

Destijds was het nog een huzarenklus, wat Alan Parsons voor mekaar had gekregen. De geluidstechnicus was er met behulp van een experimenteel systeem in 1973 in geslaagd om het geluid van een groot aantal aflopende antieke klokken tegelijk te laten horen.

Het beviel de leden van de legendarische rockgroep Pink Floyd dermate dat ze het meteen als intro gebruikten voor één van de beste tracks op hun onvolprezen album *The Dark Side of the Moon*. Het nummer *Time* bevatte niet enkel opvallende geluidselementen maar was ook voorzien van een confronterende tekst over vervlogen jeugdijaren, verkwiste tijd en de gemiste kansen die zich voordeden toen je doelloos naar de regen of het tv-scherm zat te turen.

(...) 10 years have got behind you. No one told you when to run. You missed the starting gun.

Op 9 maart 2009 werd het startschot gegeven voor de langste^[i] en krachtigste stierenmarkt sedert mensenheugenis. Ook wij schreeuwden het van de daken: de vigerende hoge langetermijnrente kon vanaf dat niveau immers alleen maar dalen, meegezogen door vallende inflatiecijfers en lagere beleidsrente. De gekelderde bedrijfsresultaten uit de voorafgaande crisisperiode hadden geen andere keuze meer dan op te veren, terwijl de risicopremies met zekerheid moesten terugvallen vanuit de stratosfeer. *A triple whammy*, als je er ooit één zag.

Grafiek 1: Evolutie van de S&P index sedert 9 maart 2009



En als een van deze factoren het tijdelijk eens liet afweten, dan namen de twee andere het na een korte adempauze op de aandelenmarkten wel weer over. Enkel het onbegrijpelijke mistasten van de Fed-gouverneurs Bernanke en Powell (destijds assistent van eerstgenoemde) konden in 2015 en 2018 de markten voor een wat langere periode doen twifelen. Maar dit was nooit voldoende om de stier te laten struikelen. Daarvoor is - per definitie - een correctie nodig van 20 % ten opzichte van het voorafgaande hoogste niveau van de beurs en een dergelijke daling deed zich in het afgelopen decennium niet voor. Dat er doellijnttechnologie aan te pas is gekomen op 24 december 2018 willen we hierbij graag over het hoofd zien.

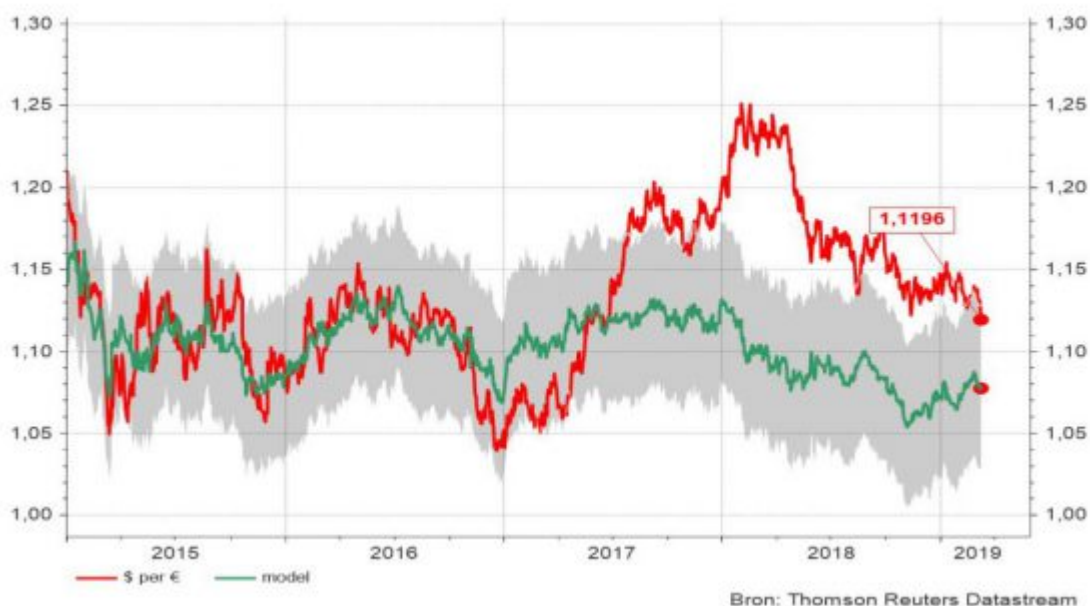
Zo komt het dat de *bull run* intussen zijn tiende verjaardag^[ii] mag vieren. Een dubbel lustrum dat dreigt verloren te gaan in de huidige waan van de dag, gedomineerd door de speculaties over de handelsbesprekingen tussen de VS en China, de economische onweerswolken boven de eurozone, de wereldwijde groevertraging en de toegenomen nucleaire dreiging van Noord-Korea. De langetermijnrente zal echter laag blijven, in de VS evenaren de bedrijfsresultaten hun recordniveau van 2018 en de verwachte risicopremies kunnen mondiaal weer afnemen wanneer de geopolitieke context zich terug zal ontspannen.

