

Het leven biedt slechts een klein handvol zekerheden. Je betaalt belastingen (die in een vaag verband staan met de dienstverlening die de overheid hiertegenover stelt), je gaat uiteindelijk dood (een louter technisch probleem dat door de volgende generatie zal worden opgelost) en in Italië woedt er altijd wel een politieke storm. Bij de eerstgenoemde certitudes worden er - ten onrechte - nog zelden wenkbrauwen gefronst, maar de (ongeveer) 65^{ste} onmogelijk gewaande regeringsvorming sedert WO II in Italië leidt daarentegen momenteel wel tot extreme bewegingen op de financiële markten.

Nochtans verliep het scenario volledig zoals we het hadden voorzien. Een moeilijke regeringsvorming, dan een effectieve regering van zeer korte duur (al was het deze keer wel héél erg kort), en dan volgt de aanstelling van een zakenkabinet dat de eerstvolgende verkiezing voorbereidt waarbij de Lega dermate veel wint dat een rechtse coalitie opnieuw mogelijk wordt.

De financiële markten reageerden initieel dan ook erg positief toen de Italiaanse president zijn veto stelde tegen de anti-Europese kandidaat voor de post van minister van Financiën (of was het Economie of beide?). Maar de nochtans ervaren politieke rot legde hierbij onnodig veel nadruk op de beursverliezen en teruglopende investeringen, zodat zijn verklaring koren op de molen werd van de grote groep die zich achter de populistische standpunten van de winnaars van de recente verkiezingen schaarden. Het argument van de president had zo ongeveer evenveel impact als het geweeklaag van tabaksproducenten over de achteruitgang in hun sector op een antirokersbijeekomst.

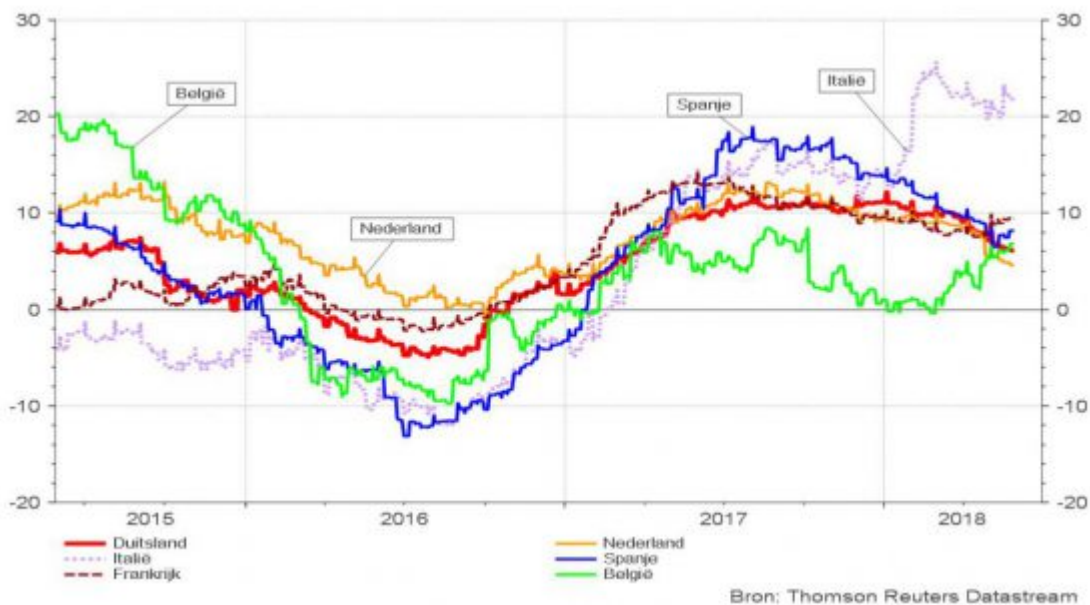
We wachten samen met u tot de hoog opgelopen emotie uit dit dossier verdwenen zal zijn en men tot een betere inschatting kan komen van de eventuele effectieve gevaren van de recente politieke ontwikkelingen. De recente peilingen wijzen in ieder geval op een verdere verschuiving naar de anti-establishmentpartijen die nu meer dan 60% van het electoraat dreigen te mobiliseren. Hieraan wordt de negatieve conclusie verbonden dat dit ook wijst op een gelijkaardige meerderheid voor een exit van Italië uit de eurozone.

