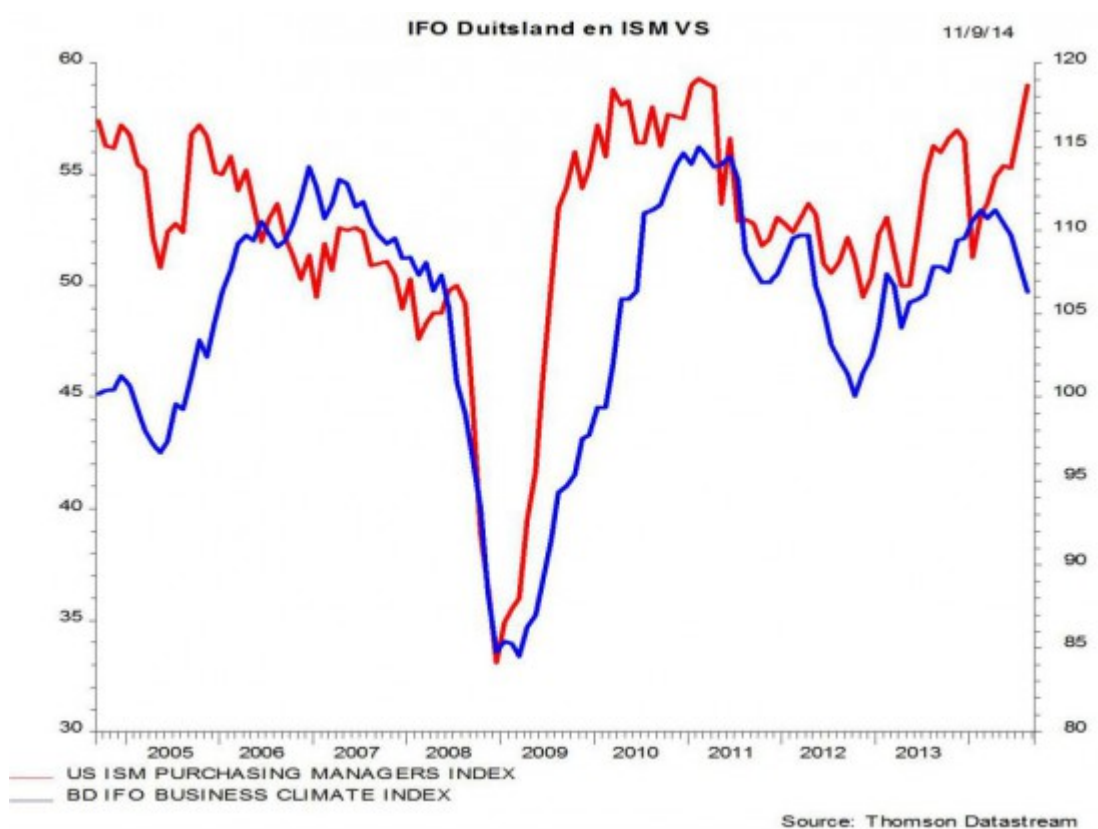


De schare trouwe volgelingen van ene Leonard Cohen roepen het vervolg nu enthousiast in koor: ...and then Berlin. We kunnen niet met stellige zekerheid beweren dat de Canadese bard zijn donkerbruine teksten ook in een economische context wou situeren, maar in dit geval levert de openingszin een treffend beeld om de uiteenlopende conjunctuur tussen de VS en Duitsland te illustreren.

De recente conjunctuurindicatoren voor beide industriële grootmachten wijzen immers nadrukkelijk in tegenovergestelde richting. De ISM-indicator geeft duidelijk te kennen dat de VS in steeds betere doen is, terwijl de IFO-index eerder een onrustwekkend beeld schetst voor de onmiddellijke groeiverwachtingen in Duitsland. Het economische herstel gaat duidelijk eerst de Amerikaanse economie op een hoger groeipad brengen. Het Oude Continent mag slechts rekenen op een slakkengangetje en mag enkel hopen om in de komende jaren aansluiting te vinden bij de Amerikaanse economie.

Een directe consequentie hiervan is dat de Amerikaanse dollar in waarde toeneemt t.o.v. de euro.

