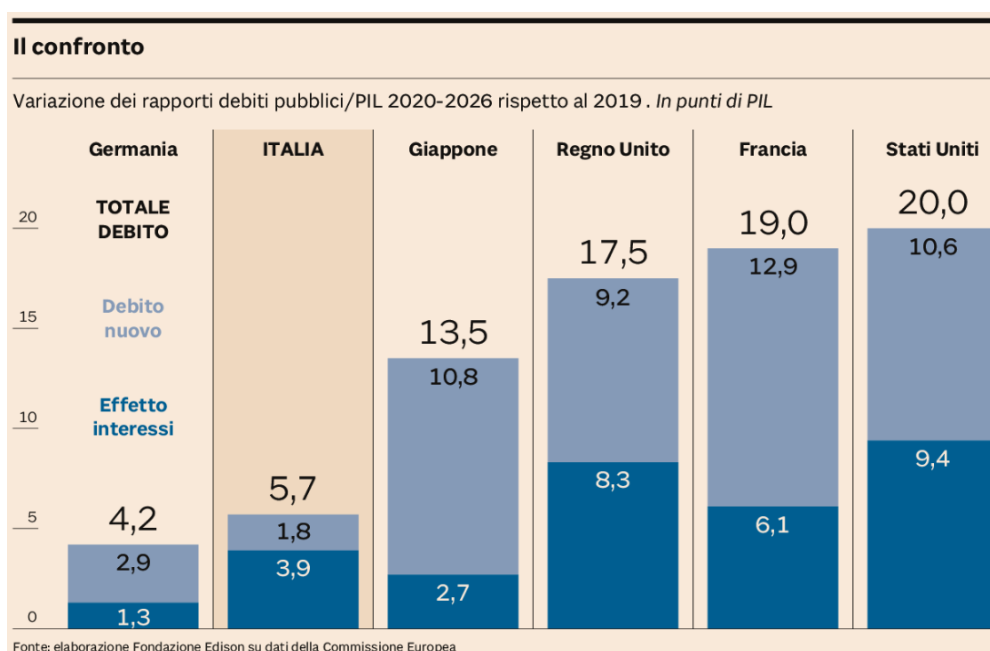


## Sul debito pubblico la lezione dell'Italia alle agenzie di rating

di Marco Fortis

Standard and Poor's non ha bocciato la Francia. Infatti, le ha confermato un po' sorprendentemente il rating AA- (che equivarrebbe a un rotondo otto e mezzo in pagella) e perfino l'outlook stabile. Prudenza? Santi in paradiso? Non importa, meglio così. Per l'euro e per tutti noi. Non è nemmeno immaginabile che cosa sarebbe potuto succedere sui mercati la prossima settimana se fosse arrivato un downgrading dei nostri cugini transalpini.

Nel frattempo, in ottobre e novembre l'Italia ha ben superato l'esame autunnale delle agenzie di rating (pur restando appena sopra la sufficienza, cioè tra il sei meno e il sei e mezzo). Infatti, due agenzie hanno confermato il loro precedente giudizio nei nostri confronti ed hanno migliorato l'outlook (Fitch e Dbrs); altre due agenzie hanno invece confermato sia i rating sia gli outlook precedenti (Standard & Poor's e Moody's).



Ma l'Italia avrebbe obiettivamente potuto pretendere di più. Ciò in virtù di dati comparati di crescita economica, di competitività internazionale, di dinamica della finanza pubblica e di stabilità politica oggi complessivamente migliori di altri importanti Paesi. Se alla base dei rating sovrani ci fossero più razionalità e meno astrusa modellizzazione, più conoscenza dei dati reali e meno pregiudizi, oggi l'Italia, che ha anche brillantemente superato l'esame europeo sui conti dei prossimi anni (mentre la Germania non ha neppure presentato un piano e Olanda e Finlandia sono state bocciate), meriterebbe valutazioni migliori. Come minimo meriteremmo una A- da parte di S&P e Fitch, una A3 da parte di Moody's e una A low da parte di Dbrs. Non sarebbe pretendere la luna. Invece no.