Maar vooralsnog is dat slechts een rampscenario. Wat beide partijen expliciet wensen zijn een aantal aanpassingen aan de opgelegde politiek vanuit Brussel en Frankfurt. Ook de Franse president vraagt een gelijkaardige reflectie te maken maar stelt zich hierbij natuurlijk veel constructiever op. Maar de gedachte alleen al dat een land met een dergelijke hoge staatsschuld die in belangrijke mate wordt aangehouden door de ECB (met veel Duits geld) op een dergelijke onverantwoorde wijze dreigt te gaan omspringen met haar toekomst, zet aan tot paniekerige reacties die de ergste koersval in Italiaanse obligaties van de laatste 25 jaar veroorzaakte.

Om de orde van grootte van de beweging verder te illustreren: de CDS spread van Italië is intussen hoger opgelopen dan de gemiddelde spread op vergelijkbare obligaties uit ontwikkelingslanden. Intussen wacht er een ervaren en erg sluwe vos achter de Romeinse coulissen geduldig tot hij geroepen wordt en, met de onnavolgbare brede glimlach van een charmezanger, het land wederom zal redden (of toch ongeveer).

Deze ontwikkelingen zijn erg ongelukkig voor de Italiaanse economie en dreigen veel van de eerder geleverde inspanningen weg te vegen. De Italiaanse lopende rekening vertoont al geruime tijd een overschot, de groeivoet van de bedrijfsresultaten is de hoogste in Europa en uit de verdere afname van de reële effectieve wisselkoers ten opzichte van Duitsland mag worden afgeleid dat de efficiëntiegraad van de Italiaanse economie in belangrijke mate toeneemt door het strenge keurslijf van de euro.

Grafiek 1: Evolutie van de bedrijfsresultaten in Europa (Jaar-op-jaar groeicijfer)



Dat diegenen die zich het meest drastisch hebben moeten aanpassen (leefloners, laaggeschoolden en overheids personeel) de opgelegde politiek eerder als een wurggreep beschouwen, was voorspelbaar maar maakt het daarom voor hen niet beter verteerbaar en vertaalde zich uiteindelijk in een populistische overwinning.

De ECB staat nu tijdelijk voor een dilemma. Het zou gemakkelijk zijn om de rente opstoot in Italië met bekwame spoed de kop in te drukken. Een lichte verhoging van het volume of een tijdelijke verschuiving binnen het aankooppakket van obligaties zou onmiddellijk een neerwaartse trend inzetten. De gigantische staatsschuld van Italië is hierbij vreemd genoeg een voordeel. De ECB volgt immers een aan zichzelf opgelegde regel, met name dat zij niet meer dan 33% van de schuld van een eurozoneland in portefeuille mag houden. Voor Italiaans schuld papier is er nog ruimte zat.

Grafiek 2: Evolutie van de renteversillen in de eurozone (Italië en Spanje versus Duitsland 10 jaar)



Maar dan zou de Italiaanse bevolking niet het waarschuwendende signaal hebben ontvangen dat nu door de financiële markten wordt uitgestuurd. Het moet duidelijk worden gemaakt dat indien zelfs maar wordt gedacht aan een exit uit de eurozone of een fundamentele afwijking van de opgelegde politiek, de Italiaanse banken meteen in falings gaan, de inflatie Venezuaanse proporties zal aannemen, alle Italiaanse spaardeposito's worden weggeveegd en alle pensioenreserves onmiddellijk verdampen.

Vandaar dat de ECB enerzijds niet te snel zal ingrijpen, maar ook niet te lang mag wachten. Een verdere ontaarding van de situatie dreigt ook - totaal onnodig en volkomen onterecht - Spanje, Portugal en Griekenland mee te sleuren en zal de Europese banksector dramatisch verzwakken. Dit voedt de eurosceptische kritiek in Duitsland waar altijd werd gewaarschuwd voor het feit dat de ECB, eens zij over een berg Italiaans staatspapier zou beschikken, gegijzeld ging worden door de, in hun ogen, altijd op laksheid beluste Italiaanse overheid.

Hierdoor zouden alle historische inspanningen die zijn geleverd om de bankencrisis van 2008 te bezweren en de landencrisis van 2011 te boven te komen, vergeefs zijn geweest. De ECB beseft dit ongetwijfeld en zal tijdig ingrijpen - voor zover zij zeker is dat Italië de lessen goed begrepen heeft maar vooraleer er sprake kan zijn van veralgemeende paniek.

De zwaarste slachtoffers van deze turbulenties zijn de Europese banken, waar wij al geruime tijd zeer zwaar onderwogen posities aanhouden. Ook Italiaanse aandelen moesten het boetekleed aantrekken. Ook daar hebben we zeer weinig of geen blootstelling (maar we zijn wel van plan deze te verhogen, gelet op de goede bedrijfsresultaten, mits de politieke situatie zich enigszins stabiliseert).