Grafiek 1: Evolutie van conjunctuurindicatoren: ISM (VS) en IFO (Duitsland)



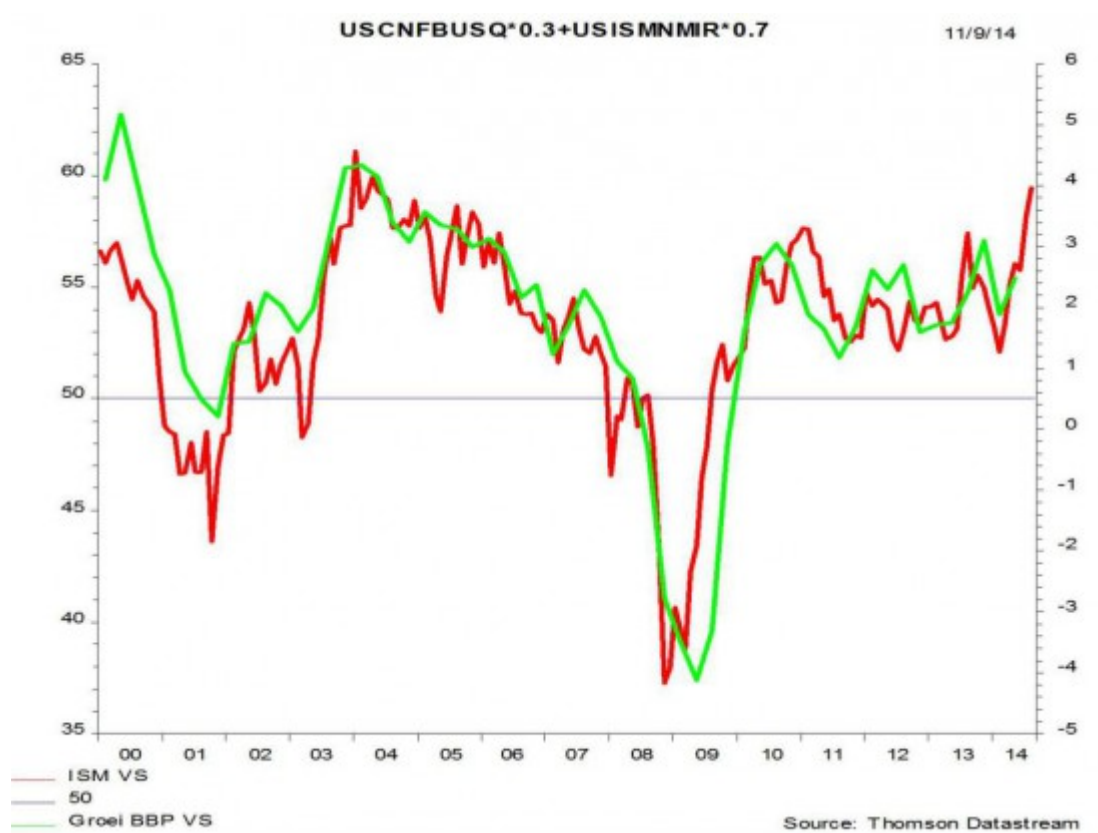
De opwaartse conjunctuurgolf in de VS uit zich ook manifest in verbeterende werkgelegenheidscijfers maar in tegenstelling tot deze positieve evoluties, zocht de Amerikaanse rente toch nog lagere niveaus op. Deze trend (die overigens de laatste dagen in de andere zin is gekeerd) is echter grotendeels kunstmatig en duidelijk politiek gestuurd. Gelet op de tanende populariteit van de president moeten immers alle zeilen worden bijgezet om de meerderheid in de kamer van volksvertegenwoordigers te halen. Een rentedaling kan voor de nodige impulsen zorgen op de arbeidsmarkt. Fed-Voorzitter Yellen heeft hierbij het geluk dat de inflatiecijfers erg gemodereerd blijven, zodat er geen direct gevaar uitgaat van haar agressieve politiek.

Wat indien de Democraten alsnog (en misschien beide kamers) verliezen? De nieuwe uitdaging is dan snel gevonden: De presidentsverkiezingen binnen 2 jaar leveren dan opnieuw voldoende motivatie voor een volgehouden beleid van extreem

lage termijnrente. De opwaartse druk op de Amerikaanse rente neemt echter met de dag toe en zal uiteindelijk de rente geleidelijk opwaarts laten evolueren naar zijn natuurlijk evenwichtspunt, met name ergens in de buurt van de verwachte reële economische groei.

