

Corso di Laurea magistrale in Amministrazione,  
Finanza e Controllo

Tesi di Laurea

# OPACITA' DEI RATING: DIVERGENZE DI RISK ASSESSMENT

**Relatore**

Ch. Prof. Marcella Lucchetta

**Laureando**

Carlo Korcz

Matricola 811249

**Anno Accademico**

**2011 / 2012**

# OPACITA' DEI RATING: DIVERGENZE DI RISK ASSESSMENT

## Indice

### Introduzione

- I. Le agenzie di rating
  - I.1. Cenni storici
  - I.2. Le agenzie di rating oggi
    - I.2.1. Caratteristiche, problematiche e modalità operative
    - I.2.2. Le altre agenzie di rating nel mondo: agenzie globali, nazionali, e regionali
    - I.2.3. L'esperienza giapponese e il mercato del rating in Asia
    - I.2.4. I sistemi di internal rating
  
- II. Le agenzie di rating nell'ultima crisi (2008)
  - II.1. Responsabilità delle agenzie di rating allo scoppio della bolla dei mutui subprime
  - II.2. Anni 2010-2011: Eurozona sotto assedio
  
- III. Analisi dei rating e considerazioni sulla loro validità
  - III.1. Disparità di trattamento verso l'Eurozona: i casi di USA, UK e Giappone
  - III.2. Differenze tra l'operato delle agenzie asiatiche e delle anglo-americane
  
- IV. La possibilità di costituire un'agenzia di rating europea

## INTRODUZIONE

Le agenzie di rating sono state molto spesso al centro della cronaca finanziaria di questi ultimi tempi. Generalmente si è trattato di critiche sul loro operato nonché sulla loro costituzione e funzionamento. In particolare va detto che le principali perplessità riguardano questioni come il **conflitto di interessi** (esse sono infatti società private che devono valutare l'affidabilità dei titoli dei propri clienti), **l'attendibilità dei loro giudizi** (i quali si presentano sempre come valutazioni accurate ma che più volte si sono dimostrati fallaci) e **una generale opacità informativa** (le agenzie infatti dichiarano i motivi generici per i quali operano un up or down-grading ma si guardano bene dall'andare nel dettaglio). Non solo, ma oltre a non definire bene il *perchè* delle proprie scelte, non specificano neanche il *come* pervengano a determinati giudizi, rendendo così impossibile per qualsivoglia analista o investitore la ricostruzione del percorso che ha portato ad una certa valutazione.

Inoltre, trascurando il fatto che non si conoscono le tecniche di elaborazione del rating da parte delle agenzie, va detto che qualunque esse siano risultano spesso divergenti (anche se di poco). In altre parole, se il rating fosse uno strumento infallibile, una verità assoluta insomma, i rating delle tre agenzie sarebbero uguali. Invece spesso capita che il differenziale tra i rating raggiunga anche i due o tre notch. A questa critica spesso fa specchio quella opposta, ossia quella in base alla quale le agenzie tendono a variare i propri rating nella medesima direzione. Si crede pertanto necessario non di invalidare lo strumento del rating, bensì di ridimensionarne il significato: va bene che presenti delle differenze da agenzia ad agenzia, ma non deve essere considerato una verità assoluta. Questo perchè tale *verità assoluta* può causare danni seri alle economie e ai sistemi finanziari.

Capita spesso anche che i rating presentino delle incoerenze: per esempio, basandosi su alcuni indicatori economici di una nazione (pil, tasso di crescita, rapporto debito/pil,...) si nota che a volte vengono privilegiate alcune nazioni rispetto ad altre anche se tali indicatori prospettano la situazione opposta.

Un'altra critica riguarda lo strapotere delle cosiddette *tre sorelle*, ossia le tre agenzie globali Standard and Poor's, Moody's e Fitch. Detenendo quello che di

fatto è un regime di oligopolio (protetto peraltro dal loro riconoscimento istituzionale tramite il NRSRO) non solo limitano la possibilità di creare un mercato concorrenziale nel rating (che offrirebbe agli investitori la possibilità di basarsi su più voci) ma le rende anche troppo forti nei confronti degli stati. Infatti esse possono costringere uno stato ad un esborso di denaro maggiore (nell'ordine delle centinaia di milioni se non addirittura miliardi di euro) per ripagare gli interessi sulle proprie obbligazioni, apponendovi un rating minore o semplicemente dichiarando un outlook negativo.

Con questo elaborato si intende offrire una lettura delle problematiche che permeano l'operato delle agenzie e, nonostante sia focalizzato sugli aspetti critici delle agenzie, cercherà anche di coglierne gli aspetti positivi e le attenuanti.

Nel primo capitolo si analizzano le agenzie da un punto di vista storico-strutturale: verranno ripercorsi sinteticamente i loro processi di formazione e verranno descritti i loro principi di funzionamento.

Nel secondo capitolo invece si cercherà di contestualizzare le tematiche del capitolo I nella grande crisi che ha colpito l'economia globale nel 2007/2008. Si distingueranno due forme di crisi: la prima, quella dei mercati, esplosa il 15 settembre 2008 a seguito del fallimento della banca di investimento Lehmann Brothers. La seconda, quella dei debiti sovrani, verificatasi a partire dalla fine del 2009 col ritorno dei PI(I)GS. Si indagheranno le responsabilità delle agenzie di rating, cercando eventuali capi di imputazione o di assoluzione.

Nel terzo capitolo si opereranno una serie di valutazioni volte ad evidenziare con alcuni modelli le disfunzioni dei rating.

Infine nel quarto e ultimo capitolo si prospetterà una possibile soluzione alla sudditanza dei debiti sovrani europei ai rating delle agenzie statunitensi e asiatiche: la costituzione di un'agenzia di rating europea.

Per la realizzazione di questo elaborato ci si è basati su una bibliografia eterogenea, costituita da libri, articoli accademici, quotidiani, siti, piattaforme online e anche alcuni film. Nonostante la varietà delle fonti e degli autori, si sono riscontrate voci concordi negli aspetti generali per quanto riguarda le problematiche dei rating. Tuttavia delle differenze tra le diverse fonti sono sorte a livello particolare e si è voluto qui rappresentarle.

## I. LE AGENZIE DI RATING

### I.1. Cenni storici

Il sistema finanziario odierno affonda le sue origini nell'Olanda del XVII secolo. In quel tempo, ad Amsterdam, venivano fondate le Compagnie delle Indie Orientali e Occidentali, e con esse si crearono i primi mercati finanziari (sia azionari che obbligazionari) dove si negoziavano i titoli delle compagnie di mercanti e titoli di Stato. A fronte di ciò le agenzie di rating costituiscono un fenomeno relativamente recente. Esse infatti compaiono sulla scena nei primi del Novecento, a seguito della grave crisi finanziaria registratasi negli Stati Uniti nel 1907, circa trecento anni dopo la fondazione della Banca di Amsterdam (la prima banca proto-centrale). Il modello finanziario inventato dagli olandesi si sarebbe trasmesso nei vicini paesi europei (in particolare la Gran Bretagna) e successivamente al resto d'Europa. Ma come mai per tre secoli non si è sentita l'esigenza di ricevere delle rassicurazioni sulla solidità dei titoli negoziati? Perché erano per lo più titoli di stato, e di conseguenza considerati sicuri<sup>1</sup>.

Un punto di svolta sembra essere la serie di appalti e privatizzazioni verificatisi negli Stati Uniti verso la metà dell'Ottocento: inizialmente, per la realizzazione di infrastrutture quali ferrovie, ponti e strade, diversi stati federali avevano cominciato ad emettere titoli obbligazionari sia nel mercato domestico che estero, ma a seguito del default di nove di questi stati la situazione passò in mano ai privati. Tale fenomeno si espanse anche in seguito allo sviluppo industriale di quegli anni, ma dovette fare i conti con la diffidenza degli investitori. Ferri e Lacitignola nel loro libro "Le agenzie di rating"<sup>2</sup> individuano tre progenitrici delle agenzie di rating:

---

<sup>1</sup> Anche oggi, a discapito dei continui downgrading e di alcuni casi quali Grecia e Argentina, i titoli di stato sono considerati a basso rischio (generalmente più basso di quello delle società).

<sup>2</sup> Giovanni Ferri, Punziana Lacitignola, *Le agenzie di rating*, il Mulino, Milano 2009.

- le *credit reporting agencies*;
- la *stampa specializzata*;
- le *banche di investimento*.

La prima **credit reporting agency** fu fondata nel 1841 da Lewis Tappan, e venne denominata *Mercantile Agency*. Il suo scopo era quello di raccogliere quante più informazioni possibili circa l'affidabilità dei titoli delle società e di venderle ai sottoscrittori<sup>3</sup>. Dopodiché tale agenzia nel 1933 si fonderà con Bradstreet<sup>4</sup> dando vita a *Dun & Bradstreet* che verrà poi acquisita da Moody's nel 1962.

La **stampa specializzata** dell'epoca si concentrava per lo più sulla pubblicazione di dati e statistiche riguardanti le imprese operanti nel settore delle infrastrutture. Un paio di esempi possono essere il *The American Railroad Journal* e il *Poor's Manual of the Railroads of the United States*<sup>5</sup>.

Le **banche di investimento** invece fornivano agli investitori informazioni dettagliate circa l'andamento dei titoli e dei mercati finanziari, mettendo in gioco la loro reputazione e il loro capitale (poiché esse sottoscrivevano, acquistavano e distribuivano i titoli delle altre società).

Nei primi del '900 tuttavia si registrava una crescente diffidenza da parte degli investitori: forse le informazioni ottenute dalle tre progenitrici appena elencate venivano percepite come insufficienti. C'era bisogno che qualcuno si specializzasse nella raccolta ed elaborazione di informazioni economico-finanziarie al fine di emettere dei giudizi sul merito di credito. E fu così che nel 1909 Jhon Moody pubblicò i primi bond ratings, imitato da Poor's Publishing Company nel 1916, Standard Statistics Company nel 1922 e Fitch Publishing Company nel 1924. La storia di ognuna di queste agenzie merita una breve narrazione che verrà data al lettore verso la fine del paragrafo I.1. a pagina 8.

---

<sup>3</sup> Inizialmente vi era il sistema "investor pays". Ciò venne cambiato nel 1970, quando si passò ad "issuer pays". Tale modifica ha suscitato molti sospetti e aspre critiche, ma c'è chi come Lawrence J. White in *The Credit Rating Agencies*, Journal of Economic Perspectives, Volume 24, Number 2, Spring 2010, pp. 214-216, prova a dare delle motivazioni tecniche a questo cambiamento. Le analizzeremo nel prosieguo della trattazione.

<sup>4</sup> Nel corso del tempo la Mercantile Agency avrebbe assunto il nome di R.G. Dun & Company. Bradstreet (fondata da Jhon Bradstreet).

<sup>5</sup> Edito da quella Poor's Publishing che poi si sarebbe fusa con Standard Statistics nel 1941, diventando l'odierna Standard & Poor's.

Se da un lato aumentava il fabbisogno informativo degli investitori, smaniosi di essere assicurati sui propri investimenti perché memori delle crisi del 1907 e del 1929, dall'altro non superava mai certi livelli poiché la maggior parte dei titoli circolanti erano governativi o comunque di enti pubblici (per cui considerati sicuri). E il punto sta proprio qui: infatti il mercato dei rating era “investor pays” fino al 1970. Gli investitori dunque, acquistando per lo più titoli pubblici, non percepivano più di tanto l'esigenza di pagare per ricevere delle informazioni su titoli che consideravano stabili. Non a caso (secondo Ferri e Lacitignola) il business dei rating sembra subire una forte impennata a partire dagli anni '70 (quando si passa ad “issuer pays”). Luci e ombre si proiettano sul cambiamento da investor pays ad issuer pays, e meritano senz'altro una breve trattazione.

Le ragioni di tale cambiamento non sono mai state definite ufficialmente, ma si possono rinvenire diverse proposte al riguardo, quali l'introduzione della fotocopiatrice (la quale avrebbe permesso a molti investitori di ottenere gratuitamente dai propri amici i rating desiderati), la consapevolezza delle agenzie di rating del proprio potere (che avrebbe indotto gli emittenti di debito a pagare per vedere qualche A sui propri titoli) e un serpeggiante doppio mercato che vedeva emittenti e investitori disposti a pagare i primi per diffondere informazioni sull'affidabilità dei propri titoli e i secondi per ottenere le più affidabili indicazioni su dove fosse più sicuro investire il proprio denaro. Risulta pressoché spontaneo fare qualsiasi considerazione sui potenziali conflitti di interesse che questo cambiamento ha generato: in particolare le società saranno disposte a pagare di più se riceveranno un rating soddisfacente, e senz'altro tenderanno a praticare il *rating shopping*<sup>6</sup>.

Le agenzie di rating inoltre tenderanno a giudicare le società a loro appoggiate con una severità e con un'indipendenza mitigate dalla tentazione di maggiori introiti e dalla paura di perdere clienti.

E' comunque giusto citare anche le critiche a questa visione sospettosa. Le agenzie di rating, pur trovandosi in una posizione potenzialmente corruttibile non

---

<sup>6</sup> Il *rating shopping* è il fenomeno in base al quale le società quotate o in procinto di quotarsi ricercano l'agenzia di rating che gli garantisca il rating più alto al prezzo più vantaggioso.

verranno meno alle proprie responsabilità poiché ne va della loro reputazione (*strenght point* del loro *core business*).

Inoltre le società emittenti di debito appoggiate a ciascuna delle tre agenzie di rating sono così tante che la decisione di cambiare agenzia da parte di una singola di queste emittenti risulterebbe ininfluente.

Al di là del passaggio da *investor pays* ad *issuer pays* c'è un altro fatto controverso che caratterizza la storia delle agenzie di rating: nel 1975 la SEC<sup>7</sup> cristallizza l'oligopolio delle *tre sorelle* nel NRSRO (National Recognized Statistical Rating Organization) creando di fatto una barriera all'entrata molto difficile da valicare per eventuali aspiranti entranti nel mercato (tale barriera va aggiungersi ad altre quali le economie di scala, esperienza e *brand reputation*<sup>8</sup>). Ufficializzando il ruolo delle agenzie di rating si suppone che se ne ufficializzino anche le responsabilità, e che per essere ammessi in un organismo riconosciuto come il NRSRO debbano venir soddisfatti dei requisiti rigorosi. Tale misura *protezionistica* risulterebbe apprezzabile se non fosse per il fatto che non si sa bene quali siano questi requisiti. Per esempio, non è mai stata data una spiegazione sul perché certe agenzie siano state accettate nell'NRSRO ed altre no. Inoltre per quanto riguarda la responsabilità va detto che le agenzie di rating sono solite definire i propri rating alla stregua di "opinioni" e se stesse alla stregua di "editrici", difendendosi così da un'infinità di cause giudiziarie mosse da investitori ingannati ed emittenti danneggiati. Non solo, ma alla fine di ciascun giudizio le agenzie di rating si tutelano con una dichiarazione a dir poco paradossale. Ecco per esempio ciò che scrive Standard & Poor's:

"Any user of the information contained herein should not rely on any credit rating or other opinion contained herein in making any investment decision"

Sembra quindi che se da un lato le agenzie di rating abbiano subito un trattamento favorevole da parte delle autorità (in particolare dalla SEC), dall'altro non siano state gravate delle adeguate responsabilità.

---

<sup>7</sup> La Securities and Exchange Commission è l'autorità di vigilanza della borsa valori statunitense.  
<sup>8</sup> Cfr. L.J.White, *The credit rating agencies*, p. 217

Sarà presentato ora un breve background storico delle tre agenzie di rating globali: *Moody's*, *Standard & Poor's* e *Fitch*.

## **Moody's**

Il padre fondatore dell'agenzia di rating "Moody's" fu Jhon Moody, un giornalista economico che già nel 1900 aveva esordito con il *Moody's Manual of Industrial and Miscellaneous Securities*, un manuale che raccoglieva informazioni su azioni e obbligazioni governative, di società finanziarie, e dei settori alimentare, manifatturiero, minerario e soprattutto ferroviario. L'attività di *Jhon Moody & Company* riscuote subito un enorme successo, per poi subire un duro colpo a seguito della crisi del 1907 e riprendersi verso il 1909 a seguito di due importanti innovazioni: la prima consisteva nell'utilizzare i pony per velocizzare il flusso di informazioni da una costa all'altra degli Stati Uniti, la seconda fu quella di dedicarsi all'analisi dei titoli (anziché alla mera raccolta di dati) e ad esprimere un giudizio su di essi apponendovi un simbolo alfanumerico. Già nel 1924 passa sotto la lente di Moody's il 100% del mercato obbligazionario statunitense. Prosegue la sua attività nonostante la Grande Depressione del '29 e negli anni '70 estende la propria attività<sup>9</sup> nel business della carta commerciale e al mercato dei depositi bancari. Ad oggi<sup>10</sup> eguaglia la quota di mercato di S&P, infatti secondo L.J.White detengono ciascuna una quota del 40%<sup>11</sup> del mercato totale, mentre Fitch il 14%.

