

Nog voor de huidige Italiaanse regering goed en wel in de steigers stond, trakteerde ze de financiële markten met grote regelmaat op een salvo van extravagante voorstellen. De aangekondigde maatregelen richtten zich steevast op hun electorale achterban maar hun plannen voor een verhoging van pensioenen en het invoeren van een minimuminkomen bleken even ondoeltreffend als onrealistisch. Gelet op de torenhoge Italiaanse staatsschuld moet van dergelijke budgettaire inspanningen een compenserende economische groei uitgaan die voldoende inkomsten genereert om de plannen betaalbaar te maken.

Geen zinnig mens gelooft echter dat er bij dergelijke simplistische ingrepen, noch op lange, noch op korte termijn sprake zal zijn van enig terugverdieneffect, waardoor hun ambitieuze plannen telkens op een koude steen vallen bij de Europese Commissie.

Ook het meest recente buitenissige budgetvoorstel voor de komende drie jaren dreigt meteen als volstrekt onhaalbaar te worden gecatalogeerd. Zonder dat overigens enig detail van de uitgaveplanning van de Italiaanse regering al gekend is, is het *headline* cijfer van 2,4 % jaarlijkse budgettekort (voor drie opeenvolgende jaren) reeds ruimschoots voldoende om als compleet onaanvaardbaar te worden beschouwd.

Net als alle lidstaten van de EU met een hoge schuldenlast, dient Italië in de eerste plaats werk te maken van een systematische en duurzame afbouw van haar staatsschuld, die zowel in absolute getallen als relatief ten opzichte van haar BBP bij de wereldtop behoort. Enkel indien een (substantiële) versnelling van de economische groei tot 1,6 à 1,7 % wordt verondersteld, zou een dergelijk budgettekort de staatsschuld niet verder vergroten. Er is echter geen enkel economisch instituut dat een dergelijke groeiraming hanteert voor de komende jaren. Zo stelt bijvoorbeeld de OESO slechts een groeiritme van 1,1 % voorop voor 2019.

Het tegenargument van de Italiaanse regering, namelijk dat de bijkomende uitgaven de groei zullen aanzwengelen, wordt algemeen op ongeloof onthaald. In de huidige omstandigheden mag het begrotingstekort slechts maximaal 1,6 % bedragen om de staatsschuld niet nog verder op te zwepen, waarbij vanzelfsprekend niet mag vergeten worden dat binnen de opgelegde EU-normen, de regeringen van de lidstaten voldoende duurzame maatregelen dienen te nemen om in een geleidelijke afbouw van de staatsschuld te voorzien.

De EU kan een dergelijk voorstel dus onmogelijk goedkeuren.

Het laat zich echter al te gemakkelijk raden waarom de Italiaanse regering dergelijke op voorhand onaanvaardbare voorstellen formuleert. Enerzijds daalt de populariteit van beide regeringspartijen zienderogen omdat ze tot nu toe weinig of niets van hun verkiezingsbeloften hebben ingelost. Anderzijds wordt een zondebok gezocht voor het falende beleid. De EU, die zich al te gemakkelijk laat karikaturiseren, levert hiervoor telkens weer de schietschijf. Hierdoor kan de Italiaanse regering de opborrelende kritiek vanuit haar electorale achterban kanaliseren in de richting van het gehate en wereldvreemde Brusselse ambtenarenbastion. Zodoende kan zonder al te veel gezichtsverlies de budgettaire ambitie in een latere fase worden teruggeschroefd naar een niveau dat wel aanvaardbaar is voor de EU.

Voor de onmiddellijke toekomst zijn de actuele regeringsplannen dus noch finaal, noch fataal. De financiële markten stellen zich echter vragen bij een dergelijke tactiek, wetende dat hiermee de Italiaanse regering zich (weeral) op ramkoers plaatst met de EU. Het is weinig waarschijnlijk dat de Italiaanse regering haar budget bij de indiening op Europees niveau niet zou bijstellen, maar dat zal pas gebeuren na een aantal theatrale pogingen om het huidige voorstel toch goedgekeurd te krijgen. Dit laatste is hoegenaamd onmogelijk, maar iedere afkeuring geeft de lokale regering de kans om haar ongenoegen over de steriele EU-politiek (ongetwijfeld luidkeels) te ventileren. De markten verkiezen daarom een bijkomende risicopremie in te bouwen waardoor de Italiaanse rente op overheidsobligaties op 10 jaar met bokkensprongen de hoogte is ingeschoten, net zoals ze dit ook deed onmiddellijk na de onwaarschijnlijke vorming van de huidige (instabiele) coalitie.

Het verwachte scenario houdt in dat de budgettaire voorstellen reeds in Rome sneuvelen, eerder dan in Brussel of Frankfurt (waar de Europese centrale bank zich bevindt).

De Italiaanse president staat immers opvallend en met veel overtuiging te zwaaien met de grondwet die de regering verplicht tot het indienen van evenwichtige budgettaire voorstellen die resulteren in een houdbare staatsschuld.

Het is raadzaam dat in de eerste fase noch de EU, noch de ECB zich al te expliciet met deze debatten bemoeit om geen onnodige irritatie op te wekken en de regering al te gemakkelijk kan (en zal) laten verwijzen naar Europese bemoeizucht. Het waren precies deze gevoelens van antipathie tegen Brussel die de huidige regering in het zadel hielpen.

Het vuile werk moet intussen opgeknapt worden door de Italiaanse president en de lokale parlementen, in combinatie met de financiële markten. Die zenden echter duidelijke signalen uit over het toekomstige, desastreuze lot dat de Italiaanse economie wacht, indien ze dergelijke voorstellen effectief tot uitvoering zouden durven te brengen.

De rente op Italiaanse staatsschuld zou hierbij zo hoog oplopen dat dit volkomen ontradend zal werken. Ook de ECB zal zich in eerste instantie wat afzijdig houden en enkel achter de coulissen van het Romeinse politieke theater opereren. De boodschap die de financiële markten zullen uitsturen zou op zich al moeten volstaan, zeker met de recente voorbeelden van de dramatische ontwikkelingen in Griekenland, Argentinië en Turkije nog vers in het geheugen.

Voor de Centrale Bank ligt de situatie echter extra gevoelig omdat haar balans bulkt van de Italiaanse obligaties die werden opgekocht bij de uitvoering van het *quantitative easing* programma, terwijl ook een aantal Europese grootbanken massa's Italiaans schuld papier meesleuren.

Onze verwachting houdt momenteel in dat de risicopremie op Italiaanse obligaties nog enigszins verder kan oplopen maar na de nodige afstemming van de budgetvoorstellen met de EU geleidelijk een omgekeerde beweging kan maken. In onze profielfondsen houden we zeer bewust een positie in Italiaanse obligaties aan omdat we de geboden risicopremie op dergelijk papier voldoende hoog vinden. Bij een substantiële afwijking van het verwachte scenario zullen we vanzelfsprekend onmiddellijk ingrijpen.

Anderzijds zijn de Europese financiële instellingen de belangrijkste slachtoffers op de beurzen. Wij houden echter al geruime tijd om diverse redenen een maximale onderweging aan voor banken, wat ons bij huidige ontwikkelingen opnieuw een relatieve voorsprong kan opleveren.