al., 2005; Froud,



2006) en heeft een aantal schandalen met zich mee gebracht<sup>7</sup>. Dit heeft ook bij mainstream economen tot kritische noten geleid. Niet echt over het gebruik van stock options op zich, maar over de manier waarop deze optimaal kunnen worden ingezet om de waarde van het aandeel (wat in hun ogen gelijk staat aan de performantie van het bedrijf) te maximaliseren. Zo sprak Alan Greenspan zich kritisch uit over managers die ondanks een slechter dan gemiddelde prestatie toch grote winsten boekten dankzij de algemene opwaartse beweging van de beurs (wat in contradictie lijkt te zijn met de efficiëntie van de waarde van het aandeel als graadmeter voor performantie, maar soit) (Zattoni, 2007). Volgens Zattoni (2007) vormen *stock options* zelfs de ruggengraat van de Amerikaanse economie en dienen deze het machtige management in de belangen te laten werken van de vele kleine aandeelhouders.

Maar hoe zit dat in de Eurozone, waar vaak één, of een paar, aandeelhouders dominant zijn (Arnault, Porsche, ...) in het beursgenoteerde bedrijf en dus gemakkelijk controle kunnen voeren over het management (Enriques & Volpin, 2007)? Een dergelijke vorm van corporate governance brengt zijn eigen schandalen mee<sup>8</sup> met misbruik door de dominante aandeelhouder. In de late jaren '90 en vroege jaren 2000 werden *stock incentive plans* door de Europese autoriteiten gezien als een manier om deze problemen op te lossen. De Europese Commissie geeft een overzicht van de veranderde wetgeving rond *stock options* in de lidstaten om deze aantrekkelijker te maken (European Commission, 2003). Aandelenopties kwamen dus in het vizier van Europese bedrijven en autoriteiten net op het moment dat ze onder de loep werden genomen door de Amerikaanse financiële pers, autoriteiten en publieke opinie (Zattoni, 2007). Dit ging dus vooral over grote beursgenoteerde bedrijven, maar de laatste jaren ijveren allerlei tech start-ups voor een laksere wetgeving (lagere belasting) rond aandelenopties om Europa aantrekkelijker te maken voor getalenteerde hoogopgeleide mensen (Ghosh, 2019).

Het eerste dat opvalt is dat noch Eurostat, noch de ECB noch een andere publieke Europese instelling deze data rapporteert. Vervolgens is het al heel snel duidelijk dat de hoeveelheden aandelenopties in de VS en de EU gewoonweg niet vergelijkbaar zijn, zo kenden de 200 grootste Britse bedrijven in 2003 een bedrag toe van 74£ miljoen, terwijl de CEO van Disney in hetzelfde jaar een optie van 348£ uitoefende (Bruce, Buck, & Main, 2005). In de landen van de Eurozone spelen andere stakeholders namelijk een veel grotere rol dan in de Verenigde Staten (Orhangazi, 2008). De macht van de vakbonden blijft op een veel hoger peil waardoor de al te extravagante dispariteiten achterwege blijven. Toch heeft de aandeelhouder in de Eurozone zijn macht weten te consolideren gedurende de laatste decennia, dit vaak ten koste van de werknemers. Dat er een stijgende trend is in de compensatie van CEOs op basis van de marktwaarde van het aandeel is een zekerheid (Pecce, 2017). In Frankrijk is dit het geval bij 50% van alle bedrijven, het laagste aandeel is te vinden in Spanje, met 15%. In de volgende sectie maak ik gebruik van de weinige beschikbare gegevens om een schatting te maken van het gebruik van stock options in de Eurozone.

Wat betreft de verkorte planningshorizon van aandeelhouders kan worden gekeken naar de stock turnover ratio, dit is de ratio van de waarde van verhandelde activa over de totale marktkapitalisatie in de Eurozone. Deze geeft een indicatie van de mate waarin aandelen worden gehouden om een lange termijn relatie op te bouwen met het bedrijf in kwestie. Een hoge stock turnover ratio wijst op een nadruk op de korte termijn financiële waarde van het aandeel – en dus op de financiële motivatie van het houden van een aandeel, zie de definitie

---

<sup>7</sup> Zie voorbeelden zoals Enron of Worldcom.

<sup>8</sup> Zie bijvoorbeeld Parmalat.

van Epstein - waarbij de langere termijn prestatie van het bedrijf in kwestie uit het oog wordt verloren.

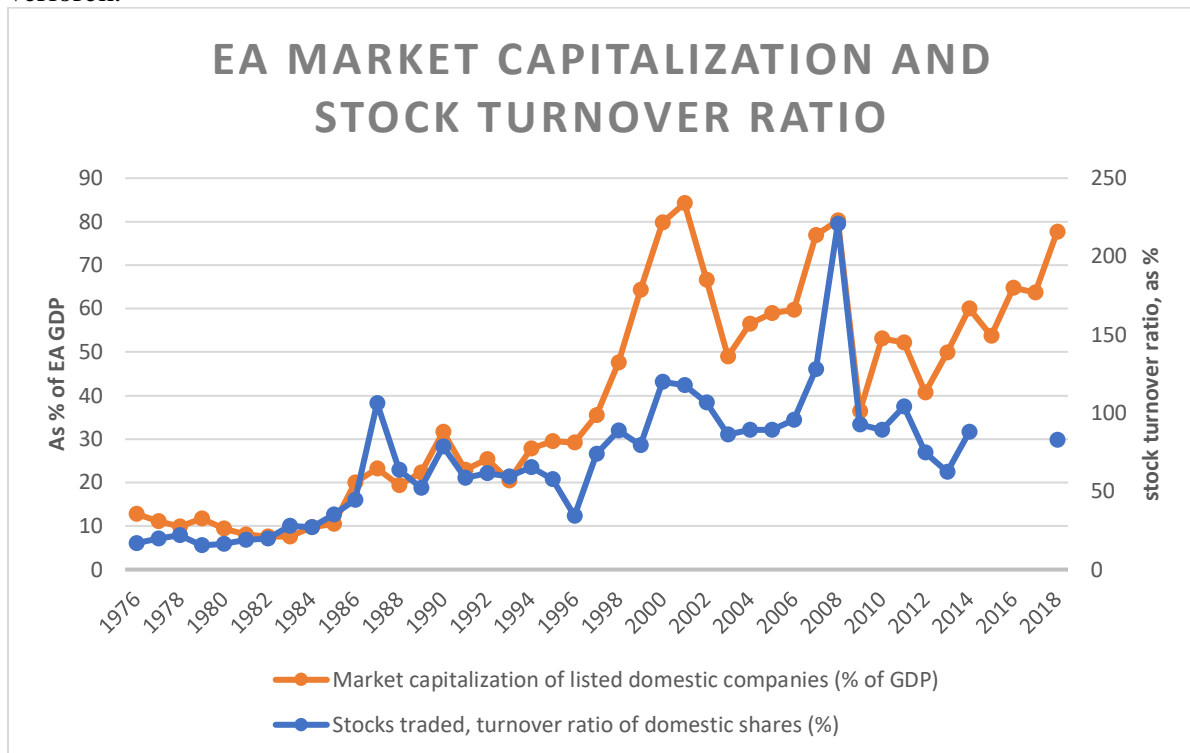


Figure 11. EA market capitalization and stock turnover ratio. Data: World Bank.

De cijfers van de Wereldbank tonen relatief hoge waarden van deze ratio in de Eurozone, met een zeer uitgesproken piek net voor en na het hoogtepunt van de financiële crisis, wat te verwachten valt. Het is opmerkelijk dat in de paar jaar voor de crisis de ratio enorm de lucht inschoot ondanks een eveneens piekende beurskapitalisatie, wat een buitenproportionele stijging van het speculatieve motief inhoudt en waarschijnlijk een uiting is van de grote zeepbellen in de economie. Nadien merken we een relatief stabiele ratio die schommelt rond de 80% terwijl de beurskapitalisatie weer sterk toeneemt. Hoe hoger de ratio hoe korter aandelen gemiddeld worden bijgehouden en dus hoe groter het belang van de korte termijn fluctuaties van de prijs van het aandeel en hoe kleiner het belang van de lange termijn ontwikkelingen van het desbetreffende bedrijf zelf.

### Het dividend en het financieel inkomen

De *portfolio view of the firm* (Crotty, 2005b) geldt niet enkel van buitenaf. De eigenaar van een aandeel kan aanspraak maken op een deel van de winsten (het dividend), en dat bovendien gemakkelijk te verhandelen is op de kapitaalbeurzen. Lapavitsas concludeert daaruit dat: “*Ownership of capital becomes impersonal, delimited from other personal property, and easily transferable*” (Lapavitsas, 2013, p. 153). NFB zijn zelf belangrijke aandeelhouders van ander NFB en beschouwen elkaar dus eveneens als een bundel activa waar financiële winst uit te halen valt. Lapavitsas beschrijft het zo: “*even the profit remaining after the lenders have been paid off could also acquire a financial character*” (Lapavitsas, 2013, p. 153). Krippner (Krippner, 2011) toont voor de Amerikaanse NFB dat deze steeds meer investeren in financiële markten en daar dan ook een winststrategie in zien. Zo lijkt het financiële overall in te sluipen: in de verloning van het management, in de financiële operaties om het eigen aandeel op te krikken en in de investeringsstrategie van het bedrijf. Concreet zou dit dus betekenen dat niet-financiële bedrijven zich enerzijds steeds meer gaan gedragen als



financiële instellingen en dus een groeiende aandeel van hun inkomen zouden halen uit financiële investeringen ten opzichte van hun traditionele productieve activiteiten, en een groeiend aandeel van hun inkomen zouden investeren in dergelijke financiële producten (Aalbers, 2017; Crotty, 2005a; Davis, 2014; G. R. Krippner, 2011; Orhangazi, 2008; Stockhammer, 2008). Anderzijds groeit de macht van de financiële markten en van de aandeelhouder over de uitgaven van het niet-financiële bedrijf. Hieronder worden de verschillende aspecten uitgelicht.

### *Financiële inkomsten van de niet-financiële sector*

Ten eerste kijken we naar wat Krippner (2011, p. 34) het portfolio inkomen noemt. Interessant lijkt me de ratio van dit financieel inkomen over het totale inkomen van de NFB, Krippner definieert dit als het *portfolio income* gedeeld door de *corporate cash flow*. Het eerste is het inkomen uit rente, dividenden en capital gains, het tweede is de winst vermeerderd met de opzij gelegde tegoeden voor de depreciatie van fysiek kapitaal<sup>9</sup>. Krippner vindt voor de Amerikaanse economie een zeer sterke opwaartse trend, en stelt vast dat de ratio enerzijds veel minder stabiel is dan tijdens de Gouden Jaren, en anderzijds dat de ratio eind de jaren '80 vijf keer groter was dan gedurende Gouden Jaren (G. R. Krippner, 2011, p. 36). Veruit de belangrijkste component van dit portfolio income blijkt rente te zijn. Ook de financiële investeringen, gemeten als ratio van de *acquisition of financial assets to acquisition of tangible assets*, kennen een sterke opwaartse trend (G. R. Krippner, 2011, p. 39).

Toch zijn niet alle auteurs het eens met deze stelling. In een recent empirisch onderzoek van de Amerikaanse economie betwist Rabinovich (Rabinovich, 2018) de stelling dat NFB steeds meer lijken op financiële bedrijven, zowel wat betreft de compositie van hun activa als die van hun inkomen. Hij noemt dit de *financial rentieralization hypothesis* (Rabinovich, 2018, p. 3) en stelt dat deze wel degelijk kan gelden voor grote individuele bedrijven zoals aangetoond in Froud (Froud, 2006), maar dat er geen sprake is van een geaggregeerde trend zoals beweerd wordt door auteurs zoals Krippner of Crotty. Hij wijst er ten eerste op dat de geobserveerde sterke toename van financiële activa voor een groot stuk te verklaren valt door de internationalisering van het productieproces aangezien het gros van deze financiële balans te wijten is aan buitenlandse directe investeringen (vooral in de vorm van M&A). Dit reflecteert volgens hem ten tweede op het feit dat het aandeel van het financieel inkomen in het totale inkomen relatief stabiel is gebleven, op ongeveer 2,5%. Zelfs wanneer hij afstapt van geaggregeerde data en louter kijkt naar de grootste bedrijven ziet hij geen significante toename van het financieel inkomen, ook al ligt het aandeel ervan wel iets hoger, op 3,5% voor de grootste 0,05% bedrijven. Bovendien liggen de financiële uitgaven van NFB veel hoger dan de inkomsten, waardoor NFB netto verlies maken op hun financieel inkomen. Hij concludeert daar dus uit dat niet financiële bedrijven niet zijn gefinancialiseerd in de zin dat het financiële investeringsmotief domineert, of dat ze zich gaan gedragen als banken of financiële instellingen, of in elk geval dat als hun strategie financieel zou zijn, deze fallikant onwinstgevend is. Een eerste kanttekening hierbij is dat het netto financieel deficit niet de bewering ontkracht dat NFB meer inkomen puur uit financiële activiteiten. Zelfs tegen de *financial rentieralization* these en dus de these dat NFB nieuwe banken zouden zijn geworden biedt het weinig argumentatie daar veruit de grootste financiële uitgavepost het dividend is

---

<sup>9</sup> deze componenten zijn louter boekhoudkundig verschillend omdat ze in de VS onder een andere belastingscategorie vallen (tegoeden voor kapitaaldepiciaties worden niet belast om reële investeringen te stimuleren). De werkelijke winst van bedrijven is in de VS hoger dan wat ze rapporteren door deze boekhoudkundige handigheid.

(zie verder), wat een keuze is van het bedrijf en juist wijst op de toegenomen macht van de aandeelhouders, een essentieel element van de financialisering. Bovendien denk ik niet dat iemand beweerde dat NFB banken waren geworden, maar dat auteurs als Krippner en Crotty louter wezen op het feit dat het financiële motief haar intrede heeft gedaan bij NFB, en dat op zowel management, investerings- en inkomensniveau. Want dat is de essentie van de financialisering van het niet-financiële bedrijf.

Hoe zit het nu met de cijfers in de Eurozone? Op basis van een analyse van de recente data uit de Eurozone neigen we eerder naar de conclusies van Krippner, mits een fundamentele kwalitatieve verandering in het financieel inkomen. We bekijken het *property income* van de niet financiële bedrijven in de Eurozone en zien een zeer sterke toename in absolute cijfers, van 250 miljard euro in 1999 naar 650 miljard in 2007. Na de crisis zakt het cijfer licht en komt in 2018 uit op een slordige 630 miljard.

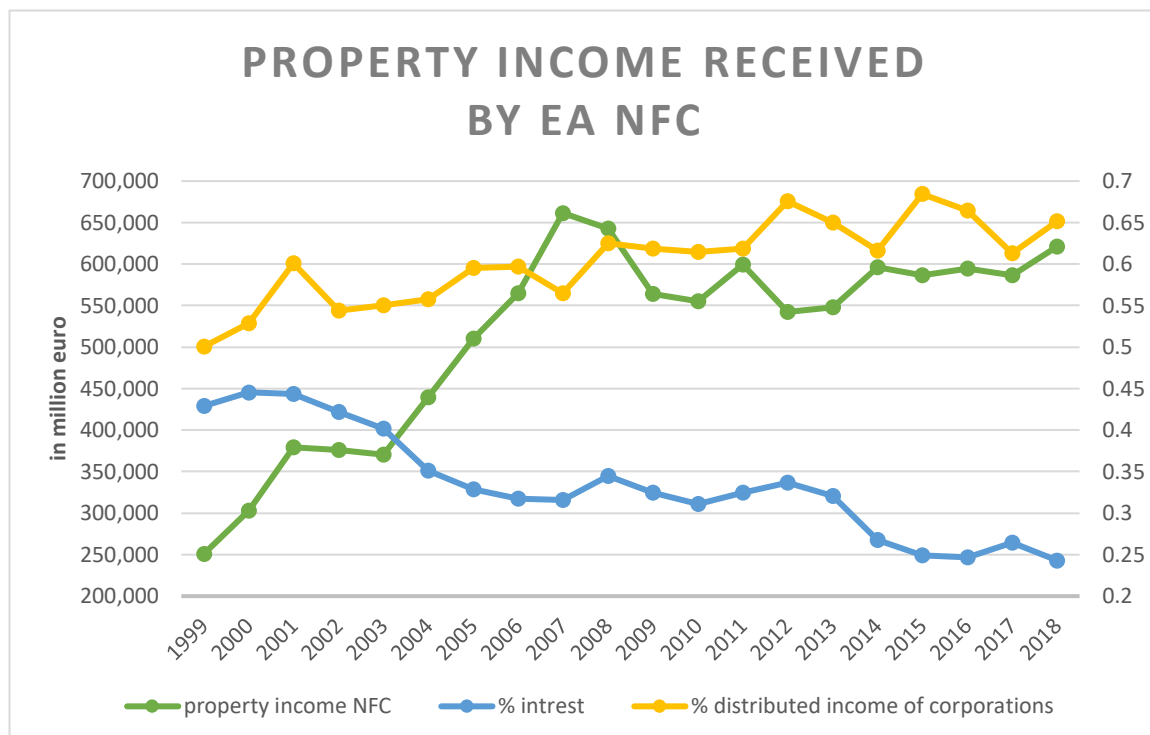


Figure 12. Property income received by the Euro Area non-financial sector and it's main components. Data: Eurostat

Maar wat zijn de componenten van dit inkomen? Het *property income* wordt door Eurostat gedefinieerd als het inkomen uit interesten (op leningen), dividenden, verzekeringen, huurinkomsten en *reinvested earnings on foreign direct investments*. Hiervan zijn renteinkomsten en dividenden veruit de belangrijkste elementen (samen goed voor bijna 90%), waaruit volgt dat *property income* zit vervat in Krippner's *portfolio income*. In een verklarende nota van Eurostat zelf wordt gewezen op de insignificantie van het aandeel van het inkomen uit "reinvested earnings on foreign direct investments" dat in de periode na de crisis strandt tussen de drie en de negen percent van het *property income*, waarbij het de jongste jaren schommelt rond de acht percent.

In de VS vormde interest veruit de belangrijkste bron van financieel inkomen, gevolgd door *capital gains* en er was slechts een luttel 5% weggelegd voor inkomen uit dividenden (G. R. Krippner, 2011, p. 38). In de Eurozone lijkt het plaatje omgekeerd. Het is vooral het sterk

toenemende aandeel van dividenden in het inkomen en de sterke absolute stijging ervan dat opvalt en de financialiseringstheorie van Crotty en Krippner voor de Eurozone in omgedraaide vorm lijkt te bevestigen. Waar in 1999 het aandeel van het dividend slechts instond voor 50% van het *property income*, stijgt dit aandeel geleidelijk tot 65%, terwijl het financieel inkomen in dezelfde periode met zeker 130% is gestegen. De sterke simultane daling van de renteinkomsten in de meest recente periode kan waarschijnlijk worden toegeschreven aan het monetair beleid, maar dit betekent dat de stijging van het absolute cijfer van het financieel inkomen sinds 2013 volledig te wijten is aan de dividendinkomsten. Dit is een uiting van enerzijds de toename van de financiële investeringen van NFB in de aandelen van andere NFB en anderzijds van de hieronder geobserveerde stijgende lijn in de absolute hoeveelheid dividenden die worden uitgekeerd. Er lijkt zich dus een kwalitatieve verandering te hebben voorgedaan binnen de gefinancierde economieën, waarbij rente een steeds minder belangrijke rol speelt en de fakkel wordt gedragen door beursaandelen en corresponderende dividenden.

Een belangrijke opmerking bij deze cijfers is het hiaat van de *capital gains*, deze worden hier niet meegerekend terwijl dat bij Krippner wel het geval was. Het is ook waarschijnlijk dat deze eveneens significant zullen zijn in het financieel inkomen, gewezen op de sterk groeiende marktkapitalisatie van aandelenbeurzen en de hoge stok turnover ratio die we in het vorige hoofdstuk hebben gezien. Het feit dat NFB zodanig veel inkomen halen uit dividenden betekent dat ze over grote aandelenportefeuilles beschikken en dus over vele opportuniteiten om *capital gains* te realiseren in het voordelig beursklimaat van de laatste decennia.

Maar deze absolute aantallen zeggen op zich niets over het belang van het *property income* in het totale inkomen van de sector. Om Rabinovich's (Rabinovich, 2018) kritiek te testen voor de Eurozone berekenen we het aandeel van het *property income* op het totale inkomen. Als maatstaf gebruiken we hiervoor de toegevoegde waarde, die bestaat uit het verschil tussen output en de kosten van de primaire producten, zonder intermediaire consumptie. Deze toegevoegde waarde is dus ongeveer gelijk aan de winst voor belastingen, de loonkosten en intrestbetalingen van de niet-financiële sector en is gelijkaardig aan Rabinovich's gebruikte noemer. Waar Rabinovich (2018) het heeft over een stabiele schommeling rond twee à drie percent, schommelen de cijfers voor de Eurozone tussen de negen en de zeventien percent. We merken op dat het inkomen uit eigendom voor de hele niet-financiële sector equivalent is aan 36% van de belastbare winst (net entrepreneurial income), wat in lijn ligt met Krippners cijfers die ook gebruik maakten van een maatstaf voor de belastbare winst. Stockhammer (Stockhammer, 2004) maakte eenzelfde oefening voor Frankrijk, Italië en Duitsland met data over de periode 1960-1996. Hieruit bleek dat de sterke groei van het aandeel van dividenden en intresten in de *operating surplus* al was ingezet in de jaren '80 door de hoge rentevoeten, dan kort zakte, maar vooral in de jaren '90 een grote sprong nam. In deze meer recente groei herkennen we de kwalitatieve verandering van het financieel inkomen van NFB die blijkt uit onze data. Er is een verschuiving gaande van intresten naar dividenden.

Ook al is er een neerwaartse trend merkbaar over de laatste paar jaar, deze wordt louter veroorzaakt door de sterke stijging van het totale inkomen van de NFB, en niet door een daling van het *property income*. Zoals uit bovenstaande figuur is gebleken is dit de laatste jaren gestagneerd of terug licht gestegen. En ondanks de recente daling van de ratio blijft deze nog steeds hoger dan in 1999 en lijkt er een heropleving plaats te vinden in 2018.

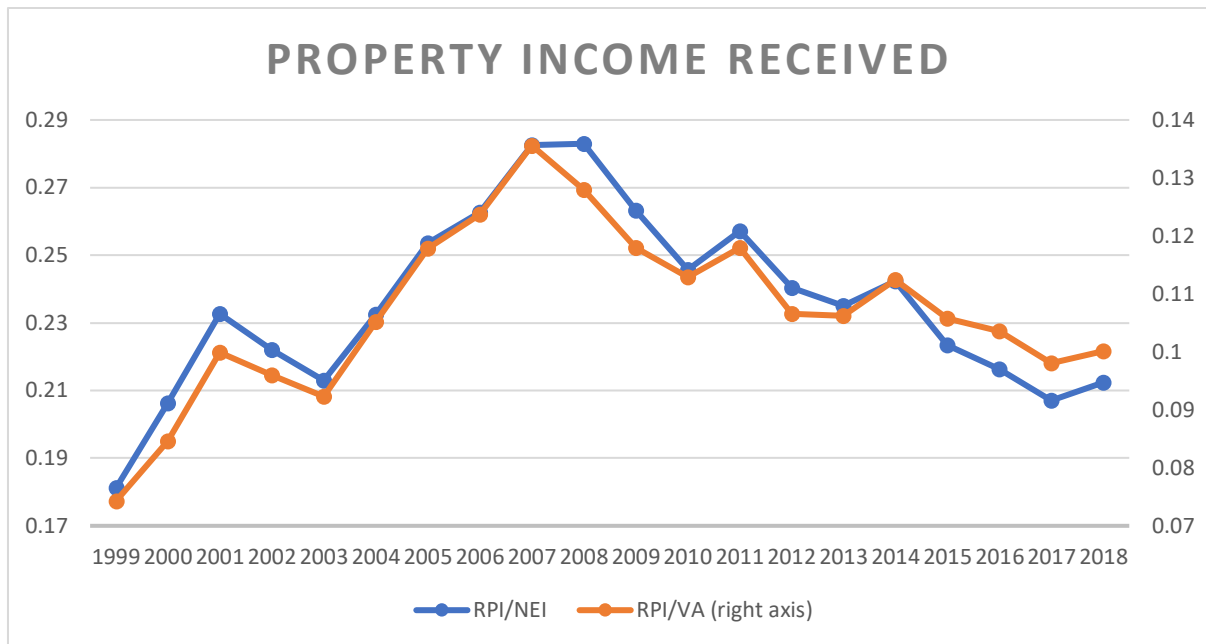


Figure 13. Property income received on value added and net entrepreneurial income of EA NFC. Data: Eurostat

Nogmaals wil ik benadrukken dat het hiaat van de *capital gains* waarschijnlijk een onderschatting veroorzaken van de gehanteerde cijfers. Bovendien zijn dit cijfers op basis van geaggregeerde data. Het is welhaast zeker dat de ratio veel hoger zal liggen bij de grootste gevestigde bedrijven zoals deze in de BEL20 of de CAC40 dan in de gemiddelde KMO, maar de beschikbare data beperken de mogelijkheden van een intrasectorale opdeling van de niet-financiële sector.

Het is voorts interessant om vast te stellen dat de winsten van de sector de laatste vier jaar blijkbaar veel sneller zijn gestegen dan de toegevoegde waarde, wat blijkt uit de veel meer uitgesproken daling van de oranje lijn ten opzichte van de blauwe. Dit heeft belangrijke gevolgen voor de volgende indicatie voor de financialisering van NFBs, de *property income, paid*. Want er moet natuurlijk niet louter naar de inkomenszijde worden gekeken, maar ook naar de uitgaven. Drie vormen van financiële uitgaven worden hieronder besproken, de eerste twee zijn vormen van financiële betalingen aan aandeelhouders, enerzijds als *share buyback*, en anderzijds als *property income paid*. Ten slotte kijk ik naar wat de NFB doen met hun retained earnings en in welke mate ze investeren in de reële dan wel financiële economie.

#### *Financiële uitgaven van de niet-financiële sector*

*Share buybacks, of stock repurchases*, zijn een belangrijk element van de *shareholder value orientation* van de niet-financiële bedrijven en worden gedreven of door de dreiging van een vijandige overname, of door de compensatie van het management via stock options, of gewoon als uiting van de macht van de aandeelhouders over de niet-financiële sector. Volgens Lazonick (William Lazonick, 2014) is deze praktijk gedurende de laatste 25 jaar “*systemic and massive*” geworden. In de VS werd in 2018 het record aan buybacks van 2015 verbroken, met een hallucinante waarde van meer dan 1000 miljard dollar (Egan, 2018). Deze gestage groei van het volume van de buybacks loopt gelijke tred met de gestage daling

van de investeringen in “*equipment and structures*”, wat nefast is voor de lange termijn reële economie (McGrath, 2019). Maar dit verhaal geldt niet louter voor de Verenigde Staten.

In Europa zijn de dereguleringen die dit soort praktijken mogelijk maken er pas gekomen in de jaren '90 en begin de jaren 2000 (Sakinc, 2017). Uit een onderzoek van de Europese Centrale Bank blijkt ook dat share buybacks in de Eurozone pas vanaf de eeuwwisseling echt verankerd geraakten als reguliere praktijk, en sindsdien een stabiel aandeel vertegenwoordigen van de geaggregeerde winsten van de bedrijven in de Eurozone (European Central Bank, 2007; Rixtel & Villegas, 2015). Dit wijst nogmaals op de gesequentialiseerde golven van financialisering in de VS en Europa - en sindsdien scheert de praktijk ook hier hoge toppen zonder echter in de buurt te komen van de schaal in de Verenigde Staten. Opvallend is wel dat continentaal Europa niet minder share buybacks uitvoert dan de UK, wat wel wordt verwacht in de literatuur (Stienen & Castiglionesi, 2017). Dit is nogmaals een aanwijzing dat continentaal Europa wat betreft bepaalde vormen van de financialisering vaak niet moet onderdoen voor de Angelsaksische landen, in tegenstelling tot de verwachtingen van de literatuur. Bovendien blijkt dat een toename in het aantal share buybacks gepaard gaat met een grotere uitgifte van bedrijfsobligaties, waaruit blijkt dat deze vaak gefinancierd worden door schuldpapier (Rixtel & Villegas, 2015).

In de Eurozone zijn data op geaggregeerd niveau helaas niet beschikbaar. Wel onderzocht Sakinc (2017) de situatie op basis van de S&P Europe 350 index, die ongeveer 70% van de marktcapitalisatie in de Europese Unie vertegenwoordigt. Op de Europese markt is de piek van voor de crisis nooit weer geëvenaard en lijkt de praktijk voor deze 298 bedrijven gestabiliseerd te zijn rond de 64 miljard dollar per jaar (in 2015). Sakinç (Sakinc, 2017) wijst – net als het onderzoek van de ECB (European Central Bank, 2007, p. 107) - echter op de voorkeur van Europese bedrijven voor dividenden die in dezelfde periode gemiddeld hoger lagen dan in de VS, wat ook zal blijken in de volgende sectie. De optelsom van dividenden en opgekochte eigen aandelen tikt in 2015 volgens Sakinc (2017) aan tot 110% van het netto inkomen van deze bedrijven, en daar zijn intrestbetalingen nog niet aan toegevoegd. De optelsom van dividenden en share buybacks voor deze bedrijven is in de VS en Europa min of meer gelijkaardig. Sakinc (2017) wijst erop dat de discrepantie tussen Europa en de VS in Figuur 7 na de crisis vooral te wijten is aan de euro-dollar wisselkoers en niet aan de stagnatie van het volume aan share buybacks. De eigenlijke waarden liggen zeer dicht bij elkaar (Sakinc, 2017). Dat kan ook worden gezien in Figuur 8, de hoeveelheid buybacks in Europa stijgt weer na de crisis, zonder weliswaar de piek van 2007-2008 opnieuw te bereiken (Stienen & Castiglionesi, 2017). Dit duidt opnieuw op een gelijkaardige *shareholder value orientation* aan beide zijden van de Atlantische Oceaan. Op basis van deze indicator moet de algemeen aanvaarde these dat Europa minder gefinancialiseerd zou zijn dan de VS dus

worden weerlegd.