## **Standard & Poor's**

Standard & Poor's nacque e nel 1941 a seguito della fusione tra Poor's Publishing e Standard Statistics. La prima era l'agenzia di rating fondata nel 1916 da Henry

---

<sup>9</sup> Va detto che nel 1962 venne acquisita da Dun & Bradstreet, per poi separarsi nel 2000 con uno *spin-off*.

<sup>10</sup> Rimandiamo il lettore al paragrafo I.2. per una trattazione sull'organizzazione e funzionamento odierni delle agenzie di rating.

<sup>11</sup> Altri ritengono invece che S&P superi di poco Moody's. Bisogna precisare però che Moody's è una free-standing corporation, mentre S&P fa parte del gruppo McGraw-Hill.

Varnum Poor, un avvocato statunitense autore di *History of Railroads and Canals in the United States*<sup>12</sup>. La seconda, il cui nome completo è *Standard Statistics Bureau*, era un'altra agenzia di rating focalizzata sul mercato dei titoli ferroviari, fondata da Luther Lee Blake, un ex manager della Laidlaw & Co.<sup>13</sup>

Nel 1966 venne acquisita dal colosso editoriale McGraw-Hill, del quale fa tutt'oggi parte. Inoltre S&P a differenza delle altre agenzie di rating ha realizzato diversi indici azionari tra i quali spicca lo S&P 500 (relativo alle 500 società a maggiore capitalizzazione quotate al NYSE, all' AMEX e al NASDAQ).

## **Fitch**

La Fitch Publishing Company venne fondata dall'editore Jhon Knowles Fitch nel 1913, e si specializza nell'analisi dei dati finanziari delle società quotate alla borsa di New York.

Nel 1924 introduce la scala di rating che va da AAA a D. Tramite questo metodo rende più facile e immediata la lettura dei giudizi sul merito di credito. La crescita della quota di mercato di Fitch cresce costantemente fino agli anni '90, dove poi espande la propria operatività in svariati settori, compreso quello della finanza strutturata. Nel 1997 si fonde con IBCA Limited (un'agenzia di rating londinese) entrando a far parte della holding anglo-francese FIMILAC. Grazie a questa fusione Fitch è riuscita a penetrare nelle piazze estere, e nel corso degli anni 2000 avrebbe continuato ad espandersi tramite M&A<sup>14</sup>: nel 2000 acquisisce la statunitense Duff & Phelps Rating Co e la canadese BankWatch. Nel 2005 acquisisce la canadese Algorithmics creando così Fitch Group. Alcune di queste agenzie (quali Thomson BankWatch, Duff & Phelps, ma anche altre come McCarthy e Crisanti & Maffei) facevano parte del NRSRO, ma fusioni tra queste e tra queste e Fitch avrebbero riportato il numero delle agenzie riconosciute a tre.

---

<sup>12</sup> Alcuni ritengono che questo sia il primo esempio di rating della storia.

<sup>13</sup> La Laidlaw & Co. è una banca d'investimento statunitense fondata nel 1842 tutt'oggi operativa.

<sup>14</sup> Con M&A si intende *Merger and Acquisition*, ossia attività di fusione e acquisizione.

## I.2. Le agenzie di rating oggi

Negli ultimi trent'anni, alla luce dell'evolversi dei mercati e della proliferazione di nuove alchimie finanziarie, gli investitori hanno manifestato un crescente bisogno di informazioni, nonché una crescente preoccupazione verso le asimmetrie informative. Queste ultime sono state da un lato ridotte dallo sviluppo di nuovi e sofisticati mezzi di comunicazione, dall'altro hanno però trovato terreno fertile nell'aumentata complessità dei sistemi finanziari. Questo cambio di scenario ha posto le basi per l'impennata del business *rating*. Non sorprende quindi che le agenzie siano aumentate in numero, dimensioni e tipologie.

Sorprende però che se Stati Uniti ed Asia (in particolare il Giappone) hanno creato le loro agenzie di rating, l'Europa sia rimasta letteralmente ferma. Sia nel privato che nel pubblico, sia a livello europeo che statale, nessuno ha avuto l'iniziativa di costituire un'agenzia domestica. Solo in questi tempi si comincia a parlarne, a seguito di inopportuni downgrading che hanno ulteriormente danneggiato un'Eurozona già sotto assedio. Questo argomento è di estrema importanza e merita un'attenta trattazione che verrà data nel capitolo IV. Per il momento verranno descritte le agenzie di rating di oggi.

### I.2.1. Caratteristiche, problematiche e modalità operative

Che cos'è il rating? Vi sono molte definizioni, tra le quali ricordiamo quelle di “**opinione** sull'affidabilità...”, “**opinione** sul merito di credito...”, ecc. che agenzie quali S&P e Moody's meticolosamente riportano nei *disclaimer* a fondo pagina. Ma più in generale potremmo dire che un rating è un giudizio sul merito di credito delle società emittenti titoli obbligazionari: misura cioè la capacità degli emittenti di far fronte ai propri impegni finanziari verso terzi, in termini di rimborso del capitale e degli interessi.

Il rating nasce come strumento informativo, con lo scopo di rendere più efficiente il mercato abbattendo le asimmetrie informative, le quali costituiscono il

principale freno allo sviluppo razionale dei mercati finanziari<sup>15</sup>. Inoltre tramite il rating si crea una forma di meritocrazia in seno alla comunità finanziaria, poiché ad elevati rating corrispondono bassi tassi di interesse da corrispondere agli investitori e viceversa. Vengono così premiate le società più affidabili. Di seguito vengono illustrati nella tabella 1.1. tutti i rating disponibili, i quali si distinguono in due macroclassi: *investment grade* (per i titoli più sicuri) *speculative grade* (per i titoli più rischiosi). Sinteticamente si può dire che l'investment grade si ha con almeno una A sul proprio rating. Altrimenti si tratta di speculative grade.

Inoltre i rating possono riferirsi a diversi strumenti di debito:

- bond ratings* (rating obbligazionari);
- sovereign credit ratings* (rating sovrani);
- issuer ratings* (rating sull'emittente);
- bank financial strenght ratings* (rating sulla solidità finanziaria delle banche);
- claim-payng ability ratings* (rating assicurativi);
- bank loan ratings* (rating sui prestiti bancari).

---

<sup>15</sup> Basti pensare che in molte occasioni le borse sono crollate a seguito della diffusione di *rumors* negativi sul mercato, i quali molte volte si sono rivelati ingiustificati. Il panico che spesso volte colpisce i mercati deriva da un generale senso di insicurezza, il quale a sua volta è causato principalmente dall'opacità informativa di certe società. A tal proposito si ricorda un famoso detto: "no news, bad news".

Tabella 1.1. I rating

Moody's	S&P/ALTRI	Legenda	
Aaa	AAA	 Elevata/Alta/Forte capacità di adempimento	
Aa1	AA+		
Aa2	AA		
Aa3	AA-		
A1	A+		
A2	A		
A3	A-		
Baa1	BBB+		 Adeguata/Probabile capacità di adempimento
Baa2	BBB+		
Baa3	BBB-		
Ba1	BB+	 Elevato rischio	
Ba2	BB		
Ba3	BB-		
B1	B+	 Probabile default	
B2	B		
B3	B-		
Caa	CCC+ CCC CCC-	 Default	
Ca	C D		

Ma come vengono assegnati questi giudizi? Verrà data risposta a questa domanda riassumendo sia il processo di attribuzione dei rating, sia elencando i diversi fattori che le agenzie considerano importanti nel formulare le loro *opinioni*.

Per quanto attiene al processo di assegnazione del rating va detto che esso può essere *solicited* (richiesto dall'emittente) o *unsolicited* (espresso dall'agenzia senza richiesta dell'emittente). Nel caso sia *solicited* la procedura risulta essere articolata nelle seguenti fasi:

- **richiesta del rating:** l'emittente si rivolge all'agenzia per richiedere un rating;
- **assegnazione della commissione del rating e analisi economico-finanziaria:** l'agenzia istituisce una commissione di esperti che valuta l'assetto economico-finanziario dell'emittente;

- **incontri con l'emittente:** gli incontri col management e i vertici dell'emittente servono alla commissione per valutare la società anche in termini strategici, organizzativi e gestionali;
- **proposta del rating (ed eventuale processo di appello):** dopo un attento lavoro di valutazione, la commissione elabora una proposta di rating e la mette ai voti. Qual'ora la società emittente debita non ritenga corretto il rating ricevuto, può *ricorrere in appello* richiedendo all'agenzia di rivedere il rating;
- **emissione del rating e processo di sorveglianza:** dopo un lavoro che impiega circa 4-6 settimane di analisi e valutazioni, viene finalmente emesso il rating, aggiornato regolarmente una volta all'anno. Non solo, ma la revisione viene compiuta anche tutte le volte che si verifica un evento di rilievo che può portare ad un cambiamento del rating.

I fattori presi in considerazione nel processo di attribuzione del rating sono principalmente:

- *prospettive di crescita;*
- *fabbisogno di capitale;*
- *ambiente competitivo;*
- *assetto proprietario e gestionale;*
- *dinamica dei flussi di cassa e redditività;*
- *struttura del capitale e rapporto di indebitamento;*
- *flessibilità finanziaria.*

Per quanto attiene invece agli *unsolicited ratings* va detto che essi sono stati spesso al centro di dubbi e critiche circa la loro validità, nonché la loro legittimità. Infatti essendo espressi senza l'esplicita richiesta dell'emittente essi si basano su dati pubblicamente disponibili: qui ci si pone molte domande sulla loro validità poiché un rating è considerato valido in quanto veicolo sintetico di informazioni difficilmente reperibili dai comuni investitori. Inoltre basandosi su dati parziali,

tali rating saranno certamente prudenziali, comportando così spesso e volentieri fenomeni di *underrating*. Intuitivamente possiamo dire che ciò penalizzerà l'emittente poiché vedrà aumentare il costo del capitale di debito. E qui sorgono dubbi sulla legittimità di tale processo. I critici di questa pratica (le imprese ma anche molti membri della comunità accademica) ritengono che sia un modo per raggiungere un duplice obiettivo da parte delle agenzie: da un lato acquisire quote di mercato, dall'altro estorcere dei rating agli emittenti, i quali pur di vedersi affibbiare un giudizio più alto saranno disposti a fornire informazioni riservate agli analisti e a pagare. Questa volta la difesa delle agenzie risulta flebile e poco credibile: esse sostengono infatti che è per ridurre le asimmetrie informative e rendere più trasparente il mercato per gli investitori. Moody's per esempio ritiene che non esistono *unsolicited ratings*: un rating è per lei sempre *solicited*, poiché se a richiederlo non è l'emittente, saranno sicuramente gli investitori.

Le problematiche legate alle agenzie di rating si annidano un po' ovunque durante il processo di attribuzione del rating. Innanzitutto le agenzie di rating operano con una logica dettata dalla massimizzazione del profitto più che dalla ricerca della verità. Di conseguenza si espongono a potenziali conflitti di interesse nel momento in cui sono chiamate a esprimere il loro giudizio, poiché le società che devono valutare sono le proprie clienti! Il problema inizia a porsi sin dappprincipio, poiché le società emittenti praticano il *rating shopping* (ricercano il miglior voto al miglior prezzo). Nel momento in cui l'agenzia viene selezionata e riceve la richiesta del rating tenderà a compiere il proprio dovere con un rigore che se non proprio subordinato, risulta essere per lo meno correlato alla logica del guadagno e della *customer retention*. Potrebbe quindi sopravvalutare il merito di credito e giustificarsi (qual'ora i dati tecnici dell'analisi quantitativa della società non dovessero essere all'altezza del rating ricevuto) con i dati qualitativi, quelli basati sulle prospettive di crescita, sulle strategie, sulle stime del futuro. Oppure potrebbe sottovalutare il merito di credito nel caso di revisione del rating, spingendo così le società a pagare per rialzarlo. E anche qui, vista la vastità dei campi di analisi delle agenzie di rating, le giustificazioni possono essere trovate un po' ovunque: il rischio paese per esempio. Infatti, nell'estate 2011 le banche italiane hanno subito dei *downgrading* a causa (stando alle dichiarazioni di S&P,

Moody's e Fitch) del rischio paese. Salvo poi superare con successo gli stress test<sup>16</sup>.

Ma a tali critiche bisogna, per correttezza, opporre quello che sembra essere l'unico alibi di ferro delle agenzie di rating: il *capitale reputazionale*. Alla logica del profitto, si accompagna in effetti la logica della reputazione, che è il punto di forza di ogni agenzia di rating.

Inoltre si dovrebbe accennare anche al fenomeno del *rating prociclico*: infatti i giudizi sul merito di credito devono essere legati all'andamento delle variabili macroeconomiche. Se l'economia è in espansione (euforia sui mercati, proliferazione di alchimie finanziarie, circolazione della liquidità) i rating saranno tendenzialmente più alti, mentre in fasi di recessione (stagnazione della liquidità, diffidenza verso i prodotti finanziari, basse prospettive di crescita o addirittura prospettive di recessione) i rating tenderanno ad essere più bassi e prudentiali. Da qui potremmo dire che i giudizi non solo sono correlati alle variabili macroeconomiche, ma sono anche riflesso del *sentiment* collettivo del mercato. Un rating non prociclico verrebbe criticato perchè non tiene conto delle variabili macroeconomiche; tuttavia se prociclico ricade in errori di under od overrating<sup>17</sup>.

Inoltre le agenzie si trovano di fronte ad un trade-off nel momento in cui devono monitorare le variazioni di merito di credito, poiché gli investitori da un lato vogliono variazioni in tempo reale (e naturalmente veritiere), dall'altro vogliono rating costanti per i propri pacchetti obbligazionari<sup>18</sup>.

Va detto poi che le accuse a proposito dei ritardi nella variazione del *grade* sono in parte giustificate dalla tendenza delle agenzie di valutare il merito di credito in un'ottica di medio-lungo termine, e di trascurare quindi eventuali variazioni temporanee di performance (sia in positivo che in negativo). A nostro avviso questa è una buona pratica, anche se comunque le ombre si allungano pure su quella che sembra essere una buona difesa. Che dire allora dei mega-fallimenti quali Enron, Lehmann e Argentina? Gli effetti dei *buchi neri di bilancio* non

---

<sup>16</sup> Di seguito riporto i core tier 1 (principale indicatore della solidità patrimoniale delle banche) delle *big five* italiane. I dati sono tratti dall'articolo di Paola Pica "le banche italiane superano gli stress test" sul Corriere della Sera del 15/07/2011. In uno scenario avverso Intesa Sanpaolo avrebbe al 2012 un core tier 1 dell'8,9%, Ubi Banca del 7,4%, Unicredit del 6,7%, Mps del 6,3%, il Banco Popolare del 5,7%. Il limite minimo per il core tier 1 è il 5%.

<sup>17</sup> Amato e Furfine (2004).

<sup>18</sup> Cfr. l'intervista condotta da Ellis e Baker (1998) e Mansi (2002).

erano forse da considerare in un ottica di lungo periodo? Tali considerazioni verranno riprese al paragrafo specificatamente dedicato all'ultima crisi, senza trascurare uno sguardo alle crisi passate.

### I.2.2. Le altre agenzie di rating nel mondo: agenzie globali, nazionali, e regionali

Ad oggi esistono molte agenzie di rating nel mondo. La loro importanza, il loro numero e le loro dimensioni sono cresciuti parallelamente all'incedere della globalizzazione. Ma all'aumentare del numero e delle dimensioni, sono aumentate anche le tipologie. Noteremo nel prosieguo della trattazione che anche se i nomi di queste agenzie tendono ad assomigliarsi un po' tutti, esse si distinguono sotto molteplici punti di vista: agenzie costituite su iniziativa governativa o privata, indipendenti o affiliate/associate alle "Big Three", globali o nazionali/regionali, a partecipazione privata, pubblica o mista.

Secondo un'indagine della commissione di Basilea condotta nel 2000 le tipologie di agenzie di rating erano principalmente tre:

- agenzie globali;*
- agenzie nazionali;*
- agenzie regionali.*

Le **agenzie globali** sono le americane S&P, Moody's e Fitch<sup>19</sup>, le quali detengono una quota di mercato del 94% e operano in mercati esteri tramite le proprie succursali o le proprie controllate/collegate. La loro copertura infatti si estende, in primis agli Stati Uniti e all' Europa, poi all'Asia e infine all' America Latina e all'Africa.

