

Voor het eerst sinds mensenheugenis oversteeg de economische groei op kwartaalbasis in de Eurozone deze van de VS. Ook voor eerstkomende maanden wijzen de conjunctuurindicatoren op een stevig tempo.

Illustratief hiervoor is dat de vooruitlopende ISM-indicator voor de Amerikaanse industrie momenteel overduidelijk de duimen moet leggen voor de conjunctuurprognose voor de Europese industriële activiteit. China staat overigens maar met moeite op de foto.

Grafiek 1: Conjunctuurvoorspellingen industriële activiteit voor de Eurozone, VS en China



Men kan natuurlijk alles kapot nuanceren en we horen de cynische commentaren al komen: Het zou er immers nog aan mankeren dat de Europese groei niet eindelijk eens een keertje een positief teken zou gaan vertonen, na al die miljarden euro's die de ECB de laatste 5 jaar in het financiële systeem heeft gepompt. Zou het overigens niet eerder aan een appelflawwte in de industriële component van de Amerikaanse economie te wijten zijn dat de Eurozone nu even de neus aan het economische venster kan komen steken. Allemaal waar natuurlijk, maar we staan er toch graag even stil bij Temeer omdat het Europese economische herstel nog niet in de beurskoersen lijkt zijn verwerkt (waarmee we ook niet gezegd willen hebben dat de Amerikaanse aandelenmarkten overgewaardeerd zouden zijn).

De beste indicator hieromtrent wordt gevormd door het actuele niveau van de verwachte risicopremie op de Europese en Amerikaanse beurzen. Hiermee meten we de compensatie die verwacht mag worden voor het aangaan van beleggingen (zoals aandelen) die onderhevig zullen zijn aan prijschommelingen. Deze risicopremies is weliswaar afgenomen in de VS (maar ook de volatiliteit van de beurzen is drastisch verminderd), terwijl in de Eurozone de risicopremies constant zijn gebleven, ondanks verbeterde bedrijfsvooruitzichten en sterk afgenomen beursvolatiliteit, zeker na de verdere stabilisatie op het politieke front waar het populistische gevaar onder controle lijkt te zijn na de verpletterende overwinning van de Centrumkandidaat voor de Franse Presidentsverkiezingen.

Grafiek 2: Verwachte risicopremie op de Europese en Amerikaanse aandelenbeurzen



De Eurozone kampte in het afgelopen decennium (ondermeer) met de negatieve impact van opgebouwde financiële en economische onevenwichten tussen de lidstaten die de muntzone onder spanning brachten, hetgeen zich ontladde in de existentiële crisis van 2011 die zich afspeelde in een context waarbij de economie nog kampte met de naweeën van het debacle van haar grootbanken in 2009.

Dit leidde tot een contradictorisch beleid waarbij enerzijds de ECB de economische groeimotor van de nodige brandstof voorzag door gigantische liquiditeitsinjecties in het financiële systeem, maar tegelijkertijd de Nationale Overheden harde besparingen doorvoerden in een poging om het budgettaire evenwicht te herstellen en de bancaire regelgever maatregelen meende te moeten uitwerken om via een versteviging van de kapitaalbasis van de banken, de solvabiliteit van het financiële systeem te herstellen. Een dergelijke maatregel werkt echter telkens weer contraproductief en verhindert de gewenste transformatie van liquiditeit op de bancaire balansen in kredieten aan bedrijven en particulieren. De bancaire regelgever vormt zo een stoorzender op het beleid van de ECB en belemmerde de economische groei.

Een moeilijk te ontkennen argument in de voorsprong die de Eurozone recent alsnog wist uit te bouwen ten opzichte van de VS, heeft te maken met een verschil in de maturiteit van de conjunctuur. Terwijl Europa nog worstelde met de

tegenstellingen in haar beleid en de politieke onzekerheid toenam door de stelselmatige vooruitgang van populistische, anti-Europese partijen, wist de VS quasi ongehinderd haar herstelbeleid met succes uit te voeren, gesteund op lage rentetarieven en een doortastende quantitative easing.