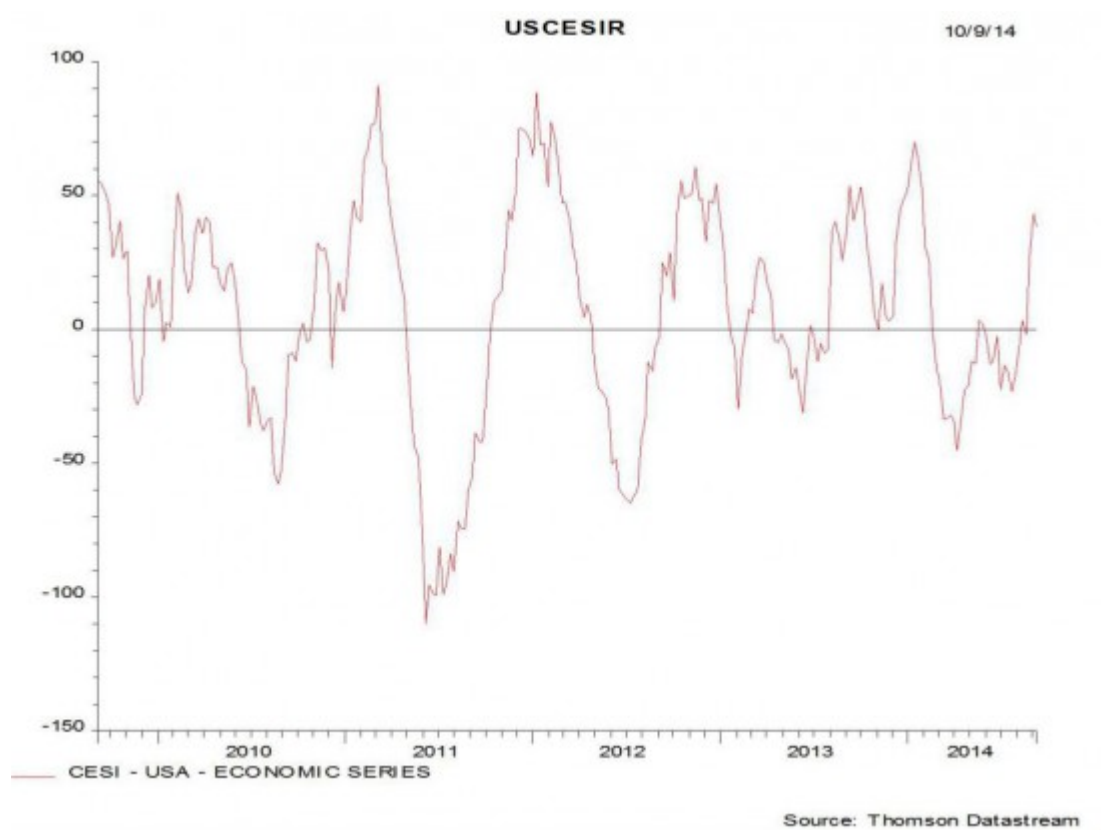
De ISM-index (hier berekend als een gewogen gemiddelde van de diensten- en de industriële sectoren) wordt gebruikt als één van de belangrijkste en meest betrouwbare voorspellers van de Amerikaanse economische groei. De recente ontwikkelingen van deze index suggereren alleszins een relatief substantiële groei in 2015.

Grafiek 2: Groei van het Amerikaanse BBP en de ISM-indicator



De “Surprise Index” van de Amerikaanse economie levert verder onmiskenbare, enthousiaste signalen over de onmiddellijke toekomst. Met deze index wordt gemeten welk percentage van de economische cijfers beter of slechter is dan verwacht. Houd bij de interpretatie van deze cijfers rekening met het feit dat de analisten reeds hoge verwachtingen hadden gevormd maar nog steeds de kracht van het herstel blijken te onderschatten.