---

<sup>19</sup> Nonostante la proprietà di Fitch sia attualmente anglo-francese, essa può essere considerata americana per ragioni storiche e operative.

La **agenzie nazionali** usano prevalentemente modelli statistici per l'analisi del merito di credito, e vengono generalmente fondate su iniziativa governativa. Le massime esponenti di questa tipologia sono le agenzie giapponesi, delle quali parleremo nel paragrafo dedicato all'esperienza asiatica.

Infine vi sono le **agenzie regionali**, che si focalizzano su una specifica regione.

Non sempre queste due ultime categorie sono indipendenti dalle agenzie globali, ma anzi, sono spesso a loro affiliate e/o collegate. Questo per ragioni di convenienza economica e regolamentare. Infatti le agenzie globali spesso incontrano difficoltà normative nell'operare in determinati paesi, e quindi risolvono il problema mediante M&A con le nazionali.

Anche se la quota di mercato globale delle agenzie nazionali e regionali si attesta ad un risicato 6%, va detto che i sistemi finanziari di tutto il mondo sembrano apprezzare molto l'esistenza di questi nuovi canali informativi, specialmente dal punto di vista delle piccole e medie imprese. Questo perché in media applicano commissioni più basse rispetto alle globali, basano il proprio rating sull'informazione privata (derivante dalle proprie interazioni con gli emittenti<sup>20</sup>) e sono più lente nel downgrading.

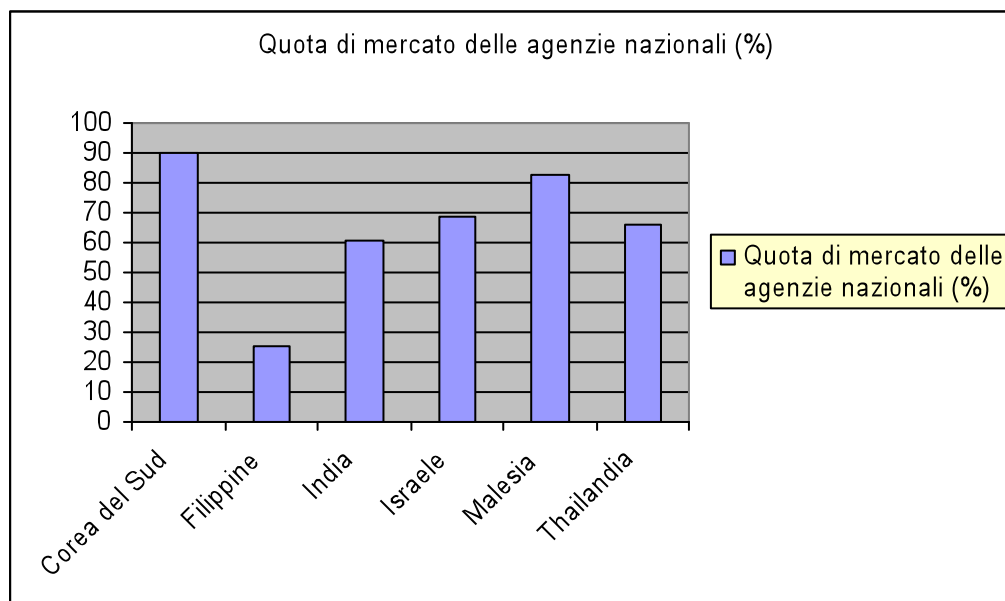
Le agenzie non globali cominciarono a diffondersi verso la metà degli anni '80, e continuarono la loro proliferazione parallelamente all'evoluzione dei sistemi finanziari di tutto il mondo, che da bancocentrici si avviavano verso un'impostazione mercatocentrica. Questo fenomeno riguardava per lo più i sistemi asiatici<sup>21</sup>, mentre quelli europei sembravano essere più lenti nel cambiamento. E permane il mistero di come mai in Europa, a livello di singoli stati o di Unione non si siano mai posti il problema di costituire un'agenzia di rating domestica. Inoltre nei paesi asiatici la copertura dei rating a livello nazionale è principalmente in mano ad agenzie nazionali, come evidenziato nel grafico 1.1.

---

<sup>20</sup> Tale fenomeno potrebbe essere un retaggio dei sistemi bancocentrici, dove l'informazione circola all'interno dei circuiti bancari ed è reperibile dalle banche attraverso relazioni *a tu per tu* con l'impresa.

<sup>21</sup> Questa considerazione vale ovviamente per i sistemi anglosassoni, i quali sono mercatocentrici per natura. Inoltre va precisato che il Regno Unito assume una posizione particolare: fa parte della UE, ma non dell'Unione Monetaria Europea. Di conseguenza da un punto di vista finanziario si mantiene indipendente con la propria moneta (Sterlina), la propria banca centrale (Banca d'Inghilterra), e la propria impostazione mercatocentrica.

Grafico 1.1.



### I.2.3. L'esperienza giapponese e il mercato del rating in Asia

Storicamente il Giappone si caratterizza come un sistema finanziario basato sulle banche piuttosto che sui mercati. Questi ultimi avrebbero cominciato a uscire dal proprio ruolo marginale negli anni '80, per poi "esplosione" negli anni '90 con il cosiddetto *Big Bang finanziario giapponese*, che avrebbe reso l'Impero del Sol Levante secondo soltanto agli Stati Uniti in termini di transazioni finanziarie.

Prima della Grande Depressione le società emettevano titoli non garantiti, e in caso di default erano le istituzioni finanziarie ad accollarsi le perdite acquistando i titoli. Ma con l'ondata di fallimenti seguita alla crisi del '29 questa pratica venne abbandonata perché impraticabile. Nel '38 venne stabilito che i titoli dovevano essere accompagnati da garanzie immobiliari, e nel secondo dopoguerra il Ministero delle Finanze Giapponese (MOF) in accordo con la Banca del Giappone impose dei requisiti normativi al pubblico degli emittenti. Questi requisiti riguardavano la solidità dei titoli negoziati, e il loro mancato rispetto

comportava il divieto di emissione. Inoltre le società emittenti venivano classificate in quattro categorie: AA, A, BB, B. Tale classificazione non deve essere confusa con le attuali scale di rating, poiché serviva soltanto a stabilire quante obbligazioni poteva emettere una società, e non aveva alcun effetto sul costo del capitale. Quindi le società con AA (più solide) dovevano remunerare i propri creditori allo stesso tasso di quelle con BB (meno solide), e tale trattamento iniquo spinse negli anni molti emittenti meritevoli di credito a rivolgersi ai mercati esteri. A fronte di questo esodo le autorità giapponesi intervennero a cavallo tra anni '70 e '80 con una serie di provvedimenti e workshop per porvi rimedio. Da qui nacque la consapevolezza di dover creare delle agenzie di rating nazionali da un lato, e dall'altro di consentire l'ingresso alle agenzie globali (in particolare Moody's e S&P). Il 1985 fu un anno chiave in tal senso, poiché vennero create Japan Credit Rating Agency (JCR), Nippon Investor Service (NIS), Japan Bonds Research Institute (JBRI), il tutto mentre S&P e Moody's inauguravano i propri uffici a Tokyo. Negli anni successivi vennero create altre agenzie nazionali e vennero accettate altre agenzie globali, le quali avrebbero ricevuto l'investitura dal Ministero delle Finanze nel 1987.

Tale investitura comportava l'autorizzazione esclusiva all'emissione di giudizi sul merito di credito similmente a quanto avvenne negli States con il NRSRO, ma successivamente, verso la metà degli anni '90, l'esclusiva venne abolita con un provvedimento che permetteva di emettere obbligazioni senza l'obbligo di ottenere il rating da un'agenzia designata dal MOF<sup>22</sup>. In ogni caso le società giapponesi erano finalmente obbligate a presentarsi sui mercati con un voto sulla propria capacità di onorare i debiti da un lato, e dall'altro venivano ricompensate (sanzionate) con un basso (alto) tasso di remunerazione da corrispondere ai propri investitori sulla base della propria solvibilità.

Ma nonostante la compresenza (e la competizione) di diverse agenzie e di diverso tipo, le problematiche tipiche delle agenzie di rating presentarono il conto agli investitori nel 1997 con il susseguirsi di numerosi fallimenti. In tale circostanza le agenzie di rating furono accusate di non aver aggiornato i rating in tempo, o di averlo fatto quando i dissesti finanziari erano già noti. In alcuni casi il rating

---

<sup>22</sup>

Era comunque necessario avere un rating da parte di una qualsiasi agenzia.

sarebbe stato rivisto due giorni prima del fallimento. Una storia già nota, che purtroppo si ripeterà altre volte (Parmalat, Argentina, Enron) fino a culminare con l'ultima recessione del 2008. Inoltre la decisione iniziale del MOF presa a seguito del workshop del 1984 che prevedeva la totale indipendenza delle agenzie nazionali da società emittenti e negozianti titoli, venne modificata nel 1985 permettendo agli intermediari finanziari di detenere una partecipazione non superiore al 5% dell'intero capitale delle agenzie. A tale decisione venne adottata come giustificazione la stagionata esperienza degli intermediari nella valutazione dei rischi connessi ai titoli obbligazionari e del loro monitoraggio. Ad oggi le partecipazioni delle istituzioni finanziarie in R&I e JCR superano rispettivamente il 40% e il 50% : le considerazioni su potenziali conflitti di interesse si sprecano, tenuto conto tra l'altro che anche in Giappone vi è un sistema di rating *issuer pays*.

Una breve trattazione meritano anche le altre agenzie nazionali asiatiche, venute a formarsi negli anni '80 come quelle giapponesi, soprattutto grazie alle iniziative della Banca Asiatica di Sviluppo e al consolidamento dell' *Association of Credit Rating Agencies in Asia* (ACRAA). Ferri ne conta 25 di principali, e su di esse fa alcune considerazioni di carattere quantitativo:

- il numero di rating cresce con la dimensione del paese;
- il numero di rating cresce con il grado di sviluppo del sistema finanziario di quel paese.

Di seguito è riportata una tabella che dà una rapida panoramica delle agenzie asiatiche:

Tabella 1.2. Le agenzie asiatiche

Paese	Agenzia	Affiliazione	Accordi tecnici
CINA	Dagong Xinhua far east credit rating TRC	- - S&P	Moody's S&P -
COREA DEL SUD	KIS KRC NICE SCI	Moody's Fitch Experian; R&I	- - -
FILIPPINE	Philratings	S&P	-
INDIA	CARE CRISIL ICRA	- - Moody's	- S&P -
INDONESIA	PEFINDO	-	S&P
MALESIA	MARC RAM	- S&P	- -
THAILANDIA	TRIS	-	-
GIAPPONE	JCR R&I Mikuni	- - -	- Fitch; NICE -

#### I.2.4. I sistemi di internal rating

La pratica del rating è diffusa anche a livello di singole banche. Molte proposte sono state avanzate circa l'opportunità di rendere obbligatorio il processo di rating per tutte le imprese (anche le piccole e medie). Tale pratica è già in uso presso le banche, le quali si dotano di propri sistemi di internal rating coi quali valutano l'affidabilità dei clienti. L'accento su questa nuova tipologia di giudizio sul merito di credito è stato posto da Basilea II, il quale oltre a stabilire la necessità dell'internal rating, ha anche individuato tre metodologie per la ponderazione del rischio di credito. Sinteticamente:

##### ***Metodologia standard (standardized approach)***

I rating vengono formulati da enti esterni all'istituto di credito (ECAI<sup>23</sup>) mentre PD, LGD, EAD, ed M<sup>24</sup> vengono fissati dalle autorità di vigilanza sulla base della categoria di appartenenza dell'impresa richiedente il finanziamento. Le banche si avvalgono di questi parametri per segmentare la propria clientela in diverse classi di rischio, alle quali attribuirà un fattore di ponderazione fisso per ogni classe. Le variabili ivi analizzate sono sia di natura quantitativa che qualitativa, quali ad esempio dimensione dell'azienda, settore in cui opera, ecc. La presenza di una forma di intermediazione tra banca e impresa (poiché vi è l'affidamento al rating emesso da un'agenzia appartenente all'ECAI) rende meno diretto il rapporto banca-impresa e quindi meno trasparente. Tale metodo, per quanto semplice e sintetico, viene criticato in ragione dell'instabilità che potenzialmente comporta.

##### ***Metodologia IRB Foundation (internal rate base approach)***

Questo criterio risulta essere più realistico, versatile e adattabile rispetto al precedente in ragione del rapporto diretto tra banca e prestatore. Infatti secondo questo approccio è la banca che valuta il proprio cliente sulla base di propri

---

<sup>23</sup> External Credit Assessment Institution

<sup>24</sup> PD= Probability of Default (probabilità di insolvenza); LGD= Loss Given Default (perdita in caso di insolvenza); EAD= Exposure at Default (esposizione in caso di insolvenza); M= Maturity (scadenza/tempo residuo del finanziamento).

parametri (naturalmente in accordo e di concerto con le autorità di vigilanza). Tra questi, quella di competenza della banca è la PD<sup>25</sup>.

### ***Metodologia IRB advanced***

In questo approccio il calcolo di tutti i parametri di rischio (PD, LGD, EAD, M) è interamente affidato alla banca. Tale approccio risulta di conseguenza più complesso ed oneroso. Naturalmente per poter procedere con questo metodo è necessario ottenere una certificazione da parte delle autorità di vigilanza.

A prescindere dalla metodologia adottata vi sono delle regole e dei principi oggettivi da rispettare nell'emissione di internal ratings. Questo per evitare distorsioni, problematiche di agenzia o politiche opportunistiche da parte di chi detiene la facoltà di emettere dei voti sull'affidabilità delle aziende. Tuttavia dei problemi sorgono nel momento in cui un'impresa si rivolge a più banche per ottenere un finanziamento, poiché con ogni probabilità si ritroverà ad appartenere a diverse classi di rating. Si pensi per esempio alla divergenza di risultati che può verificarsi nel caso di due banche che utilizzano due metodologie differenti, oppure a due banche che utilizzano la IRB advanced, dove il calcolo dei fattori di rischio per quanto debba essere oggettivo risentirà pur sempre della soggettività delle banche<sup>26</sup>. Ecco che a causa di queste discordanze può ripresentarsi il fenomeno del rating shopping, anche se questa volta i conflitti di interesse dell'overrating sono annullati dal fatto che le banche prestano proprio denaro alle imprese, quindi se dovessero classificare un'impresa più affidabile del dovuto ci rimetterebbero (anche) loro. Si potrebbero temere allora degli underrating, che in questo caso permetterebbero alla banca di applicare degli interessi più elevati del dovuto al prestatore. Ma anche questo rischio risulta remoto se si pensa al fatto che l'impresa, qual' ora insoddisfatta delle condizioni poste dalla banca, può rivolgersi tranquillamente ad un altro intermediario.

---

<sup>25</sup> La PD, così come gli altri parametri di rischio, devono soddisfare requisiti di oggettività ed internazionalità, poiché i movimenti di capitale coinvolgono o possono coinvolgere operatori nazionali o internazionali.

<sup>26</sup> Janet Mitchell, Patrick Van Roy, *Failure prediction models: performance, disagreements and internal rating systems*,

Working Paper Research No 123, december 2007, National Bank of Belgium.

I sistemi di internal rating risultano quindi auspicabili, specialmente perché sembrano ridurre (a livello teorico) i problemi di agenzia rispetto a quanto potrebbe accadere in seno ad un'agenzia di rating.

Le disposizioni legislative di Basilea II risultano quindi sagge e lungimiranti. Inoltre la letteratura finanziaria sembra aver accolto con favore tali disposizioni. Quindi potremmo dire che i sistemi di internal rating risultano validi sia da un punto di vista deontologico che tecnico.

Nella realtà però si pongono molti interrogativi a questo proposito. Si pensi per esempio alle esposizioni dei colossi della finanza in junk bonds prima del settembre 2008 o delle maggiori banche europee in Grecia prima del maggio 2010. Sembra in un certo senso facile imputare tutta la colpa della distorsione informativa a carico delle agenzie di rating, ma che dire dei sistemi di internal rating delle grosse banche in quel frangente?

Senz'altro i sistemi e i meccanismi di valutazione del merito di credito (siano essi di agenzie specializzate quali S&P e Moody's o di istituti di credito) hanno fatto il loro dovere in un duplice senso: da un lato possono aver evidenziato una grossa componente di rischio non sostenibile ed essere stati ignorati. In questo caso si profila l'ipotesi di mala fede di coloro che si trovavano preposti al monitoraggio dei rischi, facendo emergere l'ipotesi di frode. Dall'altro possono non aver evidenziato i rischi. In questo caso non si deve imputare tanto l'errore ai sistemi in sé, poiché essi si basano su dati quantitativi e qualitativi che vengono trasmessi agli analisti in forma pubblica o privata. L'errore deve essere quindi imputato alla falsità del dato o alla negligenza dell'analista che non è stato in grado di *vedere oltre il dato*.