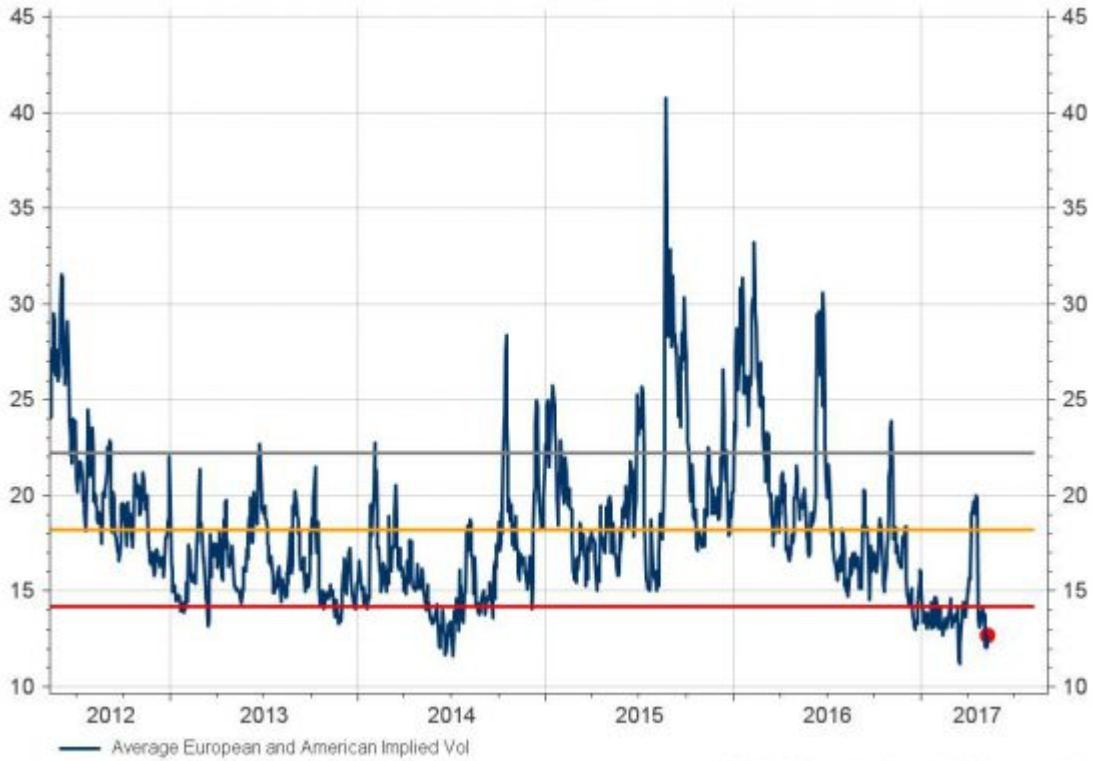
Deze expansiefase lijkt nu echter aan een adempauze toe, waarbij vooral de Amerikaanse industriële sectoren terug een lager groeipad hebben gekozen (maar de dienstensector verder blijft doorbeuken). Dit creëert de indruk dat de Eurozone het economisch nu beter doet -alleszins tijdelijk- maar vormt tegelijk ook een ideaal scenario in de VS waarbij verwachte bedrijfsresultaten opnieuw een *double digit* groeiritme kunnen voorleggen en het verwachte inflatieritme en de loonmassa weinig spanning vertonen, de banencreatie zich tegen een geleidelijk tempo verder zet en de LT rente zich gedeisd houdt. In een dergelijke constellatie dient de Fed slechts een tweetal keren in te grijpen in 2017 en kan de verwachte risicopremie verder afnemen. De Kerstman komt vroeg dit jaar ...

Dit allemaal in de veronderstelling dat de vastgestelde vertraging in de industriële sectoren slechts van voorbijgaande aard zal zijn en zich in de tweede jaarhelft herstelt. Hierdoor zal het totale groeiritme van het Amerikaanse BBP over 2017 zich eerder in de buurt van 2,75% gaan ophouden- Een tempo dat de Eurozone moeilijker zal kunnen volgen.

De verwachte bedrijfsresultaten in Europa hebben intussen een manifest opwaarts pad gekozen, zodat het erop lijkt dat na een twee- à drietal valse starts, de Europese beurzen ook aan een doortastende inhaalbeweging zijn begonnen.

Een merkwaardige vaststelling wordt gevormd door de recente diepe terugval in de impliciete volatiliteit (Dit is de verwachte volatiliteit voor de komende periode, teruggerekend uit optiekoersen). Zelfs als we op deze hoogst belangrijke index inzoomen door allerlei statistische eigenschappen verder te onderzoeken (we besparen u de details hiervan, want deze zal u ongetwijfeld tegenkomen in een volgende aflevering van de *Big bang theory*), moeten we wijzen op de afwezigheid van enig aanvoelen over toekomstige negatieve schokken. Dit kan natuurlijk snel wijzigen, maar intussen vormt de evolutie van deze parameter een belangrijke motivatie voor de verhoging van de aandelenposities in onze profielfondsen.

Grafiek 3: Gemiddelde verwachte volatiliteit in de VS en de Eurozone



Bron: Thomson Reuters Datastream