Anderzijds zijn we wel overwogen in Italiaans, Spaans en Portugees staatspapier omdat dit de enige investeringen in obligaties waren die nog enig rendement konden bieden zonder al te veel risico. Dit leidt nu tot tijdelijke verliezen maar bood in het verleden voldoende lang een aanzienlijke extra vergoeding die we systematisch hebben vertaald in additioneel rendement.

De klassieke prota- en antagonististen van een spaghettiwestern staan nu oog in oog. Alleen de klanken van Ennio Moricone's meesterwerken ontbreken nog.

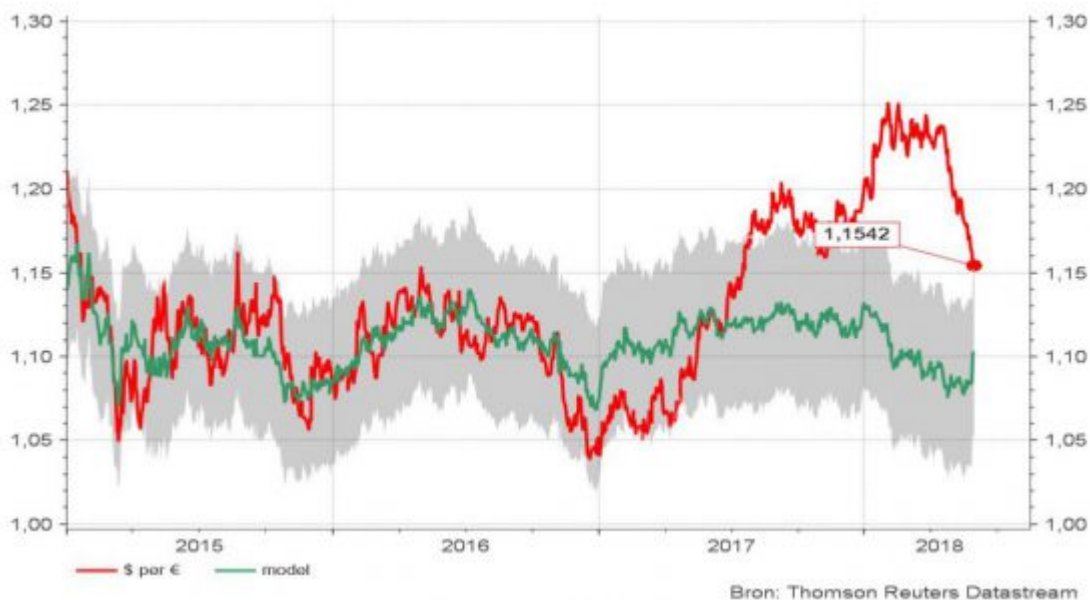
We verwachten dat deze situatie zich geleidelijk zal keren, zonder evenwel de laagtepunten inzake spreads van Italië met Duitsland snel terug in het vizier te hebben. Daarvoor is er een meer fundamentele politieke stabilisatie nodig, vooraleer

investeerdere zich opnieuw tevreden zullen stellen met renteversillen op 10 jaar tussen Italië en Duitsland van slechts 120 basispunten.

Intussen schoot de Italiaanse 10-jarige rente door de muur van 3%, net zoals ook de vergelijkbare Amerikaanse tarieven dat enkele dagen eerder al deden, om zich rond deze symbolische waarde in te graven. De Amerikaanse langetermijnrente is intussen terug naar lagere regionen afgezakt.

Als er dan toch één goede zaak verbonden is aan dit zuiderse drama, dan is dit onmiskenbaar de gevoelige verbetering van de US dollarkoers ten opzichte van de euro. De huidige wisselkoers van de *greenback* (1,157) komt nu steeds meer in het kanaal te liggen dat we hiervoor uitgegraven hebben.

Grafiek 3: Evolutie van US \$ /€ wisselkoers ten opzichte van onze modelwaarde



De tijdelijke verliezen op Italiaanse obligaties worden zo voor een belangrijk deel gecompenseerd door de wisselkoerswinsten op Amerikaanse aandelen. Maar ook die laatste staan wat onder druk. Enerzijds omwille van de onzekerheden die worden gecreëerd door de Italiaanse crisis maar anderzijds toch door de verrassende zet van de Amerikaanse regering om alsnog invoerbepalingen op te leggen aan China, ondanks de eerdere akkoorden hieromtrent.