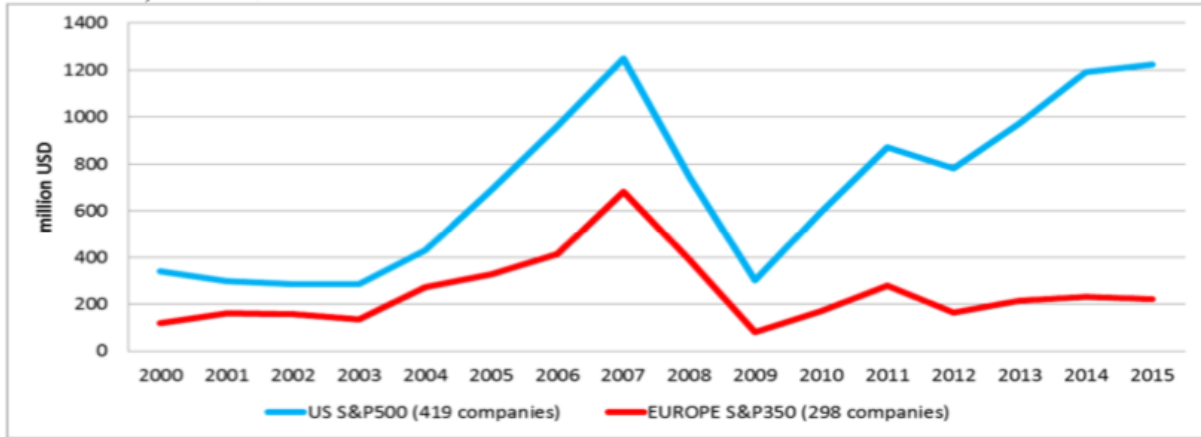


Figure 14 Average share repurchases of 419 US S&P500 and 298 S&P Europe 350 companies. (Sakinc, 2017, p. 13)

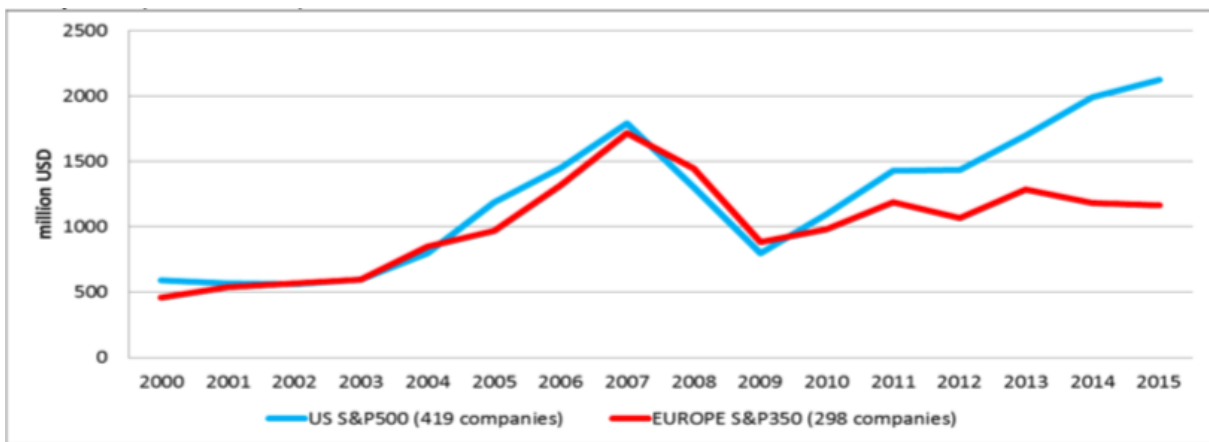


Figure 15: Average share repurchases + dividends of 419 US S&P500 and 298 S&P Europe 350 companies. (Sakinc, 2017, p. 13)

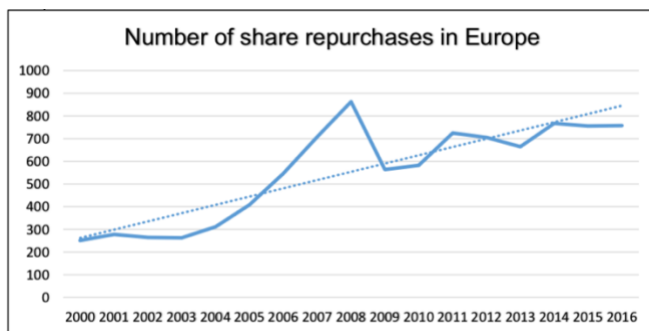


Figure 16. Hoeveelheid share buybacks in Europa. Bron: (Stienen & Castiglionesi, 2017, p. 18)

De officiële rationale achter share buybacks is om een ondergeëvalueerd aandeel weer op te krikken, maar de data weerleggen dit. Stock repurchases en hoge dividenden volgen de aandelenindex in Europa in een bijna één

op één relatie (Sakinc, 2017, p. 14). Meer nog, de bedrijven die zich het meest toeleggen op share buybacks zijn eveneens de bedrijven die het minst goed presteren op het gebied van omzet, winst en investeringen (European Central Bank, 2007).

Ten tweede moet er worden gekeken naar de uitgavezijde van de *property income* balans. De *property income paid* - die op dezelfde manier wordt gedefinieerd als hierboven maar dan in omgekeerde richting - overstijgt namelijk veruit de inkomenszijde. Dit betekent dus dat de NFB netto financieel inkomen uitbetalen, hoofdzakelijk (70 à 80%) in de vorm van dividenden. Zoals Rabinovich stelde wijst dit erop dat de financial rentieralization these niet opgaat in haar nauwste vorm; NFBs zijn geen banken geworden. Dat neemt niet weg dat deze

een veel sterkere financiële oriëntatie hebben verkregen, in lijn met de algemenere these van de financialisering van de niet-financiële bedrijven.

Analoog aan de inkomstzijde zien we ook bij de uitgaven een (nog) sterke(re) daling van het aandeel van de rentebetalingen, dat zakt van 26% in 1999 naar 14% in 2018. Opvallend is ook dat de andere kleine componenten van property income - huur en reinvested earnings on FDI – een veel kleiner aandeel hebben in de betalingen dan in de inkomsten – respectievelijk één en vier en half procent. De afgetekende koploper aan de betalingszijde is het dividend, d.i. het property income uitbetaald aan de aandeelhouders. Dit is niet alleen in absolute termen gigantisch gestegen – van 542 miljard in 1999 naar meer dan 1000 miljard in 2018 (op een paar miljard na hetzelfde bedrag als gedurende de piek van 2007 en 2008), maar ook in relatieve termen ten opzichte van de totale financiële betalingen. De sterke relatieve toename van het aandeel van het dividend wijst opnieuw op de dalende intrestbetalingen te wijten aan de uitzonderlijk lage rente.

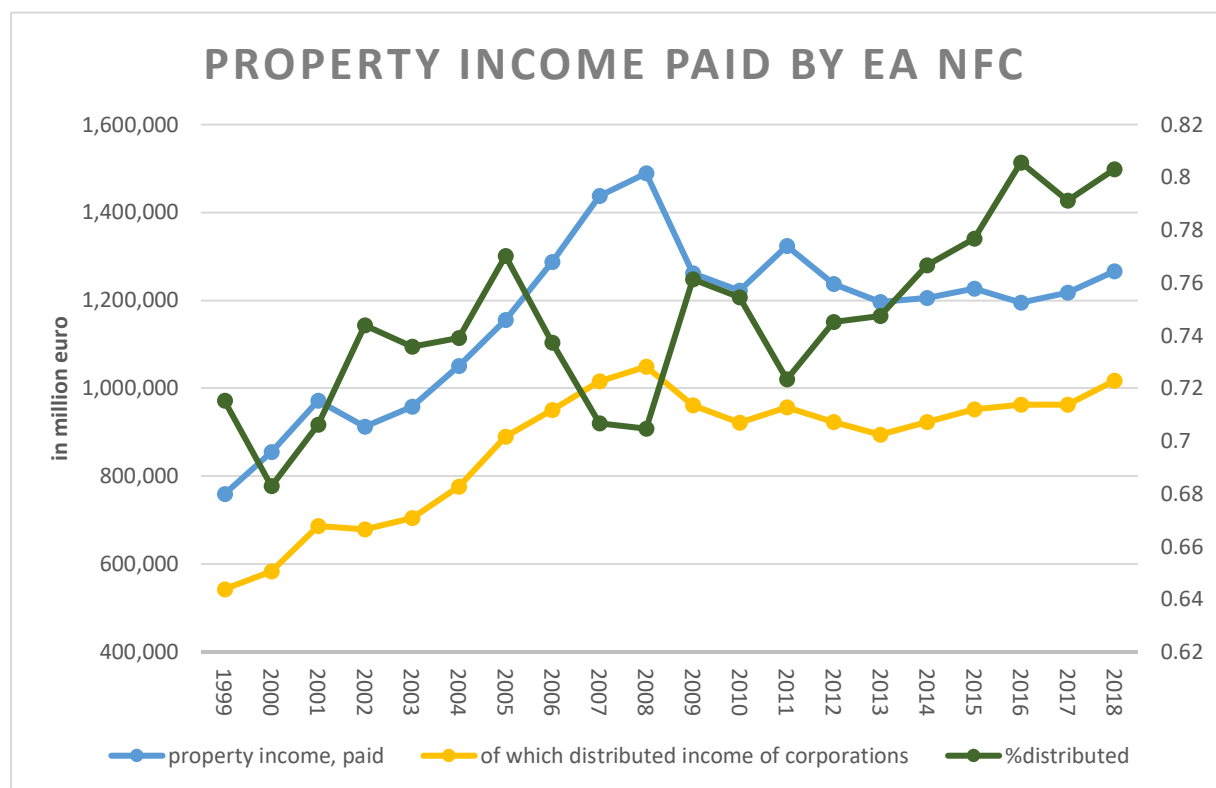


Figure 17. Property income paid by EA NFC and it's main components. Data: Eurostat

Wanneer dit *property income, paid* echter wordt afgezet tegen het net entrepreneurial income doemt er een ander beeld op, dat van een financialisering op haar terugweg. De ratio bleef relatief stabiel maar op een zeer hoog niveau gedurende de periode 1999-2007, maar na de crisis lijkt het aandeel van de financiële betalingen in de totale winst te dalen. Dit wijst ondanks de absolute stijging van de dividendenstroom op een relatieve versoepeling van de houdgreep van de financiële markten.

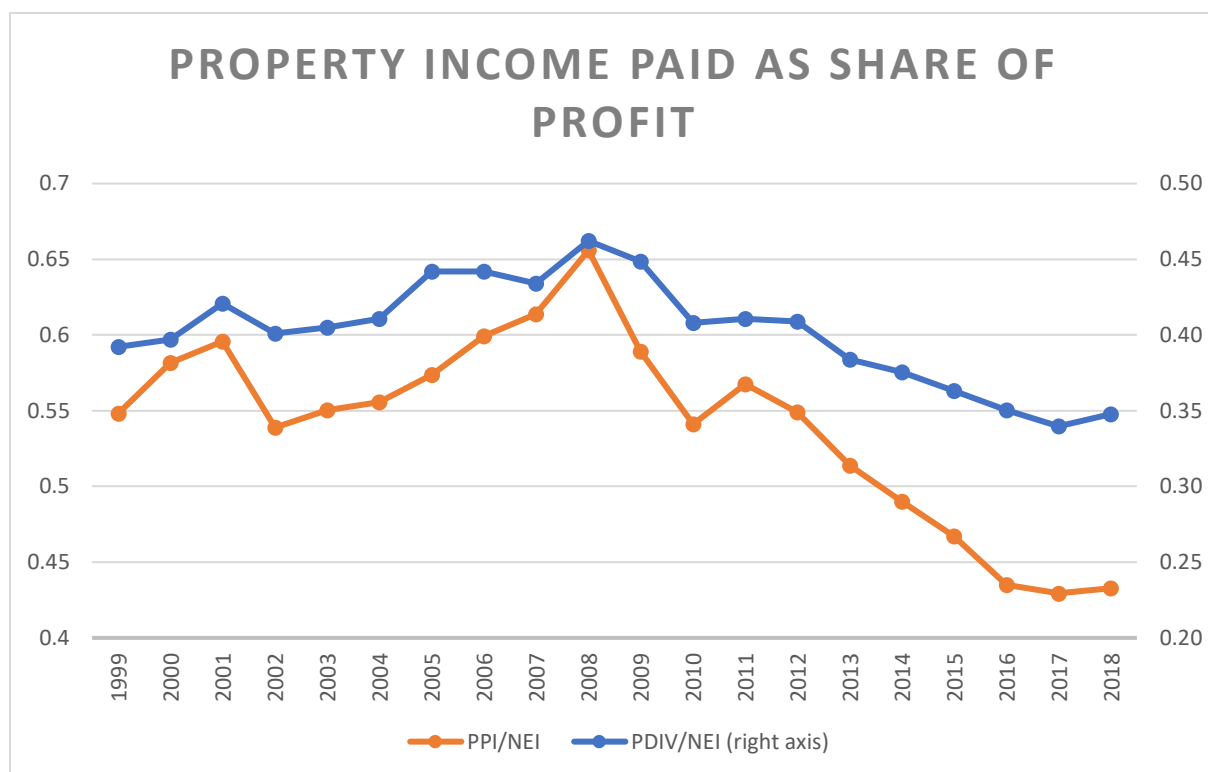


Figure 18: Het aandeel van financiële uitgaven in de winst van de niet-financiële sector in de Eurozone. Data: Eurostat

Dit wijst op een genuanceerde staat van de financialisering van de NFB na de crisis.

### De schuld en de investering

Dit is echter nog niet het hele plaatje van de financialisering, want “*even the profit remaining after the lenders have been paid off could also acquire a financial character*” (Lapavitsas, 2013, p. 153). Lapavitsas heeft het hier wel enkel over de “*lenders*”, maar dit geldt eveneens voor de winst na de uitbetaling van de aandeelhouders. De volgende vraag is dus wat de niet-financiële sector doet met hun toegenomen *retained earnings*. Een deel van de financialiseringsliteratuur heeft het namelijk over een toename in het volume van financiële investeringen door niet-financiële bedrijven. Op basis van hun inkomensstroom kan worden afgeleid dat ze in de Eurozone wel degelijk fors hebben geïnvesteerd in financiële activa (met name in aandelen), maar hoe zit dat in de periode na de crisis. Wat hebben ze gedaan met de extra vrijgekomen cash?

Een eerste indicatie hiervoor is de mate waarin niet-financiële bedrijven investeren in de reële economie. Eurostat noemt de ratio van de *gross fixed capital formation* over de toegevoegde waarde de *investment rate*, die trouwen s van fundamenteel belang is voor het groeipotentieel van en tewerkstelling in de economie. Opnieuw wordt hier het *net entrepreneurial income* (NEI) gehanteerd in plaats van de toegevoegde waarde om deze investment rate te construeren. Deze wordt dan gecontrasteerd met de ratio van de uitgekeerde dividenden over de NEI. Opnieuw merken we in de jaren voor de crisis een trend die typerend is voor de financialisering, en de uitgebreide post-keynesiaanse literatuur rond het verdringen van de reële investeringen (Eckhard Hein & van Treeck, 2008; Palley, 2007; Stockhammer, 2004) lijkt gelijk te geven. Het stijgende aandeel van het dividend gaat gepaard met een (sterker) dalend aandeel van de reële investeringen. Na de crisis merken we opnieuw eerder een



financialisering op haar (lichte) terugweg. Het aandeel van het dividend daalt weer (door groeiende winsten) en dat van de investeringen stijgt weer licht. *Net fixed capital formation* wordt gedefinieerd als de bruto waarde verminderd met de consumptie van *fixed capital*, dit is de waardevermindering van machines, structuren, etc. door het gebruik ervan in het productieproces. De ratio hiervan over de NEI daalt in de jaren 2000 op een gelijkaardig tempo als de bruto variant, waaruit blijkt dat het niet de productie is die heeft geleden onder de financialisering aangezien de consumptie van fixed capital stand hield, maar wel effectief de ratio van de bijkomende investeringen. Na de crisis neemt de ratio een flinke duik om pas vanaf 2014 weer recht te krabbelen, maar zonder het – reeds lage – precrisis niveau te halen.

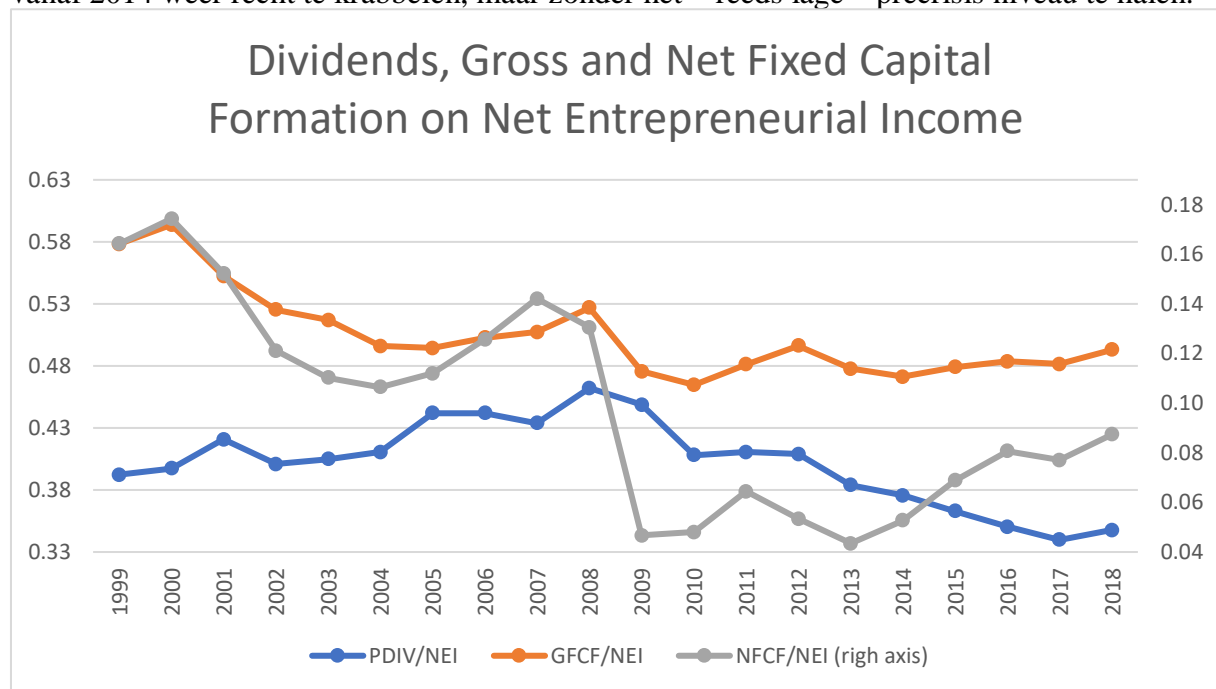


Figure 19. Reële investeringen versus dividenden. Data: Eurostat

Maar deze lichte recente toename van de investeringen lijkt niet significant genoeg om de sterke groei van de winsten na de crisis ten opzichte van de financiële betalingen te kunnen verklaren. Het lijkt erop dat de niet-financiële sector ook meer heeft geïnvesteerd in financiële activa. Eurostat rapporteert de eigen aandelen van een bedrijf als een liability<sup>10</sup> omdat het een schuld is ten opzichte van de aandeelhouders, in de grafiek hieronder heb ik dus deze aandelen afgetrokken van de totale passiva om de schuldpositie ten opzichte van externe actoren te bekomen. Enerzijds valt er op te merken dat de schulden na een periode van relatieve stagnatie na de crisis vanaf 2013 weer sterk toenemen, maar anderzijds schiet het volume van de financiële activa sterk de hoogte in. Het gevolg hiervan is een schijnbaar sterk

<sup>10</sup> Dit staat niet duidelijk beschreven in de definities van Eurostat maar vloeit logisch voort uit een beschouwing van de data.

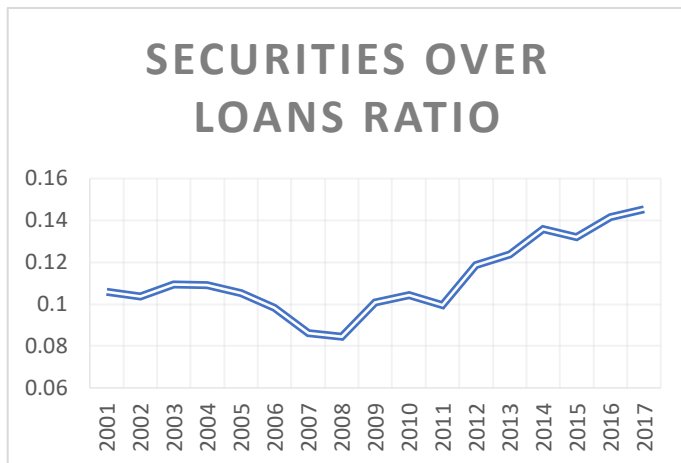


Figure 20. EA NFB passiva, ratio van obligaties over leningen. Data: Eurostat.

dalende schuldgraad in de niet-financiële sector van de Eurozone. Deze gegevens moeten wel met een korrel zout worden genomen want de slechts lichte stijging van de passiva is vooral te danken aan heel sterke stijging van de waarde van de eigen aandelen door de algemene explosie van de beursindexen over de laatste jaren. Wanneer de waarde van het eigen aandeel de hoogte in wordt gestuwd verlaagt de schuldgraad (artificieel) in relatieve termen, terwijl de schuld in absolute termen, of ten opzichte van het BBP, over de hele

periode is blijven toenemen. Schulden die bovendien meer en meer worden gemaakt via de kapitaalmarkten, wat nog een indicatie is van financialisering (Lapavitsas, 2011).

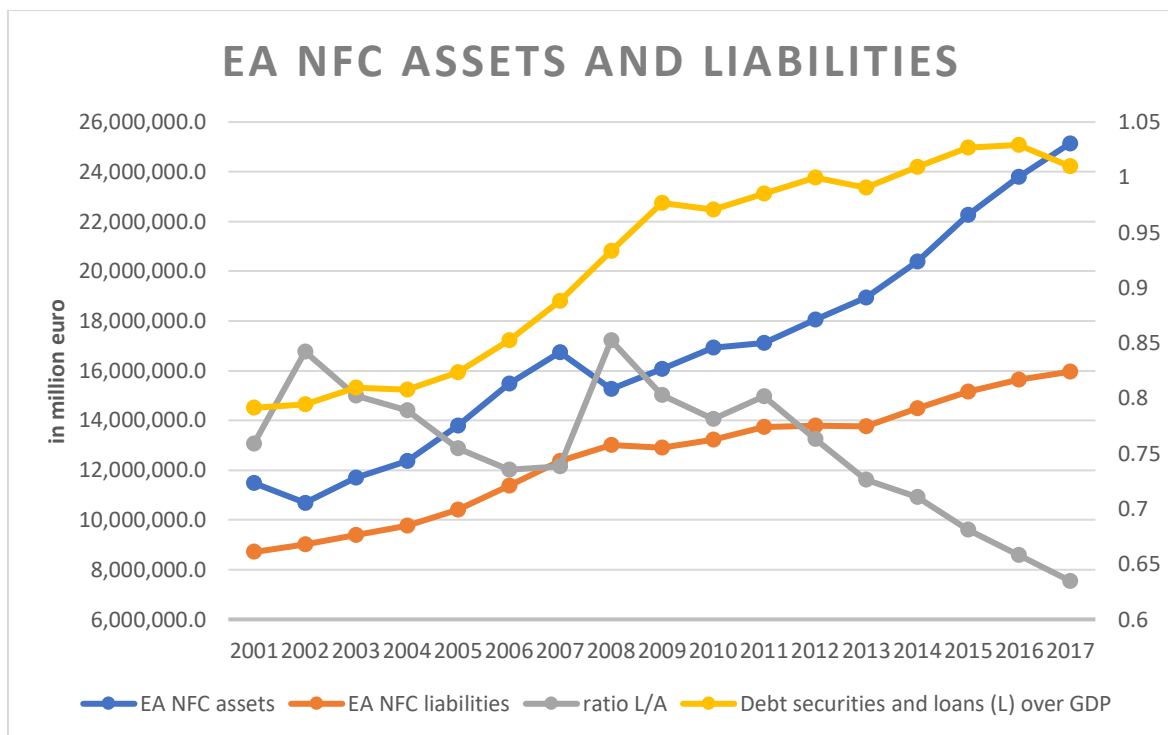


Figure 21. Niet-geconsolideerde balans van activa, passiva en de schuldgraad van NFB in de Eurozone. Data: Eurostat.

Een volgende en laatste stap die moet worden genomen is het analyseren van de activa van NFB. De *financial accounts* van Eurostat rapporteert voor de niet(financiële) sector de transacties van financiële instrumenten. De aankopen van financiële activa worden netto weergegeven wat betekent dat de bruto aankopen van financiële activa worden verminderd met de verkoop van financiële activa, dit geeft ons het *net acquisitions of financial assets*<sup>11</sup>. Deze post wordt voor de niet-financiële sector van de Eurozone weergegeven in figuur 12,

<sup>11</sup> En natuurlijk hetzelfde bij de post "*net incurrence of liabilities*". "Netto" betekent dus de aankoop verminderd met de verkoop van respectievelijk *assets* en *liabilities*.

opgebroken in de verschillende elementen. Dit zijn dus de financiële activa die worden aangekocht door de niet-financiële sector.

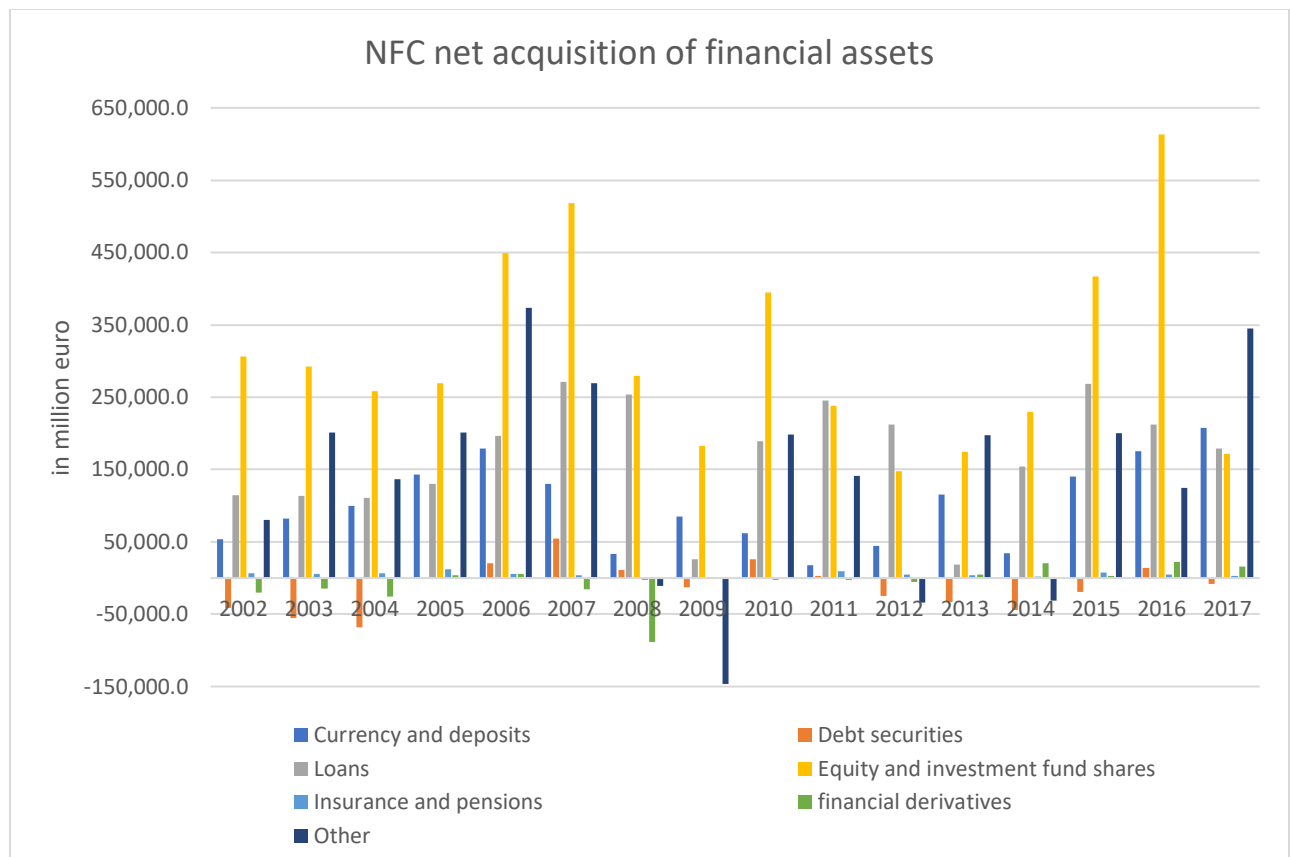


Figure 22. Financiële investeringen van niet-financiële bedrijven. Data: Eurostat.

De financialisering van de niet-financiële sector heeft dus duidelijk verregaande gevolgen voor de inkomensdistributie binnen het bedrijf, binnen de sector, en dus binnen de maatschappij. Winst die wordt uitgedraaid aan aandeelhouders of geïnvesteerd in financiële markten gaat noch naar lonen, noch naar onderzoek of productieve investeringen. Het mag duidelijk zijn dat de beurs al lang niet meer een vehikel is om kapitaal op te halen voor reële investeringen (initial public offering IPO), maar een circuit voor de circulatie van financiële instrumenten en voor de consolidatie van de macht van de rentenier over de niet-financiële sector.

*About 99.3% of the equity stock remains as virtual assets, circulating the financial system [...] Rather than investing, many companies are engaged in returning money to shareholders, either through share buy-backs, or by acquiring companies for cash in takeovers. This is a disinvestment by companies; they are returning investment to the shareholders and reducing the amount of equity, the opposite of a rights issue or IPO - (Silver, 2017, p. 105)<sup>12</sup>*

Wanneer de *buy-backs* en de fusies worden gehouden tegen de nieuwe uitgiftes vertegenwoordigt de aandelenbeurs een kolossaal negatieve investering in de VS (Lordon,

<sup>12</sup> Het cijfermateriaal gaat over de beurs van Londen, maar dat de beurs niet meer hoofdzakelijk dient om geld op te halen voor reële investeringen is een feit dat veralgemeenbaar tot alle beurzen. Zie bijvoorbeeld ook de cijfers voor de Franse beurs (Lordon, 2010).