## II. LE AGENZIE DI RATING NELL'ULTIMA CRISI

Arriviamo dunque a trattare un tema di attualità, ossia lo scoppio della bolla finanziaria del 2008. La letteratura finanziaria ha trattato molto questo tema e lo tratta molto tutt'ora, ma una rapida panoramica con degli zoom sugli aspetti salienti è necessaria per collegarci meglio al tema ivi trattato e per cercare di capire il *modus operandi* delle agenzie di rating in situazioni di recessione, indagarne le responsabilità, e individuare eventuali capi di imputazione o assoluzione.

### II.2 Responsabilità delle agenzie di rating allo scoppio della bolla dei mutui subprime

Alle ore 11.00 della mattina del 15 settembre 2008 la banca di investimento Lehmann Brothers fallisce.

E' l'inizio di una catastrofe finanziaria che, a detta di molti, è la peggiore di tutti i tempi. In quel momento le drammatiche conseguenze del mega-fallimento non vengono interpretate in un'ottica unitaria e concorde, tuttavia gli esperti sembrano essere molto insistenti sulla gravità della situazione, poiché il crack Lehmann rappresenta la punta dell'iceberg del marciume finanziario diffuso su scala globale. Improvvisamente ci si rende conto delle dimensioni sproporzionate e inappropriate che la finanza ha assunto rispetto all'economia reale (e alla politica). Gran parte delle contrattazioni nei mercati finanziari tratta quella che comunemente viene definita *carta straccia*. E i numeri a questo proposito parlano chiaro: Si stima che le dimensioni del pil della finanza siano circa dieci volte tanto quelle del pil mondiale.

Grafico II.1. Rapporto tra PIL Mondiale e Derivati nel 1987

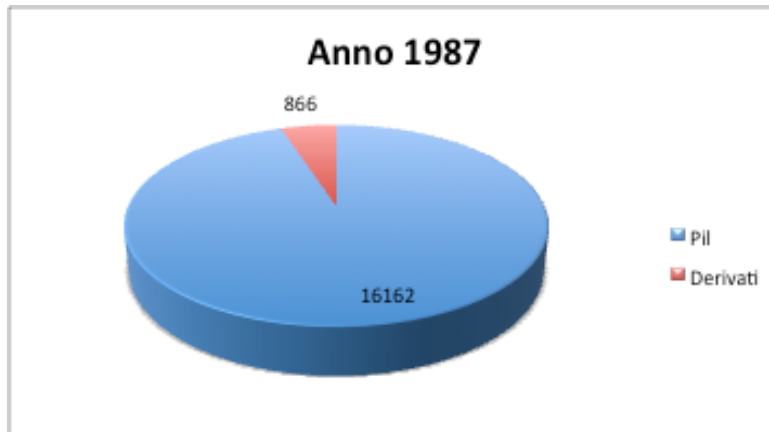


Grafico II.2. Rapporto tra PIL Mondiale e Derivati nel 2000

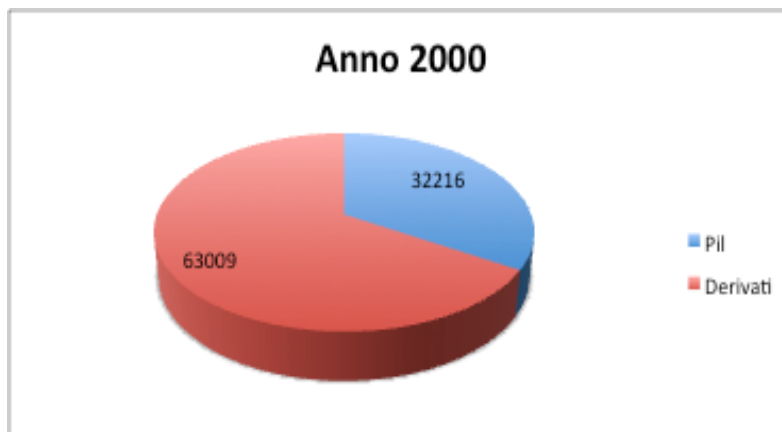


Grafico II.3. Rapporto tra PIL Mondiale e Derivati nel 2011

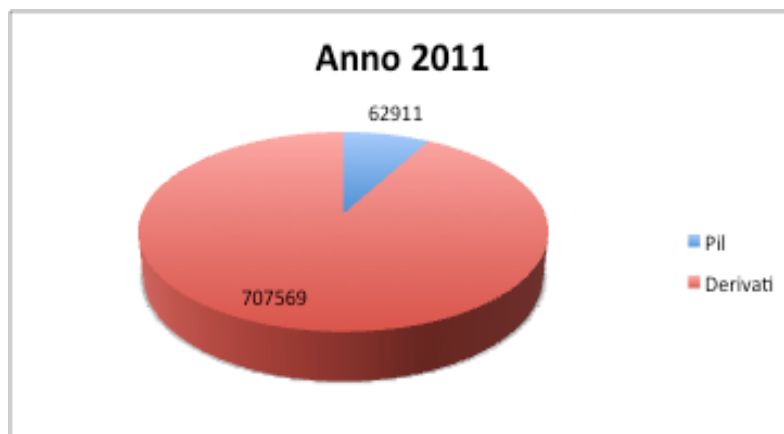
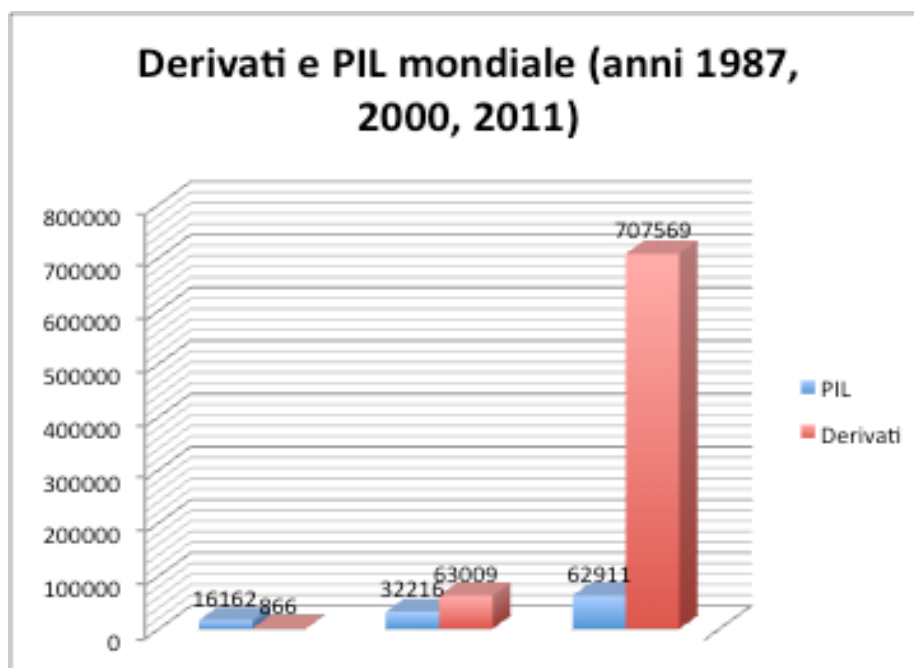
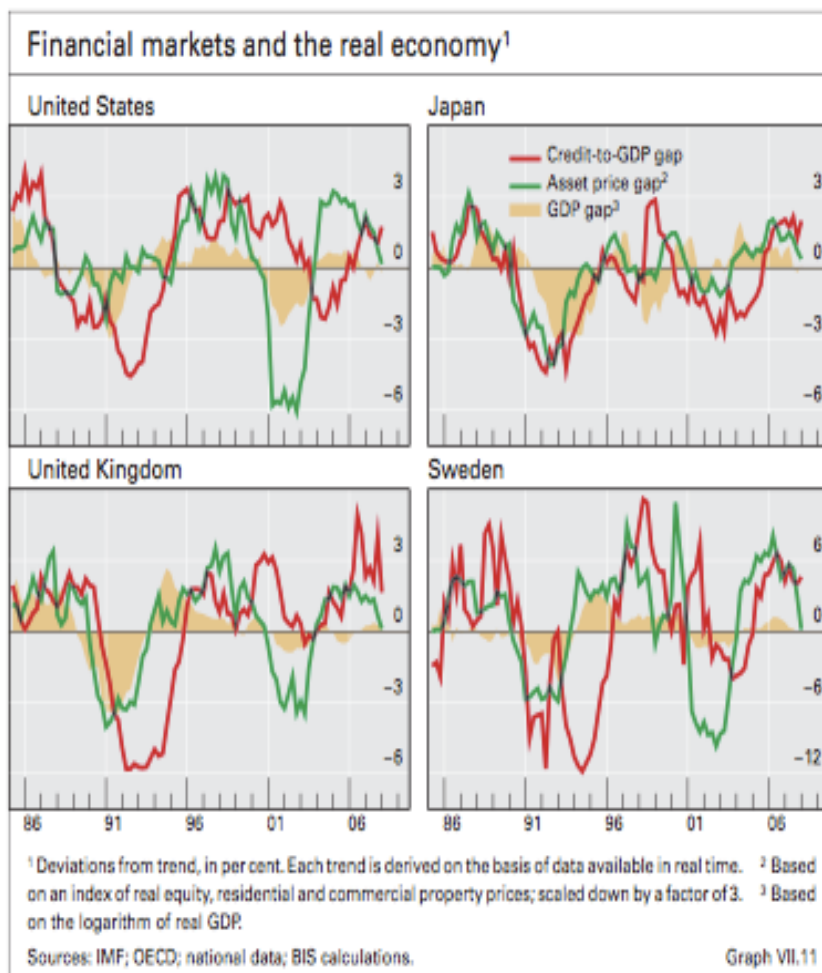


Grafico II.4. Tabella di sintesi dei rapporti tra PIL Mondiale e Derivati per gli anni 1987, 2000, 2011.



Fonte grafici II.1-II.4: ISDA, dati in miliardi di dollari. Per il 2011 fonte BIS, dati al 30 giugno

Grafico II.5. Rapporti tra Economia Reale e Finanza Internazionale



Fonte: BIS

Ma da dove deriva tutta questa ricchezza fittizia?  
Dagli anni '70 in poi gli Stati Uniti (e di riflesso il resto delle economie sviluppate) hanno iniziato un'enorme programma di deregolamentazione per quanto riguarda i mercati finanziari. Tutto ciò che era stato fatto dopo la Grande Depressione (1929) veniva pian piano smantellato sull'onda degli entusiasmi e degli ottimismo della ripresa economica di quegli anni. E così la saggia decisione del *Glass-Steagall Act* (1933) di dividere le banche di investimento dalle

tradizionali banche commerciali cominciò a subire degli attacchi da parte del settore bancario partire dagli anni '80, per poi venire abrogata nel 1999 con il *Graham-Leach Bliley Act*. Un'altra scelta rischiosa, è stata quella di abolire il *Gold Exchange Standard* nel 1971, accentuando così l'instabilità dei mercati e scoprendo di più le contrattazioni.

Queste deregolamentazioni sono avvenute in un clima di ottimismo e di crescita partito dal secondo dopoguerra, che ha poi continuato nei 40-50 anni successivi per poi culminare negli anni '90 e primi del 2000, subendo tuttavia degli shock periodici quali la crisi asiatica del '97, il default argentino e alcuni crack societari quali Enron. In quest'ultimo periodo (che va dal 1991 al 2001) vi sarebbe stata una proliferazione incontrollata di prodotti di finanza strutturata, un abbassamento dei tassi di interesse e una propensione maggiore alla circolazione della liquidità interbancaria.

Inoltre rispondendo alle politiche dei governi statunitensi del tipo “una casa per tutti” il settore immobiliare aveva conosciuto un vero e proprio boom: grazie alle condizioni vantaggiose poste dalle banche e dalla crescita quali bassi tassi di remunerazione e finanziamenti *su misura* (anche per la clientela appartenente ai segmenti a maggior rischio di insolvenza) ora tutti potevano permettersi una casa (o una nuova casa). Una bella situazione senz'altro, ma purtroppo il rovescio della medaglia si sarebbe rivelato di lì a poco, presentando un conto molto salato all'economia/finanza statunitense (e di conseguenza globale). Accadeva che, come accennato poco fa, i mutui venivano concessi a segmenti di clientela rischiosi tramite la formula dei *adjustable rate mortgages*. Tali mutui consistono nel prendere a prestito una somma di denaro da rimborsare ratealmente a tassi fissi vantaggiosi (teaser rate) nei primi due-tre anni (teaser period)<sup>27</sup> e variabili per i periodi successivi. In caso di difficoltà nel remunerare le rate il mutuatario poteva rinegoziare il mutuo, pagando naturalmente delle elevate penalità. Data la scadenza piuttosto breve dei mutui subprime i mutuatari tendevano a rifinanziarsi. In sede di rifinanziamento oltre alle *penalties* la banca poneva delle condizioni

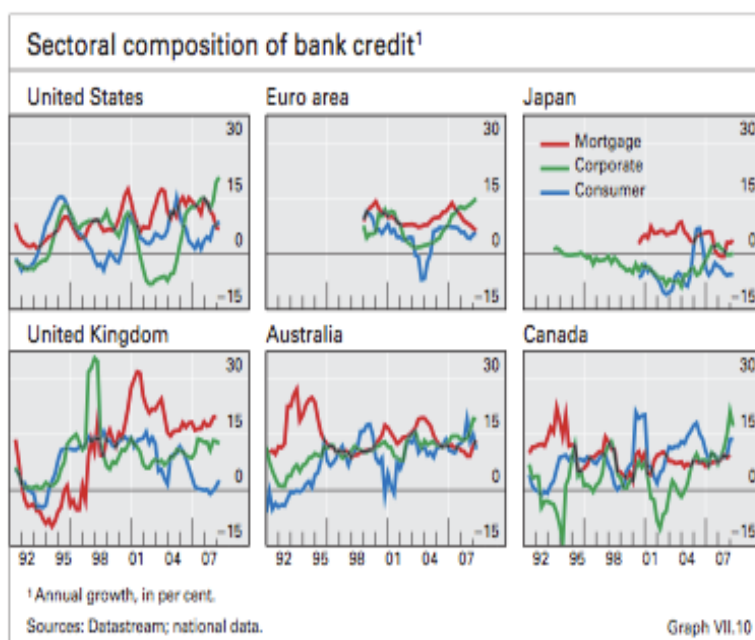
---

<sup>27</sup> Solitamente nel teaser period la banca ci perde, o comunque realizza uno scarso guadagno. Questo per attrarre più clienti possibili, sui quali rifarsi una volta cessato il teaser period.

vantaggiose per sé stessa con le quali avrebbe potuto rientrare delle perdite conseguite nel *teaser period* e realizzare così degli utili<sup>28</sup>.

Nella realtà infatti è successo che a causa del valore stellare che avevano raggiunto gli immobili conseguentemente all'elevata domanda<sup>29</sup> e al cambio di regime dei tassi avvenuto attorno alla metà del primo decennio del 2000 che ha visto un innalzamento dei medesimi, i mutuatari si ritrovavano a dover ripagare delle rate non più sostenibili stando alle proprie disponibilità finanziarie. Quindi richiedevano la rinegoziazione del mutuo e le banche, approfittando della posizione dominante nella quale si trovavano, ponevano le nuove condizioni sopra descritte.

Grafico II.6. Divisione settoriale per la composizione del credito bancario

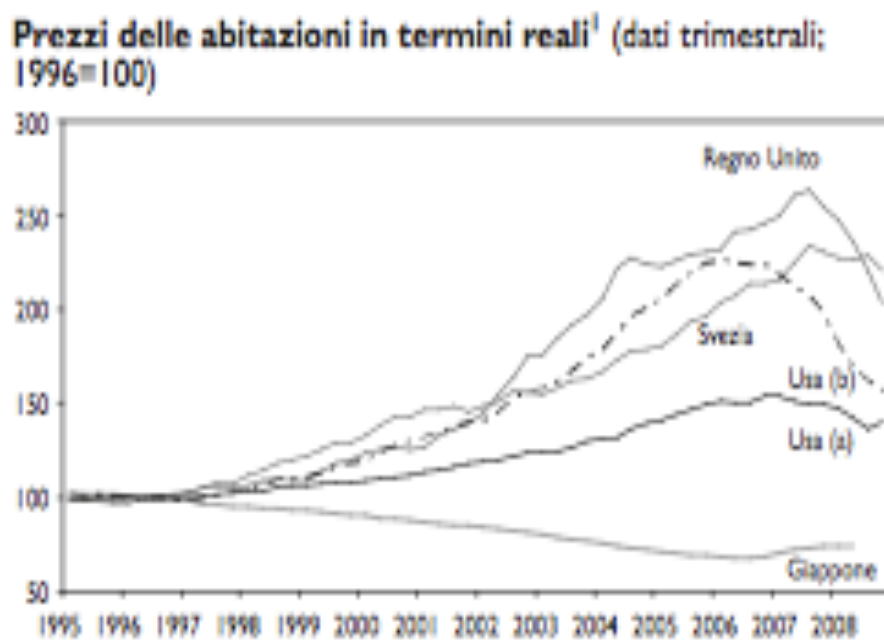


Fonte: BIS

<sup>28</sup> Per una lettura più approfondita si veda Andrea F. Presbitero, MoFiR working paper n° 27, *La crisi 2007-?: fatti, ragioni e possibili conseguenze*, Università Politecnica delle Marche, Dipartimento di Economia, Luglio 2009.

