

EDITORIALE

IL RATING, LE PAURE, LA REALTÀ

**GIOCATORI
NON ORACOLI**

MARCO GIRARDO

Dall'alto dei suoi dieci anni, Alice chiede alla mamma: «Cosa succede se crolla la Borsa?». Ne ha appena sentito parlare alla radio. Le domande dei bambini hanno una profondità inconsapevole pari almeno al loro candore. E sono spesso disarmanti. La mamma di Alice, che di mestiere non fa il trader, risponde con la lucidità indotta dal buon senso: «Niente di così grave, vuol dire che il valore delle cose diminuisce». Arriva una replica degna del migliore Groucho Marx: «Anche quello degli Swarovski?». Che Alice in partenza per un campo in montagna sia curiosa o preoccupata per le intemperanze dei mercati è sintomatico di quanto il discorso sulla crisi abbia penetrato le abitudini quotidiane e, in qualche modo, l'inconscio collettivo. Una Grande Depressione, in fondo, è anche questo: contamina i sogni. Quella del 2011 è stata indubbiamente l'estate dello spread, tormentone che ha accompagnato i pensieri degli italiani per un anno, arrivando a noleggiate le metafore calcistiche dell'Europeo 2012. Dobbiamo prepararci allora a un altro agosto rovente?

Ci ha provato di nuovo un'agenzia di rating a surriscaldare il clima e, forse, a preoccupare ulteriormente la piccola Alice. Moody's ha tagliato di due gradini il giudizio sulla solvibilità del debito italiano e, con buona probabilità, sarà presto imitata dalle altre due sorelle Fitch e S&P. Le agenzie di rating - questo Alice non lo sa - "armano" i mercati obbligazionari. I veri padroni dell'economia. È rimasta celebre una paradossale affermazione di James Carville, stratega elettorale di Clinton: «Ho sempre pensato che se ci fosse la reincarnazione, mi piacerebbe reincarnarmi nel presidente o in un grande campione di baseball. Ma adesso vorrei reincarnarmi nel mercato dei bond. Così farei veramente paura a tutti». Negli anni Ottanta l'economista Ed Yardeni aveva coniato l'espressione «bond vigilantes» per designare gli investitori che vendono in massa i titoli di Stato di un Paese facendone lievitare i costi. Da allora viviamo nell'«economia della paura». E gli spettri sono proprio i rating. Perché pesano tanto? Perché la maggior parte degli investitori istituzionali sono obbligati a tenerne conto. Anche quando sono sbagliati. Il giudizio assegnato ieri da Moody's al debito italiano, appena due gradini sopra il livello "spazzatura", è sembrato a molti autorevoli osservatori - Europa e governo italiano inclusi - decisamente eccessivo. L'Italia ha parecchi problemi, su tutti quello di non crescere e un enorme debito pubblico, ma si sta impegnando in un severo programma di riforme strutturali. Conserva inoltre evidenti aspetti di solidità: il basso indebitamento delle famiglie, un grande patrimonio dello Stato, un'ancora più grande ricchezza privata, un deficit pub-

blico in calo, una notevole potenza di fuoco manifatturiera che sostiene l'export nonché banche senza tossine. Le agenzie di rating, tuttavia, sembrano incapaci di valutare correttamente gli Swarovsky.

C'erano tutte le premesse, dunque, perché l'asta dei Btp a tre anni prevista ieri mattina, con la scure dell'ennesima bocciatura calata nella notte, finisse per mandare i rendimenti alle stelle. Non è andata così. E il "colpo di rating" si è rivelato - è già successo - sparato a salve: ammontare collocato appieno e tassi al 4,65% dal 5,30% dell'asta precedente. Certo, lo spread rimane pericolosamente alto, ma a questo punto, con tutta la prudenza necessaria quando le previsioni sconfinano nell'auspicio, l'affastellarsi di valigie potrebbe risultare comunque meno angosciante dell'estate passata.

Per tre ragioni. Lo scorso anno, quello che ormai tutti abbiamo imparato a conoscere come il differenziale tra Btp e Bund aveva superato repentinamente i 400 punti. Dietro a quello scatto felino c'era tutta la potenza della speculazione. Un attacco in grande stile all'Italia, fatto in piena estate, come sovente accade. Oggi, anche per gli speculatori è sicuramente più complicato avere margini di guadagno così appetitosi, giacché l'esta-spread supera già quota 450. C'è poco da rosicchiare, insomma. Tendere la corda oltre i 500 punti significherebbe prefigurare il crac del debito italiano. Ma l'eventuale default potrebbe rivelarsi un boomerang anche per gli stessi speculatori: se salta l'Italia si fanno male tutti, proprio tutti, compresi i bond vigilantes.

© RIPRODUZIONE RISERVATA

A differenza di quanto accaduto nel novembre 2001, poi, la cosiddetta "pendenza" dei tassi è tornata in posizione fisiologica. Un secondo indicatore rassicurante. A portare l'Italia vicino al baratro era stata, infatti, proprio quella che i tecnici chiamano "inversione nella curva dei rendimenti". Il debito italiano, cioè, era diventato più "pericoloso" a breve termine anziché a lungo. I rendimenti dei Btp corti e dei Bot avevano superato per qualche settimana quelli offerti dai titoli a dieci anni. Un'assurdità in linea teorica - perché ciò che è maggiormente lontano nel tempo presenta potenzialmente più rischi e non viceversa - che si presenta tuttavia quando un'insolvenza è vicina. La Grecia ne sa qualcosa. Ebbene, le ultime due aste del Tesoro hanno fortunatamente confermato che la curva è di nuovo al suo posto.

C'è infine una terza ragione per mettere maschera e pinne nel borsone con minor tremore. Grazie al fieno messo in cascina in primavera (è già stato collocato il 65% del fabbisogno in calendario per quest'anno), il Tesoro ha annullato l'asta a medio-lungo termine prevista per il 14 agosto. Una scelta strategica per evitare sorprese. Gli spread si muovono sul mercato secondario, ma sono le aste che danno il ritmo: annullare l'appuntamento di mezza estate è come togliere un trampolino alla speculazione. Ecco perché, anche se molti trader rimarranno in Italia per le ferie, le banche non hanno "piani B". E quest'estate potrebbe essere ricordata per la canicola -

quella sì, da record - e non per temperature roventi sul termometro dello spread. Speriamolo, per Alice e per noi. E per vacanze senza paura.

© RIPRODUZIONE RISERVATA