2010) en in de UK (Silver, 2017), maar eveneens een nuloperatie in het geval van Frankrijk (Lordon, 2010). De beurs brengt dus niets meer bij aan de productieve economie en vertegenwoordigt de extractie van waarde door de rentenier. De hierboven uiteengezette observaties voor de staat van de financialisering van de niet-financiële sector in de Eurozone leidt rechtevreeks tot een vraag die we als maatschappij zouden moeten beantwoorden: “*Et si on fermait la bourse?*” (Lordon, 2010)

## Het renteniersinkomen in de *triple classification of society*

*in the Tract on Monetary Reform (1923), as an examination of ‘the varying social incidence in the value of money’, he proposed a ‘triple classification of society’—the investing class, the business class, and the earning class, who corresponded to the rentiers, the active capitalists (entrepreneurs) and the wage-earners. This might be an oversimplified model of society, but it was clearly a useful one. Keynes admitted that these classes overlap—‘the same individual may earn, deal and invest’—but concluded that ‘in the present organization of society such a division corresponds to a social cleavage and an actual divergence of interest’ — (McKibbin, 2013, p. 90)*

### Een dissectie en operationalisering van het renteniersinkomen

De term *rentier* duikt de laatste 20 jaar steeds vaker op in wetenschappelijke papers en artikels en vormt een essentieel onderdeel van het onderzoek naar de financialisering van de maatschappij. Maar wat is nu juist de *rentier*? En welke delen van de samenleving rekenen we dan tot de *rentier class*, een door Keynes verfoeide maar slecht gedefinieerde klasse van *functionless investors* (hoofdstuk 24 van Keynes, 2017)?

#### Een geschiedenis

Volgens *The New Palgrave: A dictionary of Economics* (Kregel, 1987) ligt de oorsprong van het woord in de Franse overheidsobligaties (*rentes*) en werd deze term gebruikt om de houders daarvan aan te duiden: *les rentiers*. Maar ook elders werd de rentenier sterk geassocieerd met een inkomen uit vast renderende obligaties (meestal overheidsobligaties). Keynes' inconsistente (McKibbin, 2019) visie op de rentenier sloot grotendeels aan bij deze historisch conceptie van de *rentes*, namelijk het inkomen uit langetermijnoverheidsobligaties (McKibbin, 2013; Seccareccia & Lavoie, 2016). Toch circuleerden er ook toen al bredere concepties van het renteniersinkomen. Ook inkomen uit eigendom, *capital gains*, bedrijfsobligaties en intresten uit spaargeld werden soms beschouwd als de karakteristieken van de rentenier. Hier speelde zich dus een ideologische en discursieve strijd om de hegemonie af, want in marxistische en andere kritische politiek-economische kringen kreeg het woord – in haar bredere definitie - al snel een pejoratieve connotatie (McKibbin, 2013). De rentenier werd daar synoniem voor een inactieve, onproductieve *klasse* wiens extractieve activiteit slechts mogelijk was door het onverdiend eigendom van een productiefactor (oorspronkelijk land, en later kapitaal). Ook Max Weber (Weber, 2017) sprak in smalende termen over de rentenier: *In antiquity and the Middle Ages they who received slave or serf rents or in modern times rents from shares or bonds or similar sources, these are rentiers*. De rentenier, als tegenpool van de werknemer en de producent, is moreel verwerpelijk. Zo schrijft George Orwell: *[...] we tamely admit being robbed in order to keep half a million worthless idlers in luxury [while] we would fight to the last man sooner than be ruled by Chinamen* (Orwell, 2014, p. 126).

De normatieve lading van de term veranderde ook bij Keynes over de tijd. Nu nochtans geassocieerd met een virulente oppositie tegen de rentenier definieerde Keynes deze in zijn *Tract on Monetary Reform* uit 1923 (Keynes, 2008) nog als de sparende en investerende

middenklasse, een louter economische agent en essentieel onderdeel voor de vooruitgang van de maatschappij. In *General Theory* (Keynes, 2017) wordt de rentenier een *functionless investor*, iemand die inkomen genereert via het eigendom van kapitaal en de extractie van waarde. Deze rentenier zit bovendien vervat in een conflictueuze distributionele strijd met de “*active earning classes*”, zijnde zowel werknemers als ondernemers (Argitis, 2009). Het einde van de Eerste Wereldoorlog vormde een breukmoment voor de conceptie van de rentenier. Niet alleen had de sparende en investerende middenklasse volgens de *Economic Consequences of the Peace* (Keynes, 2007) zware klappen gekregen, bovendien hadden de oorlogsinspanningen en wederopbouw de overheidsschuld gekatapulteerd tot een zware last. Deze last kwalificeerde Keynes als de maatstaf voor wat het actieve deel van de gemeenschap moest overhandigen aan de renteniersklasse (McKibbin, 2013). Deze rente uit vast renderende overheidsobligaties stelde hij moreel en economisch gelijk aan de inkomsten uit grootgrondbezit (Keynes, 2017, p. 357). Het is na de Wereldoorlog dat de normatieve lading van het woord ook bij Keynes begint te veranderen. De rentenier vervelt tot een kwaadaardige en extractieve klasse die moet worden bestreden door bijvoorbeeld inflatie of een - volgens Keynes rechtvaardigere – kapitaaltaks (McKibbin, 2013). Deze oppositie tegen de renteniersklasse weerspiegelde een veranderde krachtsverhouding in de maatschappij<sup>13</sup>. De pejoratieve lading van het woord rentenier was wijdverspreid, het waren profiteurs<sup>14</sup>. G.F.C. Masterman, een politiek journalist dicht bij Churchill, schreef:

*[...] the Government pays out interest on over six thousand million pounds, owned by the men who stayed at home while the war was won [by those] now lying in half-forgotten graves [...]. - (Masterman, 1922, p. 65)*

Het was in die tijd dat het renteniersinkomen een engere invulling kreeg. Het renteniersinkomen werd door de mainstream gedefinieerd als het inkomen uit overheidsobligaties en specifiek gebruikt om verwarring te voorkomen met het inkomen uit het ter beschikking stellen van kapitaal aan private investeerders (Kregel, 1987). De engere definitie zou dus kunnen worden geïnterpreteerd als een bliksemafleider voor de bestaande maatschappelijke onvrede en de aandacht afleiden van andere vormen van waarde extractie die worden aangeklaagd door socialistische auteurs (Hilferding, 2006) in hun bredere conceptie van de rentenier. Dit wijst op de normatieve en discursieve strijd die er toen werd gevoerd. Het renteniersinkomen had een pejoratieve connotatie gekregen en werd dus enger gedefinieerd om de investerende klasse te behoeden van de publieke schandpaal. De term bleef dus lang een neutraal geladen begrip, een benaming voor een vastgestelde, louter economische, activiteit en werd pas enger gedefinieerd wanneer de normatieve lading ervan verschoof. Een socialistische revolutie was toen een weinig waarschijnlijke maar niet ondenkbare optie waardoor de klassenstrijd ook bij denkers als Keynes binnensijpelde. Het is in elk geval interessant dat Keynes deze categorie niet meer louter bekijkt als een economische agent, maar als een politiek-sociologische klasse verwickeld in een machtsstrijd met de ‘gemeenschap’. Keynes verzette zich tegen de rentenier omdat deze onverenigbaar zou zijn met een goed functionerend kapitalisme gebaseerd op industriële en productieve groei, waarbij Keynes heel duidelijk de distinctie maakte tussen *finance* en *industry*. De macht van de financiële klasse moest worden ingetoomd om de goede werking van het kapitalisme te

<sup>13</sup> Zijn oppositie tegen deze klasse vertaalde zich ook in een oppositie tegen de terugkeer van de goudstandaard aan vooroorlogse waarde aangezien dit een de facto transfer zou inhouden van de gemeenschap naar de renteniers (zeker omdat deze vooral voor de oorlog en aan het begin van de oorlog obligaties hebben opgekocht, en dus voor de inflatie toesloeg).

<sup>14</sup> een woord dat in onze helemaal omgedraaide machtsverhoudingen en hegemonische discours louter van toepassing lijkt te zijn op werklozen of immigranten.

vrijwaren, hij pleitte voor the euthanasia of the rentier (Argitis, 2009). Na de oorlog kreeg de renteniersklasse uiteindelijk haar zin in de Angelsaksische landen: de kapitaaltaks kwam er niet en de staat prefereerde deflatie over inflatie (McKibbin, 2013).

Keynes hanteerde echter een ambivalente en onduidelijke definitie van de rentenier. Alles wat er in de maatschappij fout liep schreef hij toe aan deze klasse (werkloosheid, speculering, onzekerheid, etc.), die hij helaas niet wist te definiëren. Zo plaatste Keynes de aandeelhouder in 1926 bijvoorbeeld uitdrukkelijk niet in het kamp van de rentenier (Keynes, 2004, pp. 213–214), nochtans wel een onderdeel van zijn eerdere definitie van de rentenier als sparende en investerende middenklasse uit *A Tract on Monetary Reform* (Keynes, 2008). Hij mengde losse begrippen als ‘rentenier’, ‘rijke’, en ‘entrepreneur’ door elkaar zonder te preciseren over welke groep mensen hij het nu eigenlijk heeft. Wel vormden de houders van vast renderende obligaties wel telkens de kern van zijn analyse. McKibbin (2013) merkt ook op dat hij niet inging op de potentiële conflicten binnen de ‘renteniersklasse’, noch sprak over de institutionele investeerders die rond 1920 nochtans tweederde van het overheidspapier in handen hadden, tegenover slechts een derde voor individuele investeerders.

Toch maakte hij een *triple classification of society*: een *investing class* (= renteniers), *business class* en *earning class*. Net als Krugman vandaag zag hij op zijn minst het nut in van een dergelijke opdeling. Hij stelt zeer duidelijk dat het beleid dat is gevoerd (deflatie, geen kapitaalbeperkingen en de gerevalueerde goudstandaard) het gevolg is van de ideationele consensus van die tijd. Deze houding is volgens vele kritischere auteurs gegrond in een naïviteit die de krachtsverhoudingen tussen de klassen niet erkent als drijvende kracht achter elke heersende consensus (Keynes, 2004, pp. 213–214). Ook al konden ze de significantie van Keynes’ revolutionaire manier om binnen de neoklassieke economie radicale prescripties te maken wel smaken, voor deze kritische auteurs waagde Keynes zich niet genoeg op het politieke terrein waardoor hij de essentie van de conflictueuze maatschappij onderkende (Baran, 1957). Anderen, de toenmalige hegemonische mainstream, zetten daarentegen zijn economische voorstellen, en vooral zijn gebruik van de term rentenier, weg als louter een politiek project (Gillman, 1955; McKibbin, 2013).

Maar Keynes’ onduidelijkheid over de rentenier is frappant, zeker voor het gewicht dat hij aan het concept gaf in zijn analyses. Garrison (Garrison, 1996, p. 170) schreef dat Keynes *did not know what he meant*. McKibbin (2013) concludeert dat de rentenier voor Keynes inderdaad vooral een politiek sociologische uitvinding was en slechts op de tweede plaats een economische categorie. De normatieve lading van het concept, als profiteurs, was voor hem een hefboom voor het soort beleid dat hij zou willen zien en dat dus per definitie de euthanasie van het construct zou bewerkstelligen. Het is volgens deze auteur dan ook daarom dat zijn conceptie van de rentenier altijd zo vaag is gebleven en over de tijd fluïde bleek te zijn:

*[...] it was then equally easy for him to transform the rentier from the merciless holder of the national debt, as he was in Keynes’s earlier writings, to the timid functionless investor—as he became in the General Theory, even though in the decade in which it [deflation] appeared, the 1930s, returns on rentier income were significantly lower than they had been in the 1920s. — (McKibbin, 2013, p. 106)*

Er bestaat geen twijfel dat de rentenier als sociologisch construct een machtig instrument is in de handen van diegenen die het economisch beleid en het distributioneel conflict over het inkomen willen politiseren en socialiseren. Dat neemt echter niet weg dat het eveneens een



economische categorie is die weegt op het economisch beleid en dus vorm geeft aan een politieke klasse. Maar om deze klasse te analyseren in de Eurozone en om diens politieke en economische relevantie aan te kaarten is een betere en vooral duidelijkere definitie nodig van de rentenier en de renteniersklasse. Dat is het opzet van de rest van dit hoofdstuk. In het volgende segment bekijk ik een aantal deelaspecten van het renteniersinkomen afzonderlijk en probeer ik deze te operationaliseren.

## Rentevoeten en de winst van de financiële sector

*[Keynes' theory of interest is that] interest is the ransom which society pays the owner of capital (the rentier) in order to induce him to invest. — (McKibbin, 2013, p. 100)*

De analytisch gemakkelijkste en historisch onderbouwde vorm van renteniersinkomen is het inkomen uit het uitlenen van geld (intrest), waarbij de rentevoet de prijs voorstelt van de lening. Hoge rentevoeten waren volgens Keynes de doodsteek van de economie omdat de *businessclass* dan minder investeert door de hoge kost van financiering en kapitaal wordt herverdeeld naar de kapitaalleveranciers. Deze kapitaalcrachtigen hebben een lagere *marginal propensity to consume* waardoor een hogere rentevoet de geaggregeerde vraag fnuikt en de druk op de werknemers opvoert de hoge kost van geld te compenseren (Seccareccia & Lavoie, 2016). Sinds Keynes lijkt het renteniersinkomen dus vooral geassocieerd te worden met hoge rentevoeten en het inkomen daaruit. De jaren '80 brachten een heroplevingen in het onderzoek naar de rentier, juist doordat de rentevoeten zo hoog oplaaiden. Empirisch onderzoek naar de Amerikaanse evolutie van de *rentier share*, op welke manier deze ook wordt gedefinieerd, steunt voor een groot stuk op renteinkomsten en kent een sterke toename vanaf de monetaire ommekeer van Volcker in begin jaren '80 (Dünhaupt, 2012; Jayadev & Epstein, 2007).

In hoofdstuk twee zagen we echter dat het renteinkomen in heel de economie aan het dalen is en dat financiële winst niet meer hoofdzakelijk wordt gedragen door intrest. Dit zou kunnen wijzen op de onvolledigheid van Keynes' stelling dat lage rentevoeten uiteindelijk zouden leiden tot de *euthanasia of de rentier*. Dit legt het gebrek aan klassenbewustzijn bij Keynes bloot. Het renteniersinkomen is het product van het distributioneel conflict en dus van de krachtsverhoudingen tussen klassen. Hoge rentevoeten zijn een instrument voor de extractie van waarde, maar in eenzelfde machtsconstellatie zullen lage rentevoeten niet per se leiden tot Keynes' *euthanasia*. De rentenier vindt zijn weg naar de extractie van waarde. De literatuur en de empirische constataties in het vorige hoofdstuk lijken aan te geven dat het zwaartepunt van de extractieve activiteit van de rentenier is verschoven van intrest naar andere vormen van financiële winst, aandelen in het bijzonder<sup>15</sup>. In de laatste jaren, zeker na de crisis, is de academische wereld eveneens overgestapt naar een bredere conceptie van het renteniersinkomen (Dünhaupt, 2012; E. Hein, 2015; Stockhammer, 2009).

De literatuur over de financialisering toont overtuigend aan dat de financiële sector een steeds belangrijkere rol speelt in onze economieën, en dat ook het Europese vasteland deze evolutie heeft ondergaan. Ondanks de groeiende aandacht voor deze kwestie - en de groeiende problematisering ervan - is dit allerminst een nieuwe bevinding. Wanneer Kalecki in zijn befaamde *Political aspects of full employment* spreekt over het renteniersinkomen heeft hij het ook over het inkomen van de financiële instellingen (Kalecki, 1943). Het inkomen van financiële instellingen is dus een belangrijke steunpilaar van het renteniersinkomen (Dolphin, 2012; Dünhaupt, 2012; G. A. Epstein & Jayadev, 2005; G. Epstein, Power, & Abrena, 2003;

---

<sup>15</sup> Dit lijkt te wijzen op de conclusie die ook Ann Pettifor (Pettifor, 2017) trekt, om de renteniers uit te schakelen in de economie is er niet alleen nood aan lage rentevoeten zoals nu maar ook aan een budgettair investeringsbeleid voor volledige tewerkstelling en productiviteitsgroei (Seccareccia & Lavoie, 2016). Enkel zo kan de werknemersklasse haar aandeel in het distributieve conflict heroveren op de renteniers.

Eckhard Hein et al., 2017; Kalecki, 1943), niet louter omwille van de extractieve activiteiten van de sector, maar ook doordat financiële instellingen de politieke actoren zijn die het proces van de financialisering voortstuwen (G. A. Epstein, 2005). Bij deze financiële instellingen speelt rente wel nog een belangrijke rol maar ook bij hen komen de renteinkomsten onder druk te staan waardoor ook zij de kentering hebben meegemaakt naar andere inkomensbronnen.

Dat de financiële sector als geheel moet worden meegenomen in elke analyse van het renteniersinkomen lijkt dus een evidentie. Maar hoe definiëren we dit concreet? Ook binnen de financiële instellingen is er een distributioneel conflict aan de gang. Het geldt dat bij een bank binnenkomt moet namelijk verdeeld worden over drie categorieën: dividenden, personeel en *retained earnings*. De *Financial Times* bericht over de groeiende druk van onvoldane aandeelhouders om de personeelskosten te drukken om de winsten op te krikken en meer uit te draaien in de vorm van dividenden (Jenkins & Mathurin, 2012)<sup>16</sup>. Winst is de meest gangbare operationalisering in de academische literatuur en lijkt dan ook de meest evidente (en gemakkelijke) operationalisering omdat deze zowel de uitgedraaide dividenden als de *retained earnings* van de sector behelst, terwijl de lonen zullen worden gerekend bij de *labour share*<sup>17</sup>. Eurostats *net entrepreneurial income* van de financiële sector (zonder het Eurostelsysteem weliswaar) lijkt het meest aangewezen als databron.

#### Het aandeelhoudersmodel en het dividend

*[le cours de l'action] doit impérativement générer plus de richesse que ne pourrait en procurer l'économie d'endettement et son intérêt ou l'économie productive et son profit. C'est la victoire des rentiers de la finance : le sort de l'entreprise n'est plus conditionné, comme dans la phase fordiste par le compromis salaire-profit négocié, mais par le compromis entre rente et profit imposé par le capitalisme patrimonial. C'est le retour brutal et victorieux des rentiers sur la scène économique mondiale -* (Goumeziane, 2018, p. 21)

Zoals hierboven vermeld beschouwde Keynes het dividend uitdrukkelijk niet als een onderdeel van het renteniersinkomen. Ook Pilkington (Pilkington, 2009) vindt het “prematuur” om de winst van de NFB te rekenen bij het renteniersinkomen zolang niet is vastgesteld dat de *rentier class* een grote hap uit deze dividenden halen. Volgens deze auteur moet er eerst worden gekeken naar de verdeling van dividenden over de verschillende inkomensklassen, waarbij enkel de dividenden die vloeien naar de renteniersklasse kunnen worden meegerekend als renteniersinkomen. Maar deze redenering verschuift enkel het vraagstuk naar de definitie van deze renteniersklasse. Wie maakt er deel uit van deze klasse, als het niet op basis is van het renteniersinkomen? De uiteenzetting over de financialisering van de niet-financiële bedrijven in de Eurozone wijst er juist op dat het aandeel, en het daaruitvolgende dividend, juist een essentieel onderdeel vormt van de gefinancialiseerde economie. Pilkingtons prematuriteit is in het licht van de aard van de financialisering in de Eurozone voorbijgestreefd.

Maar wat is dat nu juist, een aandeel, en kunnen we het conceptueel vergelijken met het schuldpapier? Er zijn natuurlijk belangrijke formele verschillen tussen aandelen en obligaties (of andere vormen van schuld). Een aandeel is een eigendomstitel en de aandeelhouder

---

<sup>16</sup> De titel van het artikel is exemplarisch voor de *bias* in de financiële berichtgeving.

<sup>17</sup> Verder in het hoofdstuk worden de lonen van de financiële sector onder de loep genomen.

investeert kapitaal zonder maturiteitsdatum, zonder vast rendement en met meer risico in het geval van een faillissement. Maar wat belangrijker is in deze discussie over het aandeel en het renteniersinkomen zijn de gelijkenissen tussen schuldpapier en aandelen. Ten eerste vloeien zowel dividenden als interestbetaling voort uit het surplus van het bedrijf en is het kapitaal dat beschikbaar is voor een lening of een investering in een aandeel van dezelfde aard (Lapavitsas, 2013). Ten tweede is de aandeelhouder niet formeel verantwoordelijk voor de dagelijkse werking van het bedrijf waar hij (deels) eigenaar van is, net als de schuldeiser dat niet is. De rol van de aandeelhouder is al lang niet meer die van de investeerder die meestapt in een gedurfd project en er mee vorm aan geeft. Het aandeel is gemuteerd in de zweep die de discipline van het management en de werknemers hoog moet houden en hun activiteit moet richten op het maximaliseren van de waarde van het aandeel. Dit wordt ook geïllustreerd door het feit dat omzet of zelfs winst voor vele bedrijven niet langer de hoofdzakelijke performantieindicator is, maar wel de *return on equity* (ROE). Een aantal bedrijven ankeren hun activiteit en de distributie van de omzet zelfs aan de hand van een vaste target voor de ROE (van bijvoorbeeld 15%). Het wordt voor die bedrijven dan belangrijk om koste wat het kost die doelstelling te behalen, ook al maak je in dat jaar een mindere omzet of zelfs verlies. Dit leidt natuurlijk tot korte termijn beslissingen om de kosten te verlagen (loonkosten verlagen (loonmatiging of delocalisatie), minder winstgevendende processen uitbesteden, etc.), of tot een gebrek aan productieve investeringen die renderen op de langere termijn. Ten derde is het aandeel in essentie even liquide als de (bedrijfs)obligatie, ook al komt het aandeel formeel niet tot maturiteit, een investeerder kan altijd zijn/haar aandeel herverkopen op de kapitaalbeurzen, een praktijk waarin investeringsbanken een belangrijke mediërende rol spelen. De hoge *stock turnover ratio* bewijst dat dit in de praktijk het geval is. Lapavitsas (Lapavitsas, 2013) beargumenteert zelfs dat het aandeel in de eerste plaats een verhandelbaar financieel instrument is waarvan de eigenaar het rendement wilt maximaliseren. Deze verhandelbaarheid komt in de sectie “capital gains” nog aan bod. Lapavitsas vat de gelijkenis tussen aandeel en schuldpapier als volgt samen:

*Equity purchases are an investment of loanable or idle money that commands a return but does not require active involvement in the running of the enterprise. Similarly to lenders, shareholders could potentially secure the return of the capital invested through the resale of equity. The similarity between lender and shareholder implies that, if the lender was thought of as a rentier, the shareholder could also be treated in the same way.* - (Lapavitsas, 2013, pp. 155–156)

Zelfs als zou het dividend enkel moeten worden meegerekend als renteniersinkomen van zodra is vastgesteld dat het vloeit naar een of andere (anders gedefinieerde) renteniersklasse, zoals Pilkington voorstelt (Pilkington, 2009), dan nog moet worden vastgesteld dat dividenden vooral vloeien naar de top. In de VS zorgt de extreem ongelijke verdeling van aandelen ervoor dat de grootste hap van de dividenden niet vloeit naar de kleine spaarder, maar naar een de kleine groep rijken (is dat dan de renteniersklasse?). De concentratie van het inkomen uit dividenden is extreem. Volgens Goumeziane (2018) bezit bijna 50% van de bevolking aandelen, maar slechts 10% van hen (5% van de bevolking) concentreren het eigendom van 90% van de aandelen. In 1998 haalden deze 5% 2200 miljard dollar aan dividenden binnen; wat vergelijkbaar is met 40% van alle lonen in heel de VS, en 10 keer het inkomen van de 36 miljoen laagste inkomens samen<sup>18</sup> (Goumeziane, 2018, p. 21). Ook al was 1998 een outlier, deze concentratie van de dividendenstroom noemt Goumeziane de essentie van het huidige

---

<sup>18</sup> De auteur maakt deze bewering zonder duidelijke referenties naar de gehanteerde data, wat jammer is voor enerzijds de controle en anderzijds de reproductie ervan.

*rentier capitalism*. Dat blijkt ook uit de data van Bivens en Mishel (Bivens & Mishel, 2013), zij tonen aan dat dividenden (en kapitaalwinsten) veruit de belangrijkste inkomensbronnen zijn voor de top 1% van de Amerikaanse inkomens. Bovendien zijn deze vormen van inkomen enorm aan belang gegroeid ten opzichte van de Gouden Jaren (Bivens & Mishel, 2013, p. 60). In Europa zijn dergelijke cijfers over de concentratie van het inkomen uit aandelen niet beschikbaar, maar in de volgende sectie “capital gains” wordt een model geconstrueerd om financiële kapitaalwinsten te schatten op basis van data over de vermogensongelijkheid in de Europese landen. Dit model zal wijzen op een zeer sterke concentratie van de aandelen bij de 5% meest vermogenden in de Eurozone, waaruit dan ook eenzelfde concentratie van de dividendenstroom volgt<sup>19</sup>. Het inkomen uit dividenden vormt dus met zekerheid een belangrijke peiler van het renteniersinkomen.

Maar hoe operationaliseren we dan het inkomen uit dividenden als onderdeel van het renteniersinkomen in de Eurozone? De dividenden betaald door de niet-financiële bedrijven is het aandeel van de toegevoegde waarde dat niet vloeit naar werknemers en niet gebruikt wordt voor productieve investeringen. Dus een dergelijke definiëring zou zeer zinvol zijn in het kader van dit onderzoeksopzet naar de impact van financialisering op het distributioneel conflict tussen klassen. Het probleem is echter dat de Eurozone helemaal geen gesloten economie is en dat de kapitaalmobiliteit over de hele wereld min of meer perfect is. Dit heeft als gevolg dat investeerders van over de hele wereld aandelen kunnen bezitten in bedrijven van de Eurozone waardoor ook dit dividendinkomen uit de Eurozone wegvloeit, en omgekeerd. Maar op zich is dat geen probleem aangezien deze uitgavepost van de NFBs wel degelijk voortvloeien uit de toegevoegde waarde van de Eurozone. Een ander operationaliseringsprobleem rijst uit het feit dat dividenden voor niet-financiële bedrijven zowel een belangrijke uitgave- als inkomenspost zijn, en dat er geen enkele manier is om te weten of deze beide posten over eenzelfde geldstroom gaan. Misschien investeren NFBs uitsluitend in de Amerikaanse markt waardoor hun inkomen uit dividenden helemaal niets te maken heeft met de dividenden die zij uitbetalen. Dit is natuurlijk weinig waarschijnlijk, maar het wijst op de moeilijkheden bij het operationaliseren in een context van beperkte databeschikbaarheid.

Juist doordat dividenden een zo belangrijk element vormen van de financialisering van de Eurozone, moeten ze op één of andere manier worden opgenomen in de berekening van het renteniersinkomen. Daarom wordt geopteerd voor de optelsom van het netto *property income* van de huishoudens en het bruto *property income* van de NFB. Over huishoudens heb ik het bewust nog niet gehad, daar deze niet het onderwerp vormen van dit onderzoek. Huishoudens verkrijgen *property income* via verschillende kanalen: rente op deposito's en spaarboekjes, dividenden, huurinkomsten en inkomen uit verzekeringsfondsen. Aan deze inkomstenkant valt ten eerst de scherpe afname van intrest op. Dit zakt van 223 miljard euro in 1999 naar 94 miljard euro in 2018. De daling is ingezet vanaf 2013 en de oorzaak hiervan is dus hoogstwaarschijnlijk het uitzonderlijk soepel monetair beleid en het antwoord daarop van de banken. De tweede, en veruit de belangrijkste inkomenspost is het dividend, dat van 368

---

<sup>19</sup> Deze concentratie heeft bovendien macro-economische gevolgen. Goda, Onaran en Stockhammer (Goda, Onaran, & Stockhammer, 2017) beargumenteren dat de toename in de concentratie van het wereldwijde vermogen een grote bijdrage heeft geleverd aan de crisis van 2008 (GFC) doordat de groeiende vraag vanwege rijke individuen naar renderende financiële activa de motor was achter de groei van de gesecuritiseerd schuld papier.

miljard in 1999 groeit naar 570 miljard euro. Een derde belangrijke bron van inkomen zijn de verzekeringsfondsen, die over dezelfde periode licht zijn gestegen van 166 naar 226 miljard euro. Huurinkomsten zijn gestegen van 6 miljard naar 9 miljard, met een zeer significante stijging van bijna 1 miljard tussen 2007 en 2008, misschien veroorzaakt door de snelverkoop van huizen door de armere lagen van de bevolking die het hardst zijn getroffen door de crisis. Langs de uitgavenzijde spelen enkel intresten en huur een rol. Het eerste is veruit de belangrijkste post maar daalt over de hele periode van 127 naar een luttele 62 miljard, terwijl het tweede element logischerwijs wordt uitgebalanceerd door eenzelfde (of gelijkaardig) bedrag aan de inkomenskant. Het *property income* van niet-financiële bedrijven werd al behandeld in hoofdstuk twee. De optelsom van deze twee posten geeft ons een beeld van het inkomen uit financiële activa in de Eurozone zonder dat er dubbele telling mogelijk is.

