

# Debiti pubblici, rating sovrani e storture: le regole da cambiare

Milano Finanza - Numero 205 pag. 18 del 18/10/2025

Da sempre nutro sfiducia nelle regole (o non-regole) che governano il rating, specie quello sui debiti sovrani. Così come, senza eccesso di allarmi, deplorai il precipitare delle pagelle nel 2011, oggi non gioisco particolarmente per il fatto che S&P e Fitch, l'una ad aprile l'altra a inizio settembre, hanno aggiunto il segno più alla tripla B del debito pubblico italiano. Sì, è un buon segno, ma troppo debole e troppo incoerente con le radicali mutazioni della nostra affidabilità registrata in meno di tre lustri.

Lo spunto critico nasce da numeri recenti. A metà luglio i costi di emissione erano calati al 2,83% e l'Italia aveva già coperto con successo circa i due terzi del debito a medio-lungo termine per il 2025. Il 2 settembre un piacevole shock: l'offerta sindacata di doppia tranches (Btp a 7 e 30 anni), condotta dal Tesoro assistito da primarie banche estere, ha scatenato richieste per 217 miliardi, di cui ne sono stati accordati solo 18, con un rapporto domanda/offerta di 8,3 (più precisamente: 110 miliardi richiesti contro 13 offerti sui Btp settennali per un rapporto di 8,5 e 107 contro 5 sui trentennali per un rapporto di 21,4). I sottoscrittori sono stati fra il 75 e l'80% investitori istituzionali. Donde una tal fame di titoli sul debito di un Paese con rating inferiore a Germania e Francia, entrambe avviluppate in una morsa economica e un'instabilità politica mai conosciute prima d'ora? I dati testimoniano una forte fiducia nella sostenibilità del debito pubblico italiano, soprattutto nel medio e lungo termine e da parte di investitori non certo novizi. Eppure il rating avanza timidamente. Perché? Semplice: non esiste una vera

regolamentazione che indirizzi le attività delle agenzie. Tale non è il Regolamento Ue 1060/2009 pur dopo la modifica del 2013, il cui cardine è il divieto di over-reliance (tradotto: non badare troppo ai giudizi dei rater - e allora perché considerarli, verrebbe da dire) e il cui obiettivo (eliminare i rating nei regolamenti finanziari unionisti dal 2020: articolo 5-quater) pare scivolato in un irrisolto sottoterra. Servirebbe una coraggiosa presa di posizione europea che, pur non attuando quell'abolizione, subordinasse la validità dei rating ad almeno tre condizioni: se non soddisfatte, i giudizi delle agenzie non potranno essere considerati affidabili per la platea degli investitori (over-reliance scongiurata). Prima condizione. La base primaria di valutazione deve risiedere nelle risposte del mercato: se gli investitori chiedono molto più dell'offerta dei titoli di uno Stato, tanto deve corrispondere a un aumento del rating. Trattasi di legge ferrea e naturale: il debitore che continua a incassare credito non va in default. Seconda. La qualità del debito si valuta anche in ragione della natura degli acquirenti. Se il debito italiano continua a essere finanziato da investitori esteri (l'opposto

STUDIO GHIDINI, GIRINO & ASSOCIATI

## Debiti pubblici, rating sovrani e storture: le regole da cambiare

timidamente. Perché? Semplice: non esiste una vera regolamentazione che indirizzi le attività delle agenzie. Tale non è il Regolamento Ue 1060/2009 pur dopo la modifica del 2013, il cui cardine è il divieto di over-reliance (tradotto: non badare troppo ai giudizi dei rater - e allora perché considerarli, verrebbe da dire) e il cui obiettivo (eliminare i rating nei regolamenti finanziari unionisti dal 2020: articolo 5-quater) pare scivolato in un irrisolto sottoterra. Servirebbe una coraggiosa presa di posizione europea che, pur non attuando quell'abolizione, subordinasse la validità dei rating ad almeno tre condizioni: se non soddisfatte, i giudizi delle agenzie non potranno essere considerati affidabili per la platea degli investitori (over-reliance scongiurata). Prima condizione. La base primaria di valutazione deve risiedere nelle risposte del mercato: se gli investitori chiedono molto più dell'offerta dei titoli di uno Stato, tanto deve corrispondere a un aumento del rating. Trattasi di legge ferrea e naturale: il debitore che continua a incassare credito non va in default. Seconda. La qualità del debito si valuta anche in ragione della natura degli acquirenti. Se il debito italiano continua a essere finanziato da investitori esteri (l'opposto

di ciò che accade in Usa), una tripla A non si giustifica per chi sta perdendo fiducia mentre si spiega razionalmente per chi la guadagna dimostrandola.

Terza. Quanto un Paese si autofinanzia? Cioè: quanti investitori privati (famiglie e imprese, esclusi intermediari) comprano debito pubblico di casa loro? In Italia siamo al 19,2%, in Francia sono all'1,3%. Se buona parte della ricchezza privata viene investita nei titoli del proprio Stato, la garanzia di rifinanziamento interno deve portare il rater a far le giuste differenze. Infine un criterio guida. La fissazione dei paletti non inciderebbe sull'ovvia libertà di giudizio ma ne aumenterebbe la trasparenza. La mancata considerazione delle tre variabili o il discostamento da esse senza una razionale motivazione dovrebbe comportare, su decisione dell'Esma che sorveglia l'operato delle agenzie, una pubblica dichiarazione di inaffidabilità del rating emesso. Un simile meccanismo gioverebbe a tutti: agli Stati, alle imprese che risentono dei loro rating, alle stesse agenzie che accrescerebbero la loro credibilità. Che stiamo aspettando? (riproduzione riservata)

Emilio Girino