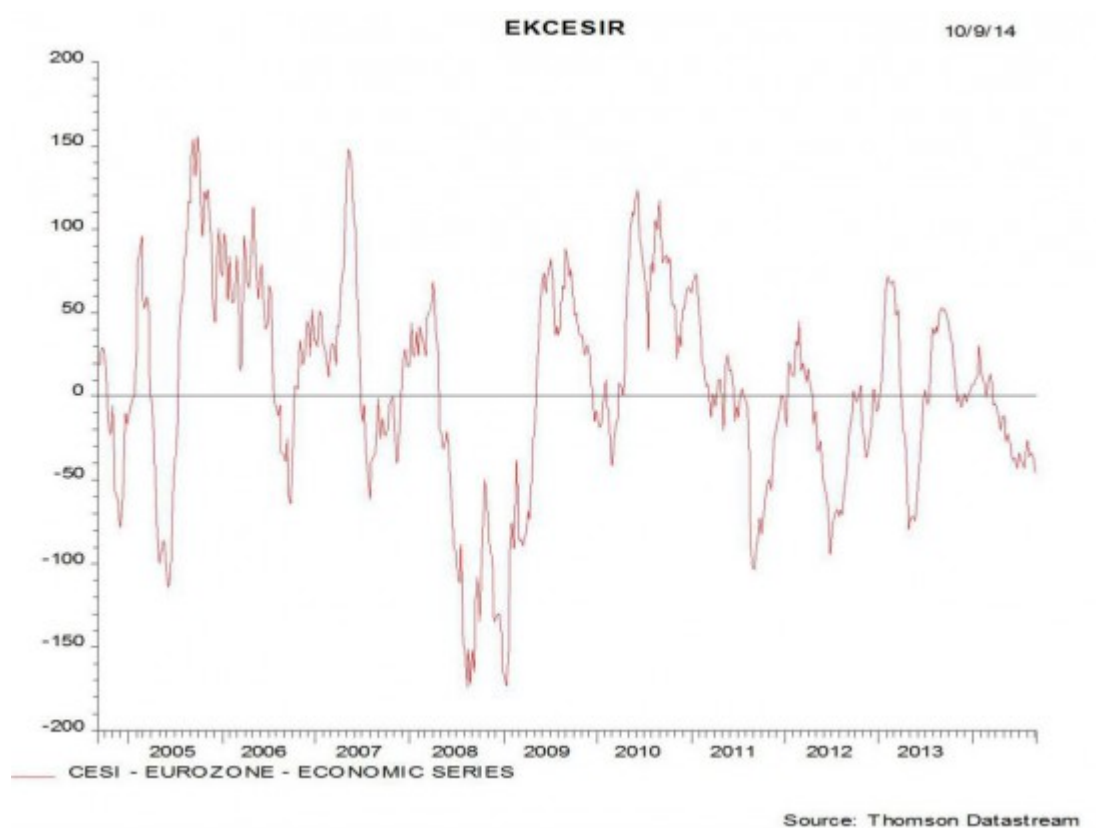
Grafiek 3: Evolutie van de Surprise Index in de VS



Deze evolutie vormt een schril contrast met de eurozone waar de opeenstapeling van ontgoochelende cijfers stilaan gênant begint te worden voor Europese beleidsmakers.

De Europese Surprise Index geeft immers aan dat zelfs aan de laag gespannen verwachtingen niet kan worden voldaan.