Zoals werd gesteld in hoofdstuk twee is een dividend niet de enige manier om de aandeelhouder in de watten te leggen, “*total firm’s payout is the sum of dividends and share buybacks*” (European Central Bank, 2007, p. 106). Ook de praktijk van de share buybacks zou dus moeten worden geoperationaliseerd. Zoals vermeld bestaan hier geen pasklare geaggregeerde data voor<sup>20</sup>. Toch proberen onderzoekers hier hun licht op te laten schijnen. Zo baseert Sakinc (Sakinc, 2017) zich op de individuele bedrijfsdata van 298 bedrijven uit de S&P Europe 350 over de periode van 2000 tot 2015 en berekent wat de ratio is van share buybacks over uitgedraaide dividenden. Voor de 11 grootste landen van de Eurozone<sup>21</sup> schrijft Sakinc (2017) de ratio’s neer als gemiddelde over de hele beschouwde periode. De meeste landen schommelen tussen de 0,25 en de 0,35, met outliers zoals Nederland, Finland en Luxemburg (respectievelijk 0,48, 0,37 en 0,50) en Portugal en Italië (respectievelijk 0,02 en 0,08). Het gemiddelde van de ratio is 0,2745. Deze ratio controleer ik aan de hand van een onderzoek van de Europese Centrale Bank naar *share buybacks* in de Eurozone (European Central Bank, 2007). Deze berekende eveneens het percentage van share buybacks in de *total payout* van bedrijven op basis van de individuele data van de Dow Jones Eurostoxx 50 index, en bekam een gelijkaardig gemiddelde (dat bovendien zeer stabiel bleef) voor de periode 2000-2005. Om bijkomend te controleren of deze cijfers niet scheef getrokken zijn door de relatief kleine en selecte steekproef van beide onderzoeken en dus om te zien of dit cijfer approximatief veralgemeenbaar is voor de hele niet-financiële sector leert hetzelfde onderzoek van de ECB dat de *total payout ratio* van deze bedrijven tussen 1998 en 2005 gemiddeld 30% was. Dit blijkt zelfs iets lager dan geaggregeerde cijfers van de hele Eurozone niet-financiële sector in dezelfde periode (+/- 41%), maar ongeveer gelijk is aan de ratio na de crisis (+/- 36%). Uit het bovenstaande kan worden besloten dat de ratio 0,2745 (*share buybacks* over dividenden) als schatting kan worden gehanteerd voor het totale aantal *share buybacks* in de niet-financiële sector van de Eurozone. Uit een onderzoek van de *Financial Times* (Toplensky, 2016) naar de *share buybacks* van de Euro Stoxx 600 in 2007 blijkt deze methode ongeveer correct, of zelfs een lichte onderschatting, aangezien deze bedrijven alleen al voor 350 miljard dollar eigen aandelen zouden hebben opgekocht. Aan de geldende gemiddelde wisselkoers van 2007 is dit 256 miljard euro terwijl mijn schatting voor de hele niet-financiële sector voor dat jaar 278 miljard euro voorspelde. Het is ook zeer waarschijnlijk dat het soepele monetaire beleid in de Eurozone de buybacks een duw in de rug hebben gegeven, zoals ook aangegeven door de *Financial Times* en *Reuters* (Laurent, 2015;

---

<sup>20</sup> In elk geval niet in een vrij toegankelijke database of één van diegenen waar ik toegang toe heb (Eikon, Belfirst, Orbis Europe en OESO).

<sup>21</sup> dus zonder Malta, Cyprus, Estland, Liettouwen, Letland, Griekenland, Slovenië en Slovakije.



Toplensky, 2016). Een indicatie hiervoor is dat in 2018 de totale netto aandelenuitgifte (nieuwe uitgiftes – buybacks) in de Eurozone negatief is geworden (Lee, 2018).

## Capital gains

*Share are titles of ownership that confer rights to a part of profits and could be traded in stock markets. Ownership of capital becomes impersonal, delimited from other personal property, and easily transferable.* - (Lapavitsas, 2013, p. 153)

Deze verhandelbaarheid van aandelen als renderende eigendomsartikelen voegt nog een element toe aan het renteniersinkomen, een element dat fundamenteel gelinkt is aan de opkomst van het aandeelhoudersmodel van *corporate governance*. De financiële oriëntatie van een bedrijf impliceert dat het constant onderworpen is aan de druk van de financiële markten, en des te meer aan de korte termijn fluctuaties van het aandeel (of de rating bijvoorbeeld). Goumeziane schrijft dat “*les actionnaires achètent ou vendent des titres au gré des informations de court terme, voire même des rumeurs*” (Goumeziane, 2018, p. 19). Deze korte termijn transacties leiden tot zogenaamde *capital gains*, de meerwaarde uit het verschil tussen de marktprijs van een aandeel en haar aankoopprijs. Zowel Hilferding (2006 [1910]) als Keynes (Chapter 12 of Keynes, 2017) beschouwden de winst uit transacties van financiële activa als louter speculatief van aard, een *zero sum game* zonder meerwaarde voor de maatschappij als geheel. Toch wordt dat nu vaak anders gezien. Groeiende beursindexen worden door zowel financiële analisten, politici als de publieke opinie gezien als iets positiefs voor de maatschappij als geheel. Hieronder wordt onderzocht wat de distributionele gevolgen zijn van dergelijke groeiende beursindexen en of de winst die hieruit voortkomt – de *capital gains* – moet worden gerekend tot het renteniersinkomen. Hiervoor kijken we naar de verdeling van het vermogen, waar een beursaandeel natuurlijk onder valt, in de Eurozone.

Het is algemeen vastgesteld dat vermogen sterker ongelijk is verdeeld dan inkomen (Cowell, Nolan, Olivera, & Van Kerm, 2017). Vermogen wordt meestal gedefinieerd als *net worth* ( $w$ ), dit is de som van de marktwaarde van alle activa  $j$  ( $p_j A_j$ ) van een huishouden verminderd met haar schulden ( $D$ ). De ECB is van start gegaan met het meten van inkomens- en vermogensongelijkheid in haar Household Finance and Consumption Survey (HFCS) (European Central Bank, 2019). Voorlopig zijn daar nog maar twee golven van afgenomen, de eerste in 2010-2011 en de tweede in 2013-2014. De data zelf zijn niet vrij toegankelijk, maar de ECB publiceerde wel een rapport (Household Finance and Consumption Network, European Central Bank, 2016) dat veel statistische informatie bevat. Zo is het opvallend dat tussen de twee golven de vermogensongelijkheid verder is toegenomen. De rijkste 10% huishoudens bezaten in 2010 50,5% van alle vermogen, terwijl dat in de tweede golf al 51,2% was. Deze toename wordt grotendeels gedragen door de 5% rijksten waarvan het aandeel van het vermogen stijgt van 37,2% naar 37,8%. Het inkomen van de rijkste 10% huishoudens daarentegen bedroeg “maar” 31% van het totale inkomen (“Wealth inequality in Europe,” 2016). Een belangrijke opmerking hierbij is dat deze data betrekking hebben tot een gerandomiseerde survey bij 62.000 mensen in de Eurozone, waardoor de kans uiterst klein is dat de heel beperkte groep superrijken (zeg maar de 1%, 0,1% of 0,01%) worden gevat door deze cijfers. Dit maakt dus dat deze cijfers waarschijnlijk een sterke onderschatting zijn van de eigenlijke vermogensongelijkheid daar de vermogensconcentratie exponentieel lijkt te stijgen in de hogere percentielen, waardoor de zeer kleine groep helemaal aan de top over een relatief indrukwekkend aandeel in het totale vermogen beschikt. Om dit punt aan te tonen is het al voldoende om te kijken naar het

$$w = \sum_{i=1}^m (p_j A_j - D)$$



classement van Bloomberg Billionnaire Index (*Bloomberg Billionnaires Index*, 2019) of naar de gemediatiseerde voorbeelden zoals de eerste Europese hectomiljardair Bernard Arnault met een geschat vermogen van ongeveer 100 miljard dollar (*Dopé par la Bourse, Bernard Arnault entre dans le club des hommes possédant plus de 100 milliards de dollars*, 2019).

We bekijken hier dus concreet de distributieve consequenties van *asset price inflation*, volgens velen nochtans een teken van een goed boerende economie waarvan iedereen zal profiteren. Adam en Tzamourani (Adam & Tzamourani, 2016) gebruiken de bovenvermelde *Household Finance and Consumption Survey* om te berekenen dat slechts een zeer kleine proportie van de bevolking profiteert van kapitaalwinsten in de aandelen- en obligatiemarkt. Drie vierden van de bevolking in de Eurozone hebben zelfs geen enkel voordeel van een dergelijke aandelenprijsverhogingen. Bij een obligatieprijsverhoging is het effect minder sterk en kan de top 40% meegenieten. Terwijl een prijsstijging op de obligatiemarkt zorgt voor een evenredige kapitaalwinst binnen de sectie van de bevolking die hierin investeert, genereert eenzelfde prijsstijging in de aandelenmarkt kapitaalwinsten die zeer sterk zijn geconcentreerd bij de rijkste 5% van de bevolking. Financiële *asset price inflation* verdiept de vermogensongelijkheid in de Eurozone zeer duidelijk en dit is eveneens het geval voor alle individuele lidstaten (Adam & Tzamourani, 2016). De auteurs vinden bij eenzelfde appreciatie van de huizenprijzen dat – zoals vermeld in de volgende sectie “De wedergeboorte van de landeigenaar?” - vooral de (hoge) middenklasse hiervan profiteert.

Deze prijsstijgingen op de beurs en daaropvolgende consequenties op de vermogensongelijkheid zijn niet louter theoretisch, maar zeer concreet en actueel gezien de ontwikkelingen van de laatste jaren. Zo heeft dezelfde Bernard Arnault zijn vermogen zien vermeerderen met 32 miljard dollar op één jaar tijd (*Dopé par la Bourse, Bernard Arnault entre dans le club des hommes possédant plus de 100 milliards de dollars*, 2019).

Kapitaalwinsten moeten dus op één of andere manier worden meegerekend in het renteniersinkomen van de Eurozone. Het operationeel probleem is echter de beschikbaarheid van data. Deze bestaan namelijk niet voor de Eurozone, noch voor de meeste individuele leden van de Eurozone. We worden dus verplicht om een schatting te maken op basis van de data die wel beschikbaar zijn. De data van HFCS zijn interessant maar vatten geen historische evoluties, vandaar dat we ze zullen proberen combineren met de historische data over vermogensongelijkheid die onder impuls van Piketty worden verzameld door de World Inequality Database. Deze zijn echter niet voorhanden voor de meeste landen, en enkel Frankrijk rapporteert historische data over een brede waaier aan indicatoren. Frankrijk geldt dus als voorbeeld wat betreft data-beschikbaarheid en we gebruiken Frankrijk dus als puntschatting voor de Eurozone. De vraag is natuurlijk of de data van Frankrijk enigszins die van de Eurozone kunnen benaderen. Het antwoord daarop is onmogelijk te achterhalen zonder de eigenlijke

data, maar Cowell, Nolan, Olivera, & Van Kerm (2017) consrueerden op basis van de HFCS een Gini coëfficiënt van het vermogen (net worth) voor een select aantal Eurozone landen, waaronder Frankrijk. Daaruit blijkt dat Frankrijk qua vermogen veel egalitairder is dan Duitsland, maar minder dan Spanje, Italië en Luxemburg. Maar omdat Duitsland veruit de grootste economie is en omdat de verschillen tussen de andere landen onderling minder uitgesproken zijn dan die tussen Duitsland en de andere landen, en omdat de belangrijkste Eurozone landen omvat worden en dat Luxemburg kan dienen als representatief voor de Benelux, kunnen

Frankrijk	0,679
Duitsland	0,758
Luxemburg	0,661
Spanje	0,580
Italië	0,609

we met veel voorzichtigheid stellen dat Frankrijk gemiddeld - bij gebrek aan beter - representatief is voor de Eurozone wat betreft de interne verdeling van het vermogen.

In de World Inequality Database vinden we voor Frankrijk de *net worth* (op dezelfde manier gedefinieerd als hierboven), en de verdeling van dit vermogen over de volwassen individuen (niet huishoudens zoals voordien) in de verschillende vermogensklassen (*bottom 50%, middle 40%, top 10% en top 1%*) tot 2014. Op basis van de ratio van het Franse totale vermogen ten opzichte van het Franse BBP construeren we een schatting van het totale vermogen in de Eurozone door deze ratio te vermenigvuldigen met het BBP van de Eurozone (allemaal met dezelfde meetdefinitie natuurlijk, in *current prices*). Dit totale Eurozone vermogen verdelen we vervolgens volgens de Franse vermogensongelijkheid, die - zoals hierboven uiteengezet - kan worden beschouwd als min of meer representatief. Dus voor een netto vermogen van Frankrijk  $w_{fr}$ , het bruto binnenlands product *BBP* van de Eurozone (*EA*) en Frankrijk (*fr*), de vermogensklasse *i*, allemaal op jaar *t*, wordt het netto vermogen van vermogensklasse *i* in jaar *t* in de Eurozone gegeven door:

$$w_{EA,i,t} = \frac{w_{fr,t}}{BBP_{fr,t}} \times BBP_{EA,t} \times klasse_{i,t}$$

Om de *capital gains* (*CG*) te berekenen nemen we ten slotte in elke vermogensklasse *i* het verschil van het vermogen in jaar *t* met het vermogen in jaar *t-1*.

$$CG_{i,t} = w_{EA,i,t} - w_{EA,i,t-1}$$

Deze schatting leidt tot de onderstaande grafiek<sup>22</sup>, waarbij als eerste de grote ongelijkheid tussen de vermogensklassen opvalt. Zo rijft de top 1% op bepaalde momenten (1996-2000, 2010 en 2013-2014) evenveel binnen als de 90% laagste vermogens. Opvallend is ook hoe groot het aandeel van de top 1% is binnen de top 10%, wat wijst op de zeer sterke concentratie van het vermogen aan de top van de vermogensladder.

---

<sup>22</sup> Ik wil de lezer erop attent maken dat de top 1% natuurlijk vervat zit in de top 10%. Voor het aflezen van de totale kapitaalwinst per jaar moet de kapitaalwinst van de 1% worden afgetrokken.

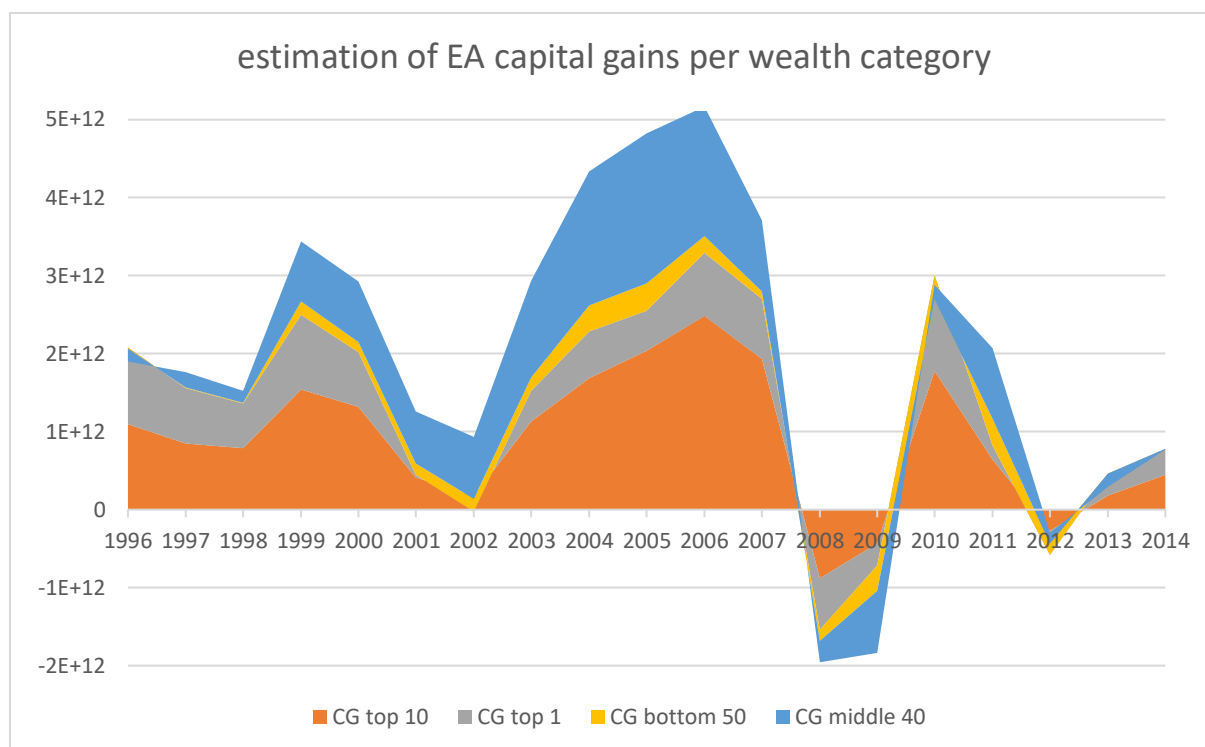


Figure 23: Kapitaalwinsten in de Eurozone, eigen berekeningen. Data: Eurostat (GDP) and World Inequality Database

Natuurlijk moeten deze resultaten worden getoetst aan de realiteit in de Eurozone. Daarvoor plaatsen we deze resultaten naast de verwachtingen op basis van de door verschillende auteurs verzamelde gegevens vanuit verschillende bronnen (HFCS, Eikon, ECB, Adam & Tzamourani, en Cowell et al.). De resultaten van deze schatting liggen opvallend genoeg in lijn met de verwachtingen, waaruit kan worden geconcludeerd dat de schatting hoogstwaarschijnlijk een grove maar enigszins accurate representatie is van de situatie in de Eurozone.

Ten eerste bezit de top 10% volgens de twee puntschattingen van de HFCS iets meer dan de helft van het vermogen, en dat blijkt ook in het algemeen consistent met deze projectie. Voor de andere vermogenscategorieën lijkt de Franse puntschatting eveneens redelijk gelijklopend met de data van de HFCS. Ook de fluctuaties van de schatting over de tijd lijken in lijn te zijn met de verwachtingen. Zo werd ten eerste gezegd dat voor de middenklasse en hoge middenklasse vooral de huizenprijs van belang was voor het vermogen. Deze middenklasse kan worden gerepresenteerd door het bovenste deel van de *bottom 50* en de totaliteit van de *middle 40*. Volgens de projectie profiteren deze het meest in de periode 2001-2007, jaren waarin de huizenprijsindex (zie Figuur 15) scherp de lucht in schoot<sup>23</sup>. Tijdens de crisis nemen zowel de index als de kapitaalwinsten van de middenklasse een duik om dan samen kortstondig weer op te veren in 2010-2011, waarna de huizenindex stabiel blijft tot 2015. Ten tweede toonden Adam en Tzamourani (2016) aan dat aandelenprijzen vooral effect hebben op de rijkste 5%. Hieronder de de kwartaalcijfers van de aandelenprijzen in de Eurozone uitgezet als grafiek en we vergelijken deze met de kapitaalwinsten van de top 10% met nadruk op de top 1%. Van 1995 tot 2000 stijgen de aandelenprijzen sterk, waarna ze vanaf september van

<sup>23</sup> althans vanaf 2005 vanaf wanneer we beschikken over data, maar er is alle reden om aan te nemen dat de huizenprijzen al sinds de invoering van de Euro en de dramatisch gedaalde rentevoeten (zeker in de Zuidelijke landen) aan het stijgen was

2000 een dalende trend inzetten om zich pas te herpakken vanaf begin 2003. Deze fluctuatie wordt bijna volledig weerspiegeld in de kapitaalwinsten van de top 1(0)%. Ook de gigantische zeepbel in de aandelenmarkt in de aanloop van de crisis vertaalt zich in zeer sterke winsten voor de 10% rijksten, geconcentreerd bij de 1%. De crisisjaren stuwen beide grafieken in rode cijfers. Opvallend is ook dat de korte heropleving van de aandelenmarkten in 2010 en 2011 zich vertaalt in sterke kapitaalwinsten van de vermogenderen, waarbij vooral de rijkste 1% profiteren. De dip van 2012 en de piek van 2014 wordt eveneens perfect weerspiegeld in beide grafieken. We concluderen hieruit dat onze approximatie van de kapitaalwinsten tenminste consistent is met de fluctuaties van de realiteit. Of de absolute hoogte van onze schatting eveneens de realiteit binnen de Eurozone benadert is onmogelijk vast te stellen, maar het lijkt erop dat onze schatting opvallend robuust is.

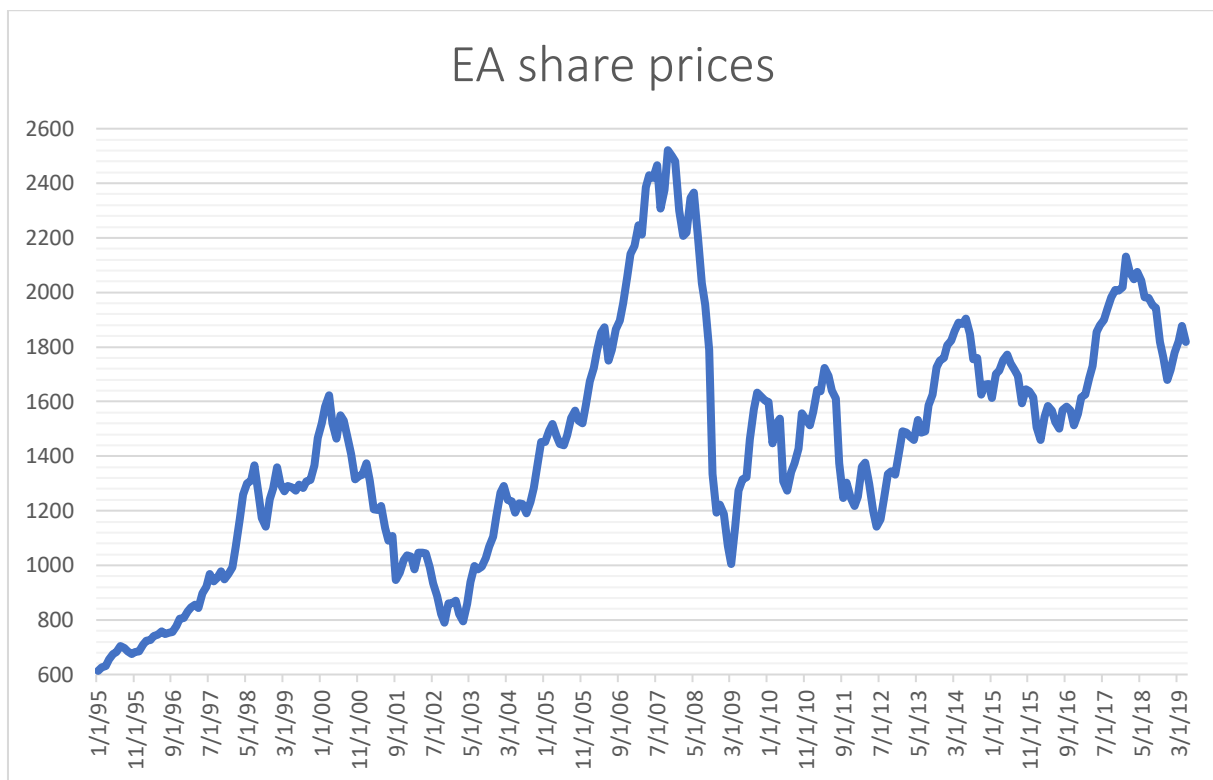


Figure 24: Eurozone aandelenprijzen. Data: Eikon, Thomson Reuters

Het is uiterst jammer dat de cijfers voor de kapitaalwinsten slechts gaan tot 2014, het zou interessant zijn om de kapitaalwinsten te observeren voor de recentste periode van uitzonderlijk monetair beleid, stijgende aandelenkoersen en koersende huizenprijzen.

Wat betekent dit nu voor het renteniersinkomen? Stel dat we kijken naar de 1% meest vermogenden in de Eurozone. Dit is verdedigbaar op ethisch vlak, maar vooral ook op distributioneel vlak. De top 1% haalt namelijk een veel groter deel van haar vermogen uit financiële activa (Cowell et al., 2017), bij hen zijn zowel huizen als andere reële activa minder van belang. In onze bespreking van de financialisering in het tweede hoofdstuk is gebleken dat de financiële oriëntatie van de maatschappij sterk verdiept en dat aandelen een belangrijke rol spelen in de financialisering van de economie. Uit de hierboven besproken verdeling van het vermogen is gebleken dat deze toegenomen financiële oriëntatie zeer sterk geconcentreerd is aan de top van de vermogensladder. De democratisering van de economie via breed eigenaarschap van bedrijven en financiële activa blijkt overduidelijk een mythe.

[...] avec l'illusion que tout le monde peut désormais acquérir des actions et devenir rentier, – une sorte de « démocratisation apparente » de la rente –, [se cache] une réalité plus violente, celle de l'hyper concentration de la rente [...] - (Goumeziane, 2018, p. 21)

De sterke concentratie van het vermogen wijst op een belangrijk klassenaspect van de financialisering; je hebt de kleine groep die er gigantische weelde uit kan puren, of extraheren, terwijl het merendeel van de bevolking achter blijft met lege handen.

Nu, in 2014<sup>24</sup> komt de top 1% in de Eurozone overeen met zo'n 2,85 miljoen volwassen (gedefinieerd als 15 of ouder) individuen<sup>25</sup> (Eurostat). Deze individuen beschikken in 2014 samen over een (door ons model) geschat vermogen van 11.674 miljard euro. Gemiddeld hadden deze individuen in 2014 dus een persoonlijk (netto) vermogen van 4,096 miljoen euro. Deze 1% rijksten werden, opnieuw in 2014, 336 miljard euro rijker omwille van *asset price inflation*, vooral dan dankzij hun aandelenportefeuilles. Dit komt neer op een kapitaalwinst van 120.000 euro per persoon, op één jaar tijd. In 2010 was dit bijna 500.000 euro per persoon. In het licht van de bovenstaande discussie over ongelijkheid en de concentratie van aandelenportefeuilles, en in het licht van de financialisering van het niet-financiële bedrijf zoals uiteengezet in hoofdstuk twee, lijkt het gerechtvaardigd om ook deze kapitaalwinsten van de 1% rijksten te rekenen bij het renteniersinkomen.

#### De wedergeboorte van de landeigenaar?

Gezien de historische oorsprong van de term rentenier als grootgrondbezitters en de belangrijke rol van vastgoed in de huidige Westerse economieën heeft ook de vastgoedsector een plaats in de dissectie van het renteniersinkomen. Deze sector vormt een belangrijke splijtzwam, volgens de enen een vorm van reële investeringen, volgens de andere een speculatieve bezigheid die resulteert in een vaste stroom aan inkomen. Eén ding is zeker, vastgoed is wel degelijk een *asset*. Het wordt dan ook gerekend bij het vermogen van huishoudens (Adam & Tzamourani, 2016; Cowell et al., 2017; Household Finance and Consumption Network, European Central Bank, 2016) en is daar zelfs op het geaggregeerde niveau van alle huishoudens het belangrijkste element van (Adam & Tzamourani, 2016). Om te beoordelen of het inkomen uit vastgoed moet worden beschouwd als onderdeel van het renteniersinkomen, moet er worden gekeken naar de verdeling vastgoed als *asset* over de verschillende maatschappelijke klassen. Zowel de midden- als hogere klassen bezitten vaak vastgoed, maar het belang van vastgoed als asset en aandeel in het vermogen is hevig geconcentreerd bij de middenklasse en hogere middenklasse. Dit betekent dus wel dat

---

<sup>24</sup> Dit is het laatste jaar waarvoor we beschikken over de cijfers van de verdeling van het totale vermogen

<sup>25</sup> Natuurlijk spelen hier ook leeftijd- en gendergerelateerde aspecten in de ongelijke verdeling van de rijkdom (Adam & Tzamourani, 2016; Household Finance and Consumption Network, European Central Bank, 2016), maar niettegenstaande dat deze interessant zijn en socio-politiek onderzocht zouden moeten worden, vallen ze buiten het bestek van dit politiek-economisch onderzoek.

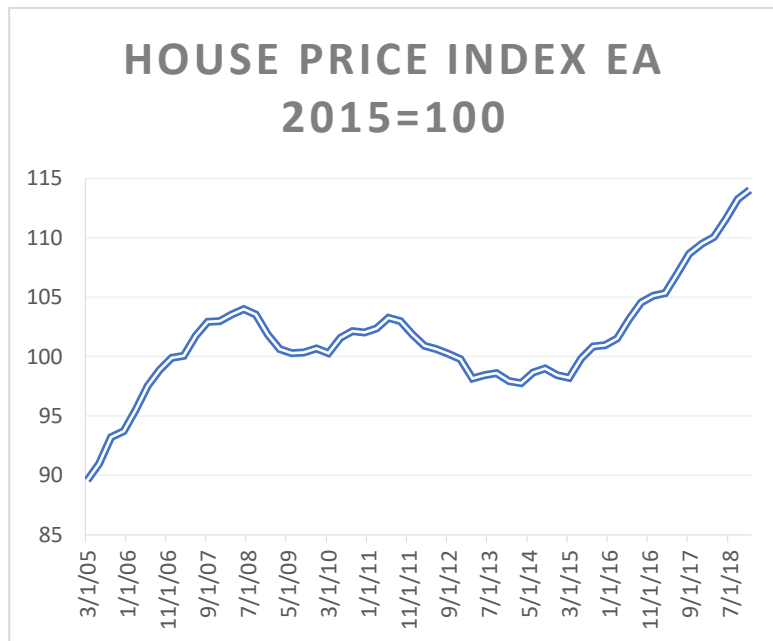


Figure 25: Index van de huizenprijzen in de Eurozone. Data: Eikon, Thomson Reuters

vastgoed evenzeer onderhevig is aan *asset price inflation* en dus dat het bezit ervan kapitaalwinsten kan voortbrengen. Hiernaast zien we een index van de huizenprijzen gemeten door de aankoop prijs door huishoudens van zowel nieuwe als bestaande (al dan niet gerenoveerde) huizen. Deze kan natuurlijk een vertekent beeld scheppen over de evolutie van de huizenprijzen aangezien krotten misschien worden opgekocht om ze af te breken en om te vormen in nieuwbouw, of omdat de waarde van de renovatie met een reële impact voor de samenleving (qua

kwaliteit, klimaatvriendelijkheid, etc.) wordt geïdentificeerd als een inflatoire prijsstijging. Maar soijt, de significantie van deze index is hier niet zozeer aan de orde, als wel de algemene trend, en deze is zeker de laatste jaren scherp stijgend.