<sup>29</sup> Per esempio a Miami i prezzi sono aumentati del 107% tra il 2002 e il 2006.

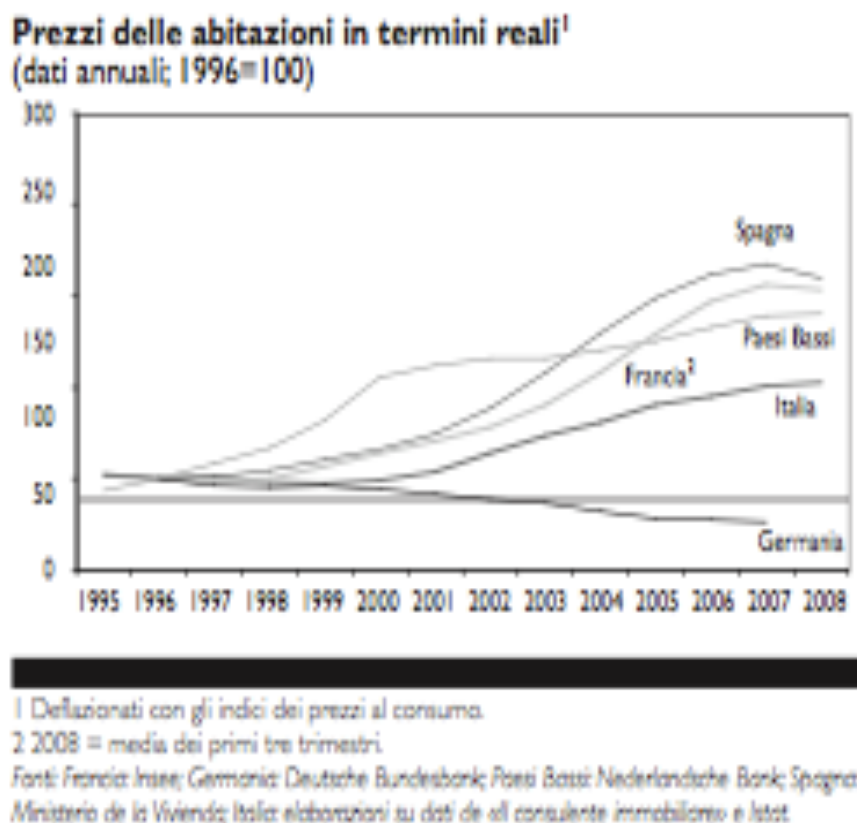
Grafico II.7. Prezzi delle abitazioni in termini reali (dati trimestrali; 1996=100)



<sup>1</sup> Deflazionati con gli indici dei prezzi al consumo.

Fonti: Giappone: Ministry of Land, Infrastructure, Transport and Tourism Land; Regno Unito: Nationwide; Usa: (a): FHFA; (b): Standard & Poor's, indice Case-Shiller 10-city composite; Svezia: Statistics Sweden.

Grafico II.8. Prezzi delle abitazioni in termini reali (dati annuali; 1996=100)



I grafici II.7 e II.8 sono stati tratti dall'articolo di Ignazio Visco *La crisi finanziaria e le previsioni degli economisti*, *Bancaria* n.3/2009.

Parallelamente a ciò si stava sviluppando il mercato dei derivati del credito . Questo era il risultato di un progressivo passaggio del sistema bancario americano dal tradizionale modello *originate and hold*, che comportava l'erogazione del credito alla clientela e mantenerlo nel proprio attivo, al modello *originate and distribute* , che consisteva nell'erogare credito alla clientela e trasferirne i rischi ad un ente esterno (uno SPV<sup>30</sup>). Lo SPV a sua volta spezzetta i crediti in diverse tranche sulla base dei rating dei crediti stessi e le rivende sul mercato (a banche di

<sup>30</sup> SPV è un acronimo inglese che sta per *Special Purpose Vehicle*.

investimento generalmente, ma anche assicurazioni, fondi pensione, fondi di investimento, ecc.).

Naturalmente investitori con propensione al rischio maggiore si accollavano le tranche con rating peggiore, mentre quelli con propensione al rischio minore acquisivano le tranche più affidabili. I problemi si sono creati nel momento in cui gli SPV hanno iniziato a confezionare dei pacchetti a rischiosità mista (i cosiddetti titoli salsiccia o junk bonds, che includevano tranche con diversi rating, dalla AAA alla CCC), dei quali era difficile stimarne l'affidabilità. Lo scopo di questa aggregazione era quello di ottenere delle tranche con elevati rendimenti e al contempo elevati rating, in maniera tale da sostituire al proverbio cinese *alto rischio, alto rendimento* l'appetibile formula di *basso rischio, alto rendimento*.

A causa della crescita non realmente sostenibile e dell'opacità di queste alchimie finanziarie è bastato che il ciclo economico si orientasse verso la fase decrescente (siamo nel 2004-2005, anche se già nel 2001 si erano manifestati i primi segnali) per far sì che una semplice parabola discendente si trasformasse in caduta libera. I prezzi del settore immobiliare erano saliti vertiginosamente, la gente faceva fatica a rimborsare i mutui (anche a causa delle politiche *hawkish*<sup>31</sup> della FED), e le varie tranche obbligazionarie iniziavano a presentare seri problemi di affidabilità, comprese quelle che inizialmente erano valutate *tripla A*.

Anziché intervenire con dei correttivi che avrebbero, se non evitato, almeno frenato la crisi, il settore finanziario sembrava aver incrementato l'emissione e la negoziazione di titoli tossici. Di conseguenza molte banche, assicurazioni, società finanziarie, fondi di investimento e investitori generici detenevano in portafoglio titoli il cui valore nominale era spropositatamente gonfiato rispetto al sottostante reale. Nel 2007 cominciarono a circolare voci allarmanti sui mercati, e l'atteggiamento della comunità finanziaria si faceva sempre più inquieto. Molte banche, al termine del 2007, sono state costrette a pesanti svalutazioni di bilancio perché ormai i CDO erano divenuti illiquidi. Si sarebbe poi diffuso un clima di

---

<sup>31</sup> Il board direttivo della FED presenta due schieramenti: l'uno orientato al mantenimento di un elevato livello dei tassi (detto Hawkish), orientato anche a politiche monetarie e creditizie più restrittive; l'altro orientato all'abbassamento dei tassi (Dovish) e a politiche monetarie più accomodanti.

sfiducia che avrebbe intaccato il mercato del credito interbancario e del credito alla clientela<sup>32</sup>. Ma ormai il danno era fatto ed era solamente questione di tempo. E così il 15 settembre 2008 la Lehmann Brothers fallì, e la finanza internazionale (nonché l'economia reale mondiale) sarebbero cadute nella peggior recessione di tutti i tempi<sup>33</sup>. Ecco cosa ne è stato delle maggiori banche mondiali<sup>34</sup>:



A seguito dello scoppio della bolla immobiliare, quando alla parola “crisi” venne dato il reale peso che le spettava, la regina Elisabetta II d'Inghilterra si sarebbe recata in visita alla London School of Economics, e lì avrebbe rivolto la famosa domanda al corpo docente: “ma voi dov'eravate?”. Tale domanda avrebbe potuto porla anche ad un vasto pubblico di soggetti competenti, quali autorità di vigilanza (SEC e Financial Stability Forum) e alle agenzie di rating.

<sup>32</sup> Ciò avrebbe comportato una bassa crescita economica. Unitamente al rincaro delle materie prime (petrolio e generi alimentari in primis) avvenuto in quegli anni avrebbe creato una stagflazione su scala globale. Senza contare eventuali danni arrecati dalla proliferazione di CDO, i quali ad ogni passaggio generavano liquidità *extra*, creavano cioè liquidità eludendo il tradizionale canale costituito dalle banche centrali.

<sup>33</sup> Stando al *Mortgage Fraud Report 2010* dell' FBI i danni e le perdite relative alla crisi dei mutui americani sarebbero ancora sconosciuti: “ Total dollar losses directly attributed to mortgage fraud are unknown”. Inoltre sempre in questo report, il Bureau of Investigation denuncia la continuità delle poco ortodosse pratiche finanziarie che avrebbero portato al collasso del sistema finanziario mondiale nel 2008.

<sup>34</sup> Immagine tratta dal working paper n.27 di Presbitero *La crisi 2007-?: fatti, ragioni e possibili conseguenze*, Mofir, luglio 2009.

Come si vede la responsabilità della crisi riguarda tutti (seppur in diversa misura), non solo le agenzie di rating. Tuttavia proprio queste ultime sembrano aver giocato un ruolo decisivo per il suo aggravarsi e propagarsi.

Le ragioni di tale affermazione sono molteplici.

Innanzitutto ricordiamo la loro funzione: valutare l'affidabilità dei titoli. E ciò mal si concilia con la tripla A che figurava sui titoli Lehmann il giorno prima del default. Non solo. Ma all'epoca c'erano migliaia di titoli sopravvalutati rispetto al loro valore reale che, con lo scoppio della crisi, avrebbero conosciuto degli improvvisi downgrading. I rating hanno quindi dimostrato di essere fallaci proprio nel momento in cui c'era più bisogno di loro. Inoltre il gap che c'era con la realtà era così grande che risultava ingiustificabile: richiamando quanto appena detto non si può valutare AAA il titolo di una società sull'orlo della bancarotta (che avrebbe dovuto avere C o addirittura D). E quindi si profilano molte ipotesi di dolo o colpa grave. A tal riguardo, anche volendo, non si possono trovare ragioni che giustifichino l'operato delle agenzie di rating. Come accennato in precedenza la responsabilità non è soltanto loro, ma per quanto riguarda la loro parte di responsabilità non vi è alcuna difesa sostenibile. Infatti nelle varie cause che sono state mosse ai *provider* l'unica flebile difesa è stato il richiamo al fatto che i rating sono soltanto loro opinioni, e che il mercato non è tenuto a seguirle<sup>35</sup>.

Si potrebbe ribattere a questa affermazione considerando il ruolo pubblico svolto dalle agenzie di rating (inserite per l'appunto in un organismo come il NRSRO) e quindi ad una funzione pubblicamente riconosciuta dovrebbe corrispondere anche una forma di responsabilità consona.

Una seconda considerazione può essere fatta sul coinvolgimento delle agenzie di rating nella consulenza e nel supporto forniti agli emittenti nella preparazione di prodotti di finanza strutturata<sup>36</sup>. Infatti il processo di assegnazione del rating (paragrafo I.2.1) consta di diverse fasi, tra cui quella che prevede tutta una serie di incontri tra l'agenzia e il top management della società che richiede il rating. E' plausibile pensare che in questi incontri possano nascere delle forme di

---

<sup>35</sup> A questo proposito si consiglia la visione del film-documentario del 2010 *Inside Job* (oscar al miglior documentario nel 2011) di Charles Ferguson.

<sup>36</sup> MoFiR working paper n° 27, *La crisi 2007-?: fatti, ragioni e possibili conseguenze* p.8

collaborazione tra le due entità, volte a far sì che venga emesso il rating più elevato possibile.

Una terza ragione a sostegno dell'ipotesi che vuole vedere le agenzie come corresponsabili dell'ultima crisi è data dall'inaffidabilità dei sistemi di valutazione del merito di credito.

Innanzitutto va detto che è difficile stimare la validità dei sistemi adottati dalle agenzie, poiché essi risultano poco chiari e le agenzie sembrano non voler rendere pubblico il loro *modus operandi*. Una maggior trasparenza quindi potrebbe essere un primo passo per risolvere molte problematiche legate al tema del rating. Tuttavia alcuni studi (nonché alcune indagini condotte dalle Autorità di Vigilanza di diversi paesi) hanno evidenziato alcune lacune tecniche nella formulazione dei rating.

Infatti questi ultimi sembrano concentrarsi per lo più sulla PD (probability of default) anziché sul continuum di rischi che possono colpire gli emittenti (specialmente quelli che operano nel settore finanziario) come il rischio di liquidità.

Inoltre sembra che i sistemi di valutazione del rischio di credito delle agenzie di rating si basino eccessivamente su metodologie matematico-statistiche le quali a loro volta si basano (o possono basarsi) su dati inadeguati.

Stando al report del Financial Stability Forum del 2008 è da considerarsi criticabile l'eccessivo peso dato dalle agenzie ai dati storici degli emittenti. Inoltre sembra non esservi stata un'opportuna divisione tra i rating dei prodotti di finanza strutturata e i normali corporate/government bond<sup>37</sup>.

Infine ulteriori critiche vengono mosse da un paper del ADBI institute<sup>38</sup>.

Oltre alle già citate carenze nei sistemi di formulazione del rating, vi sono anche l'insufficiente considerazione di variabili macroeconomiche e di mercato, nonché delle interdipendenze tra le variabili considerate. Per esempio le agenzie di rating avrebbero potuto considerare una variabile macroeconomica come le eccessive dimensioni della finanza rispetto all'economia reale. Una critica interessante, che

---

<sup>37</sup> Cfr. *Report of the Financial Stability Forum on Enhancing Market and Institutional Resilience*, 7 April 2008.

<sup>38</sup> Siegfried Utzig, *The Financial Crisis and the Regulation of Credit Rating Agencies: a European Banking Perspective*, ADBI Working Paper No. 188, January 2010, p. 4.

però mal si concilia con l'ipotesi sostenuta da molti studiosi (tra cui Ferri e Lacitignola) del rating prociclico. Quindi si dovrebbe scegliere se criticare i rating per il loro eccessivo allineamento alle variabili macroeconomiche o per il fatto che non ne tengono conto punto. La conciliazione di queste due critiche risulta essere un terreno difficile, tuttavia si potrebbe partire dal distinguere le variabili macroeconomiche reali (come il febbrile ricorso alla finanza strutturata degli ultimi tempi) e le variabili macroeconomiche fittizie, come il sentiment di mercato<sup>39</sup>: distinguere dunque tra variabili macroeconomiche alle quali è opportuno dar credito da quelle che vanno invece vagliate da un'attenta selezione.

L'indagine sulla responsabilità delle agenzie di rating nell'ultima crisi offre lo spunto a molti altri profili di indagine: se da un lato esse hanno giocato un ruolo rilevante nell'accentuare gli effetti dannosi della crisi qualcosa bisogna dire a proposito degli altri attori coinvolti.

Intanto una riflessione può essere fatta sul clima di omertà che ha caratterizzato tutte le istituzioni (politiche, finanziarie ed economiche) le quali, nonostante avessero da tempo lanciato qualche segnale sulla piega che la situazione stava prendendo, sembrano non aver fatto abbastanza per evitare il collasso dell'economia globale. E' il caso di tutti quei summit (quali G8, G20, FSF, ecc.) che pur denunciando il rischio dilagante non hanno preso gli opportuni provvedimenti (o se li hanno presi, sono risultati inefficaci).

Anche all'UE o all'UME si potrebbe imputare una certa inerzia, specialmente nel caso delle agenzie di rating. Si ribadisce infatti la perplessità che sorge nel vedere che anche alcune economie in via di sviluppo asiatiche abbiano la/le loro agenzie nazionali e l'Unione Europea no. E' opportuno quindi crearne una, a poco varrebbero provvedimenti, regolamentazioni o sanzioni se non si prospettasse per le *tre sorelle* il loro peggior incubo, ossia la perdita del regime di oligopolio del quale tutt'ora godono<sup>40</sup>.

---

<sup>39</sup> Bisogna comunque precisare che il sentiment di mercato, pur essendo una variabile intangibile, fittizia e a volte fuorviante, determina comunque degli effetti reali, in particolar modo sui prezzi dei titoli e sui rendimenti richiesti dagli investitori.

