

STUDIO GHIDINI, CIRINO & ASSOCIATI

CONSIDERAZIONI INATTUALI

L'ultimo downgrade e le immutabili regole di un gioco perverso

C'è sempre qualcosa di misterioso, di impalpabile e di contraddittorio nelle motivazioni di un rating.

Il downgrade di Dbrs, l'agenzia canadese, silente dal 2013 e risvegliatasi a gennaio per togliere l'ultima A all'Italia allineandosi alle sue concorrenti, non sfugge al cliché.

Gli effetti non saranno così trascurabili come da più parti si ode. Il meccanismo di prestito verso la Bce implica che chi chiede denaro depositi titoli di Stato a garanzia e finché lo Stato mantiene un rating A anche da parte di una sola agenzia, i suoi titoli restano nella fascia alta e subiscono, nel peso della garanzia, una svalutazione, una sforbiciata (haircut) relativa: 0,5% per un Bot, 6% per un Btp. Il passaggio alla B aumenta il taglio rispettivamente al 6 e al 13%. Tradotto: fino a dicembre chiedere 100 milioni alla Bce imponeva di mettere a garanzia 100,5 milioni di Bot o 106 di Btp, ora ne servono 106 e 113. Poiché l'indebitamento attuale delle banche italiane verso la Bce s'aggira sui 140 miliardi, ne serviranno 10 in più per adeguare il valore delle garanzie alla retrocessione. Per

le grandi banche, sature di titoli, non dovrebbe essere una tragedia, meno rosea la situazione delle più piccole.

Secondo l'agenzia fattori determinanti del declassamento sarebbero la carenza di riforme, l'instabilità politica, la debolezza del sistema bancario, gli elevati crediti deteriorati (npl) e la crescita piatta del Paese nell'ultimo decennio. Discutiamone: riforme l'Italia ne ha fatte e parecchie (prima fra tutte quella previdenziale che ci pone ai minori livelli di debito implicito nell'area euro), l'instabilità politica è un déjà-vu buono per tutte le stagioni, il sistema bancario è uscito promosso dagli ultimi stress test (le nostre quattro principali banche superano la media Eba e, se scoperchiasimo seriamente gli attivi finanziari delle banche europee, ne uscirebbe una cruenta commedia), gli npl abbondano ovunque e comunque nell'eurozona sono in diminuzione (dal 6,5% del 2014 al 5,4% del giugno 2016 e il nominale 16% italiano è, al netto delle garanzie, il 5% circa) mentre il vero problema bancario dell'intera Unione è la contrazione del Roe (100 bp in meno dal giugno 2015) e del reddito operativo

(-8,8%). La crescita italiana è contenuta, non c'è dubbio, ma ancora nel novembre 2016 era pienamente in linea con la media europea, migliore addirittura del risultato tedesco. Tutto ciò è l'impalpabile e l'opinabile, il contraddittorio sta invece nella stessa nota dell'agenzia dove si allude all'alto avanzo primario tra i migliori in Europa, alla buona gestione del debito pubblico, al bassissimo debito privato, al sistema pensionistico ben finanziato, a un'economia grande e diversificata. Come mai questi riconosciuti fattori di forza non fungono da bilanciamento nel giudizio di Dbrs, inducendola solo a mantenere stabile l'outlook? Qui sta il mistero, che avvolge, inquietante e irrisolto, l'affidabilità del rating sovrano da almeno otto anni. Ricordiamo tutte le scomuniche inflitte ai rater: Strauss-Khan nel 2010, Barroso, Trichet, Monti nel 2011, nel 2012 Draghi e poi Streiter, allora portavoce di Merkel con la Germania sotto outlook negativo di Moody's: «È solo un'agenzia di rating». Nel caso di Dbrs, l'outlook negativo di agosto fece infuriare il Tesoro che sollevò dubbi sulla legittimità dell'operato

dell'agenzia: nulla sembra esserne seguito. La verità è che il sistema normativo, grazie allo sciagurato Reg. Ue 1060/2009, colloca le agenzie in una sorta di off-shore legale, rendendo pressoché impossibile un controllo giudiziario del loro agire (è il diabolico incrocio del divieto di over-reliance e della non inversione dell'onere di prova). Quelle norme recano il proposito della Commissione di eliminare il rating dai requisiti regolamentari dal 1/1/2020: ne avremo ancora e almeno per tre anni (almeno, perché, quanto a reattività, la Ue non è un fulmine di guerra). Sennonché il gioco fa sì che, in casi come questo, possano aprirsi nuove spirali speculative e nuove ferite. Mi è ricapitata per caso fra le mani una scheda prodotto di Lehman del luglio 2008, dove i suoi titoli godevano della A1: il 14 settembre successivo fallirà. A queste prove di, chiamiamole, inefficienze, la politica europea non solo non reagisce ma crea un servaggio di mercato tramutando un giudizio opinabile e incontrollato in legge del prestito. La domanda è: non si riesce o non si vuole?

Emilio Cirino