De lagere klassen bezitten vaak geen vastgoed en ervaren vaak zelfs een negatieve impact van de inflatie van vastgoedprijzen door de relatie van de prijsevaluatie en de huurprijs. Bij de hoge klasse vormt vastgoed slechts een klein deel van het totale vermogen waardoor een prijsverhoging procentueel minder bijdraagt aan een toegenomen vermogen. Vastgoedprijsinflatie heeft dus een duidelijk gedifferentieerde impact over de verschillende vermogensklassen. Binnen de Eurozone bestaat er een sterke heterogeniteit tussen de lidstaten die bepaald wordt door de mate dat lagere klassen huurder of eigenaar zijn. Zo is de vermogenswinst gelijkmatiger verdeeld in landen als Nederland, Finland en Spanje dan in Duitsland, Frankrijk of Italië, waarbij in Duitsland zelfs het mediaan huishouden geen voordeel heeft aan een verhoging van de prijs van de huizen (Adam & Tzamourani, 2016). De oorzaak van deze verschillen is hoogstwaarschijnlijk hoofdzakelijk cultureel bepaald en dus weinig relevant voor de opzet van dit onderzoek.

Een belangrijk argument om de kapitaalwinst uit aandelen mee te rekenen met het renteniersinkomen is de vlotte verhandelbaarheid van financiële activa (zoals geïllustreerd door de stock turnover ratio). Deze ontbreekt echter in het geval van vastgoed. Een middenklasse gezin met één (of twee) huizen zal bij een inflatie van de huizenprijzen niet ineens haar huis verkopen voor cash. En aangezien *mortgage refinancing* veel minder vaak voorkomt in Europa dan in de VS is de inflatie van de huizenprijzen geen belangrijke bron van inkomen. Hieruit besluit ik om de kapitaalwinsten die hoofdzakelijk voortkomen uit vastgoed niet mee te rekenen als renteniersinkomen.

### Lonen als renteniersinkomen?

Een laatste potentieel element van het renteniersinkomen betreft de lonen in de financiële sector. In de jaren '80 liepen deze ongeveer gelijk met de gemiddelde lonen in de andere



sectoren van de economie, maar nu liggen de lonen in de financiële sector gemiddeld vier keer hoger dan de gemiddelden in de andere sectoren (Bivens & Mishel, 2013; Silver, 2017). De extractieve activiteit van de sector gekoppeld aan de hoge lonen leidt tot de vraag of het loon van de werknemers in de financiële sector niet ook moet worden meegerekend als het inkomen van de rentenier. De vraag is in de literatuur nog niet echt gesteld, en is dan ook zeer moeilijk te beantwoorden.

Concreet zou dit betekenen dat het aandeel van de financiële sector in de rentier share niet louter zou bestaan uit de winst van die sector, maar ook uit een deel van de kosten, zijnde de

### CEO compensation is up 1,070% since 1978

Percent change in CEO compensation and typical worker compensation, 1978—2017



**Notes:** CEO annual compensation is computed using the “options realized” compensation series for CEOs at the top 350 U.S. firms ranked by sales. The series includes salary, bonus, restricted stock grants, options realized, and long-term incentive payouts. Projected value for 2017 is based on the change in CEO pay as measured from June 2016 to June 2017 applied to the full-year 2016 value.

**Source:** Economic Policy Institute analysis of data from Compustat's ExecuComp database, the Bureau of Labor Statistics' Current Employment Statistics data series, and the Bureau of Economic Analysis NIPA tables, as seen in Mishel and Schieder (2018).

Economic Policy Institute

loonkost. Deze werknemers halen hun inkomen namelijk wel degelijk uit de extractieve activiteit van hun sector, niettegenstaande dat ze in loondienst zijn. Gezien de sterke groei van deze sector als geheel, zowel op vlak van aandeel in BBP, in aandeel van de winsten als in macht, lijkt het evident dat diegenen die hier op mee surfen eveneens moeten worden gerekend tot renteniers. Als men de winst van de financiële sector als renteniersinkomen beschouwd, is er geen reden om de hoge lonen van de sector niet mee

te nemen in de analyse. Bakija et al (Bakija, Cole, & Heim, 2012) tonen aan dat het aandeel van het inkomen van de financiële professionals een sterke stijgende trend heeft gekend over de laatste decennia en dat hun aandeel binnen de top 1% hoogste inkomens nog sterker is toegenomen. Ook onderzoek van de OESO toont aan dat werknemers in de financiële sector sterk oververtegenwoordigd zijn in de 1% hoogste inkomens in de OESO landen (Denk, 2015) en bovendien sterk mede verantwoordelijk zijn voor de groeiende ongelijkheid in deze landen (zelfs los van het beleid waar ze voor staan). Ondanks het feit dat de financiële sector in 2010 slechts instond voor 2,7% van de tewerkstelling in de EU, stijgt dit percentage tot gemiddeld 26% (ook in 2010) binnen de top 0,1% hoogste inkomens (Denk, 2015). Onderzoek van Bivens en Mishel (Bivens & Mishel, 2013) toont aan dat de groei van de inkomens in de top 1% vooral wordt gedreven door enerzijds CEO's van niet-financiële bedrijven en anderzijds werknemers in de financiële sector. Deze auteurs noemen deze hoge extravagante lonen aan de top een vorm van *rent*, waarbij dit laatste niet normatief wordt gedefinieerd, maar vanuit een efficiëntie perspectief. “A “rent” means only that the income received was in excess of what was needed to induce the person to supply labor and capital to these respective markets” (Bivens & Mishel, 2013, p. 62). Het lijkt dus geen twijfel dat de

vaak extravagante lonen voor de hogere posities in de financiële sector een vorm van waarde-extractie zijn en dus kunnen worden gekwalificeerd als een vorm van renteniersinkomen (Dolphin, 2012).

*[...] seems like powerful evidence to us that a substantial part of the extraordinary rise of top 1 percent incomes is not a result of well-functioning markets allocating pay according to value generated, but instead resulted from shifting institutional arrangements leading to shifting of rents to those at the very top. - (Bivens & Mishel, 2013, p. 66)*

Anderzijds kun je moeilijk beargumenteren dat elke loketbediende een rentenier is. Een intrasectorale opdeling van de loonkost in tranches kan misschien soelaas brengen. De klassieke bankbediende kan moeilijk worden bestempeld als een *functionless investor* want hij levert een financiële dienst aan de maatschappij: een lening aan een huishouden of een niet financieel bedrijf bijvoorbeeld. Wel is het zeker dat deze klassieke bankbediende onder druk staat. Zo heeft de financiële sector in België een lange periode (van 2009 tot 2016) van loonkostmatiging en herstructurering achter de rug (De Nationale Bank van België, 2017), die bovendien veel verder ging dan die in de andere sectoren van de economie (Gall, 2017). Dit geldt bovendien voor de hele banksector in de EU (European Banking Authority, 2016), waar in 2009 nog 3,13 miljoen mensen tewerkgesteld waren, was dat in 2017 nog maar 2,71 miljoen mensen (European Banking Federation, 2018). De data van Eurostat voor de Eurozone bevestigen de dalende trend in tewerkstelling, en dit ondanks een lichte (nominale) groei van de loonkost. Opmerkelijk is zeker de versnelde neerwaartse beweging in de laatste drie jaar, zonder dat dit gepaard ging met een gelijkaardige daling van de loonkosten.

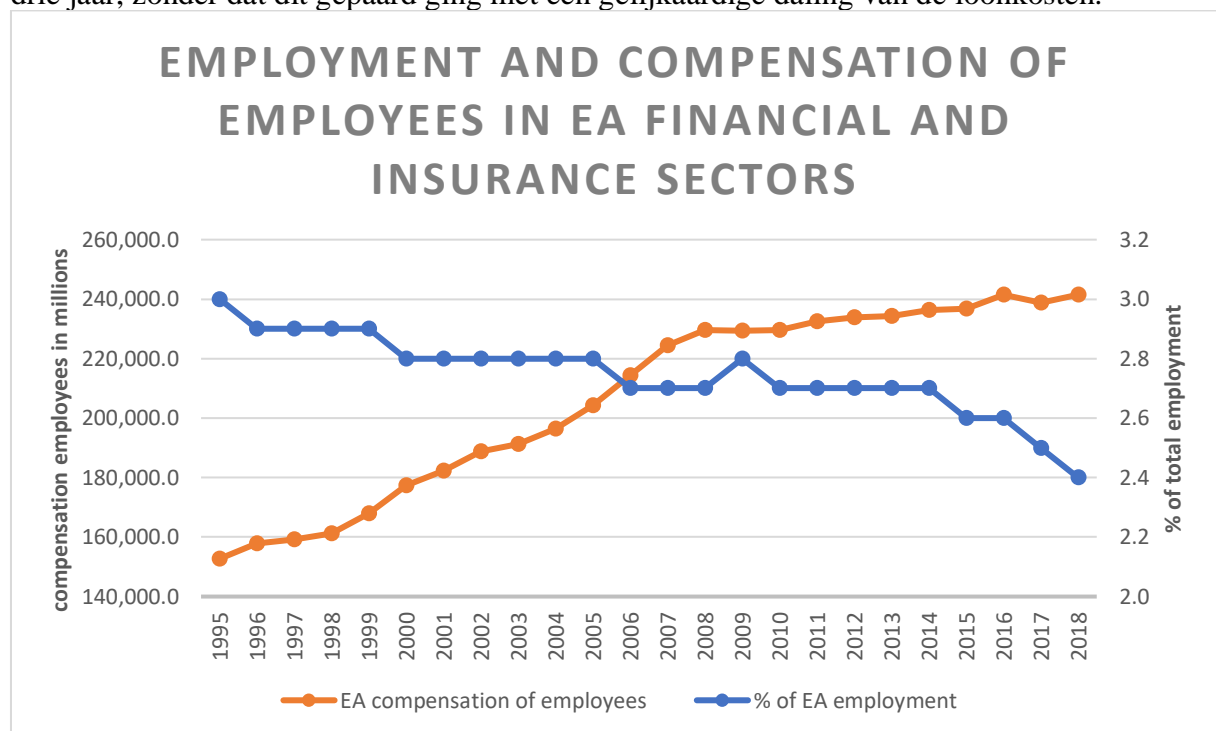


Figure 26: tewerkstelling en loonkost in de financiële en verzekeringssector. Data: Eurostat

Volgens een onderzoek naar de veranderingen in tewerkstelling in zowel de Britse (Gall, 2017) financiële sector als die van de hele EU (European Banking Authority, 2016) na de crisis, en in lijn met bovenstaande intuïtieve hypothesen, zijn het vooral bovenvermelde loketbedienden die ontslagen zijn waardoor het aandeel van de hogere lonen significant zou



zijn toegenomen. Dit lijkt ook verder te worden bevestigd door het nieuwste rapport van de EBA (European Banking Authority, 2019) dat over de laatste jaren een significante stijging vaststelt van het aantal “*high earners*” – die worden gedefinieerd als werknemers met lonen boven de 1 miljoen euro per jaar. De remuneratie van de lonen boven de 1 miljoen euro per jaar zou volgens de EBA - die zich baseert op rapportage van 60% van de bankinstellingen zonder de verzekerings- of vastgoedsectoren - in 2017 bijvoorbeeld een al bij al significante kost van 9,552 miljard euro bedragen (European Banking Authority, 2019), op een totale loonkost van 174 miljard euro (Eurostat)<sup>26</sup>. In 2014 was dat 7,379 miljard euro ((European Banking Authority, 2016). Die grens van de 1 miljoen is natuurlijk volledig arbitrair, maar het is wel een grens waar enige data over bestaan.

Een andere mogelijke opdeling van de lonen zou kunnen gemaakt worden door te kijken naar de aard van de verloning. De lonen kunnen worden opgedeeld in een vast loon en een variabele bonus, zoals Lapavitsas kort aanhaald (Lapavitsas, 2013). Een groot verschil met de vorige benadering is er echter niet aangezien ongeveer de helft van de lonen boven de 1 miljoen euro per jaar de vorm aannemen van variabele bonussen (European Banking Authority, 2019; Kotnik, Sakinç, & Guduraš, 2017) en dat het even onwaarschijnlijk is dat loketbedienden meer als een miljoen zouden verdienen dan dat ze worden beloond door middel van bonussen. Het probleem hierbij is de onbeschikbaarheid van geaggregeerde data. Er zal een keuze moeten worden gemaakt op basis van praktische overwegingen daar theoretische stringentie een luxe is in het kader van de slechte databeschikbaarheid. Echter bestaan over geen van beide methoden (historische) data, waardoor dit onderdeel noodgedwongen niet zal worden opgenomen in het model voor de inkomensdistributie tussen klassen.

#### De rentenierklasse, een *klasse für sich*

The Penguin Dictionary of Economics (Bannock, Baxter, & Davis, 1998) definiëert de *rentier* als *someone who receives his income in the form of interest and dividends rather than in wages or salary and who does not otherwise participate in the process of production. A provider of capital and person of independent means*. Deze rentenier is dus een individu dat haar inkomen niet haalt uit arbeid, noch uit de meerwaarde gecreëerd door reële productieve investeringen, maar uit de allocatie van geaccumuleerd kapitaal (Kregel, 1987), uit eigendom van financiële activa (Kalecki, 1943; Pilkington, 2009; Robinson, 1969). De essentie en de functie van de rentenier is dus “*to generate profits derived from financial market activity*” (Pilkington, 2009, p. 199).

*people in possession of real estate, stocks, securities, or bills, and who, simply through the accumulation of interest, dividends, and rent, can generate a stable or even expanding stream of revenue. — Wu Xiaobo, Tone, 2016*

Maar de *renteniersklasse* is een elusief begrip. Hoe kan deze worden gedefinieerd? Zijn alle mensen die een magere rente krijgen op een bankdeposito dan onderdeel van de *renteniersklasse*? Een dergelijke definitie van de *renteniersklasse* - als alle individuen die een inkomen krijgen uit kapitaal, hoe mager ook - lijkt vanuit socio-politiek oogpunt niet relevant. Een dergelijke groep vormt namelijk geen klasse. Vanuit dit standpunt is het dus van belang om een onderscheid te maken tussen *renteniersinkomen* en de *renteniersklasse*. Een groot deel

---

<sup>26</sup> Beide cijfers gaan over de *wages and salaries*, terwijl de grafiek hierboven spreekt van *compensation of employees* (met sociale bijdragen).

van de bevolking in de Eurozone geniet namelijk van een (klein) renteniersinkomen, in de vorm van interesten op deposito's, pensioensparen, misschien zelfs een kleine beleggingsportefeuille. Een *klasse für sich* is echter een politiek actieve klasse die zich bewust is van haar belangen en deze politiek en economisch nastreeft (G. A. Epstein & Jayadev, 2005). Lapavitsas schrijft: “*Financial profit could also be described in terms of the social character of the recipient [...]*” (Lapavitsas, 2013, p. 140). Dit zouden dan twee abstracte voorwaarden kunnen zijn (renteniersinkomen + een welbepaald sociaal profiel) om te horen bij de renteniersklasse. Maar wat is dat welbepaalde sociale profiel dan?

De marxistische literatuur en een deel van de literatuur over financialisering spreekt vaak onomwonden van een activistische klasse met grote politiek-economische macht die het monetair en budgetair beleid en het regelgevend kader naar hun hand hebben gezet. Meer nog, de renteniersklasse is bij sommige auteurs de agent van de doorgevoerde financialisering. Zoals ook Krippner (G. R. Krippner, 2011) stelt, spelen er natuurlijk ook ideationele elementen mee. Zo werd in Mertens (2018) ook een overzicht gegeven van het belang van deze ideationele of ideologische dimensie in de beleidstransformatie van de jaren '80 en '90. Deze valt niet te onderschatten maar is en blijft het de facto resultaat van een onderliggende veranderde machtsverhouding tussen klassen in het voordeel van diegenen die daar baat bij hebben, de renteniers. Ideeën komen en gaan niet zomaar, ze worden geconstrueerd en afgedwongen, zo niet door de individuele krachttoer van een actieve renteniersklasse, dan wel door haar structurele macht in de maatschappij. Het resultaat van hun ijveren of structurele macht is de sterke deregulering van financiële markten, de budgettaire contractie, de monetaire inflatiebestrijding en een onafhankelijke centrale bank (G. Epstein et al., 2003). Een overzicht geven van de oorzaken van deze financialisering zou ons hier te ver leiden, maar sommige auteurs zoals Kotz (Kotz, 2015) zijn er dus wel degelijk van overtuigd dat er een bepaalde klasse aan de touwtjes trekt, wat inhoudt dat de *rentiers* naast een overduidelijke *klasse an sich* ook een overtuigende *klasse für sich* vormen. Het moet gezegd worden dat er wel wat valt te zeggen voor deze *agency*-gecentreerde verklaringen voor de financialisering in de Amerikaanse Economie, maar dit valt buiten het bestek van deze paper. Op dit uiterst interessant vraagstuk over de *agency* zal dus niet al te veel worden ingegaan.

Vanuit politiek-economisch standpunt is een brede definitie van de renteniersklasse als zijnde de ontvangers van een renteniersinkomen interessant omwille van wat in hoofdstuk twee werd omschreven als de financialisering van de maatschappij. De toegenomen financiële oriëntatie van bedrijven (en huishoudens) maakt van het renteniersinkomen een goede graadmeter voor de staat van deze financialisering in de Eurozone en haar impact op de distributie van het inkomen tussen deze verschillende klassen. Een dissectie en duidelijke definitie van het renteniersinkomen kan dus inzicht bieden in de mechaniek van de financialisering en de manier waarop deze als abstract proces zich uit in de vorm van de inkomensdistributie in de economie.

Toch zou een meer genuanceerde conceptualisering van de renteniersklasse interessant zijn vanuit politiek oogpunt. Financialisering impacteert de vorm van de inkomensdistributie (het renteniersinkomen versus lonen en productieve investeringen), maar deze vorm heeft wel degelijk een politieke inhoud. Het is niet omdat het een groot deel van de maatschappij wel enige vorm van renteniersinkomen ontvangt dat dit inkomen even relevant is voor iedereen. Er wordt veel geschreven over aspecten van financialisering als zijnde een vorm van democratisering van eigenaarschap (van aandelen bv), iedereen zou kunnen profiteren van het festijn op de financiële markten. We hebben nu gezien dat dit een mythe is. De formele democratische toegankelijkheid van renteniersinkomen verhuult een hevige concentratie aan de

top van de vermogensladder. Het lijkt dus cruciaal om een onderscheid kunnen maken tussen de middenklasse met een klein aanvullend renteniersinkomen en een heuse renteniersklasse als een politiek-sociologisch fenomeen. Hierbij kan de literatuur over vermogensongelijkheid soelaas bieden. Vermogen, en dus ook het inkomen uit vermogen, is namelijk nog ongelijker verdeeld dan het algemene inkomen.

Atkinson (Atkinson, 2008) en Eisenhauer (Eisenhauer, 2008) definiëren de “rijken” als mensen die een jaar lang zonder werken kunnen leven van hun rente-inkomen zonder hun vermogen aan te tasten. Rijken zijn dus individuen “*that have sufficient wealth to avoid employment*” (Eisenhauer, 2008, p. 108). Een dergelijke definitie van rijkdom brengt ons erg dicht in de buurt van een potentiële definitie van een renteniersklasse. Deze lijkt mij echter een te nauwe definitie van inkomen uit vermogen aangezien het inkomen uit vermogen wordt berekend aan de hand van het inkomen uit de risicovrije, reële (gecorrigeerd voor inflatie) en na belasting berekende marktrente ( $r$ ) op de *net worth* ( $w$ ) (i.e. de rente op een deposito of op overheidsobligaties bestaande uit alle omgerekende rijkdom van een persoon: financiële activa en vastgoed ( $A$ ) minus schulden en andere liabilities ( $D$ ) verkocht aan marktprijzen ( $p$ )). De reële *return on capital* - i.e. het renteniersinkomen - zal echter een pak hoger liggen dan de marktrente op een deposito, waardoor de gehanteerde definitie te nauw is.

$$w = \sum_{i=1}^m (p_i A_i - D)$$

Capehart (Capehart, 2017) volgt de berekeningen van Atkinson en Eisenhauer, maar verstrengt de morele grens van de definitie. Zo benadrukt dat deze individuen “rijk” zijn als ze een jaar lang kunnen leven niet aan lage (Eisenhauer, 2008) –  $rW > P$  (met  $P$  de armoedegrens) - of gemiddelde (Atkinson, 2008) –  $rw = \text{mean}(Y)$  (met  $Y$  het inkomen) - levenstandaard, maar aan een uitzonderlijk hoge levenstandaard. Capehart (2017) stelt empirisch vast dat er een significante proportie Amerikanen bestaat die dit samen met hun afstammelingen (aan gemiddelde fertiliteitsratio), ondanks belastingen en stijgende levenskosten meer dan een eeuw zouden kunnen volhouden, zonder te werken en zonder hun vermogen te zien verminderen in waarde. Zowel vanuit filosofisch liberaal oogpunt als vanuit meer socialistisch geïnspireerde opvatting is dit moreel verwerpelijk. Het aantal individuen die een renteniersinkomen van die mate hebben is zelfs een aantal keer groter dan het aantal miljardairs in de VS. In het opstellen van zo’n definitie spelen onvermijdelijk (of per definitie) normatieve en morele overwegingen een belangrijke rol. Zo vinden zowel Eisenhauer, Atkinson en Capehart dit “objectionable” in zichzelf, maar zeker in het licht van de ongelijkheid en de werkende armen. Deze paper zal gebruik maken van de literatuur over de vermogensongelijkheid in de Eurzone om bepaalde vormen van renteniersinkomen te definiëren en te operationaliseren (zie bijvoorbeeld de secties “capital gains” en “het aandeelhoudersmodel en het dividend”).

Zoals zal blijken in de sectie “geschiedenis”, verleende Keynes niet bijster veel *agency* aan de rentenier als *klasse für sich*, bewust van haar belangen en haar macht en gericht op het behartigen ervan. Keynes’ definitie van de renteniersklasse als de *functionless investors* (Keynes, 2017) weerspiegelt de heersende idee dat deze klasse een louter passieve rol speelt in de economie, als draken die waken over hun berg goud. Toch wijst het proces van de financialisering en de hieronder uiteengezette mogelijke dimensies van het renteniersinkomen op een veel actievere rol in het vormgeven van de politieke economie (Jayadev & Epstein, 2007). Maar wat moeten we hier nu mee? Deze paper onttrekt zich aan het debat over de *agency* en neemt een pragmatische houding aan, een beetje zoals Greta Krippner in haar boek “Capitalizing on crisis” (2011). Deze conceptuele invulling van het renteniersinkomen ontmiijnt de heikele kwestie van de *agency*. Krugman (Krugman, 2011) zet deze visie op de

renteniersklasse mooi uiteen. Krugman betwijfelt of de *rentiers* heel bewust de economie sturen in hun belang, wat zou inhouden dat ze 's nachts in hun bed Keynes lezen om de realiteit te begrijpen en dan *out in the open* de ultieme perfectie van de vrije markt loven, de noodzaak van austeriteit bepleiten en van inflatie een absoluut schrikbeeld construeren, om zo de eigen belangen veilig te stellen. Toch lijken hun belangen zeer duidelijk gediend door het sociaal-economische beleid van de laatste decennia en het proces van de financialisering in het bijzonder. Dus:

*Still, thinking of what's happening as the rule of rentiers, who are getting their interests served at the expense of the real economy, helps make sense of the situation.*  
— Paul Krugman (Krugman, 2011)

Hierboven hebben we dus gezien dat de derde maatschappelijke groep wordt geconceptualiseerd als een actieve *klasse für sich*, die ondanks interne conflicten weet wat het wil en het politiek gewicht heeft om haar wil op te leggen om haar deel van de koek te vergroten. Er wordt dus een zekere *agency* toegedicht aan deze klasse terwijl deze niet wordt onderzocht in deze paper. Een dergelijke veronderstelling komt regelmatig terug in de literatuur, maar wordt over het algemeen weinig onderbouwd. Omdat deze *agency* vraag niet centraal staat in dit onderzoek opteren we voor een pragmatische opvatting over de *agency* van de renteniersklasse zoals aangenomen door bijvoorbeeld Greta Krippner of Krugman (G. R. Krippner, 2011; Krugman, 2011).

## Distributioneel conflict: de staat van de rentenier in de Eurozone

### Recent onderzoek naar het renteniersinkomen en de constructie van een model

Het eerste element dat stelselmatig wordt opgenomen in het renteniersinkomen is het inkomen uit intresten. Davidson en Kregel (Davidson & Kregel, 1989) en Argitis en Pitelis (Argitis & Pitelis, 2001) tonen voor de Verenigde Staten het distributioneel effect van hoge rentevoeten. De eersten wijzen erop dat NFB de hogere kost van kapitaal integraal omzetten in lagere lonen. De tweeden beargumenteren dat een toegenomen betaling aan de financiële markten eerst wordt opgevangen door de winsten van de bedrijven en dan pas worden omgezet in een reductie van de loonkost. Dit omdat lonen op de korte termijn relatief rigide zijn, zeker toen nog. Intresten vormden voor de eerste onderzoekers naar de financialisering in het algemeen, en naar het renteniersinkomen in het bijzonder (Crotty, 2005a; G. A. Epstein, 2005; G. Epstein et al., 2003; Jayadev & Epstein, 2007) dan ook het centraal element. Het zijn de hoge rentevoeten - en dus het monetair beleid van de jaren '80 - die de financialisering in de Amerikaanse economie initieerden. Epstein en Jayadev (G. A. Epstein & Jayadev, 2005, p. 48) starten dan ook stelselmatig bij de conceptie van Keynes van de rentenier als de *functionless investor* en blikken dan terug op Marx' Kapitaal (Deel III) om te benadrukken dat ook deze auteur de waarde-extractie door de renteniersklasse (*monied class*) al aantoonde. Marx gebruikt hiervoor een quote van Ramsay uit *An essay on the distribution of wealth*:

*[...] who by the labor of their ancestors find themselves in the possession of funds sufficiently ample to afford a handsome maintenance from the interest alone.*  
(Ramsay, 1836, p. 201)

De definities van de rentenier uiteengezet in de sectie "geschiedenis" blijken echter te eng, niet alleen wat betreft de operationalisering van het renteniersinkomen, maar ook omwille van

de vooropgestelde passiviteit van de rentenier. In het licht van de geschetste financialisering en van de sectie “Een klasse für sich” moet de rentenier worden geconceptualiseerd als een actieve agent die zijn belangen politiek nastreeft, zij het in een aangetoonde causale relatie of als analytisch kader om de oorzaken en consequenties van de financialisering te kunnen plaatsen in een politiek verhaal van macht en conflict. Zoals Krugman benadrukt is het een nuttige bril die de werkelijkheid (de groeiende macht van de rentenier in de inkomensverdeling) structureert en helpt om wat er gaande is in de politieke economie te plaatsen in een context van onevenwichtige machtsrelaties tussen klassen. Zoals in de sectie “geschiedenis” geschetst duikt deze positie ook af en toe bij Keynes op, maar opnieuw wijzen Epstein en Jayadev (G. A. Epstein & Jayadev, 2005) erop dat ook dit element al bij Marx aanwezig was: [...] *gives this class of parasites the fabulous power, not only to periodically despoil industrial capitalists, but also to interfere in actual production in a most dangerous manner* (Harvey, 2018, p. 287). Maar het is vooral Michail Kalecki (1943) die deze actievere dimensie van een renteniersklasse benadrukt. Het renteniersinkomen wordt bij Kalecki gedefinieerd als de winst van financiële instellingen en het inkomen uit het eigendom van financiële activa in het algemeen (Kalecki, 1943). Deze conceptie probeert een duidelijke scheiding in te voeren tussen de financiële en de reële sector door de maatschappij in drie klassen op te delen. Epstein en Jayadev (2005) vinden dit eveneens zeer belangrijk aangezien ze wijzen op de extractie van rijkdom door de renteniersklasse ten nadele van de twee andere klassen. Dit uit zich in het feit dat deze auteurs dividenden van NFB niet meetellen als onderdeel van het renteniersinkomen, net zoals Crotty (2005a) dat ook niet doet. Epstein en Jayadev (G. A. Epstein & Jayadev, 2005) definiëren in navolging van Power, Epstein en Abrena (2003) het renteniersinkomen als de winst van de financiële sector<sup>27</sup> en de renteinkomsten van alle niet financiële private agenten in de economie. Dit renteniersinkomen wordt door deze auteurs genormaliseerd door het te delen door het BBP, gemeten zonder overheidsconsumptie. Dit brengt hen heel dicht bij Kalecki’s definitie van het renteniersinkomen. De auteurs beargumenteren dat een duidelijke analytische opsplitsing tussen de financiële en de reële sector hen in staat stelt de belangenverschillen tussen beide sectoren in de verf te zetten, wat in de lijn ligt van bovenstaande quote van Marx en de hierboven uiteengezette visie van Keynes. De resultaten van het onderzoek van Epstein, Power en Abrena (2003) staan hieronder uitgebeeld (Figuur 28).