<sup>40</sup> Ricordiamo infatti che S&P, Moody' e Fitch detengono insieme oltre il 90% del mercato dei rating globale.

Se non altro, il pubblico degli investitori sembra aver manifestato uno spiraglio di iniziativa: dopo molti anni passati a seguire acriticamente le dinamiche dei rating, ultimamente hanno cominciato ad ignorarli. Nel febbraio 2012 per esempio, nonostante vi siano stati ripetuti downgrading sulla solvibilità dei titoli italiani, le aste di titoli di stato italiani sembrano essere andate a segno<sup>41</sup>.

---

Il presidente della Consob Lamberto Cardia nell'Incontro Annuale col Mercato Finanziario il 28 giugno 2010 ha espressamente manifestato la propria preoccupazione circa l'inefficacia di certe misure a causa dell'assenza della concorrenza nel mercato dei rating. Anche l'ex ministro delle Finanze italiano Giulio Tremonti nel suo libro *Uscita di Sicurezza* denuncia l'inefficacia di certi provvedimenti europei che, secondo lui, non sarebbero andati oltre "le mere delibere" (cfr. Giulio Tremonti, *Uscita di Sicurezza*, Rizzoli, Milano, 2012, p.233).

<sup>41</sup> Cfr. l'articolo di Vittorio Carlini *L'asta BTP annulla un anno di crisi* sul Sole24Ore del 15 febbraio 2012.

## II.2. Anni 2010-2011: Eurozona sotto assedio



Nel maggio del 2010 l'Europa ha subito un violento scossone ad opera delle agenzie di rating. Il primo di una lunga serie che avrebbe interessato anche l'anno successivo (2011) e gli albori del 2012. A causa dei conti disastrosi della Grecia e del ritorno dei PIGS (già dalla fine del 2009 avevano cominciato a manifestarsi i rumors circa la crisi dei debiti sovrani<sup>42</sup>) la stabilità dell'Unione Europea e dell'Unione Monetaria Europea è stata messa in discussione.

Alcuni paesi della UE e dell' UME avevano infatti registrato segni di debolezza già a partire dalla fine del 2009, a causa di un elevato divario tra debito pubblico e pil. Tra questi spiccano senz'altro i PIGS (Portogallo, Irlanda, Grecia e Spagna<sup>43</sup>), i quali si erano caratterizzati per un eccessivo ricorso al debito e all'emissione di titoli di stato senza di fatto rappresentare delle sottostanti economie reali forti. E'

<sup>42</sup>

Si consultino i seguenti articoli di quotidiani esteri:

Wolfgang Reuter, *Una tragedia per l'Unione*, tratto dal quotidiano tedesco "Der Spiegel" del 15/12/2009.

Harry de Queteville, *Will Greece be the next Dubai?* Del quotidiano britannico "The Telegraph" del 09/12/2009.

Nils Pratley, *Greece's debt crisis signals problems for the European Central Bank*, The Guardian, 08/12/2009.

Altri articoli internazionali su questo tema possono essere consultati mediante il sito [www.presseurop.eu](http://www.presseurop.eu)

<sup>43</sup>

Inizialmente si credeva che la "I" stesse per "Italy" e non per "Ireland". Infatti sembra che a causa di questo fraintendimento l'indice MSCI Italy abbia lasciato sul terreno un buon 11,4% nel mese precedente il 05/02/2010. Stando all'articolo di Marco Caprotti "*L'Italia evita i PIGS*" del 08/02/2010 apparso sul sito di Morningstar, diversi uffici studi, europei e statunitensi, hanno dovuto spiegare ai propri clienti la natura di questo *misunderstanding*. Tuttavia non poche testate giornalistiche, specialmente anglosassoni, avrebbero ipotizzato l'esistenza dei PIIGS (la seconda "I" sta per Italy).

quindi bastato che un sistema imperniato sull'eccessivo ricorso ai finanziamenti (soprattutto esteri) subisse una violenta battuta d'arresto perchè emergesse la reale incapacità degli stati di far fronte ai propri impegni finanziari. La cancrena della crisi finanziaria del 2008 si è propagata anche nel settore pubblico, contagiando anche i debiti sovrani, fino ad allora ritenuti indiscutibilmente solvibili. E così la crisi dei mercati ha generato una figlia: la crisi dei debiti sovrani. L'attenzione quindi non era più rivolta tanto al salvataggio di banche o imprese private, ma al salvataggio di veri e propri stati membri, fino a culminare nel salvataggio degli equilibri finanziari a livello comunitario.

Ma perchè vi fù quell'ondata di declassamenti?

Di primo acchito si potrebbe insinuare che si è manifestato ancora una volta il fenomeno del rating prociclico: in sintesi quando l'economia va bene le agenzie tendono ad essere generose con i propri giudizi (fuorviando così gli investitori), mentre quando si entra in recessione le stesse tendono ad essere più severe (andando così ad aggravare le difficoltà degli emittenti).

Ma bisogna prima fare un'analisi delle cause effettive che hanno portato le agenzie ad operare quei downgrading, e per questo è necessaria una panoramica sul sistema finanziario europeo nel biennio che va dalla fine del 2009 alla fine del 2011.

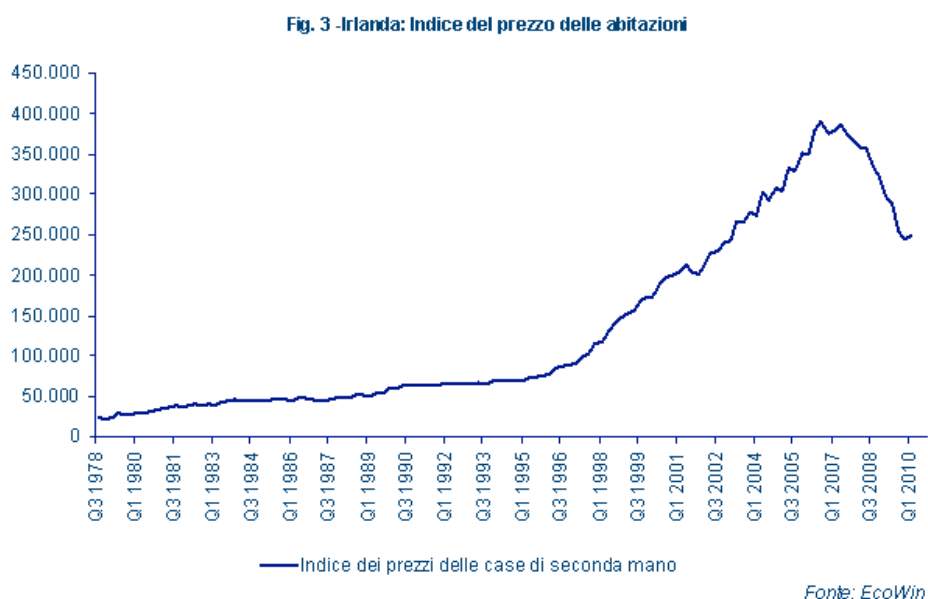
Come già detto l'ondata di declassamenti ha colpito i PI(I)GS, e quindi risulta necessario analizzare, seppur sinteticamente, ciascun componente di quello che più volte è stato definito “il ventre molle dell'Europa”.

## Il caso Irlandese

Dal 1988 al 2008 circa l'Irlanda ha conosciuto un periodo di forte espansione economica, che le avrebbe conferito l'appellativo di *Tigre Celtica*. Tale periodo era caratterizzato principalmente da forti aumenti salariali e un boom del settore edilizio. Tuttavia qui, come negli Stati Uniti, alla base di questo circolo virtuoso (caratterizzato da famiglie mediamente più ricche, aumento degli investimenti e afflusso di capitali esteri) c'era una bolla immobiliare (la cosiddetta *Irish Property Bubble*). Allo scoppio di quest'ultima le società finanze irlandesi avrebbero conosciuto una forte contraccollo. I seguenti dati relativi al 2009 parlano chiaro: riduzione del pil del 7,5%, disoccupazione al 13,8% e aumento del deficit da 33,6 mld di euro a 40,46 mld di euro e deflazione al 6,5%.

Lo spettro del default si sarebbe manifestato conseguentemente al crollo dei prezzi degli immobili, poiché le banche irlandesi sarebbero rimaste scoperte per svariati miliardi di euro, costringendo così il paese ad intervenire in loro sostegno.

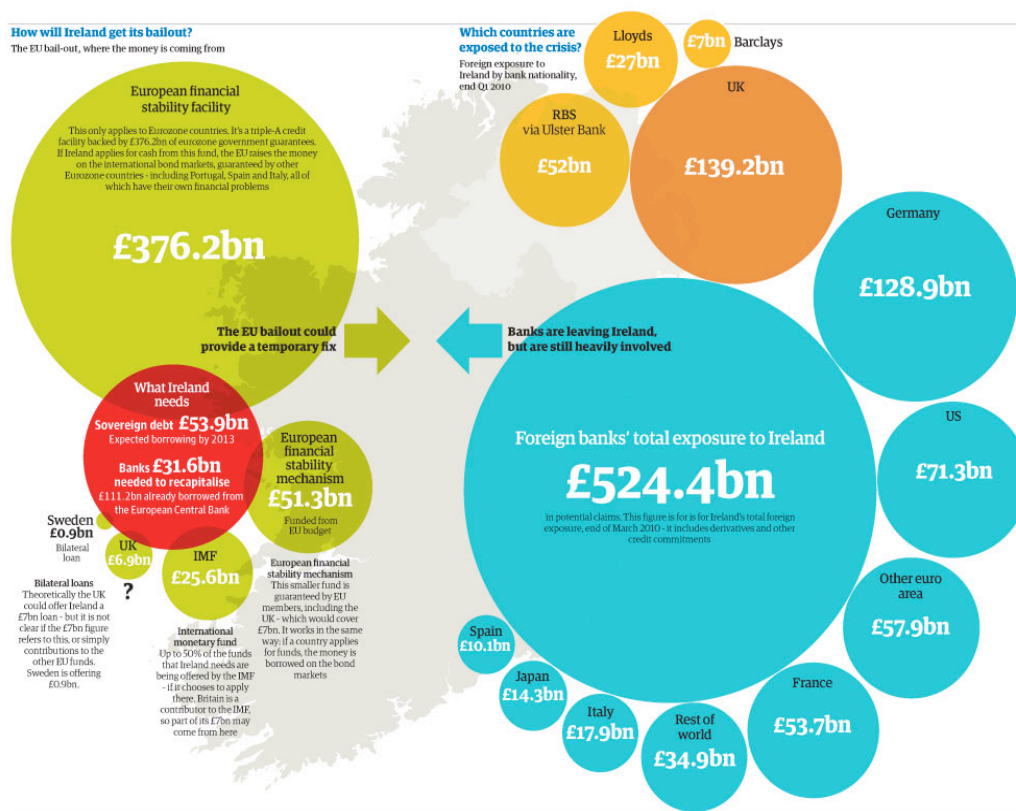
Grafico II.2.1. L'andamento del prezzo delle abitazioni in Irlanda dal '78 ad oggi



Fonte: EcoWin

Si stima infatti che sia stato stanziato un piano di salvataggio di 10 miliardi di euro in prima istanza, tuttavia le maggiori banche (Anglo-Irish Bank, Irish Nationwide ed Ebs) avrebbe richiesto 50 miliardi di euro, cifra pari a circa il 28% del pil del paese<sup>44</sup>.

Grafico II.2.2. La bolla finanziaria irlandese



Fonte: intermarketandmore.finanza.it

Il governo Irlandese avrebbe deciso inoltre di stanziare 15 miliardi di euro (circa il 10% del pil del paese) per risanare i conti pubblici, con l'obiettivo di riportare il deficit (che ancora a novembre 2010 toccava il 32%) al di sotto della soglia del 3% prevista dai trattati europei.

Per l'attuazione di questo piano e il reperimento delle risorse necessarie il governo Irlandese avrebbe cominciato ad operare da un lato una serie di tagli alla spesa

44

<http://www.ilsole24ore.com/art/economia/2010-11-21/numeri-crisi-irlanda-banche-164524.shtml>

pubblica (per un valore pari ai 2/3 dell'importo), dall'altro un aumento delle tasse (per circa 1/3 dell'importo). A fronte di ciò Dublino avrebbe ricevuto dall'Unione Europea uno stanziamento di circa 85 miliardi di euro nel novembre 2010.

Nonostante tali sforzi, il 12 luglio 2011 l'Irlanda avrebbe subito un sonoro downgrading ad opera di Moody's che l'ha portata da Baa3 a Ba1<sup>45</sup>, rendendo i suoi titoli *junk*.

La motivazione di tale declassamento è stata la seguente<sup>46</sup>:

*“Il motivo di fondo della decisione adottata oggi va in messo in relazione con la crescente possibilità che al termine del corrente programma di aiuti di Unione europea e Fondo monetario, alla fine del 2013, il Paese abbia bisogno di ulteriori finanziamenti prima di tornare sul mercato. E con la probabilità che una partecipazione del settore privato sia richiesta come preconditione per un sostegno addizionale”.*

S&P e Fitch invece sarebbero rimasti fermi sul BBB+. La differenza tra i due giudizi non risalta soltanto per i “tre scalini”<sup>47</sup> ma anche perchè il primo ricade nella categoria “spazzatura”, mentre il secondo no. Se non altro qui non è praticabile criticare le agenzie per *atteggiamenti conformisti*<sup>48</sup>.

Sorge allora spontanea la domanda se quel declassamento fosse attendibile o meno. Inoltre desta molte perplessità il fatto che fino a ventiquattro mesi prima il titolo fosse valutato tripla A. Anche qui come negli States, nessuno si era accorto delle dimensioni spropositate che aveva raggiunto la bolla immobiliare e l'indebitamento pubblico verso i creditori stranieri?

---

<sup>45</sup> Da notare che anche i titoli di stato irlandesi sarebbero passati nel giro di 24 mesi da AAA a Ba1.

<sup>46</sup> Cit. <http://www.ilsole24ore.com/art/notizie/2011-07-12/rating-irlandese-junk-234640.shtml?uuid=AaYA1enD>

<sup>47</sup> Cfr. tab. 1.1.

<sup>48</sup> Ci riferiamo qui al fenomeno in base al quale se un'agenzia modifica il proprio rating su un titolo, le altre tenderanno a fare altrettanto e nella medesima direzione.

Grafico II.2.3. Esposizioni estere in bond irlandesi



Fonte: Central Bank of Ireland

## Il caso greco



Prima della crisi del 2008 la Grecia avrebbe conosciuto un periodo di forte espansione economica, si stima infatti che nel 2006 la crescita toccasse il 5,6% mentre nel 2007 il 4,28%. Tali prospettive rosee si spezzarono in prima istanza con lo scoppio della bolla dei subprime, anche se inizialmente sembrava che l'Economia Ellenica avesse resistito bene, grazie soprattutto ad un aumento delle esportazioni e del livello relativamente alto dei salari. In seconda istanza sarebbe giunto l'annuncio del primo ministro greco George Papandreu nell'ottobre 2009 in base al quale il Paese avrebbe registrato (in base a dati previsionali) un deficit del 12,7%. Inoltre sarebbe emersa la voragine di bilancio accuratamente occultata dal precedente governo Karamanlis, il quale nel suo mandato avrebbe portato il debito pubblico da 160 miliardi a 300 miliardi di euro.

Altri dati interessanti per costituire un quadro sintetico dell'Economia Ellenica possono essere i seguenti<sup>49</sup>:

- il vero deficit della Grecia sarebbe stato, secondo le rilevazioni dell'Eurostat, del 13,6%;

<sup>49</sup> Alberto Krali, *Primi della Klasse. La crisi europea e il ruolo della Germania*, Cairo, Milano 2012.

- debito pubblico del 120%;
- circa novecentomila impiegati pubblici su una popolazione di 10,7 milioni di abitanti. Soltanto sotto l'ultimo governo Karamanlis ne sarebbero stati assunti circa centomila;
- i numeri della corruzione che ammontano a circa 20 miliardi di euro annuali (circa l' 8% del pil) stando alle parole del Primo Ministro Papandreou;
- stando alle stime della Banca Mondiale, il 35% dell'Economia Greca sarebbe in nero. Tuttavia molti economisti locali considerano ribassista tale stima<sup>50</sup>.

E' naturale pensare che a fronte di queste cifre, nel momento in cui viene a manifestarsi una stretta al credito e un aumento dei tassi di interesse tale situazione divenga insostenibile. Il 16 dicembre S&P ha declassato i titoli greci a BBB+, e poi successivamente (il 27 aprile 2010) a BB+, al di sotto della soglia junk<sup>51</sup>.