Dit betekent geenszins dat we de huidige globale groeivertraging als een lachertje beschouwen. Integendeel, zelfs de krachtige Amerikaanse industrie begint te haperen, wellicht onder het gewicht van de onzekerheid van de afloop van de handelsbesprekingen tussen de VS en China. De Amerikaanse president lijkt nu aan te dringen op een snelle afronding van de besprekingen in de hoop hiermee terug een opwaarts momentum uit te lokken op de Amerikaanse aandelenbeurzen. De aanslepende besprekingen beginnen immers meetbare, reële schade aan te richten aan de VS-economie en de tijdelijke ingevoerde tarieven beginnen de voorspelde, averechtse effecten uit te lokken die onfrisse herinneringen opwekken uit de Grote Depressie.

Een teken aan de wand is het historisch hoge handelstekort dat de VS moet optekenen, onder meer door de sterk toegenomen import. Trump wijt dit echter aan de recente sterkte van de Amerikaanse dollar en dat is dan weer toe te schrijven aan de volgens hem volstrekt onnodige renteverhogingen die de centrale bank heeft doorgevoerd. Hij weet ongetwijfeld zelf wel beter. De koers van de *greenback* evolueert naar een genormaliseerd niveau omdat de andere economieën (veel) zwakkere groeicijfers laten optekenen.

De VS-dollar-euro wisselkoers komt nu nadrukkelijk in het bereik van ons fundamentele waarderingmodel en lijkt daardoor zijn evenwichtsniveau te benaderen.

Grafiek 2: US dollar-euro wisselkoers (rood) in vergelijking met ons fundamenteel waarderingmodel (groen). De grijze zone geeft het betrouwbaarheidsinterval weer.



In China staat de neerwaartse herziening van de verwachte economische groei deels in verband met de gevreesde handelssancties, maar ook met het radicaal dichtdraaien van de liquiditeitskraan in een poging om de invloed van schaduwbanken [\[iii\]](#) terug te dringen.

Scherpe rentedalingen, de verlaging van de reserveverplichtingen van de banken, staatssubsidies voor infrastructuurwerken en belastingmaatregelen vertegenwoordigen nu reeds een stimuluspakket van meer dan 1000 miljard US-dollar. De positieve impact zal echter nog enkele kwartalen op zich laten wachten.

De eurozone kampt intussen vanzelfsprekend met de afnemende exportmogelijkheden naar de Grote Rode Reus. Vermits de Chinese overheid haar groeidoelstelling drastisch neerwaarts heeft moeten herzien voor 2019, kan de eurozone niet anders dan de gevolgen hiervan doortrekken in haar prognose, waarin een flinke knip werd gegeven aan de voorspelde groei en inflatie voor 2019 en 2020, die nu nog nauwelijks boven 1 % uitkomen.