---

<sup>27</sup> “profits realized by firms engaged primarily in financial intermediation” (G. Epstein, Power, & Abrena, 2003, p. 4)

Table III.1.1: Rentier Income Share Not Including Capital Gains on Financial Assets in Some OECD Countries, 1960-2000

Country	Years Reported		Average Decade Share 1960s (Percent of GDP)		Average Decade Share 1970s (Percent of GDP)		Average Decade Share 1980s (Percent of GDP)		Average Decade Share 1990s (Percent of GDP)		Percentage Change over the Period 1960s/1970s and 1980s/1990s	
	Rentier income share	Non-Financial Sector Profit Share	Rentier income share	Non-Financial Sector Profit Share	Rentier income share	Non-Financial Sector Profit Share	Rentier income share	Non-Financial Sector Profit Share	Rentier income share	Non-Financial Sector Profit Share	Rentier income share	Non-Financial Sector Profit Share
AUSTRALIA	1969-1998	1969-1995	6.67	12.66	7.92	8.10	14.50	5.24	12.97	7.91	88.4%	-26.76
AUSTRIA	1987-1999	1995-1999	---	---	---	---	8.53	---	6.34	13.49	---	---
BELGIUM	1970-1999	1970-1999	---	---	11.69	11.66	21.81	12.92	21.28	14.66	84.4%	18.30
CANADA	1982-1999	---	---	---	---	---	12.22	---	13.15	---	---	---
CZECH REPUBLIC	1993-1999	---	---	---	---	---	---	-0.64	---	---	---	---
DENMARK	1970-1999	1981-1999	---	---	11.44	---	12.28	6.45	11.75	16.05	5.0%	---
FINLAND	1960-2000	1960-2000	5.61	14.28	6.04	7.37	6.58	6.72	8.75	10.56	31.5%	-19.33
FRANCE	1970-1999	1970-1995	---	---	6.24	6.39	10.62	5.97	21.19	11.07	155.0%	23.25
GERMANY	1960-1999	1960-1999	2.98	16.23	5.02	12.09	7.83	9.80	7.43	11.16	90.9%	-26.02
GREECE	1989-1998	---	---	---	---	---	0.29	---	0.59	---	---	---
HUNGARY	1994-1999	---	---	---	---	---	---	---	0.24	---	---	---
ICELAND	1979-1999	---	---	---	0.65	---	0.34	---	0.34	---	-47.1%	---
IRELAND	1995-1998	---	---	---	---	---	---	---	2.72	---	---	---
ITALY	1980-1999	1980-1999	---	---	---	---	18.77	11.68	18.08	16.12	---	---
JAPAN	1960-1999	1960-1998	9.00	11.96	12.30	9.02	14.27	9.91	11.22	8.25	19.7%	-12.54
KOREA	1975-1999	1975-1995	---	---	4.69	7.32	8.64	7.93	11.28	8.23	112.1%	9.90
LUXEMBOURG	1979-1999	1979-1999	---	---	6.14	6.14	6.43	6.43	12.41	12.41	53.3%	53.31
MEXICO	1989-1999	1993-1999	---	---	---	---	1.52	---	6.74	23.92	---	---
NETHERLANDS	1977-1999	1977-1999	---	---	13.47	9.86	18.69	13.06	20.97	15.33	47.2%	43.90
NEW ZEALAND	1990-1999	---	---	---	---	---	---	---	7.71	---	---	---
NORWAY	1978-2000	1978-1999	---	---	6.03	10.74	10.45	12.44	9.56	15.20	65.9%	29.31
POLAND	1993-1999	---	---	---	---	---	---	---	0.63	---	---	---
PORTUGAL	1986-1998	1986-1998	---	---	---	---	15.92	14.90	16.90	11.87	---	---
SPAIN	1979-1999	1985-1999	---	---	14.47	---	12.53	8.70	13.21	9.22	-11.0%	---
SWEDEN	1979-1998	1980-1999	---	---	13.61	---	12.34	2.95	12.30	5.51	-9.5%	---
SWITZERLAND	1979-1999	1990-1995	---	---	5.61	---	7.34	---	9.14	7.34	46.8%	---
TURKEY	1983-1999	---	---	---	---	---	0.70	---	1.19	---	---	---
UK	1968-2000	1968-2000	3.97	14.82	6.33	13.45	10.85	15.83	14.16	15.95	143.0%	16.19
US	1960-1999	1960-1999	14.81	11.31	22.47	10.65	38.26	12.18	33.49	9.97	92.4%	0.89

Figure 27. Het aandeel van het renteniersinkomen in het BBP van OESO landen. Bron: (G. Epstein et al., 2003, p. 6)

Wat ten eerste opvalt is de gesequentialiseerde financialisering van eerst de Amerikaanse economie in de jaren '80 en dan pas de meeste Europese economieën in de jaren '90, zoals ik ook al vaker heb aangekaart in deze paper. Ten tweede vallen de lage cijfers voor Duitsland, Spanje, Oostenrijk, Finland, Griekenland, Ierland, Luxemburg, Portugal en in mindere mate Italië - allen lid van de Eurozone – in de jaren '90 op. Enkel Frankrijk, België en Nederland komen net boven de 20% uit, terwijl de VS ruim 13 procent hoger ligt. Deze relatief lage cijfers voor Europa zijn nochtans opmerkelijk aangezien de overheid uit de noemer wordt weggelaten en West-Europese economieën een hoger overheidsbeslag hebben waardoor de ratio in deze Europese landen artificieel hoger zou moeten liggen dan dat ze eigenlijk is (in vergelijking met de VS). Toch heeft deze indrukwekkende cijfermatige oefening van Epstein, Power en Abrena (2003) een aantal mankementen, zeker wanneer het gaat over landen van continentaal Europa. In het vervolg van deze sectie wordt de methodologie van Epstein en co aangepast aan de Europese en hedendaagse context.

Een eerste probleem is de harde distinctie tussen reële en financiële sector. Braga (2017) en Palley (2007) benadrukten al dat vooral financiële motieven het definiërend element zijn van de financialisering. Dit werpt vragen op over de analytische klassenopsplitsing die Epstein maakt tussen enerzijds de industriële klasse en anderzijds de renteniers, waarbij de laatsten waarde zouden extraheren ten nadele van de eersten. Draait financialisering nu om een consolidatie van de dominantie van de financiële instellingen over de productieve economie, of om de consolidatie van de dominantie van financiële motieven binnen elke klasse. Epstein benoemt beiden in zijn definitie maar zijn klasseopsplitsing vereist het eerste als doorslaggevende karakteristiek. Beide elementen blijken van belang in de realiteit. NFB zijn in toenemende mate zelf gaan handelen op basis van financiële motieven (financiële investeringen, share buybacks, inkomen uit dividenden, etc.). Terwijl de toegenomen macht van de renteniers over de NFB zich uit in toegenomen financiële betalingen aan de (externe) rentenier in de vorm van dividenden en *share buybacks*. Winst, of *net entrepreneurial income*,

moet namelijk verdeeld worden over nieuwe investeringen in de reële economie en financiële betalingen aan de aandeelhouders. Een euro die gaat naar het ene kan niet meer gaan naar het andere en de heel sterke toename van het absolute volume aan dividenden markeert de druk en de macht van aandeelhouders over de niet-financiële sector. Zoals in deze paper is uiteengezet vertegenwoordigt het dividend (en *de share buyback*) een de facto extractie van waarde door de financiële actoren die in essentie niet anders is dan de extractie door middel van interestbetalingen. Deze laatste wordt uitvoerig aangeklaagd door Epstein, maar deze eerste laat hij buiten beschouwing. Dit kan ook te maken hebben met de kwalitatieve evolutie van de financialisering. Deze is geïnitieerd door hoge rentevoeten en de extractie die daarmee gepaard gaat, maar is ondertussen geëvolueerd naar andere vormen van financiële waarde-extractie, met name het dividend en de share buyback. In de Eurozone behelst dit misschien zelfs de essentie van de financialisering. Dit creëert de noodzaak om ook dividenden en dus aandelen te beschouwen als een financieel product, als een instrument van de rentenier voor de extractie van waarde. Andere auteurs zoals Stockhammer (2004), Duenhaupt (2012) en Hein et al (2017) nemen deze omissie eveneens op de korrel. Net als deze paper in het eerste hoofdstuk heeft pogen uiteen te zetten zien zij een fundamentele verandering in het gedrag van NFB door de financialisering, waardoor het dividend als inkomen uit financieel eigendom moet worden meegenomen in een analyse van het renteniersinkomen. Maar hoe definiëren zij dan het renteniersinkomen? Stockhammer (Stockhammer, 2004) bestudeert vooral het inkomen van de huishoudens uit interesten en dividenden. Ook Duenhaupt (2012) beargumenteert dat de huishoudens de uiteindelijke recipiënten zijn van het renteniersinkomen en beschouwt dus enkel het netto *property income* van huishoudens. Uit deze data van Duenhaupt (2012) blijkt dat het aandeel van dividenden in het renteniersinkomen sterk is gestegen en zelfs de voortstuwende factor is in het geval van Duitsland. Dat dividenden in de huidige Europese context moeten worden gerekend tot het renteniersinkomen staat vast, de manier waarop is het onderwerp van discussie. In de volgende sectie stel ik kort een nieuwe methode (die zich afzet tegen Duenhaupt) op om het renteniersinkomen uit dividenden te meten.

Een tweede probleem is de overheidssector. Deze sector gewoon weglaten, zoals Epstein doet (G. A. Epstein & Jayadev, 2005; G. Epstein et al., 2003), bemoeilijkt de internationale vergelijkbaarheid, daar het wegtrekken van een sterke overheidsaanwezigheid in de noemer direct zou leiden tot een grotere rentier share in vergelijking met een land met een kleinere overheid. Bovendien kunnen evoluties in het overheidsbeslag foutief worden geïnterpreteerd als schommelingen in de rentier share. Maar wat daar anders mee moet worden aangevangen is onduidelijk. De overheid is niet het onderwerp geweest van deze paper waardoor ik weinig kan zeggen over de impact van de financialisering op deze sector. Er is ook relatief weinig aandacht voor de overheid in de financialiseringsliteratuur waardoor een voorverpakt antwoord eveneens onmogelijk is. De overheid zal dus gewoon niet worden beschouwd als aparte sector in het onderstaande model voor het renteniersinkomen (behalve de centrale bank, die wordt weggelaten). Voor de werknemersklasse betekent dit concreet dat de lonen van heel de economie zullen worden meegeteld (dus ook die die worden betaald door de overheid), de private sectoren zullen ook de overheidsbedrijven behelsen en voor de renteniersklasse zal enkel de activiteiten van de centrale bank worden weggenomen.

Ten derde wordt er geen rekening gehouden met kleine bedrijven die niet als bedrijf worden geregistreerd en dus geen eigenaar hebben buiten het eigen huishouden. Het gaat vooral over familiebedrijven maar ook bijvoorbeeld over productie voor eigen (gedefinieerd als het huishouden) gebruik. In de Eurozone is dit een zeer significante groep waar in dit onderzoek wel mee rekening zal worden gehouden. Het inkomen dat dit soort productieactiviteit

voortbrengt heet *mixed income* (equivalent met *operating surplus* bij de niet-financiële sector) en vertegenwoordigt zowel de lonen van het betrokken huishouden als de winsten en investeringen in de productie. Daarom wordt het *gross fixed capital formation* van huishoudens dat voortkomt uit dit *mixed income* gerekend bij de productieve investeringen van de niet-financiële sector en wordt de rest van het *mixed income* toegevoegd aan de component *compensation of employees*.

Een andere tekortkoming van deze eerste baanbrekende onderzoeken onder leiding van Epstein is het gemengd gebruik van databronnen waardoor de vergelijkbaarheid tussen OESO landen niet optimaal is (Dünhaupt, 2012). Dit wordt in dit onderzoek opgevangen door louter gebruik te maken van éénzelfde databron per indicator voor de verschillende landen van de Eurozone. Meestal is dit Eurostat of de Europese Centrale Bank die eenzelfde definities aanhouden. Soms wordt ook gebruik gemaakt van Piketty's World Inequality Database of Eikon1 van Thomson Reuters, zoals in het geval van de berekening van de kapitaalwinsten, maar dan worden deze data apart gehouden en voorzichtig geïnterpreteerd. Er worden eveneens een aantal andere secundaire databronnen gebruikt, maar dan blijft die bron voor alle landen dezelfde. Ook de consistentie van boekhoudkundige definities over de tijd wordt gegarandeerd door gebruik te maken van de Europese definities die worden geclassificeerd in de European System of Accounts. Dit beperkt de historische diepte van het onderzoek aangezien de meeste data van Eurostat niet verder teruggaan dan 1999 (soms ook 1995), maar versterkt de consistentie van de gehanteerde definities en data.

Inflatie is eveneens een belangrijk issue. Inflatie zorgt voor hoge nominale rentevoeten omdat een deel van de hoogte ervan er louter toe dient om het waardeverlies van kapitaal te compenseren. In inflatoire tijden zal het renteniersinkomen dus worden overschat wanneer inflatie niet wordt meegerekend. In Mertens (2018) werd verder aangetoond hoe belangrijk inflatie is in de distributie van het inkomen tussen klassen. Epstein, Power en Abrena (2003) houden hier geen rekening mee<sup>28</sup>, maar in 2005 wijzen Epstein en Jayadev op het belang van inflatie en de noodzaak om deze mee te nemen in de berekeningen van het renteniersaandeel in de economie. Zeker voor deze auteurs die vooral de impact van rentevoeten bestuderen op het renteniersinkomen is inflatie een bemoeilijkende factor. Epstein en Jayadev (G. A. Epstein & Jayadev, 2005, p. 54) construeren een methode om hun data aan te passen aan de inflatie en bekomen zo dus historische data die de realiteit beter benaderen. Hun aangepaste resultaten verlagen het renteniersaandeel tijdens de inflatoire jaren 60 en 70, waardoor de breuk met de jaren 80 en 90 nog sterker opvalt, maar versterkt wel de politiek-economische conclusies die ze uit het onderzoek trekken. Het probleem met deze methode is dat hij louter opgaat voor de rentevoet. De impact van inflatie op dividenden, share repurchases en andere vormen van renteniersinkomen zit veel complexer in elkaar waardoor deze simpele methode niet zomaar kan worden gereproduceerd. Bovendien heeft inflatie niet enkel een belangrijke impact op het renteniersinkomen maar eveneens ook op het inkomen van de andere twee klassen. Zo worden lonen in sommige landen van de Eurozone automatisch geïndexeerd, terwijl in andere landen de vakbonden (vaak gecentraliseerd) hun looneisen corrigeren voor inflatie. Hetzelfde geldt voor de reële investeringen van de productieve sector. Een euro aan investeringen in 2018 betekent niet meer hetzelfde als een euro in 2005. Hoe moet inflatie nu worden geoperationaliseerd? In een model van drie klassen waarin het aandeel van de toegevoegde waarde wordt verdeeld over deze klassen is het nutteloos om alles te normeren met inflatie aangezien dit niets verandert aan de verhoudingen tussen de klassen. Het zou wel relevant zijn

---

<sup>28</sup> Net als de meeste andere auteurs dat niet doen (Crotty, 2005b; Dünhaupt, 2012; Eckhard Hein, Dünhaupt, Alfageme, & Kulesza, 2017; Stockhammer, 2004).



om inflatie te bekijken gewogen met de verschillende *propensity to consume* van mensen die hoofdzakelijk inkomen halen uit arbeid en zij die hoofdzakelijk vertrouwen op inkomen uit vermogen, maar dit zou mij hier veel te ver leiden. In plaats hiervan wordt de groei van de drie componenten (inkomen uit arbeid, renteniersinkomen en de productieve investeringen) uitgezet tegen de tijd en verminderd met de jaarlijkse inflatie. Zo kan worden gecontroleerd of de groei van een bepaald aandeel louter een compensatie is voor de inflatie of effectief reële groei vertegenwoordigt.

Een laatste punt betreft de kapitaalwinsten. Deze worden door Epstein, Power en Abrena (2003) geschat maar slechts zeer voorzichtig gebruikt wegens de beperkte betrouwbaarheid ervan. Epstein en Jayadev (2005), Duenhaupt (2012) en andere auteurs nemen kapitaalwinsten niet op in hun berekeningen terwijl ze wel allemaal aangeven dat dit een belangrijk element van de financialisering is en wijzen op het belang van deze op te nemen. Ze beschikten echter niet over de data om dit op een vergelijkbare manier te operationaliseren. In de sectie “capital gains” werd gepoogd een schatting te maken van de kapitaalwinsten per vermogenscategorie. De schattingsmethode is echter omslachtig waardoor de resultaten voorzichtig moeten worden geïnterpreteerd. Het is in elk geval belangrijk om het belang en de significantie van kapitaalwinsten in het achterhoofd te houden bij zowel de interpretatie van dit onderzoek als bij het verdere onderzoek dat noodzakelijk zal zijn om de financialiseringsliteratuur te verfijnen. Ondanks het conceptuele belang van kapitaalwinsten vertroebelt de inherente instabiliteit ervan de interpretatie van het hieronder geconstrueerde model. Bovendien valt dit niet te rijmen met de distributie van het inkomen tussen klassen uit de toegevoegde waarde van de economie. Er wordt dus geopteerd om kapitaalwinsten niet op te nemen in het model zelf.

Wanneer men de rentier share in de economie wil meten moet deze tegen de achtergrond worden gehouden van de economie. De economie kan echter op verschillende manieren worden gemeten. Zo hanteren Epstein, Power en Abrena (2003), en Epstein en Jayadev (2005) BBP als noemer, terwijl Duenhaupt (2012) het netto nationaal inkomen gebruikt. Deze laatste auteur beargumenteert dat de optelsom van de aandelen van de drie klassen in de beschouwde economie samen 100% moeten geven. Enkel zo kan namelijk worden gezien welke klassen worden benadeeld (of bevoordeeld) door de opkomst (of val) van de renteniersklasse. Ik volg haar in haar argumentatie, maar het gebruik van netto nationaal inkomen beperkt wat kan worden gemeten. Zo onderkent deze meetmethode de financialisering van het niet-financiële bedrijf aangezien het financieel inkomen van de niet-financiële sector niet kan worden meegeteld. De essentie van deze paper ligt juist in de financialisering van de Eurozone en daarin speelt de niet-financiële sector een cruciale rol. Hoe kan ‘de economie’ dan beter worden gevat? Het inkomen van de drie klassen vloeit voort uit eenzelfde pot, het geld voortgebracht door de verkoop van geproduceerde goederen en diensten. Dit wordt gevat door de toegevoegde waarde, die zeer dicht aanleunt bij BBP en hier ongeveer equivalent aan is. Concreet is dit de marktwaarde van goederen en diensten verminderd met de prijs van inputs (geïmporteerde grondstoffen en dergelijken), het is dus de meerwaarde op inputs via het productieproces. Het is dan ook uit deze meerwaarde, deze toegevoegde waarde, dat zowel de lonen, het geld voor investeringen, als het renteniersinkomen voortkomen. Als noemer zal dus de (netto) toegevoegde waarde van heel de economie worden gebruikt na het aftrekken van het verschil tussen de belastingen op productie en importen (noodzakelijk voor de inputs) en de productiesubsidies van niet-financiële bedrijven en huishoudens. Netto gaat dit over relatief kleine bedragen, in 1999 was dit bijvoorbeeld 41 miljard op een toegevoegde waarde van 6000 miljard. Het minpunt van het gebruik van toegevoegde waarde is dat de drie componenten niet heel de toegevoegde

waarde omvatten waardoor hun aandelen niet exact optellen tot 100%, maar schommelen tussen de 97% en de 102%. Dit kan te wijten zijn aan de onzuiverheid van sommige gerapporteerde data in Eurostat (Dasí, Montesinos, & Murgui, 2013), maar het is vooral zo dat het model niet alle componenten van toegevoegde waarde vat. Kleine componenten kunnen over het hoofd zijn gezien of gewoon niet zijn opgenomen maar toch fluctueren over de tijd<sup>29</sup>. Dit gegeven tast de zuiverheid van het model aan, dat dus zeker voor verbetering vatbaar is.

## Het model en de resultaten

*Given the rate of investment, the level of real wages is lower the greater is the rentiers' consumption; or, given the rate of real wages, the greater is rentiers' consumption the smaller is the rate of investment that can be carried out without depressing the wage rate.* - (Robinson, 1969, p. 271)

Tabel 1 toont de formules voor het aandeel van elke klasse in de economie. Deze drie vergelijkingen vormen samen het model voor het distributioneel conflict over het inkomen tussen klassen in de Eurozone<sup>30</sup>.

$\text{Investment Share} = \frac{GFCF_{NFC} + GFCF_{HH} - CFC_{tot}}{GVA - \sum_{HH,FC,NFC}(T - S) - CFC_{tot}}$
$\text{Labour Share} = \frac{CoE + (MI_{HH} - GFCF_{HH})}{GVA - \sum_{HH,FC,NFC}(T - S) - CFC_{tot}}$
$\text{Rentier Share} = \frac{NEI_{FC} + NRPI_{HH} + RPI_{NFC} + SR_{NFC}}{GVA - \sum_{HH,FC,NFC}(T - S) - CFC_{tot}}$

Table 1. Het model voor het distributioneel conflict tussen klassen.

De eerste vergelijking vertegenwoordigt het aandeel van de *retained earnings* bestemd voor productieve investeringen. In hoofdstuk twee werd immers aangetoond dat *retained earnings* eveneens kunnen en worden gebruikt voor financiële investeringen. Deze kunnen echter niet beschouwd worden als onderdeel van de (abstracte) productieve klasse. Het gebruik van *gross fixed capital formation*<sup>31</sup> (GFCF) als proxy filtert dit soort onproductieve investeringen uit onze data. Vandaar dat ik uiteindelijk kies voor de naam “*investment share*” in de plaats van *retained earnings*. Deze *investment share* bestaat uit de GFCF van zowel de reguliere niet-financiële bedrijven als de huishoudelijke bedrijven. Dit GFCF is het volume dat bedrijven investeren in structuren, productiecapaciteit, materiaal en onderzoek (R&D) (European Commission & Eurostat, 2014), en is dus min of meer equivalent aan de klassieke conceptie

<sup>29</sup> Zoals bijvoorbeeld de marktwaarde van onverkochte voorraden. Dit component zit wel in de toegevoegde waarde vevat, maar niet in het aandeel van de drie klassen

<sup>30</sup> Met huishoudens wordt ook de *non-profit institutions serving households* (NPISH) bedoeld.

<sup>31</sup> De inclusie van het woord “fixed” houdt in dat er nog andere componenten zijn van “kapitaalformatie”. De andere component behelst bijvoorbeeld het aanvullen van voorraden maar is echter verwaarloosbaar klein waardoor de ratio *GFCF/GCF* schommelt tussen de 96-100% over de ganse periode.

van *retained earnings* van de hele productieve sector. *Gross FCF* behelst het *net FCF* – i.e. de nieuwe investeringen – en de *consumption of fixed capital* (CFC) – i.e. verslijten van machines, computers enz., of het verlopen van patenten. In hoofdstuk twee heb ik aangetoond dat de netto investeringen in kapitaal veel lager liggen dan de brutostromen, terwijl het juist de netto component is die zo belangrijk is voor economische vooruitgang. Vandaar dat ik de totale (ik bedoel hiermee zowel van de huishoudens als van de niet-financiële sector) CFC aftrek van beide bruto componenten om tot deze totale netto investeringen te komen, de *investment share*.

De tweede vergelijking is die voor het aandeel van de werknemers en heeft als belangrijkste component de *compensation of employees* (CoE), waarin zowel lonen, sociale zekerheidsbijdragen als pensioensbijdragen door werkgevers zit vervat. De *labour share* behelst daarnaast ook het *mixed income* (MI) van huishoudelijke bedrijven verminderd met de *gross fixed capital formation* (GFCF) van deze bedrijven. *Mixed income* is gelijk aan het operationeel surplus maar dit kan niet precies worden ontleed in loon en winst. Deze ontleding moet worden benaderd door de productieve investeringen (GFCF) van de huishoudens af te trekken van het totale inkomen van deze huishoudelijke bedrijven. De inclusie van deze kleine bedrijven in het aandeel van de lonen maakt dat dit in ons model hoger ligt dan in de meeste wetenschappelijke papers het geval is.

De derde vergelijking geeft het aandeel van de rentenier weer. Dit bestaat uit vier componenten: de *net entrepreneurial income* (NEI) van financiële bedrijven, de *net received property income* (NRPI) van huishoudens, de *received property income* (RPI) en de *share repurchases* (SR) van niet-financiële bedrijven. De NEI en de NRPI zijn de klassieke componenten van het renteniersinkomen, het eerste wordt door elke auteur gebruikt omwille van de politieke en economische rol van de financiële sector in de financialisering, terwijl het tweede wordt gebruikt door Duenhaupt (2012), Stockhammer (2004) en met uitzondering van dividenden<sup>32</sup> eveneens door Epstein, Power en Abrena (2003) en Epstein en Jayadev (2005). Zoals aangetoond in hoofdstuk twee, en in tegenstelling tot waar Duenhaupt (2012, p. 477) van uit gaat, vloeien niet alle dividenden uiteindelijk naar de huishoudens. Een (relatief groot) deel ervan stroomt naar de niet-financiële sector. In het licht van de financialisering heeft het geen zin om louter naar het NRPI van huishoudens te kijken, er moet worden rekening gehouden met de RPI van de niet-financiële bedrijven. Nu moet natuurlijk dubbele telling worden voorkomen, daarom wordt er geen rekening gehouden met het paid property income (PPI) van de niet-financiële bedrijven. Zo behelst het model al het *property income* van de economie, waarbij het deel dat vloeit naar de huishoudens na het aftrekken van wat vloeit naar de financiële sector wordt opgevangen door NRPI, het deel dat vloeit naar de NFB gelijk is aan RPI en het deel dat vloeit naar de financiële sector vervat zit in de NEI. De laatste component is de SR - die wordt geschat volgens de methode die is uiteengezet in de sectie “Het aandeelhoudersmodel en het dividend”. Dit is het aandeel van de winsten dat niet wordt gebruikt voor investeringen en niet zit vervat in het PPI van de niet-financiële bedrijven, noch in het *property income* van de huishoudens of niet-financiële bedrijven. Dit is echter wel degelijk een financiële betaling aan de aandeelhouders waardoor deze component eveneens moet worden meegenomen in het model. Deze component is echter een schatting en dus de minst betrouwbare component in het model. Ik maak de lezer er eveneens attent op dat andere geïdentificeerde elementen van het renteniersinkomen – de kapitaalwinsten en de toplonen van de financiële sector en de investeringen in financiële activa – niet zijn opgenomen in dit

---

<sup>32</sup> In deze paper werd al uitvoerig beargumenteerd waarom dividenden wel degelijk moeten worden meegerekend, dus hier kom ik nu niet meer op terug.

model. Het eerste wegens de grote volatiliteit die de consistentie van het model ondermijnt, het tweede wegens een gebrek aan data over de tijd en het derde wegens de onduidelijke rapportage in Eurostat en de interferentie van de toename van de schuldgraad die het opzet van het model ondermijnt.

Als noemer wordt zoals al gezegd de toegevoegde waarde gebruikt. Meer bepaald de bruto toegevoegde waarde, waarvan de depreciatie van kapitaalgoederen afgetrokken wordt, net als de productiebelastingen en -subsidies. Figuur 23 geeft de resultaten van het model met data van 1999 tot 2018. De gegevens zijn opgesplitst over twee grafieken voor de overzichtelijkheid. De x-as is bij beiden gelijk en dus perfect vergelijkbaar.

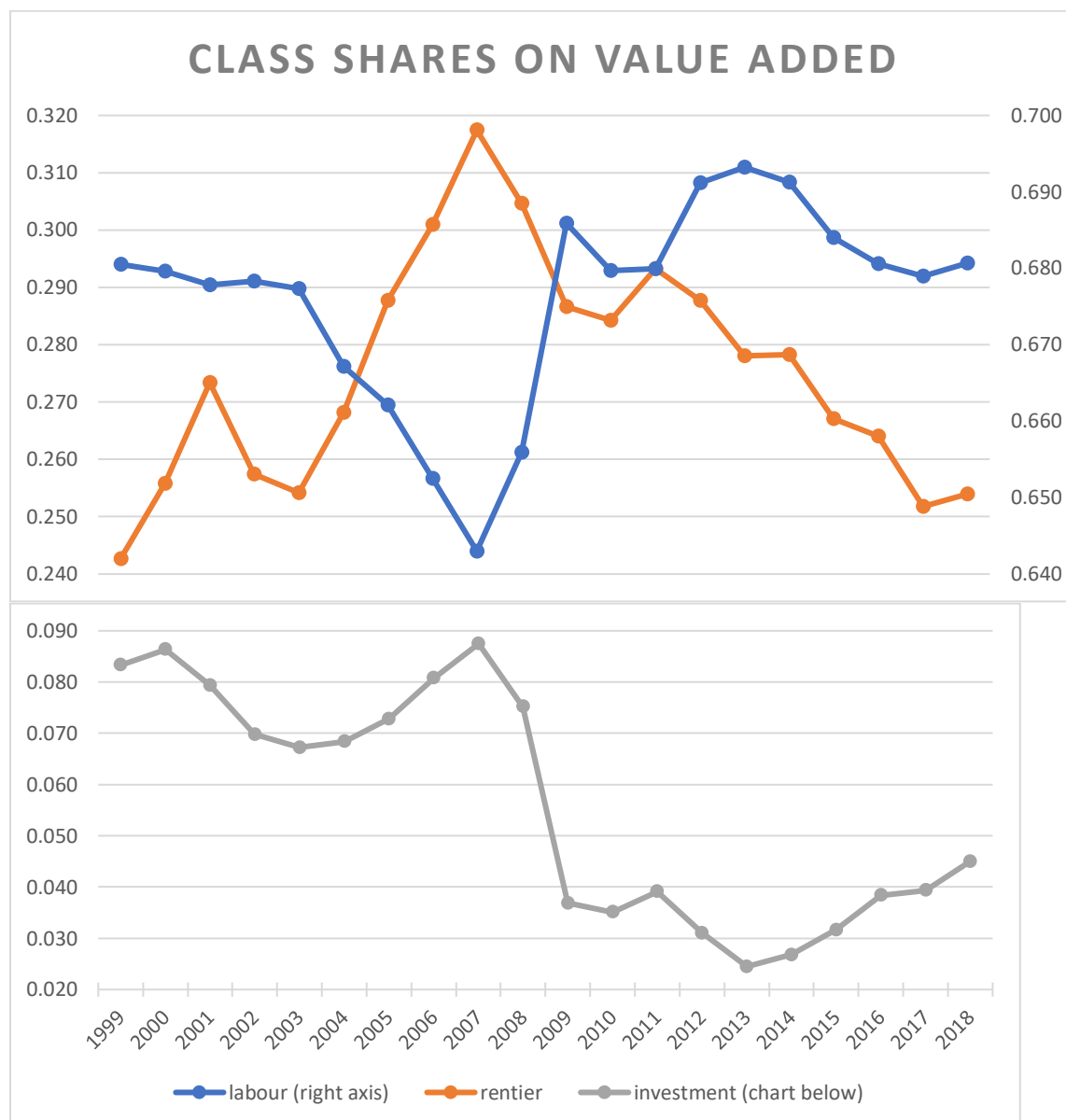


Figure 28. Distributie tussen klassen, aandeel van de toegevoegde waarde. Eigen berekeningen met data van Eurostat.

