

【CACCIÀ AL VALORE】

Il successo dei Btp e il flop delle agenzie di rating

A CURA DI ROBERTO RUSSO*

GIOVEDÌ SCORSO si è chiuso con due giorni di anticipo rispetto alla scadenza il collocamento del Btp Italia 12 novembre 2017: l'importo complessivo



emesso è stato pari a 22,27 miliardi di euro e la cedola definitiva è stata fissata al 2,15 per cento, ovvero al livello minimo di rendimento previsto nel documento dell'offerta. Si è dunque trattato di un autentico successo per il Tesoro, che ha raccolto decisamente più del previsto a un costo davvero moderato (i tassi di interesse governativi sono in valore assoluto ai livelli minimi dal 2009). Lo scorso 25 ottobre, appena quindici giorni prima del collocamento record di cui sopra, l'agenzia di rating Fitch ha confermato il pessimo giudizio sul merito di credito dell'Italia a "BBB+", con outlook (giudizio prospettico) negativo. Di seguito riportiamo due estratti del tutto contraddittori del parere dell'agenzia: "L'Italia ha fatto passi in avanti fondamentali sul fronte del

risanamento dei conti. La recessione, iniziata in Italia nel terzo trimestre 2011, probabilmente finirà nella seconda metà del 2013 dopo una contrazione del prodotto interno lordo complessiva dell'8 per cento dai livelli massimi del 2007"; successivamente l'agenzia scrive che "una nuova ondata di instabilità politica in Italia, risultante in una paralisi delle politiche economiche e di bilancio,

potrebbe portare a un ulteriore taglio del rating sovrano".

A titolo di cronaca, ricordiamo che il 13 luglio 2012 l'agenzia di rating Moody's ha declassato il debito sovrano italiano di due gradini, da A3 a Baa2, appena due gradini sopra il livello "spazzatura" (come Fitch), evidenziando nelle motivazioni del suo giudizio "la ridotta disponibilità degli investitori stranieri ad acquistare bond italiani".

Basandoci dunque esclusivamente sui suggerimenti forniti negli ultimi due anni dalle principali agenzie di rating sul debito pubblico italiano, dovremmo concludere che chi avesse acquistato i nostri titoli di Stato dal 2012 ad oggi avrebbe quasi compiuto un suicidio finanziario a causa dell'elevatissimo rischio di default della nostra economia. Non si devono infatti sottovalutare le conseguenze delle parole scritte sui documenti ufficiali delle agenzie (e le responsabilità di chi le ha scritte): essere a due gradini dal livello "spazzatura" in gergo finanziario vuol dire avere elevate probabilità di subire perdite permanenti in conto capitale acquistando bond governativi. Tale giudizio è ribadito per il presente e per il prossimo futuro, come riportato nell'ultimo parere di Fitch. Stacciamoci adesso dal mondo virtuale e andiamo a osservare la realtà.

Negli ultimi sedici mesi abbiamo assistito alla migliore performance in termini reali (al netto dell'inflazione) dei corsi dei titoli di Stato italiani degli ultimi vent'anni. A titolo di esempio, il Btp con scadenza decennale si è apprezzato del 23 per cento dal mese di luglio 2012.

Nel mondo reale, dunque, i titoli di Stato italiani da quando si sono avvicinati al livello "spazzatura" hanno

realizzato performance da "gioiello". Come è allora possibile che le agenzie siano ancora ancorate ai timori che sia diminuita la disponibilità degli investitori stranieri ad acquistare obbligazioni governative italiane se solo qualche giorno fa abbiamo assistito a un collocamento record di oltre 20 miliardi di euro di Buoni poliennali del Tesoro in meno di 48 ore ai tassi minimi degli ultimi quattro anni?

Il Tesoro italiano nel novembre 2011 finanziava il debito pubblico sulle scadenze a due, cinque e dieci anni a tassi superiori al 7,5 per cento. Oggi le stesse emissioni sono finanziate in media al tasso del 2,7 per cento.

Come mai le agenzie di rating continuano a non rendersi conto di questa macroscopica differenza? È innegabile che l'Italia oggi stia beneficiando di uno scenario economico prospettico decisamente favorevole in quanto siamo al termine di una delle peggiori recessioni degli ultimi ottanta anni (il Pil dopo sette trimestri negativi tornerà a crescere nel quarto trimestre 2013) e inoltre si ha finalmente la chiara percezione che le probabilità di default della nostra economia siano praticamente nulle.

Ancora una volta le agenzie di rating hanno palesato tutti i loro limiti ancorando i giudizi di merito a logiche miopi e di breve termine, senza tenere minimamente in considerazione le variabili chiave che incidono sull'andamento attuale e prospettico dell'economia italiana e, in ultima analisi, sul valore dei titoli del debito pubblico.

**amministratore delegato di Assiteca Sim*