### **L'ostinazione di Moody's**

Moody's, in particolare, continua a valutare l'Italia con un rating (Baa3) che, da un lato, è superiore di un solo gradino rispetto a quello della Grecia (Ba1), e, dall'altro, è inferiore di ben sette gradini rispetto a quello che attribuisce alla Francia (Aa2), mentre quest'ultima, a sua volta, pur presentando criticità crescenti di finanza pubblica ormai visibili ad occhio nudo, è separata di un solo gradino da due Paesi "virtuosi" come Finlandia e Austria (che hanno rating Aa1) e di due soli gradini dai Paesi top in classifica come Germania, Svezia e Stati Uniti (che hanno il rating massimo Aaa). Perfino il Belgio (Aa3) è valutato da Moody's sei gradini sopra l'Italia. Una disparità di giudizi a nostro svantaggio che si ritrova, sia pure in minor misura, anche nelle classifiche degli altri valutatori e che è spiegabile con l'inadeguatezza formale e gli ampi margini di soggettività e parzialità dei modelli utilizzati per esprimere i rating.

L'andamento dei mercati finanziari di questi giorni dimostra, una volta di più, che, quando arrivano le crisi vere, i rating delle agenzie non le avevano previste (ricordiamoci di Enron, Lehman Brothers, ecc.). Mentre penalizzano Paesi, come l'Italia, che non sono affatto in crisi e sono più che affidabili.

È il caso della Francia, che ha ormai raggiunto uno spread greco, senza minimamente impensierire S&Ps e con un rating Moody's di ben otto gradini migliore di quello della Grecia, valutazioni

clamorosamente smentite dai mercati. Mentre, all'opposto, troviamo il caso paradossale dell'Italia, a cui Moody's e S&Ps non hanno migliorato il rating, come se fossimo sempre a rischio e non invece un Paese solido e in crescente miglioramento. Anche in questo caso, evidentemente, i mercati la pensano diversamente, visto che lo spread italiano in un paio d'anni è sceso di ben 120 punti dai massimi di giugno-ottobre 2022 ai valori attuali.

### **Italia e avanzi primari**

Ci sono numeri che le agenzie di rating continuano ad ignorare, penalizzandoci. In particolare, l'Italia può vantare una straordinaria storia passata e futura di avanzi statali primari, cioè di bilanci statali prima del pagamento degli interessi. Infatti, dal 1995 al 2029 (considerando anche le previsioni di Commissione Europea e FMI), cioè in 35 anni, il nostro sarà l'unico Paese del G-7 e dell'UE capace di presentare un bilancio statale primario in surplus per un totale di ben 30 anni, con l'eccezione soltanto del 2009 (crisi finanziaria mondiale) e del quadriennio 2020-2023 (pandemia e anni post-pandemia). Per un confronto storico, nello stesso periodo (1995-2029) la Francia risulterà in avanzo primario soltanto per 4 anni (l'ultimo è stato nel 2001), gli Stati Uniti per 9 anni (l'ultimo nel 2007), la Spagna per 11 anni (l'ultimo nel 2007), la Germania (che tornerà in avanzo primario solo nel 2027) per 19 anni. Mentre, per un confronto attuale, ricordiamo che, secondo le previsioni della Commissione Europea, nel biennio 2025-2026 l'Italia esprimerà un bilancio primario statale in surplus per 37,4 miliardi di euro, la Germania un deficit primario di 69,5 miliardi e la Francia un deficit primario di 160,2 miliardi.

Da quando abbiamo smesso di fare l'austerità forzata impostaci da Bruxelles (che aumentava anziché diminuire il rapporto debito/PIL), con i governi Renzi e Gentiloni il nostro debito pubblico è finalmente calato (da 134,7 a 133,6). Poi è rimasto sostanzialmente stabile nel biennio 2018-2019. Infine, i dati e le ultime proiezioni della Commissione Europea ci dicono che sul difficilissimo arco temporale 2020-2026 (scosso da pandemie e guerre) l'Italia è il Paese del G-7 il cui rapporto debito/PIL esclusi gli interessi (cioè il debito "nuovo", derivante dai bilanci primari e dagli

aggiustamenti annuali stock-flussi) risulterà cresciuto di meno rispetto alla situazione pre-Covid del 2019: soltanto +1,8 punti di PIL (già incorporando i costi differiti dei superbonus edilizi). L'Italia farà meglio perfino della Germania (+2,9 punti), mentre andranno alle stelle i debiti al netto degli interessi di Regno Unito (+9,2 punti), Stati Uniti (+10,6 punti), Giappone (+10,8) e della Francia, appena "graziata" da S&Ps (+12,9 punti). Questa è la silenziosa e disciplinata "lezione" italiana sul debito che le agenzie di rating continuano ad ignorare.