Wanneer we kijken naar de periode voor de crisis doemt het prototype beeld van de financialisering op. De *rentier share* scheert hoge toppen en stijgt aanzienlijk van 24,3% in 1999 naar 31,7% in 2007, dit ondanks continu dalende rentevoeten in de Eurozone (en dus dalende renteinkomsten). Dit betekent dat ik 2007 bijna 32% van de geproduceerde rijkdom

in de Eurozone de vorm aanneemt van renteniersinkomen, waarvan het grootste deel dus vloeit naar de meest vermogenden enerzijds en de niet-financiële bedrijven anderzijds. Dit zeer sterk stijgende aandeel van de rentenier gaat ten koste van het aandeel van de lonen dat over dezelfde periode keldert van 68% naar 64%. Ook de reële investeringen in de economie worden onder druk gezet door de extractie van de rentenier. Enkel de jaren net voor de crisis veren de investering weer op, wat waarschijnlijk te wijten is aan de zeer hoge winstgevendheid door de hoge conjunctuur en het daaraan gekoppeld hoog producentenvertrouwen (OECD, 2018). Hier speelt het feit dat de optelsom van de verschillende aandelen niet perfect 100% is het model parten, een optimalisering van het model zou een nog duidelijker beeld scheppen van de distributieve realiteit. Tijdens de crisis verandert het plaatje volledig. De *investment share* stort in en de *labour share* veert weer op. Dat de crisis zelf zo'n uitgesproken effect heeft is grotendeels te verklaren door de grotere rigiditeit van lonen in vergelijking met de andere componenten waardoor het aandeel van de lonen onmiddellijk de hoogte inschiet. Een gelijkaardige, maar kleinere opwaartse sprong van de *labour share* merken we ook ten tijden van de Eurocrisis.

Er kan worden gesteld dat de financiële crisis een breukmoment was, aangezien het plaatje er helemaal anders uitziet in de periode na de crisis. Deze zeer duidelijke breuk tussen de periodes voor en na de crisis lijkt alweer de eerdere observaties in deze paper van een financialisering in steile opmars voor de crisis en op haar terugweg daarna te bevestigen. De *Great Financial Crisis* kan op basis van deze data misschien worden gekwalificeerd als een crisis van een uit de hand gelopen financialisering.

De *rentier share* zakt weer naar 25,4% in 2018, wat toch nog steeds (een beetje) groter is dan in 1999 en waarschijnlijk nog altijd veel groter dan in de periode voor de financialisering. Opmerkelijk is wel dat deze zich - na de logische val op het hoogtepunt van de crisis - tussen 2009 en 2012 leek te stabiliseren rond de 28,7% en pas daarna een langdurige duik neemt. Dit heeft hoogstwaarschijnlijk te maken met het gevoerde monetair beleid dat de rentevoeten zeer scherp heeft doen dalen. Van 2011 tot 2016 daalt de rente op Eurozone overheidsobligaties jaarlijks drastisch, net als de rentevoet voor huishoudens op depositos's en de rentevoeten op leningen (zowel aan huishoudens als aan bedrijven). Uit de data blijkt overduidelijk dat de *rentier share* zakt door toedoen van dalende inkomens uit intresten en stagnerende of licht dalende NEI van financiële bedrijven.

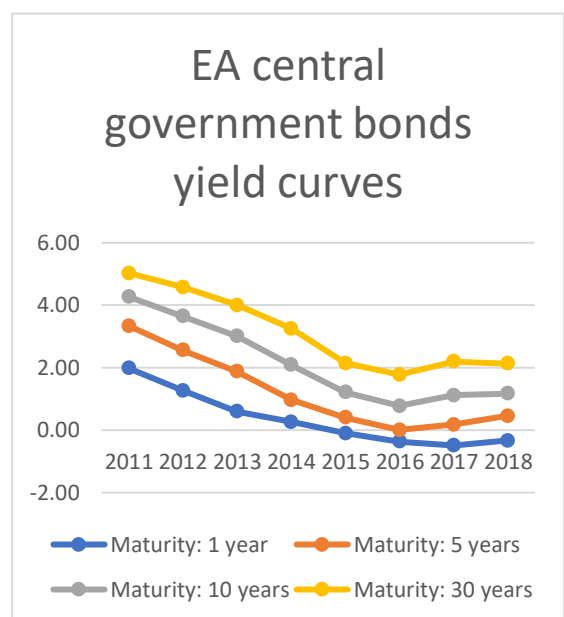


Figure 29. Rentevoeten op EA overheidsobligaties

Deze schijnbare breuk moet wel genuanceerd worden. De reële investering zijn ondanks een stijgende trend nog lang niet naar hun precrisis niveau teruggekeerd, en ook het feit dat het aandeel van de lonen terug op het niveau van 1999 ligt moet worden genuanceerd aangezien de dalende trend in het aandeel van de lonen al veel vroeger was ingezet. Uit hoofdstuk twee is bovendien gebleken dat de drijvende kracht achter de financialisering van de Eurozone niet de rentevoet maar het dividend is. Het dividend heeft na de crisis eveneens een klap gekregen maar heeft zich in de laatste paar jaar hersteld tot op het niveau van net voor de crisis. Ik moet dus wachten met een oordeel over de aftocht van de financialisering want het zou zeer goed

kunnen dat eens (als of wanneer is voor discussie vatbaar) de rentevoeten weer op hun oude peil terug zijn, de *rentier share* recordhoogtes zal/zou behalen.

Tabel 2 geeft een berekening van de goeipercentages van de drie *shares* gecorrigeerd voor inflatie waarbij gebruik is gemaakt van de HICP index van Eurostat. Deze inflatie meet dus de verhoging van het prijspeil, en dus de nominale prijsverhoging van goederen en diensten in de economie. Het is belangrijk om -zonder hier al te veel over uit te wijden - hierbij in het achterhoofd te houden dat een dergelijke prijsverhoging de verschillende lagen van de bevolking anders treft, afhankelijk van hun *marginal propensity to consume*. De resultaten zijn te vinden in Figuur 31.

$real\ labour\ growth_t = \frac{CoE_t + (MI_{HH,t} - GFCF_{HH,t}) - (CoE_{t-1} + (MI_{HH,t-1} - GFCF_{HH,t-1}))}{CoE_{t-1} + (MI_{HH,t-1} - GFCF_{HH,t-1})} - \frac{\pi_{t-1}}{100}$
$real\ rentier\ growth_t = \frac{NEI_{FC,t} + NRPI_{HH,t} + RPI_{NFC,t} + SR_{NFC,t} - (NEI_{FC,t-1} + NRPI_{HH,t-1} + RPI_{NFC,t-1} + SR_{NFC,t-1})}{NEI_{FC,t-1} + NRPI_{HH,t-1} + RPI_{NFC,t-1} + SR_{NFC,t-1}} - \frac{\pi_{t-1}}{100}$
$real\ investment\ growth_t = \frac{GFCF_{NFC,t} + GFCF_{HH,t} - CFC_{tot,t} - (GFCF_{NFC,t-1} + GFCF_{HH,t-1} - CFC_{tot,t-1})}{GFCF_{NFC,t-1} + GFCF_{HH,t-1} - CFC_{tot,t-1}} - \frac{\pi_{t-1}}{100}$

Table 2. Een kijk op de groei van de *shares* gecorrigeerd voor inflatie (HICP). Data: Eurostat. Eigen berekeningen.

Deze reële goeipercentages zijn interessant omdat ze een beeld scheppen over de klasse die de economische groei over een bepaalde periode weet te capteren. Zo is het overduidelijk dat in de jaren voor de crisis vooral de renteniers profiteerden van de economische groei, en het lijkt erop dat de renteniers weer de bovenhand beginnen krijgen vanaf 2018, waaruit blijkt dat de rentenier zich nog meer heeft toegelegd op de aandelenmarkten en op het inkomen uit dividenden. Dit versterkt de stelling uit hoofdstuk twee dat banken en de financiële sector in het algemeen haar activiteiten is gaan verleggen om te kunnen omgaan met de historisch lage rentevoeten, met succes beweerde ook de Nationale Bank van België (zie hoofdstuk twee). Iets anders dat opvalt is dat de beide opwaartse sprongen van de *labour share* in 2007-2009 en 2011-2013 evenwel gepaard zijn gegaan met een reële krimp van de inkomens van de werknemers (de toegevoegde waarde is natuurlijk gekrompen gedurende de recessie, en de andere twee *shares* hebben zwaardere klappen gekregen). Opnieuw heeft dit een gedifferentieerde impact over de verschillende lagen van de bevolking. Mensen die hun inkomen vooral halen uit loon hebben vaak niets anders om op terug te vallen, terwijl renteniers zoals is aangetoond in de secties “Een klasse für sich” en “capital gains” kunnen berusten op een groot vermogen. Vanuit een normatief (of heterodox-economisch, in het bijzonder post-keynesiaans) standpunt valt op te merken dat de zwakke economische groei van 2015 tot 2017 misschien wel de meest duurzame - of meest inclusieve – economische groei is geweest die de Eurozone als geheel sinds lange tijd heeft gekend, gestuwd door de groei van investeringen en lonen. Zoals hierboven echter uitgelegd zijn er aanwijzingen dat dit slechts de stilte voor de (renteniers)storm zou kunnen zijn.

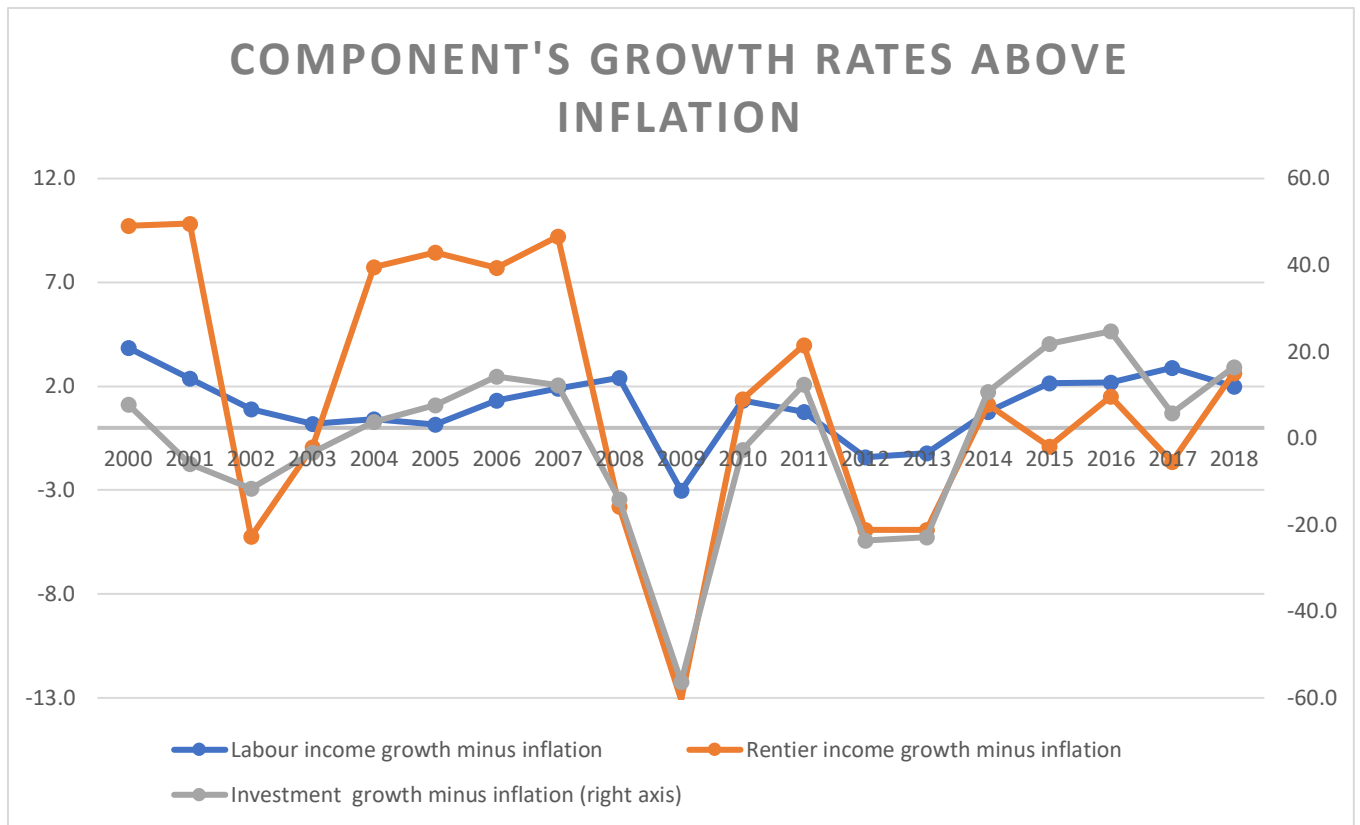


Figure 30. Groeipercentages verminderd met inflatie van de drie inkomenscomponenten. Eigen berekeningen met data van Eurostat.



## Conclusies en discussie

### De staat van de financialisering in de Eurozone

De uiteenzettingen in de hoofdstukken II en III schetsen een breed beeld van de staat van de financialisering en het renteniersinkomen in de Eurozone en bieden een antwoord op de gestelde onderzoeksvraag. Hoofdstuk II is ingegaan op de aard en de mate van de financialisering in de Eurozone tussen 1999 en 2018, een onderzoeksdomein dat voordien nog niet systematisch en empirisch was aangepakt op geaggregeerd niveau. Na een bespreking van de literatuur over de financialisering werd het belang van en de verschuivingen in de financiële sector kort behandeld. Hieruit bleek vooral dat de financiële desintermediatie in opmars is en dat de klassieke bankinstellingen stelselmatig aan belang moeten inboeten tegenover nieuwere instellingen. Deze evolutie speelt zich af tegen een context van een alsmaar toenemend volume financiële activa. In de sectie over de niet-financiële sector werd het snel duidelijk dat het fenomeen van de financialisering zich in de Eurozone anders - maar daarom niet per se minder – uit dan in de Verenigde Staten, waar het concept is geboren. Bij haar ontstaan speelden hoge rentevoeten de hoofdrol, terwijl het belang ervan nu is agfekalfd. Ondertussen hebben aandelen de bovenhand genomen en de rentevoeten vervangen als drijvende kracht achter de financialisering, een observatie die een belangrijk antwoord in zich houdt over de aard van de financialisering in de Eurozone. Aandelen – en dus de beurzen - spelen nu een cruciale rol in veel domeinen van de politieke economie.

Het aandeel fungeert als belangrijk medium voor de accumulatie van kapitaal. De concentratie van het eigendom van aandelen bij individuen is van die aard dat het een zelfversterkende spiraal in de vermogensongelijkheid in gang zet. Enerzijds tendeeft de prijs van aandelen continu opwaarts wat resulteert in zeer grote en zeer geconcentreerde kapitaalwinsten, en anderzijds hebben de niet-financiële bedrijven de betalingen aan aandeelhouders stelselmatig opgevoerd. In de Eurozone gebeurt dit vooral in de vorm van dividenden, maar ook *share buybacks* worden een frequentere praktijk in de regio. Deze financiële betalingen overtreffen het financieel inkomen, waardoor de these dat niet-financiële sector zich als geheel zou gedragen als de financiële sector niet in netto termen opgaat. Als echter wordt gekeken naar de bruto (en niet-geconsolideerde) financiële stromen in de niet-financiële sector van de Eurozone valt sterk op dat deze accumulatieve functie van het aandeel niet louter geldt voor vermogenskrachtige individuen, maar ook voor niet-financiële bedrijven. Deze halen een significant aandeel van hun inkomen uit financiële bronnen, waarvan het dividend (en dus het aandeel) de belangrijkste is. In 2007 culmineerde dit financieel inkomen voor niet-financiële bedrijven van de ganse Eurozone op ongeveer 30% van de winst, of 11% van de toegevoegde waarde wat erop wijst dat deze vorm van inkomen voor bedrijven zeer significant is geworden in de loop van de jaren 2000. Deze accumulatieve functie van het aandeel bij niet-financiële bedrijven uit zich ook in het belang van financiële investeringen binnen de bedrijfsstrategie. Deze betreffen vooral aandelen, maar ook de aankoop van derivaten en obligaties scheert hoge toppen, zeker in de meest recente jaren wat lijkt te wijzen op een invloed van het centrale bankbeleid. Het feit dat financiële investeringen het zouden overnemen van reële productieve investeringen is een belangrijke voorspelling van vooral de post-keynesiaanse auteurs over de financialisering die op het eerste zicht lijkt te worden ingevuld voor de Eurozone.

Het moge duidelijk zijn dat financialisering via verschillende kanalen de allocatie van bedrijfsmiddelen impacteert. Hierin ligt de essentie van de relatie tussen financialisering en

het distributief conflict over de economische middelen die wordt opgeworpen als onderzoeksvraag. Elke euro inkomen van een bedrijf kan namelijk slechts één keer worden uitgegeven. Die euro kan naar drie abstracte klassen vloeien: de werknemers, de reële investeringen en de renteniers. Elke euro die het bedrijf verlaat in de vorm van een financiële betaling of een financiële investering kan niet meer vloeien naar het loon of het bedrijf verlaten als nieuwe productieve investering of innovatie. Het model van hoofdstuk III illustreert deze dynamische relatie. Het is deze verdeling van de toegevoegde waarde (de geproduceerde waarde) over de verschillende klassen dat het onderwerp vormt van hoofdstuk III. Maar om deze conflictueuze distributie in kaart te kunnen brengen moet de abstracte renteniersklasse eerst worden gedefiniëerd. Dit gebeurt op basis van de opgedane kennis over de aard en de mate van de financialisering in de Eurozone en inzichten uit de nauwere literatuur over de rentenier. Het aandeel moest een prominente plaats krijgen omwille van haar sterkhoudersrol van de financiële accumulatie in de Eurozone. Daarnaast speelden andere financiële stromen zoals renteïnkomen, huur en de winst van de financiële sector ook een belangrijke rol. Concreet bestaat het renteniersaandeel in het model uit de winst van de financiële sector, het netto financieel inkomen van de huishoudens, het financieel inkomen van de niet-financiële sector en de *share buybacks*. Uit een dergelijke operationalisering blijkt dat de rentenier in 2018 zich van elke 100 euro gecreëerde waarde 26 euro toe-eigent. Van diezelfde 100 euro zien de eigenlijke creëerders van de waarde – de werknemers – slechts 68 euro terug en vloeit er maar 5 euro naar productieve investeringen of innovatief onderzoek.

Als er tenslotte wordt gekeken naar de meer dynamische aspecten van uiteengezette grafieken over de financialisering en het renteniersinkomen valt de breuk van de crisis heel sterk op. In de jaren voor de crisis scheren alle indicatoren van de financialisering hoge toppen: groei van de financiële sector, groei van het volume financiële activa, hoge vlucht in de betalingen aan de aandeelhouders, sterke kapitaalwinsten, dalend aandeel van de lonen, sterke groei van de schuldvolumes etc. Wat opdoemt is het typerend beeld van een doorgedreven financialisering, anders maar vergelijkbaar met de extensief gedocumenteerde financialiseringsfases in de Amerikaanse economie. Na de crisis vallen echter een aantal trendbreuken op. Op sommige vlakken lijkt de financialisering op haar terugweg. Dit wordt het beste geïllustreerd door Figuur 28, dat een renteniersaandeel in sterke val weergeeft, terwijl zowel de investeringen als het aandeel van de lonen sterk is gestegen. Ook Figuur 30 geeft dit goed weer. De groei van de toegevoegde waarde wordt evenwichtig verdeeld over de drie klassen waarbij vooral de investeringen en de lonen een inhaalbeweging maken. Bovendien bereiken ook de kapitaalwinsten in 2014 nog lang niet de precrisis niveaus<sup>33</sup>. Toch is deze conclusie ietwat voorbarig. Ten eerste lijkt de financialisering zich de laatste drie jaar herpakt te hebben. Zo groeien de financiële investeringen van niet-financiële bedrijven tot ongezien hoge cijfers (Figuur 22), groeit ook het volume van financiële activa in handen van de niet-financiële sector sterk (Figuur 21), liggen de dividenden weer op het hoogste niveau van net voor de crisis (Figuur 17) en scheren de aandelenindexen stilaan weer hoge toppen (Figuur 24). Ten tweede ligt het renteniersaandeel vooral onder druk door de extreem lage rentevoeten, dat de winsten van de banken onder druk zet en het volume rentebetalingen neerwaarts duwt (zoals bijvoorbeeld het geval is voor centrale overheden) ondanks de toegenomen schuldgraad van de economie. Er zijn ook geen doortastende structurele maatregelen genomen om de financialisering een halt toe te roepen waardoor er geen reden is om aan te nemen dat de rentenier haar lesje heeft geleerd. De vruchten van voor de crisis worden immers geplukt door de renteniers terwijl de kosten erna worden opgevangen door de ganse maatschappij en de

---

<sup>33</sup> Al kan worden verwacht dat dat in 2018 al anders zal liggen wegens de hervatte groei van de huizenprijsindex en de aandelenbeurzen (onder impuls van het monetair beleid)

centrale overheden. 2008 was dus zeker een crisis veroorzaakt door een doorgedreven financialisering, maar geen crisis van de financialisering. Deze heeft kortstondig klappen gekregen maar zonder structurele betugelingen van de haar componenten staat het in de sterren geschreven dat 2008 niet de laatste *Great Recession* zal blijven.

### Pistes voor verder onderzoek en de “P” in IPE

In al het cijfermateriaal van deze masterproef kan gemakkelijk uit het oog worden verloren dat financialisering wel degelijk een fundamenteel politiek fenomeen is. Niet alleen heeft het belangrijke gevolgen voor de politieke economie van de regio – zoals wordt aangekaart door de literatuur over *finance-led growth regimes* – of voor de verdeling van het inkomen en macht tussen de verschillende klassen – zoals dit onderzoek heeft pogen aan te tonen -, financialisering heeft ook een politieke oorsprong. Daarom zijn de vragen over deze oorsprong aangehaald in hoofdstuk II zo belangrijk. Het is noodzakelijk om ook te spitten naar de specifieke beleidsbeslissingen of inacties in de Eurozone die aan de basis liggen van verschillende aspecten van de financialisering. Dit is niet louter interessant an sich, maar verschaft noodzakelijke kennis om beleidsvoorstellen te kunnen formuleren die deze financialisering een halt kunnen toeroepen en de maatschappij kunnen omvormen zodat de economische vooruitgang beter kan worden gedeeld. Dit zou zowel vanuit maatschappelijk-politiek als vanuit economische standpunt wenselijk zijn. Het is belangrijk om voor ogen te houden dat diepgaande maatschappelijke transformatie kan (en moet), maar er kan nog zeer veel onderzoek worden verricht om een dieper inzicht te verschaffen in de politieke processen van de financialisering. Ook andere vragen moeten nog beantwoord worden vanuit een multidisciplinair onderzoekskader: welke hiaten in de macroeconomische modellen, welke belangenvermenging (en machtsverhouding tussen klassen) en welke discoursen voorkomen een doeltreffend en structureel antwoord op de financiële expropriatie? En hoe kunnen deze struikelblokken worden overkomen? Dit zijn economische, politieke en sociologische vragen die moeten worden beantwoord in het kader van een academisch onderzoek gericht op maatschappelijke transformatie.

Dit onderzoek heeft zich voornamelijk toegelegd op de niet-financiële bedrijfssector en de rol van het aandeel in de financialisering en haar relatie met de conflictueuze distributie van het inkomen. Dit komt enerzijds omwille van het grote en toegenomen belang van het aandeel en de transformatie binnen de niet-financiële bedrijfssector maar anderzijds ook omwille van mijn gebrekkige kennis van de diepere financiële zaken. Wat is de rol van *shadow banking* in de Eurozone? Welke impact hebben *offshore* constructies van financiële instellingen op de gerapporteerde financiële balansen? Wat gebeurt er op specifieke financiële markten zoals de repomarkt en welke impact hebben deze politiek-economisch? Dit zijn voorbeelden van belangrijke vragen die een diepere financiële kennis vereisen om een antwoord op te kunnen formuleren. Een ander mankement van dit onderzoek is de uitsluitende focus op de situatie in de Eurozone. Het zou interessant zijn om een vergelijkende studie uit te voeren over de gelijkenissen en verschillen met de huidige Amerikaanse (of Angelsaksische) situatie. In dit onderzoek werd bovendien ook geen rekening gehouden met de *balance of payment* data waardoor heel de dimensie van de internationale kapitaalmobiliteit wegvalt, nochtans een hoeksteen van de financialisering. Een onderzoek naar deze interactie tussen landen en gebieden en case studies over de werking van multinationale ondernemingen in een gefinancialiseerde context zou uiterst interessante en relevante kennis opleveren maar viel buiten het bestek van dit onderzoek waardoor het al bij al een relatief statisch resultaat levert.

De literatuur over de financialisering zit in elk geval zeker in de lift en de toegenomen aandacht voor deze ingrijpende processen kan enkel worden toegejuicht. Een belangrijk hiaat in deze heropleving is echter de relatie tussen de financiële sector en de centrale banken (Kalaitzake, 2018). Dit is nochtans opmerkelijk gezien het sterk toegenomen belang van de centrale bankiers in de politiek-economische ontwikkelingen na de crisis. Arrighi, Silver en Ahmad (1999) hebben de historische trends in de financialisering van de 19<sup>de</sup> eeuw bestudeerd en concluderen dat periodes van scherpe financialisering gewoonlijk gepaard gaan met socio-politieke conflicten omwille van de verdieping van de ongelijkheid en het op scherp drijven van de bestaande, al dan niet slumerende, klassenconflicten. De meest recente golf van financialisering ging echter niet gepaard met evenredige politieke conflicten, maar leek het onrecht van de verdiepende ongelijkheid in de Verenigde Staten zelfs te verzachten (G. Krippner et al., 2017). De gigantische instroom van kapitaal, de golf van gesecuritiseerde hypotheeklen die de huizenprijzen deed ontploffen, maar ook de toegang tot krediet enorm versoepelde zorgde voor wat Colin Crouch (Crouch, 2009) bestempelt als “*privatised Keynesianism*”<sup>34</sup>, een combinatie van markt en schuld (zie Mertens, 2018). Het is pas wanneer de zeepbel ontplofte dat het sluimerende distributioneel conflict naar de oppervlakte borrelde doordat de toegang tot krediet weer werd aangescherpt. De opium die zorgde voor de draagbaarheid van de structurele onevenwichten in de gefinancialiseerde maatschappij was niet meer en moest worden vervangen. De centrale banken hebben dan de fakkel overgenomen als waren ze in een script geschreven door Wolfgang Streeck. Het lijkt erop dat we in een nieuwe fase van “*Buying Time*” (Streeck, 2017) zitten zodat ons gefinancialiseerd kapitalistische systeem verder kan woekeren. Dit werpt een aantal vragen op over de rol van de centrale banken - en met name die van de ECB - in de ontwikkeling en de in stand houding van de financialisering. Een onderzoek naar de rol, impact, macht en bedoeling van centrale banken in het in stand houden van een gefinancialiseerd economisch systeem moet spitten naar de impact van inflatie en anti-inflatoire maatregelen, de politieke onafhankelijkheid van de centrale bank(iers) en diens (hun) relatie met de privé, de impact van het monetair beleid op allerhande financiële markten via de juiste transmissiekanalen, maar moet dus ook kijken naar de *agency* kwestie (Greenspan Put vs *Rentier Central Bank*). De moeilijkheid schuilt in de databeschikbaarheid, in de complexiteit van de relatie tussen centrale bankbeleid en financiële markten en natuurlijk in de onafhankelijkheid en het ondemocratische karakter van de centrale bank zelf. Een dergelijk onderzoek vereist de gecombineerde kennis van de politieke economie en de technische financiële economie. Ik hoop deze richting te kunnen uitgaan in mijn masterproef bij de economische wetenschappen, niet louter om kennis te produceren, maar om deze kennis ook te gebruiken voor maatschappelijke verandering. Zoals in de introductie vermeld moet academisch onderzoek volgens mij enerzijds gegrond zijn in belangrijke maatschappelijke kwesties en anderzijds een hefboom kunnen bieden voor maatschappelijke verandering. Het is aan de academicus-activist om samen met het middenveld en andere burgers problemen aan te kaarten en oplossingen aan te reiken om mee te helpen aan het noodzakelijke maatschappelijk momentum voor verandering. Financialisering is een politiek fenomeen, en zal dus een politiek einde kennen.

---

<sup>34</sup> Deze term vertoont veel gelijkenissen met en zet dezelfde accenten als de financialiseringsthese, maar mist toch de bredere structurelere ontwikkelingen. Vandaar dat financialisering een betere term is voor het post-Golden Age tijdperk dan *privatised keynesianism*.