Grafiek 4: Evolutie van de Surprise Index in de eurozone



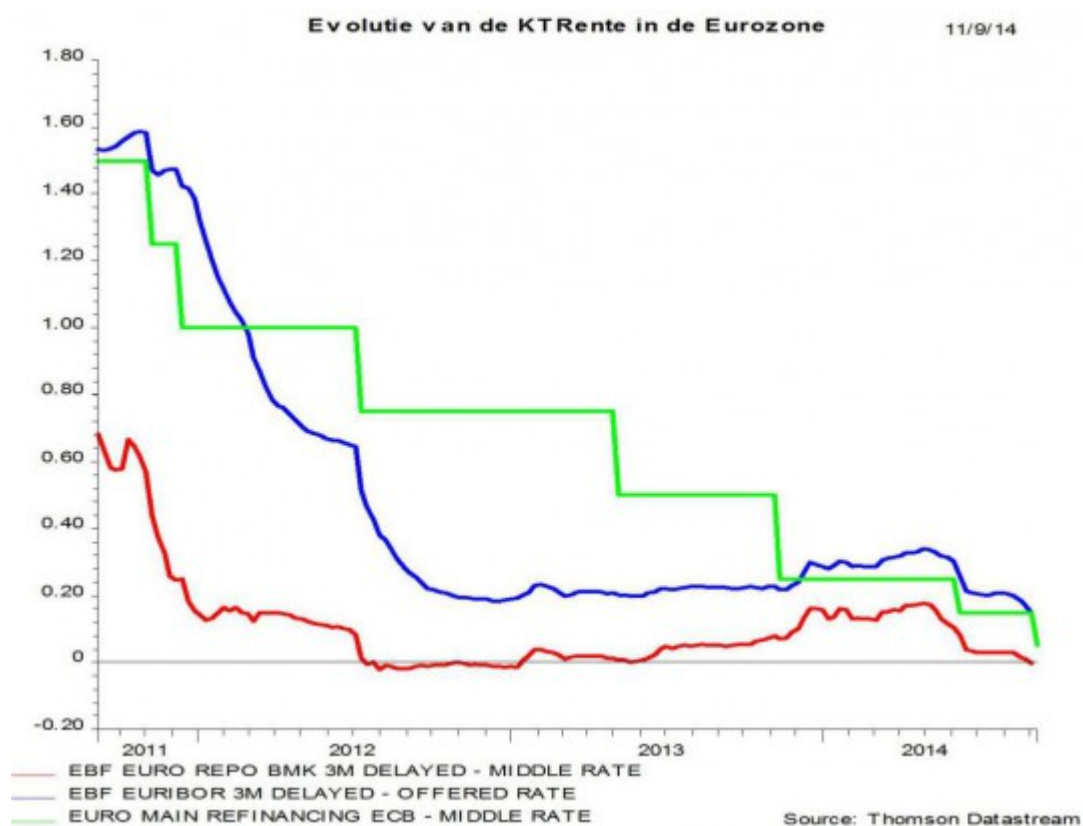
Aan de ECB zal het niet gelegen zijn, nadat deze vorige week opnieuw haar beleidsrente heeft verlaagd in een goedbedoelde poging om de geldmarkttarieven verder naar beneden te duwen. De doelstelling hiervan is duidelijk, maar de lovenswaardige pogingen lijken wat aandoenlijk. De Centrale bank wenst de kredietvorming (vooral bij de KMO's) te faciliteren om investeringen aan te zwengelen. Maar dat lukt niet wanneer banken de ter beschikking gestelde liquiditeiten op hun (interbancaire) balansen laten plakken.

Indien de interbancaire rente verder kan afnemen, dan vormen kredieten misschien attractievere beleggingen voor banken? Je voelt met je ellebogen aan dat deze redenering weinig kans op slagen heeft, wanneer langs de ene kant de ECB massale middelen ter beschikking stelt en aan de andere kant de bancaire toezichthouder de neiging vertoont om het gebruik van financiële hefboomen af te remmen.

De economie in de eurozone zal vandaar weinig baat hebben bij de recente maatregelen die we dan ook enkel als louter symbolisch moeten omschrijven. De opgelegde besparingen (nodig om de eurozone te stabiliseren) vreten reeds een deel weg van de monetaire impulsen maar de "vernieuwde" bancaire regelgeving verhindert iedere kans op een substantieel herstel voor de eurozone.

In grafiek 5 merkt u hoe de beleidsrente (groene lijn) wordt gebruikt om de interbancaire rente (blauwe lijn) naar beneden te duwen en de opname van liquiditeit bij de Centrale bank extreem goedkoop wordt gemaakt via de reporente (rode lijn).

Grafiek 5: Beleidsrente, interbancaire tarieven en reporente in de eurozone



Toch hebben we de indruk dat de LT-rente in Duitsland iets te zwaar is doorgezakt, zodat naar ons aanvoelen er een (lichte) opwaartse druk op de LT-rente kan ontstaan. Een dergelijke stijging van de rente op langere termijn zal echter slechts van een zeer beperkte orde van grootte zijn in Europa.