A fronte di questa emergenza, il 2 maggio 2010 l' Unione Europea di concerto col Fondo Monetario Internazionale avrebbe stanziato 110 miliardi di euro di aiuti al Paese Ellenico. L'impegno della Grecia prevedeva una serie di tagli alla spesa pubblica<sup>52</sup> per ridurre il deficit. Le necessità di rifinanziamento sarebbero continuate finchè UE e IMF nel 21 febbraio 2012 hanno varato un ulteriore piano di aiuti consistente di 130 miliardi di euro. Nonostante ciò il 22 febbraio dello stesso anno Fitch ha ridotto il rating Ellenico da CCC a C, parlando di “default controllato”. Il 28 febbraio invece S&P ha operato un declassamento a SD

---

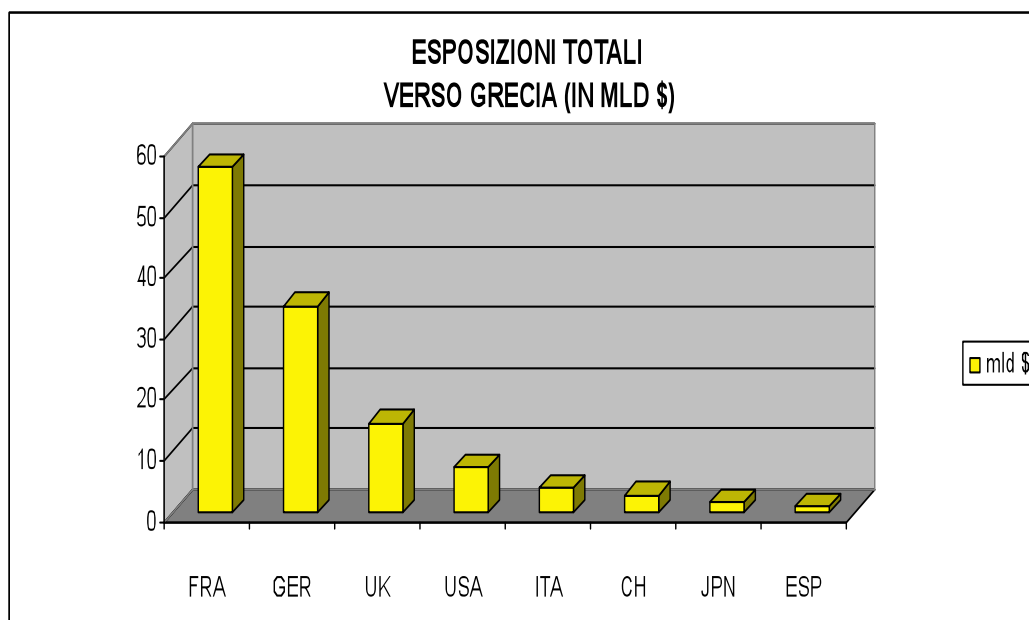
<sup>50</sup> Francois Auter, *E' l'ora dei sacrifici*, dal “Le Figaro” del 11/02/2010. Sempre in questo articolo, così come nel libro sopraccitato di Krali, è opinione diffusa che medici, architetti, funzionari e imprenditori dichiarino mediamente 10000 euro all'anno. Il salario minimo greco era stimato in 700 euro al mese, ma secondo Richard Somertis, editorialista del quotidiano To Vima tutti hanno un secondo o addirittura terzo lavoro.

<sup>51</sup> <http://www.borsaitaliana.it/notizie/speciali/crisi-economica-europea/crisi-nazionali/grecia-atene-crisi-ue/grecia-atene-crisi-unione-europea114.htm>

<sup>52</sup> Quali il licenziamento di 15 mila statali, e tagli alle pensioni e alla sanità.

(default selettivo). Risulta pertanto poco chiaro il perchè vi sia stato un declassamento a fronte di un sì sostanzioso piano di aiuti.

Grafico II.2.4. Le maggiori esposizioni dei Paesi europei ed extraeuropei verso la Grecia



Fonte: BIS

### Il caso portoghese

La crisi del debito portoghese si sarebbe manifestata senza troppi sintomi, quasi a sorpresa: infatti all'inizio dell'aprile 2011 le banche portoghesi avrebbero annunciato di non riuscire ad acquistare i titoli in asta del debito pubblico. E' venuto a galla in quel momento il problema di fondo del Portogallo: l'essere un'economia debole. Mentre per l'Irlanda il problema è stato rappresentato da un comparto bancario intossicato dalla speculazione e per la Grecia la falsificazione dei conti, il Portogallo ha dovuto scontare la mancanza di competitività. Non poteva cioè continuare a rivolgersi ai mercati stando a quei tassi che per le finanze lusitane erano divenuti proibitivi. Si stima infatti che nell'aprile 2011 il Tesoro portoghese disponesse di meno di 3 miliardi di euro<sup>53</sup>.

Il come sia stato possibile giungere a quel punto lo dice Vittorio Da Rold nel suo articolo *“Tre crisi diverse in Europa:Grecia conti truccati,Irlanda crisi bancaria,Portogallo non competitivo”* apparso sul Sole24Ore del 07/04/2011:

*“Ma come si è giunti a questo finale? Il problema di Lisbona è la crescita, o meglio la mancata crescita del Pil dovuta all'erosione continua di competitività. Lisbona è periferica perché da anni la sua economia è diventata tale non reggendo il passo con l'economia leader del Continente, la Germania. Salari troppo alti rispetto alla produttività hanno messo fuori mercato i pochi prodotti portoghesi, infrastrutture insufficienti, istruzione inadeguata, lassismo, sprechi, selezione della classe politica per nepotismo e non per merito. Quando l'economia non cresce le entrate fiscali languono e i conti pubblici saltano”.*

A fronte di tale emergenza, l'Eurogruppo avrebbe acconsentito sempre ad inizio aprile del 2011 ad attuare il piano di salvataggio che prevedeva lo stanziamento di 80 miliardi di euro, a condizione che il Portogallo si impegnasse a perseguire le adeguate riforme col fine di ripianare i conti, ridurre le rigidità dell'economia e aumentare la solvibilità/liquidità del Paese<sup>54</sup>.

<sup>53</sup>

<http://www.ilsole24ore.com/art/economia/2011-04-07/portogallo-grecia-irlanda-cris-171138.shtml>

<sup>54</sup>

<http://www.ilsole24ore.com/art/finanza-e-mercati/2011-04-08/eurogruppo-aiuti-portogallo-piano-132935.shtml>

Anche qui, dopo il consistente piano di aiuti, la stangata di Moody's non avrebbe tardato a farsi sentire: il 5 luglio 2011 l'agenzia avrebbe declassato i titoli lusitani da Baa1 a Ba2, portando così anch'essi nella classe “junk”.

La giustificazione è stata anche in questo caso, come in quello irlandese, che secondo le stime dell'agenzia il Portogallo avrebbe avuto bisogno di una seconda serie di aiuti prima di tornare a finanziarsi sui mercati<sup>55</sup>.

In questo caso l'agenzia statunitense ha dato delle motivazioni che non sembrano essere infondate: riteneva che il Portogallo non sarebbe riuscito a centrare gli obiettivi delle riforme poste in essere per ricevere gli aiuti dell'Europa. Tale perplessità è più che condivisibile se si tiene conto di alcuni dati<sup>56</sup>: deficit nel 2010 dell' 8,6%, previsione del disavanzo 2011 del 4,6% contro una crescita del 0,9%. Il piano di snellimento del sistema economico portoghese prevedeva il ricorso alle privatizzazioni, ma di rilevante non sembrava esservi nulla che potesse essere privatizzato.

Una seconda mazzata sarebbe giunta da Fitc Ratings a fine novembre 2011<sup>57</sup> (da BBB- a BB+, quindi junk) e le motivazioni di ciò non sarebbero state dissimili da quelle del declassamento operato da Moody's.

Attualmente (marzo 2012) le previsioni delle agenzie si stanno purtroppo profilando come veritiere. Infatti nel gennaio 2012 i titoli di Lisbona avrebbero subito una violenta serie di vendite che avrebbe portato i rendimenti quinquennali attorno al 18%, mentre i decennali al 14%<sup>58</sup>.

Secondo Antonio Saraiva (presidente della confindustria portoghese) il Portogallo avrebbe bisogno di ulteriori 30 miliardi di euro. E i numeri sembrano dargli ragione<sup>59</sup>(cfr. tabella seguente):

---

<sup>55</sup> [http://tg24.sky.it/tg24/economia/2011/07/06/portogallo\\_crisi\\_rating\\_spazzatura\\_deficit\\_debito\\_moody.html](http://tg24.sky.it/tg24/economia/2011/07/06/portogallo_crisi_rating_spazzatura_deficit_debito_moody.html)

<sup>56</sup> <http://www.ilsole24ore.com/art/finanza-e-mercati/2011-04-08/eurogruppo-aiuti-portogallo-piano-132935.shtml>

<sup>57</sup> <http://www.ilsole24ore.com/art/finanza-e-mercati/2011-11-24/fitch-taglia-rating-portogallo-120518.shtml?uuid=AaCVUDOE&fromSearch>

<sup>58</sup> <http://www.ilsole24ore.com/art/finanza-e-mercati/2012-01-26/silenziosa-deriva-portogallo-225200.shtml?uuid=AaOTq0iE&fromSearch>

<sup>59</sup> Ibidem

Tabella II.2.1 Dati sul debito portoghese

Debito pubblico	116,30%
Debito famiglie	106%
Debito imprese	153%
recessione stimata per il 2012	3%

### Il caso spagnolo

Anche la Spagna negli ultimi anni ha conosciuto un periodo di crescita economica (1998-2008), i cui motori trainanti erano rappresentati per lo più dal settore edilizio, quello bancario, quello turistico e quello energetico. E' quindi intuibile l'entità della battuta d'arresto che ha subito l'economia spagnola a seguito dello scoppio della bolla dei mutui americani. Nonostante il rapporto debito/pil si attesti ad un virtuoso 60% nel 2010<sup>60</sup>, va detto che è molto aumentato rispetto al 36% del 2007. Inoltre a rendere critica la situazione per le finanze iberiche ci sono un deficit del 9,2% nel 2010 e dell' 8,51% nel 2011<sup>61</sup> (contro un obiettivo del 6%) e un tasso di disoccupazione oltre il 21% nel 2011<sup>62</sup>. Nel primo trimestre del 2012 il Governo Spagnolo avrebbe chiesto alla UE di alzare l'obiettivo di deficit statale posto per il 2012 dal 4,4% al 5,8%.

Inoltre gli unici due settori che continuano a reggere sono le esportazioni e il turismo: due settori che rendono la Spagna dipendente dall'estero<sup>63</sup>.

A fronte di questi dati la Spagna non ne avrebbe risentito dal punto di vista dei rating: nonostante la situazione molto critica, vantava ancora una AA- fino al 14/01/2012, declassato poi ad A da S&P.

Risulta poco chiaro il perchè un paese che imperversa in una situazione così critica e che sia stato definito in più battute come *Paese a rischio default*, riesca a mantenersi ad un elevato livello di solvibilità.

Si pensi per esempio al fatto che economisti di fama internazionale quali Nouriel Roubini e Paul Krugman hanno affermato che la Spagna rappresenta per l'Europa un pericolo più grande della Grecia e del Portogallo<sup>64</sup>.

Sembra dunque che la i titoli spagnoli abbiano “mediamente goduto di un premio”<sup>65</sup> (soprattutto rispetto a quelli italiani) in ragione di un rapporto di indebitamento migliore del Paese Iberico. Sembra riduttivo basare i rating

---

<sup>60</sup> Nel marzo 2012 il rapporto era invece del 71% (cfr. Morya Longo, *Roma batte Madrid in economia*, Il Sole 24 Ore del 06/03/2012).

<sup>61</sup> <http://www.ilsole24ore.com/art/notizie/2012-03-05/commissione-ammonisce-spagna-grave-125033.shtml?uuid=AbjpLd2E>

<sup>62</sup> <http://it.euronews.com/2011/04/29/spagna-disoccupazione-ai-massimi-dal-1997/>

<sup>63</sup> <http://www.ilpost.it/2011/11/17/il-contagio-della-crisi-del-debito/>

<sup>64</sup> Editoriale de *La Stampa* del 05/02/2010.

<sup>65</sup> Maximilian Cellino, *Spread, Spagna più rischiosa dell'Italia*, Il Sole 24 Ore del 06/03/2012.

solamente sul rapporto debito/pil (per quanto importante sia come variabile) e trascurare altre grandezze rilevanti come la ricchezza (finanziaria e immobiliare) delle persone: 104000 \$ (contro i circa 210000 \$ per l'Italia), disoccupazione al 23% (contro il 9,2% italiano). Da un lato quindi abbiamo un paese come la Spagna, più virtuoso in termini di debito pubblico ma meno ricco (e la minor ricchezza riduce eventuali margini di manovra e tagli alla spesa del Governo), dall'altro un paese come l'Italia, molto indebitato ma più ricco<sup>66</sup>. Le agenzie di rating sembrano premiare la Spagna (attualmente secondo S&P e Fitch la Spagna godrebbe di un rating più elevato rispetto all'Italia) mentre i mercati sembrano avere un'opinione versatile: sia nella primavera 2010, sia nel marzo 2012 si è verificato il sorpasso dei btp nei confronti dei bonos. Anche la Goldman Sachs ritiene la Spagna più rischiosa dell'Italia<sup>67</sup>. Che sia da intendere tali eventi come segnali di una generale sfiducia nel rating?

---

<sup>66</sup> Ve detto inoltre che l'idea di un'Italia più indebitata rispetto alla Spagna ha una validità relativa, se non addirittura fittizia. Sommando infatti il debito pubblico a quello privato si scopre che la Spagna arriva al 390% del Pil, mentre l'Italia al 330%.

<sup>67</sup> Morya Longo, *Roma batte Madrid in economia*, Il Sole 24 Ore del 06/03/2012.

Il caso italiano: si può parlare di PIIGS?

Quando è tornato alla ribalta l'acronimo PIGS, diverse testate giornalistiche nonché buona parte del pubblico degli investitori hanno dato per scontato che la “I” stesse per “Italy” e non per “Ireland”. Quanto può essere giustificabile questo *misunderstanding*? Si può parlare di PIIGS?

Alcuni dati dovrebbero fornirci gli estremi necessari per inquadrare l'Italia nel turbolento contesto finanziario europeo.

Tabella II.2.2. Dati sul debito italiano

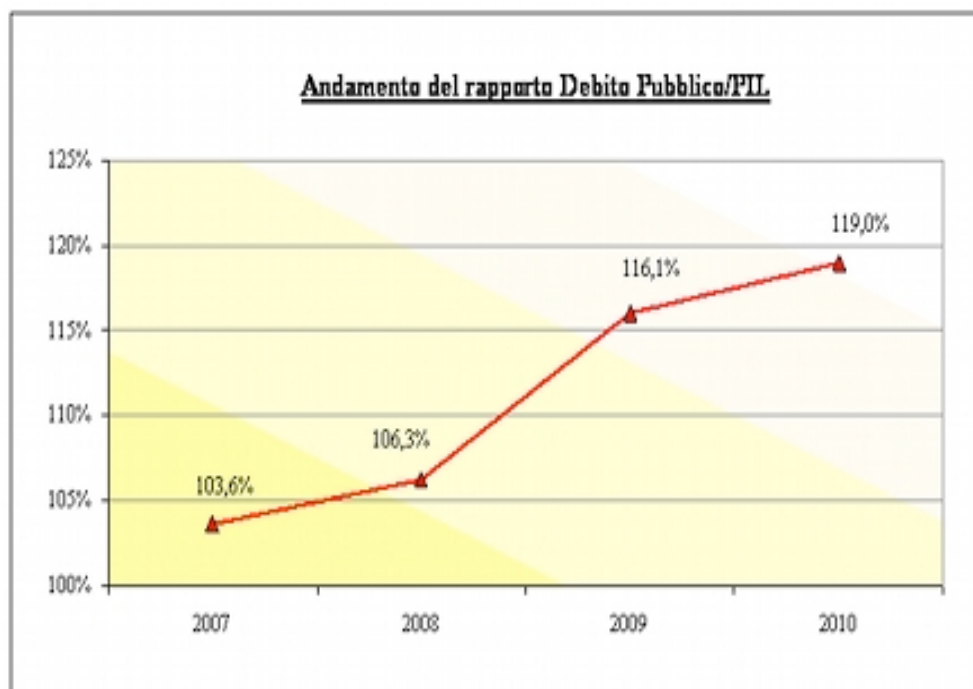
<b>Anno</b>	<b>Debito Pubblico (milioni di €)</b>	<b>PIL (milioni di €)</b>	<b>DEBITO/PIL</b>
<b>2007</b>	1.602.115	1.546.177	103,60%
<b>2008</b>	1.666.603	1.567.761	106,30%
<b>2009</b>	1.763.864	1.519.702	116,10%
<b>2010</b>	1.843.015	1.548.816	119,00%

Fonte: sito del Ministero del Tesoro<sup>68</sup>

<sup>68</sup>

[http://www.dt.tesoro.it/it/debito\\_pubblico/\\_link\\_rapidi/debito\\_pubblico.html](http://www.dt.tesoro.it/it/debito_pubblico/_link_rapidi/debito_pubblico.html)

Grafico II.2.5. L'andamento del rapporto debito/pil italiano



Fonte: sito del Ministero del Tesoro<sup>69</sup>

Tali dati sul debito uniti ad una risicata crescita del pil nel decennio 2001-2010 del 4%<sup>70</sup> sembrano giustificare i timori sull'affidabilità dei titoli italiani. La duplice criticità della situazione (ossia elevato indebitamento a fronte di una reale stagnazione) è stata denunciata anche dalla Banca d'Italia<sup>71</sup>, che tuttavia ricorda anche gli aspetti virtuosi dell'economia italiana (estranei peraltro a molti altri stati europei ed extraeuropei) quali l'elevato livello di risparmio privato o la solidità delle banche (cfr. nota a piè di pagina numero 16).