## Bibliografie

- Aalbers, M. B. (2017). Corporate Financialization. In D. Richardson, N. Castree, M. F. Goodchild, A. Kobayashi, W. Liu, & R. A. Marston (Eds.), *International Encyclopedia of Geography: People, the Earth, Environment and Technology* (pp. 1–11). <https://doi.org/10.1002/9781118786352.wbieg0598>
- Adam, K., & Tzamourani, P. (2016). Distributional consequences of asset price inflation in the Euro Area. *European Economic Review*, 89, 172–192. <https://doi.org/10.1016/j.euroecorev.2016.07.005>
- Admati, A. R. (2017). A skeptical view of financialized corporate governance. *Journal of Economic Perspectives*, 31(3), 131–150.
- Aglietta, M. (2000). Shareholder value and corporate governance: Some tricky questions. *Economy and Society*, 29(1), 146–159. <https://doi.org/10.1080/030851400360596>
- Aglietta, M., & Reberioux, A. (2004). *Dérives du capitalisme financier*. Paris: A. Michel.
- Alvarez, I. (2015). Financialization, non-financial corporations and income inequality: The case of France. *Socio-Economic Review*, 13(3), 449–475. <https://doi.org/10.1093/ser/mwv007>
- Argitis, G. (2009). Inflation Targeting and Keynes's Political Economy. *Journal of Post Keynesian Economics*, 31(2), 249–270.
- Argitis, G., & Pitelis, C. (2001). Monetary Policy and the Distribution of Income: Evidence for the United States and the United Kingdom. *Journal of Post Keynesian Economics*, 23(4), 617–638. <https://doi.org/10.1080/01603477.2001.11490302>
- Arrighi, G. (2010). *The long twentieth century: Money, power, and the origins of our times*. London ; New York: Verso.
- Arrighi, G., Silver, B. J., & Ahmad, I. (1999). *Chaos and governance in the modern world system*. Minneapolis: University of Minnesota Press.
- Assa, J. (2012). *Financialization and its Consequences: The OECD Experience*. 1(1), 5.
- Atkinson. (2008). Concentration among the Rich. In J.B. Davies, *Personal Wealth from a Global Perspective*. (Pp. 64-89). Oxford University Press.
- Bakija, J., Cole, A., & Heim, B. T. (2012). *Jobs and income growth of top earners and the causes of changing income inequality: Evidence from U.S. tax return data*.
- Bakk-Simon, K., Borgioli, S., Giron, C., Hampell, H., Maddaloni, A., Recine, F., & Rosati, S. (2012). *Shadow banking in the Euro area: An overview*. 38.
- Bannock, G., Baxter, R. E., & Davis, E. (1998). *The Penguin dictionary of economics*. London ; New York: Penguin Books.
- Baran, P. A. (1957). *The political economy of growth*. New York: Monthly Review P.
- Bivens, J., & Mishel, L. (2013). The Pay of Corporate Executives and Financial Professionals as Evidence of Rents in Top 1 Percent Incomes. *Journal of Economic Perspectives*, 27(3), 57–78. <https://doi.org/10.1257/jep.27.3.57>
- *Bloomberg Billionaires Index*. (2019). Retrieved from <https://www.bloomberg.com/billionaires/>
- Bordo, M. D., & Eichengreen, B. (1993). The collapse of the Bretton Woods fixed exchange rate system. In *A retrospective on the Bretton Woods system: Lessons for international monetary reform*. (pp. 461–494). University of Chicago Press.
- Boyer, R. (2000). Is a Finance-led growth regime a viable alternative to Fordism? A preliminary analysis. *Economy and Society*, 29(1), 111–145. <https://doi.org/10.1080/030851400360587>

- Braga, J. C., Oliveira, G. C. de, Wolf, P. J. W., Palludeto, A. W. A., & Deos, S. S. de. (2017). For a political economy of financialization: Theory and evidence. *Economia e Sociedade*, 26, 829–856. <https://doi.org/10.1590/1982-3533.2017v26n4art1>
- Bruce, A., Buck, T., & Main, B. G. M. (2005). Top Executive Remuneration: A View from Europe. *Journal of Management Studies*, 42(7), 1493–1506. <https://doi.org/10.1111/j.1467-6486.2005.00553.x>
- Capehart, K. W. (2017). Toward an Improved Definition of the Wealthy. *Forum for Social Economics*, 46(4), 337–349. <https://doi.org/10.1080/07360932.2017.1363072>
- Cowell, F., Nolan, B., Olivera, J., & Van Kerm, P. (2017). *Wealth, top incomes and inequality*. Retrieved from <http://www.lisdatacenter.org/wps/lwswps/24.pdf>
- Crotty, J. (2005a). The neoliberal paradox: The impact of destructive product market competition and modern financial markets on nonfinancial corporation performance in the neoliberal era. In *Financialization and the world economy*. Cheltenham, UK ; Northampton, MA: Edward Elgar.
- Crotty, J. (2005b). The neoliberal paradox: The impact of destructive product market competition and “modern” financial markets on nonfinancial corporation performance in the neoliberal era. In *Financialization and the world economy*. (pp. 77–110). Cheltenham, UK ; Northampton, MA: Edward Elgar.
- Crotty, J. (2007). *If Financial Market Competition is so Intense, Why are Financial Firm Profits so High? Reflections on the Current ‘Golden Age’ of Finance*. 55.
- Crotty, J. (2009). Structural causes of the global financial crisis: A critical assessment of the “new financial architecture.” *Cambridge Journal of Economics*, 33(4), 563–580. <https://doi.org/10.1093/cje/bep023>
- Crouch, C. (2009). Privatised Keynesianism: An Unacknowledged Policy Regime. *The British Journal of Politics and International Relations*, 11(3), 382–399. <https://doi.org/10.1111/j.1467-856X.2009.00377.x>
- Dasí, R. M., Montesinos, V., & Murgui, S. (2013). Comparative Analysis of Governmental Accounting Diversity in the European Union. *Journal of Comparative Policy Analysis: Research and Practice*, 15(3), 255–273. <https://doi.org/10.1080/13876988.2013.798117>
- Davidson, P., & Kregel, J. A. (Eds.). (1989). *Macroeconomic problems and policies of income distribution: Functional, personal, international*. Aldershot, Hants, England : Brookfield, Vt., USA: E. Elgar ; Gower Pub. [distributor].
- Davis, L. E. (2014). *The financialization of the nonfinancial corporation in the post-1970 U.S. economy*. 161.
- De Nationale Bank van België. (2017). *Verslag 2017. Verslag voorgesteld door de Gouverneur namens de Regentenraad*.
- Deleuze, G. (1986). *Foucault*. Paris: Editions de Minuit.
- Denk, O. (2015). *Financial sector pay and labour income inequality: Evidence from Europe* (OECD Economics Department Working Papers No. 1225). <https://doi.org/10.1787/5js04v5wjw9p-en>
- Deutschmann, C. (2011). Limits to Financialization. *European Journal of Sociology*, 52(03), 347–389. <https://doi.org/10.1017/S0003975611000154>
- Dolphin, T. (2012). *The financialisation of the UK economy*. 72.
- *Dopé par la Bourse, Bernard Arnault entre dans le club des hommes possédant plus de 100 milliards de dollars*. (2019, June 20). Retrieved from [https://www.lemonde.fr/economie/article/2019/06/20/dope-par-la-bourse-bernard-arnault-entre-dans-le-club-des-hommes-possedant-plus-de-100-milliards-de-dollars\\_5478740\\_3234.html](https://www.lemonde.fr/economie/article/2019/06/20/dope-par-la-bourse-bernard-arnault-entre-dans-le-club-des-hommes-possedant-plus-de-100-milliards-de-dollars_5478740_3234.html)
- Dore, R. (2008). Financialization of the global economy. *Industrial and Corporate*

- Change*, 17(6), 1097–1112. <https://doi.org/10.1093/icc/dtn041>
- Duménil, G., & Lévy, D. (2005). Costs and benefits of neoliberalism: A class analysis. In *Financialization and the world economy* (pp. 17–45). Cheltenham, UK ; Northampton, MA: Edward Elgar.
  - Dünhaupt, P. (2012). Financialization and the rentier income share – evidence from the USA and Germany. *International Review of Applied Economics*, 26(4), 465–487. <https://doi.org/10.1080/02692171.2011.595705>
  - Dymski, G., Epstein, G. A., & Pollin, R. (Eds.). (1993). *Transforming the U.S. financial system: Equity and efficiency for the 21st century*. Armonk, N.Y: M.E. Sharpe.
  - Egan, M. (2018). Corporate America gives out a record \$1 trillion in stock buybacks. Retrieved June 30, 2019, from CNN Business website: <https://www.cnn.com/2018/12/17/investing/stock-buybacks-trillion-dollars/index.html>
  - Eisenhower, J. (2008). An Economic Definition of the Middle Class. *Forum for Social Economics*, 37(2), 103–113. <https://doi.org/10.1007/s12143-007-9009-y>
  - Engelen, E. (2008). The case for financialization. *Competition & Change*, 12(2), 11–119.
  - Enriques, L., & Volpin, P. (2007). Corporate Governance Reforms in Continental Europe. *Journal of Economic Perspectives*, 21(1), 117–140. <https://doi.org/10.1257/jep.21.1.117>
  - Epstein, G. (2002). *Financialization, Rentier Interests, and Central Bank Policy*. 43.
  - Epstein, G. A. (Ed.). (2005). *Financialization and the world economy*. Cheltenham, UK ; Northampton, MA: Edward Elgar.
  - Epstein, G. A., & Jayadev, A. (2005). The rise of rentier incomes in OECD countries: Financialization, central bank policy and labor solidarity. In *Financialization and the world economy* (pp. 46–74). Cheltenham, UK ; Northampton, MA: Edward Elgar.
  - Epstein, G., Power, D., & Abrena, M. (2003). *Trends in the rentier income share in OECD countries, 1960-2000*.
  - Erturk, I., Froud, J., Johal, S., & Williams, K. (2005). Pay for Corporate Performance or Pay as Social Division? Rethinking the Problem of Top Management Pay in Giant Corporations. *Competition & Change*, 9(1), 49–74. <https://doi.org/10.1179/102452905X38641>
  - European Banking Authority. (2016). *Report on benchmarking of remuneration and high earners 2014*.
  - European Banking Authority. (2019). *Report on high earners 2017*.
  - European Banking Federation. (2018). *Banking in Europe 2018: EBF facts and figures*.
  - European Central Bank. (2007). Share buybacks in the Euro Area. *Monthly Bulletin*, 103–111.
  - European Central Bank. (2016). The role of euro area non-monetary financial institutions in financial intermediation. *ECB Economic Bulletin*, (4), 19.
  - European Central Bank. (2019). Household Finance and Consumption Survey (HFCS). Retrieved June 24, 2019, from European Central Bank website: [https://www.ecb.europa.eu/stats/ecb\\_surveys/hfcs/html/index.en.html](https://www.ecb.europa.eu/stats/ecb_surveys/hfcs/html/index.en.html)
  - European Commission. (2003). *Employee stock options. The legal and administrative environment for employee stock options in the EU. Final Report of the Expert Group*.
  - European Commission, & Eurostat. (2014). *Manual on measuring research and development in ESA 2010: 2014 edition*. Retrieved from <http://dx.publications.europa.eu/10.2785/52718>
  - Fligstein, N. (2013). *The transformation of corporate control*. Cambridge, Mass.;



- Milton Keynes UK: Harvard University Press : Lightning Source UK.
- Foster, J. B. (2007, April 1). The Financialization of Capitalism. *Monthly Review*. Retrieved June 16, 2019, from Monthly Review website: <https://monthlyreview.org/2007/04/01/the-financialization-of-capitalism/>
  - Foucault, M. (2003). *Surveiller et punir: Naissance de la prison*. Paris: Gallimard.
  - Froud, J. (Ed.). (2006). *Financialization and strategy: Narrative and numbers*. London ; New York: Routledge.
  - Froud, J., Haslam, C., Johal, S., & Williams, K. (2000). Shareholder value and Financialization: Consultancy promises, management moves. *Economy and Society*, 29(1), 80–110. <https://doi.org/10.1080/030851400360578>
  - Gabor, D. (2011). *Central Banking and Financialization*. <https://doi.org/10.1057/9780230295049>
  - Gall, G. (2017). *Employment Relations in Financial Services*. <https://doi.org/10.1057/978-1-137-39539-9>
  - Garrison, R. W. (1996). Keynes was a Keynesian. *Review of Austrian Economics*, 9(1), 165–171.
  - Ghosh, S. (2019, January 13). 500 European tech startups say they will never be able to compete for talent with Google or Facebook thanks to the muddle around employee stock options. Retrieved June 21, 2019, from Business Insider Nederland website: <https://www.businessinsider.com/500-european-startup-ceos-open-letter-stock-option-reform-employees-2019-1>
  - Gillman, J. M. (1955). An evaluation of John Maynard Keynes. *Science and Society*, 19(2), 107–133.
  - Glyn, A. (2006). *Capitalism unleashed: Finance globalization and welfare*. Oxford ; New York: Oxford University Press.
  - Goda, T., Onaran, Ö., & Stockhammer, E. (2017). Income Inequality and Wealth Concentration in the Recent Crisis. *Development and Change*, 48(1), 3–27. <https://doi.org/10.1111/dech.12280>
  - Goumeziane, S. (2018). *La résurrection des rentiers*. 21.
  - Grahl, J., & Teague, P. (2000). The Régulation School, the employment relation and financialization. *Economy and Society*, 29(1), 160–178. <https://doi.org/10.1080/030851400360604>
  - Guttmann, R. (2017). Financialization revisited: The rise and fall of finance-led capitalism. *Economia e Sociedade*, 26(spe), 857–877. <https://doi.org/10.1590/1982-3533.2017v26n4art2>
  - Hardie, I., & Howarth, D. (2009). Die Krise but not La Crise? The Financial Crisis and the Transformation of German and French Banking Systems. *JCMS: Journal of Common Market Studies*, 47(5), 1017–1039. <https://doi.org/10.1111/j.1468-5965.2009.02033.x>
  - Harvey, D. (2018). *The limits to capital*. London: Verso.
  - Hein, E. (2015). Finance-dominated capitalism and re-distribution of income: A Kaleckian perspective. *Cambridge Journal of Economics*, 39(3), 907–934. <https://doi.org/10.1093/cje/bet038>
  - Hein, Eckhard, Dünhaupt, P., Alfageme, A., & Kulesza, M. (2017). *Financialisation and distribution in three main Eurozone countries from a Kaleckian perspective: France, Germany and Spain compared – before and after the crisis*. 36.
  - Hein, Eckhard, & van Treeck, T. (2008). *Financialization in post-Keynesian models of distribution and growth—A systemic review*. IMK Working Paper 10, Hans Boeckler Foundation, Macroeconomic Policy Institute.
  - Helleiner, E. (2000). *States and the reemergence of global finance: From Bretton*

- Woods to the 1990s*. Ithaca, N.Y: Cornell University Press.
- Hilferding, R. (2006). *Finance capital: A study of the latest phase of capitalist development* (Reprinted; T. Bottomore, Ed.; M. Watnick & S. Gordon, Trans.). London and New York: Routledge.
  - Horn, L. (2017). The Financialization of the Corporation. In G. Baars & A. Spicer (Eds.), *The Corporation* (pp. 281–290). <https://doi.org/10.1017/9781139681025.017>
  - Household Finance and Consumption Network, European Central Bank. (2016). *The Household Finance and Consumption Survey: Results from the second wave*. (18), 139.
  - Jackson, G., Höpner, M., & Kurdelbusch, A. (2004). *Corporate Governance and Employees in Germany: Changing Linkages, Complementarities, and Tensions*. RIETI Discussion Paper.
  - Jacobs, D., & Myers, L. (2014). Union Strength, Neoliberalism, and Inequality: Contingent Political Analyses of U.S. Income Differences since 1950. *American Sociological Review*, 79(4), 752–774. <https://doi.org/10.1177/0003122414536392>
  - Jacobs, L. R., & King, D. S. (2016). *Fed power: How finance wins*. New York, NY: Oxford University Press.
  - Jayadev, A., & Epstein, G. (2007). *The Correlates of Rentier Returns in OECD Countries*. 27.
  - Jayadev, A., Mason, J. W., & Schröder, E. (2018). The Political Economy of Financialization in the United States, Europe and India: Debate: Financialization in the United States, Europe and India. *Development and Change*, 49(2), 353–374. <https://doi.org/10.1111/dech.12382>
  - Jenkins, P., & Mathurin, P. (2012, June 5). Bank staff costs take bigger share of pot. Retrieved May 13, 2019, from Financial Times website: <https://www.ft.com/content/d4fe3186-ac0d-11e1-a8a0-00144feabdc0>
  - Jürgens, U., Naumann, K., & Rupp, J. (2000). Shareholder value in an adverse environment: The German case. *Economy and Society*, 29(1), 54–79. <https://doi.org/10.1080/030851400360569>
  - Kalaitzake, M. (2018). Central banking and financial political power: An investigation into the European Central Bank. *Competition & Change*, 102452941881269. <https://doi.org/10.1177/1024529418812690>
  - Kalecki, M. (1943). Political aspects of full employment. *Political Quarterly*. Retrieved from [http://pluto.mscc.huji.ac.il/~mshalev/ppe/Kalecki\\_FullEmployment.pdf](http://pluto.mscc.huji.ac.il/~mshalev/ppe/Kalecki_FullEmployment.pdf)
  - Keynes, J. M. (2004). *The end of laissez-faire*. Amherst, N.Y: Prometheus Books.
  - Keynes, J. M. (2007). *The Economic consequences of the peace*. New York: Skyhorse Publishing.
  - Keynes, J. M. (2008). *A tract on monetary reform*. BN publishing.
  - Keynes, J. M. (2017). *General theory of employment, interest and money*. Wordsworth Editions Ltd.
  - *Knack*. Pironet, E. (2018, September 19). Directeur Nationale Bank bezorgd om toekomst Belgische banken. Retrieved September 19, 2018, from Knack website: <https://www.knack.be/nieuws/belgie/directeur-nationale-bank-bezorgd-om-toekomst-belgische-banken/article-normal-1199451.html>
  - Korpi, W. (2002). The Great Trough in Unemployment: A Long-term View of Unemployment, Inflation, Strikes, and the Profit/Wage Ratio. *Politics & Society*, 30(3), 365–426. <https://doi.org/10.1177/0032329202030003002>
  - Kotnik, P., Sakinç, M. E., & Guduraš, D. (2017). Executive Compensation in Europe: Realized Gains from Stock-Based Pay. *SSRN Electronic Journal*.

- <https://doi.org/10.2139/ssrn.3228809>
- Kotz, D. M. (2015). *The rise and fall of neoliberal capitalism*. Cambridge, Massachusetts: Harvard University Press.
  - Kregel, J. A. (1987). Rentier. In Palgrave Macmillan (Ed.), *The New Palgrave Dictionary of Economics* (pp. 1–3). [https://doi.org/10.1057/978-1-349-95121-5\\_1553-1](https://doi.org/10.1057/978-1-349-95121-5_1553-1)
  - Krippner, G., Lemoine, B., & Ravelli, Q. (2017). The Politics of Financialization. An Interview with Greta Krippner. *Revue de La Régulation. Capitalisme, Institutions, Pouvoirs*, (22). <https://doi.org/10.4000/regulation.12637>
  - Krippner, G. R. (2011). *Capitalizing on crisis: The political origins of the rise of finance*. Cambridge, Mass: Harvard University Press.
  - Krugman, P. (2011, June 6). The Rentier Regime. Retrieved April 28, 2019, from Paul Krugman Blog website: <https://krugman.blogs.nytimes.com/2011/06/06/the-rentier-regime/>
  - Labor share of income: A new look at the decline in the United States | McKinsey. (2019). Retrieved May 29, 2019, from <https://www.mckinsey.com/featured-insights/employment-and-growth/a-new-look-at-the-declining-labor-share-of-income-in-the-united-states>
  - Lapavitsas, C. (2011). Theorizing financialization. *Work, Employment and Society*, 25(4), 611–626. <https://doi.org/10.1177/0950017011419708>
  - Lapavitsas, C. (2013). *Profiting without producing: How finance exploits us all*. London ; New York: Verso.
  - Lapavitsas, C., & Mendieta-Muñoz, I. (2016, July 1). Monthly Review | The Profits of Financialization. Retrieved June 16, 2019, from Monthly Review website: <https://monthlyreview.org/2016/07/01/the-profits-of-financialization/>
  - Laurent, L. (2015, March 5). Europe firms may draw fire by joining buyback boom. *Reuters*. Retrieved from <https://www.reuters.com/article/us-europe-buybacks-usa-idUSKBN0M121320150305>
  - Lazonick, W., & Mazzucato, M. (2013). The risk-reward nexus in the innovation-inequality relationship: Who takes the risks? Who gets the rewards? *Industrial and Corporate Change*, 22(4), 1093–1128. <https://doi.org/10.1093/icc/dtt019>
  - Lazonick, William. (2014, September 1). Profits Without Prosperity. *Harvard Business Review*, (September 2014). Retrieved from <https://hbr.org/2014/09/profits-without-prosperity>
  - Lazonick, William, & O’Sullivan, M. (2000). Maximizing shareholder value: A new ideology for corporate governance. *Economy and Society*, 29(1), 13–35. <https://doi.org/10.1080/030851400360541>
  - Lee, J. (2018, August 13). *Europe Finally Gets Its Share of Mega Buybacks*. Retrieved from <https://www.bloomberg.com/news/articles/2018-08-13/europe-finally-gets-its-share-of-mega-buybacks-as-profits-grow>
  - Lordon, F. (2010). Et si on fermait la Bourse... Retrieved July 8, 2019, from Le Monde diplomatique website: <https://www.monde-diplomatique.fr/2010/02/LORDON/18789>
  - Lund, S., Windhagen, E., Manyika, J., Härle, P., Woetzel, J., & Goldshtein, D. (2017). *The new dynamics of financial globalization*. McKinsey Global Institute.
  - Mann, G. (2017). *In the long run we are all dead: Keynesianism, political economy, and revolution*. London ; New York: Verso.
  - Manyika, J., Mischke, J., Bughin, J., Woetzel, J., Krishnan, M., & Cudre, S. (2019). *A new look at the declining labor share of income in the United States*. McKinsey Global Institute.

- Masterman, C. F. G. (1922). *England after war, a study*. Retrieved from <https://archive.org/details/englandafterwars00mast/page/n6>
- McGrath, R. (2019). Perspectives: The case for banning stock buybacks. Retrieved June 30, 2019, from CNN Perspectives website: <https://www.cnn.com/2019/02/26/perspectives/ban-stock-buybacks/index.html>
- McKibbin, R. (2013). Political Sociology in the Guise of Economics: J.M. Keynes and the Rentier. *The English Historical Review*, 128(530), 78–106. <https://doi.org/10.1093/ehr/ces353>
- McKibbin, R. (2019). J.M. Keynes as Sociologist: The Rentier in the Social System. In R. McKibbin, *Democracy and Political Culture* (pp. 6–30). <https://doi.org/10.1093/oso/9780198834205.003.0001>
- McNamara, R. K. (1999). Consensus and constraint: Iseas and capital mobility in European monetary integration. *Journal of Common Market Studies*, 37(3), 445–476.
- Mertens, B., & Vermeiren, M. (2018). *Politieke aspecten van monetair beleid. Naar een rentier central bank?* Ghent University, Ghent.
- Nölke, A., Heires, M., & Bieling, H.-J. (2013). Editorial: The Politics of Financialization. *Competition & Change*, 17(3), 209–218. <https://doi.org/10.1179/com.2013.17.3.1>
- OECD. (2018). Leading indicators—Business confidence index (BCI)—OECD Data. Retrieved July 6, 2019, from TheOECD website: <http://data.oecd.org/leadind/business-confidence-index-bci.htm>
- Orhangazi, O. (2008). Financialisation and capital accumulation in the non-financial corporate sector: A theoretical and empirical investigation on the US economy: 1973-2003. *Cambridge Journal of Economics*, 32(6), 863–886. <https://doi.org/10.1093/cje/ben009>
- Orwell, G. (2014). *The road to Wigan Pier*.
- Palley, T. I. (2007). *Financialization: What it is and why it matters*. Retrieved from [http://www.levyinstitute.org/pubs/wp\\_525.pdf](http://www.levyinstitute.org/pubs/wp_525.pdf)
- Palley, T. I. (2014). *Financialization: The economics of finance capital domination*. Houndmills, Basingstoke, Hampshire: Palgrave Macmillan.
- Pecce, F. (2017). Buybacks and M&A support the case for Europe. Retrieved July 10, 2019, from <https://www.man.com/maninstitute/buybacks-and-m-and-a-support-the-case-for-europe>
- Pettifor, A. (2017). *The production of money: How to break the power of bankers*. London: Verso.
- Pilkington, M. (2009). The Financialization of Modern Economies in Monetary Circuit Theory. In J.-F. Ponsot & S. Rossi (Eds.), *The Political Economy of Monetary Circuits* (pp. 188–216). [https://doi.org/10.1057/9780230245723\\_10](https://doi.org/10.1057/9780230245723_10)
- Polanyi, K. (1944). *The great transformations*. Boston: Beacon Press.
- Pound, J. (1992, March 1). Beyond Takeovers: Politics Comes to Corporate Control. *Harvard Business Review*, (March–April 1992). Retrieved from <https://hbr.org/1992/03/beyond-takeovers-politics-comes-to-corporate-control>
- Profit share of non-financial corporations—Eurostat. (n.d.). Retrieved June 19, 2019, from <https://ec.europa.eu/eurostat/web/products-datasets/-/teina520>
- Pryke, M., & Allen, J. (2000). Monetized time-space: Derivatives – money’s “new imaginary”? *Economy and Society*, 29(2), 264–284. <https://doi.org/10.1080/030851400360497>
- Rabinovich, J. (2018). *The financialisation of the nonfinancial corporation. A critique to the financial rentierization hypothesis*. 37.
- Ramsay, G. (1836). *An Essay on the Distribution of Wealth*. Retrieved from

- <http://archive.org/details/anessayondistri01ramsgoog>
- Renneboog, L., & Duffhues, P. (Eds.). (2006). *Advances in corporate finance and asset pricing: This book is in the honour of Professor Dr. Piet Duffhues*. Amsterdam: Elsevier.
  - Rixtel, A. V., & Villegas, A. (2015). *Equity issuance and share buybacks*. Retrieved from [https://www.bis.org/publ/qtrpdf/r\\_qt1503v.htm](https://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt1503v.htm)
  - Robbins, B. (2012). On the rentier. *PMLA*, 127(4), 905–911.
  - Robinson, J. (1969). Rentiers and Finance. In J. Robinson, *The Accumulation of Capital* (pp. 274–279). [https://doi.org/10.1007/978-0-230-30666-0\\_28](https://doi.org/10.1007/978-0-230-30666-0_28)
  - Rochon, L.-P., & Setterfield, M. (2008). The Political Economy of Interest-Rate Setting, Inflation, and Income Distribution. *International Journal of Political Economy*, 37(2), 5–25. <https://doi.org/10.2753/IJP0891-1916370201>
  - Ruggie, J. G. (1982). International regimes, transactions, and change: Embedded liberalism in the postwar economic order. *International Organization*, 36(2), 379–415.
  - Sakinc, M. E. (2017). *Share Repurchases in Europe – A Value Extraction Analysis*. 28.
  - Sawyer, M. (2013). What Is Financialization? *International Journal of Political Economy*, 42(4), 5–18. <https://doi.org/10.2753/IJP0891-1916420401>
  - Schumpeter, J. A. (1936). The General Theory of Employment, Interest and Money by John Maynard Keynes. *Journal of the American Statistical Association*, 31(196), 791. <https://doi.org/10.2307/2278703>
  - Seccareccia, M., & Lavoie, M. (2016). Income Distribution, Rentiers, and Their Role in a Capitalist Economy: A Keynes–Pasinetti Perspective. *International Journal of Political Economy*, 45(3), 200–223. <https://doi.org/10.1080/08911916.2016.1230447>
  - Shadow banking grows while lending trails. (2017, October 19). *Reuters*. Retrieved from <https://www.reuters.com/article/us-finance-globe-growth-idUSKBN1CO1C2>
  - Silver, N. (2017). *Finance, society and sustainability: How to make the financial system work for the economy, people and planet*. London: Palgrave Macmillan.
  - Smithin, J. (1996). *Macroeconomic policy and the future of capitalism: The revenge of the rentiers and the threat to prosperity*. Cheltenham, UK ; Brookfield, Vt., US: E. Elgar.
  - Stadler, C., Matzler, K., Hinterhuber, H., & Renzl, B. (2006). The CEO’s Attitude Towards the Shareholder Value and the Stakeholder Model. A Comparison Between the Continental European and the Anglo-Saxon Perspective. *Problems and Perspectives in Management*, 4(3), 9.
  - Statistical Office of the European Communities, & European Commission (Eds.). (2013). *European system of accounts: ESA 2010*. Luxembourg: Publications Office of the European Union.
  - Stienen, J., & Castiglionesi, F. (2017). *The effect of the financial crisis on the share repurchase activity in Europe*. Tilburg University, Tilburg.
  - Stockhammer, E. (2004). *The Rise of Unemployment in Europe*. <https://doi.org/10.4337/9781845421717>
  - Stockhammer, E. (2008). Some stylized facts on the finance-dominated accumulation regime. *Competition & Change*, 12(2), 184–202.
  - Stockhammer, E. (2009). *The finance-dominated accumulation regime, income distribution and the present crisis*. 31.
  - Streeck, W. (2017). *Buying time: The delayed crisis of democratic capitalism* (Second edition, with a new preface; P. Camiller & D. Fernbach, Trans.). London New York: Verso.
  - Sweezy, P. M. (1946). John Maynard Keynes. *Science and Society*, 10(4), 398–405.

- Toplensky, R. (2016, April 18). European share buybacks wait on QE boost. Retrieved July 10, 2019, from Financial Times website: <https://www.ft.com/content/e559ff02-0536-11e6-a70d-4e39ac32c284>
- Van Apeldoorn, B., & Horn, L. (2007). The Marketisation of European Corporate Control: A Critical Political Economy Perspective. *New Political Economy*, 12(2), 211–235. <https://doi.org/10.1080/13563460701302984>
- van der Zwan, N. (2014). Making sense of financialization. *Socio-Economic Review*, 12(1), 99–129. <https://doi.org/10.1093/ser/mwt020>
- Vitols, S. (2004). Negotiated Shareholder Value: The German Variant of an Anglo-American Practice. *Competition & Change*, 8(4), 357–374. <https://doi.org/10.1080/1024529042000304400>
- Wealth inequality in Europe. (2016, November 9). Retrieved June 24, 2019, from European Economic and Social Committee website: <https://www.eesc.europa.eu/en/our-work/opinions-information-reports/opinions/wealth-inequality-europe>
- Weber, M. (2017). *Politics as a vocation*. Retrieved from <http://www.myilibrary.com?id=1020547>
- What has and hasn't changed since the global financial crisis? | McKinsey. (2018). Retrieved July 9, 2019, from <https://www.mckinsey.com/industries/financial-services/our-insights/a-decade-after-the-global-financial-crisis-what-has-and-hasnt-changed>
- Yagi, K., Yokokawa, N., Hagiwara, S., & Dymiski, G. (2015). *Crises of global economies and the future of capitalism: Reviving Marxian crisis theory*.
- Zattoni, A. (2007). Stock incentive plans in Europe: Empirical evidence and design implications. *Corporate Ownership and Control*, 4(4). <https://doi.org/10.22495/cocv4i4p5>