De ECB moet alweer het voortouw nemen bij de stimulering van de bedrijfsactiviteit om een (nog) ergere terugval te voorkomen. Dat er geen enkele kans was op een verhoging van de beleidsrente in de eurozone wist u al lang, maar dit werd nu na de recente tweewekelijkse vergadering van de centrale bank expliciet bevestigd.

Vreemd genoeg begonnen zich in de eurozone recent wat liquiditeitsspanningen voor te doen. Dit staat op het eerste zicht in contrast met de oceaan van geld die de ECB in het financiële systeem heeft gestort en leidde tot een lichte stijging van de interbancaire rente (die weliswaar slechts met vergrootglas waarneembaar is).

Grafiek 3: (Minimale) verhoging van de interbancaire rente in de eurozone in basispunten.



Enkele van de gigantische goedkope leningen die de centrale banken ter beschikking hebben gesteld aan de Europese banken moeten binnen afzienbare tijd worden terugbetaald. De banken vreesden hierdoor minder (goedkope) middelen ter beschikking te krijgen en zouden hiervoor beroep moeten gaan op de interbancaire markt. Hierdoor dreigde de kortetermijnrente, in weerwil van de zwakke conjunctuur, te gaan toenemen. Door de beslissing om een nieuwe gigalening tegen extreem lage rentevoorzwaarden ter beschikking te stellen, wordt de Europese banksector op zijn wenken bediend.

Het vereist enig kunst- en vliegwerk om te begrijpen waarom, in weerwil van de zwakke wereldconjunctuur, onze kernfondsen toch een overweging in aandelen inhouden.

Gelijktijdig met de huidige sombere conjunctuurwaarneming merken we echter dat er voldoende impulsen worden gegeven om de economische groei terug op een hoger peil te krijgen. Zowel in de eurozone als China wordt een stimulerend beleid uitgewerkt, terwijl in de VS de kansen op een daling van de beleidsrente vanaf januari 2020 vastere vorm beginnen te krijgen.

We blijven hierbij de nadruk leggen op Amerikaanse waarden, maar we verliezen China en de zeer goedkoop gewaardeerde Europese bedrijven niet uit het oog.

Aan de obligatiekant werden recent vooral de posities in Amerikaanse schatkistcertificaten met korte tot middellange looptijd verder verhoogd.

The time is gone, the song is over. Thought I'd something more to say.

[i] Bereikte historische record al op 22 augustus 2018. Ondanks dalingen nadien nipt boven 80 % van de hoogste waarde

[ii] Dit contrasteert zeer scherp met de beursontwikkelingen in de eurozone. Door de vreemdsoortige samenhang tussen politieke belangengroepen en staatsbelangen kon de groei van de banken in Europa ongebreideld toenemen. In Europa bedraagt het balanstotaal van de grootbanken meer dan 300 % van het bbp. In de VS is dat slechts 70 %. Hierdoor was de impact van de financiële crisis veel zwaarder in de eurozone. Door het feit dat er in Europa oneindig werd getalmd met het nemen van gepaste maatregelen, woog de inefficiëntie van deze sector steeds zwaarder door op de prestaties van de Europese beursindices. Het grootste deel van de underperformance van Europa ten opzichte van de VS is toe te schrijven aan de zwakke rendabiliteit van de Europese grootbanken. Op zich hoeft dat niet te verbazen. De gevolgen van de falen van Lehman Brothers in de VS werden als gemakkelijk excuus gebruikt om alle grootbanken in de eurozone, zonder enig onderscheid, te redden. Men had evengoed de depositohouders van deze banken volledig kunnen beschermen en als overheid tijdelijk de aandelen van de banken overgenomen. Na een grondige opkuis van activa en management konden deze participaties dan voor een veelvoud terug worden verkocht. Nu heeft men enkel de inefficiëntie bestendigd.

[iii] Dergelijke 'banken' onttrekken zich aan het toezicht van de nationale bank en kunnen hierdoor het monetaire beleid in belangrijke mate verstoren. Intussen heeft de Chinese overheid de nodige maatregelen genomen om haar economie weer vlot te trekken.