<sup>69</sup> [http://www.dt.tesoro.it/it/debito\\_pubblico/\\_link\\_rapidi/debito\\_pubblico.html](http://www.dt.tesoro.it/it/debito_pubblico/_link_rapidi/debito_pubblico.html)

<sup>70</sup> <http://www.ilsole24ore.com/art/notizie/2011-12-02/nellultimo-decennio-sceso-termini-104545.shtml?uuid=Aam6LaQE>

<sup>71</sup> [http://www.corriere.it/economia/11\\_ottobre\\_14/bankitalia-debito-fisco\\_0c79e4e8-f642-11e0-abf0-c6818ffd4921.shtml](http://www.corriere.it/economia/11_ottobre_14/bankitalia-debito-fisco_0c79e4e8-f642-11e0-abf0-c6818ffd4921.shtml)

Tuttavia a ciò si aggiunge un aumento dell'inflazione del 3% nel settembre 2011<sup>72</sup>.

Sempre nel settembre 2011 l'Italia viene colpita da un'ondata di declassamenti da parte di tutte e tre le agenzie di rating<sup>73</sup>: Fitch da AA- riduce il voto ad A+ con outlook negativo, Moody's da Aa2 ad A2, S&P da A+ ad A. Fitch avrebbe operato il downgrading più contenuto poiché riconosceva lo sforzo del Governo di aumentare la pressione tributaria, mentre i due colossi (S&P e Moody's) hanno tagliato il rating in ragione del rischio paese e della manovra del governo Berlusconi dell'agosto/settembre del 2011, giudicata negativamente poiché avrebbe comportato un inasprimento fiscale in un paese dove l'imposizione fiscale è già altissima. Inoltre S&P e Moody's avrebbero operato dei tagli al rating di diverse banche italiane, enti locali e gruppi finanziari sempre per il rischio paese. Destano alcuni dubbi tali downgrading in un momento critico per le finanze italiane le quali, al di là di un livello di debito/pil eccessivo, presentano comunque degli aspetti virtuosi (come il superamento degli stress test da parte degli istituti di credito, la bassa esposizione di banche e finanziarie in titoli tossici, un basso indebitamento privato, un livello occupazionale che tutto sommato tiene nonostante la crisi). E ancora una volta si sono mosse tutte e tre nella stessa direzione.

Come inquadrare dunque l'operato delle agenzie di rating?

E' difficile rispondere a questa domanda poiché da un lato non bisogna affidarsi troppo presto ad interpretazioni complottiste<sup>74</sup>, dall'altro è anche vero che tale operato presenta degli aspetti controversi e poco chiari.

Innanzitutto va detto che prima della crisi scoppiata nel 2007-2008 le agenzie di rating non si erano curate di mettere sotto osservazione i paesi europei (in

---

<sup>72</sup> Ibidem.

<sup>73</sup> Antonio Larizza, *Fitch, Standard & Poor's, Moody's: le "tre sorelle" che danno i voti ad un portafoglio titoli da 30 miliardi di dollari*, Il Sole 24 Ore del 08/10/2011.

<sup>74</sup> Come affermato da Paolo Biffis sul suo blog *Two Faces of Debt: debito, una medaglia con due facce* consultabile all'indirizzo <http://pbiffis.wordpress.com/>

particolare i PIIGS) nonostante i dati preoccupanti visti in questo paragrafo. Risulta pertanto discutibile la scelta, in un periodo di espansione economica, di assecondare la crescita incontrollata degli stati basata sull'eccessivo ricorso al debito, senza dare almeno qualche segnale sul rischio che può conseguire in caso di shock<sup>75</sup>. Senza contare che in recessione è proprio la variabile “indebitamento” sulla quale le agenzie fanno leva per motivare eventuali downgrading. Infatti, riprendendo il caso spagnolo, l'Economia Iberica viene privilegiata in ragione di un rapporto debito/pil inferiore alla media europea. L'Italia, la Grecia e il Portogallo vengono invece penalizzate per l'eccesso di indebitamento. Tuttavia paesi come gli Stati Uniti e il Giappone non sembrano risentire del peso del proprio indebitamento: per il primo si è parlato di rischio default nell'agosto 2011 (e nonostante questo gli States hanno mantenuto intatta la propria tripla A, eccetto il downgrading ad AA+ ad opera di S&P), il secondo invece ha un livello di indebitamento di circa due volte il proprio pil<sup>76</sup>, ma mantiene un rating AA-<sup>77</sup> per S&P e un Aa2 per Moody's (quest'ultimo fino ad agosto 2011 era Aa3). Quindi si ripropone il problema del rating prociclico da un lato, e dall'altro si profila l'ipotesi di rating discriminatorio.

Inoltre risulta dubbia la credibilità di rating basati soltanto sul rapporto debito/pil: dovrebbero senz'altro venir prese in considerazione altre importanti variabili come il livello occupazionale, il deficit, l'indebitamento privato, la ricchezza pro-capite, la stabilità del sistema bancario, ecc. Sull'incapacità delle agenzie di rating di cogliere le specificità dei debiti sovrani si sono espressi molti economisti, tra i quali spicca Paul Krugman<sup>78</sup>.

---

<sup>75</sup> Questa considerazione può essere mitigata dalla presenza del *low probability high impact risk*, ossia un rischio remoto, non precisamente conoscibile, ma tuttavia elevato in caso di manifestazione (cfr. Paolo Mottura, *Crisi bancarie: un problema di governance?*, *Bancaria*, n.12/2008, p.18). Per fare un esempio pratico si pensi ad un viaggio in aereo: è assai improbabile che l'aereo cada, le probabilità sono minime. Ma se l'aereo cade, il rischio diventa elevatissimo. L'ultima crisi può in effetti essere vista in quest'ottica: si riteneva improbabile un collasso del sistema finanziario, specialmente in un clima di ottimismo come quello che permeava i mercati prima del 2007-2008. Ma se ciò fosse avvenuto, i rischi e le conseguenze sarebbero divenuti incalcolabili. Come precisa Mottura, nonostante l'esistenza del *low probability high impact risk*, non si devono imputare le crisi bancarie a “malaugurata fatalità” altrimenti si escluderebbero a priori delle forme di responsabilità a livello di governance .

<sup>76</sup> <http://www3.lastampa.it/economia/sezioni/articolo/lstp/416670/>

<sup>77</sup> <http://www.investireoggi.it/news/giappone-standard-poors-conferma-il-rating-sul-debito-sovrano-ad-aa-outlook-negativo/>

<sup>78</sup> [http://www.repubblica.it/economia/2012/01/18/news/vivere\\_senza\\_agenzie\\_rating-28337405/](http://www.repubblica.it/economia/2012/01/18/news/vivere_senza_agenzie_rating-28337405/)

Alla critica di rating prociclico, eccessivamente ottimista nel caso di crescita economica, va aggiunta la critica di rating prociclico in caso di recessione.

Nonostante le agenzie abbiano le loro ragioni nel declassare i paesi dell'Eurozona, in particolare i PIIGS<sup>79</sup>, va detto che non sempre tali decisioni appaiono subito condivisibili. Specialmente se si tiene conto dei consistenti aiuti stanziati da Unione Europea e Fondo Monetario Internazionale, e delle manovre della Banca Centrale Europea. I *disclaimer* delle tre agenzie giustificano generalmente i propri downgrading con delle considerazioni prospettiche, ritenendo per esempio che il paese in esame presenterà delle difficoltà nell'adempiere ai propri impegni finanziari (cfr. i casi portoghese e irlandese di questo paragrafo). Ma le agenzie non precisano *come* tali previsioni, a prescindere dalla loro validità, siano state elaborate. Questo perchè le agenzie di rating non rendono pubbliche le proprie procedure di elaborazione dei giudizi (altro loro punto discutibile).

Infine va detto che molti di questi rating sono *unsolicited*, che in questo caso risultano essere inopportuni data la criticità della situazione finanziaria dei paesi membri della UE e dell'UME: si sa che gli *unsolicited ratings* sono generalmente ribassisti, e il danno che possono fare in situazioni di recessione è senz'altro maggiore di quello causato in situazioni di crescita. Infatti se un paese imperversa in difficoltà finanziarie, abbassargli ulteriormente il rating ne aggrava il risanamento, poiché gli investitori saranno meno incentivati ad acquistare le sue obbligazioni o richiederanno tassi di rendimento maggiori. Si innesca quindi una spirale viziosa dove nel momento di maggior bisogno, la liquidità diviene più costosa. In questi casi il downgrading dovrebbe essere accuratamente motivato e giustificato visto che ne possono conseguire gravi danni alle finanze degli stati e delle imprese (quali cali di borsa, cadute dei prezzi e aumento dei tassi di interesse), danni che facilmente si traducono in perdite per miliardi di euro.

---

<sup>79</sup> Come evidenziato dai dati esposti in questo paragrafo, che delineano uno scenario caratterizzato da finanze pubbliche in dissesto.

### III. ANALISI DEI RATING E CONSIDERAZIONI SULLA LORO VALIDITA'

Verranno presentati ora i rating emessi dalle tre maggiori società (Standard and Poor's, Moody's e Fitch) circa i principali paesi dell'Eurozona, degli Stati Uniti, del Giappone, e di altri paesi europei od extraeuropei coinvolti nell'ultima crisi, e si cercherà di ricostruire le linee direttrici dell'emissione dei rating, dando spazio ad eventuali considerazioni sulla loro affidabilità e validità.

Nel capitolo precedente è stato verificato che non sempre questi giudizi sul merito di credito dei debiti sovrani appaiono condivisibili. Talvolta infatti le agenzie sembrano operare delle valutazioni discriminatorie, emettendo dei rating che oltre ad essere *unsolicited*, presentano dei punti poco chiari e apparentemente inspiegabili. Si cercherà inoltre di far luce in tutte le zone d'ombra che verranno riscontrate al fine di stabilire (a titolo ipotetico) un collegamento tra le modalità operative delle tre agenzie, e tra queste e la realtà di fatto sviluppatasi<sup>80</sup> a partire dal biennio 2009-2010.

Per fare ciò è necessario richiamare l'inizio della fibrillazione che ha coinvolto i paesi dell'Eurozona, avvenuto verso la fine del 2009.

#### III.1. Disparità di trattamento verso l'Eurozona: i casi di USA, UK, e Giappone.

Come già accennato nel capitolo precedente diversi rumors preoccupanti avevano cominciato a diffondersi sui mercati circa la stabilità (e quindi affidabilità) di paesi come Grecia, Portogallo, Irlanda e Spagna. Il coinvolgimento dell'Italia è stato conseguente all'indebolimento dei PIGS, anche se le agenzie hanno poi fatto leva sull'eccessivo indebitamento del Paese e sull'instabilità e scarsa credibilità dell'allora Governo Berlusconi<sup>81</sup>. Infatti il downgrading si sarebbe manifestato nel

---

<sup>80</sup> Ci si concentrerà sui paesi dell'Eurozona, e poi si faranno dei confronti con delle realtà extraeuropee quali per esempio Stati Uniti, Canada, Giappone.

<sup>81</sup> Il debito pubblico italiano è sempre stato molto elevato dai primi anni 90: in particolare tra il 1991 e il 1992 è passato dal 98% al 105,2% del pil per poi non scendere mai più al di sotto della soglia del 100%. Nonostante questo i

settembre 2011, quasi due anni dopo il diffondersi di voci (più o meno veritiere) sulla latente insolvenza di alcuni paesi dell'Area Euro.

Il tutto era cominciato il 16 dicembre 2009, quando a seguito dell'emersione dei conti sommersi di Atene, Standard and Poor's aveva declassato la Repubblica Ellenica a BBB+. Da lì le agenzie, come il resto della comunità finanziaria, avrebbero cominciato ad assumere un atteggiamento più guardingo nei confronti della Grecia e dei Paesi del *Sudeuropa* più l'Irlanda. L'attenzione mediatica sulle vacillanti finanze dei PIGS avrebbe poi generato fenomeni di panico e diffidenza sui mercati tali per cui si sarebbero accentuati i problemi finanziari di tali Paesi.

E le agenzie di rating si sarebbero mosse in tale direzione, assecondando il sentiment di mercato, e operando dei declassamenti e degli outlook negativi nel biennio 2009/2010.

---

Buoni del Tesoro Italiani erano percepiti come sicuri fino al settembre 2011, dove le agenzie hanno degradato l'Italia (Fitch da AA- ha ridotto il voto ad A+ con outlook negativo, Moody's da Aa2 ad A2, S&P da A+ ad A). Anche per quanto attiene l'instabilità governativa va detto che l'Italia non è nuova a questo genere di esperienze: dal 1946 ad oggi nessun governo è mai riuscito a completare un mandato. E nonostante questo nessuna agenzia aveva calato la propria scure (se non il 19/09/2006 dove il rating era stato portato ad AA- da un precedente AA ad opera di Fitch e ad A+ da AA- per mano di S&P). Risulta quindi spontaneo credere che ad intaccare l'affidabilità dei titoli italiani siano state per lo più cause esogene, o per lo meno, una commistione tra cause esogene e il dissestato panorama politico ed economico italiano. Infatti si potrebbe citare il caso del Belgio, il quale è rimasto per più di 500 giorni senza Governo a partire dalle elezioni del 10 giugno 2009, ma non per questo ha subito rilevanti downgrading. Infatti per tutto il periodo 2010-2011 si è mantenuto tra AA+ e AA (per S&P e Fitch) e tra Aa1 ed Aa3 per Moody's.

Tabella III.1.1. I ratings di Standard and Poor's nel maggio 2010

Rating di S&P nel maggio 2010			
Paese	Data	Rating	Outlook
Austria	09-07-75	AAA	STABILE
Belgio	26-10-88	AA+	STABILE
Danimarca	27-02-01	AAA	STABILE
Finlandia	01-02-02	AAA	STABILE
Francia	25-06-75	AAA	STABILE
Germania	17-08-83	AAA	STABILE
Grecia	27-04-10	BB+	NEGATIVO
Irlanda	08-06-09	AA	NEGATIVO
Italia	19-10-06	A+	STABILE
Lussemburgo	28-04-94	AAA	STABILE
Paesi Bassi	01-10-88	AAA	STABILE
Portogallo	27-04-10	A-	NEGATIVO
Spagna	19-01-09	AA+	NEGATIVO
Svezia	16-02-04	AAA	STABILE
Regno Unito	28-04-78	AAA	NEGATIVO
Stati Uniti	01-01-41	AAA	STABILE
Giappone	22-04-07	AA	NEGATIVO
Canada	29-07-02	AAA	STABILE

Fonte: Guardian Newspaper.

Tabella III.1.2. I ratings di Fitch nel maggio 2010

Rating di Fitch nel maggio 2010			
Paese	Data	Rating	Outlook
Austria	21-09-00	AAA	STABILE
Belgio	02-05-06	AA+	STABILE
Danimarca	10-11-03	AAA	STABILE
Finlandia	21-09-00	AAA	STABILE
Francia	21-09-00	AAA	STABILE
Germania	21-09-00	AAA	STABILE
Grecia	09-04-10	BBB-	NEGATIVO
Irlanda	04-11-09	AA-	NEGATIVO
Italia	19-10-06	AA-	STABILE
Lussemburgo	21-09-00	AAA	STABILE
Paesi Bassi	21-09-00	AAA	STABILE
Portogallo	24-03-10	AA-	NEGATIVO
Spagna	28-05-10	AA+	STABILE
Svezia	08-03-04	AAA	STABILE
Regno Unito	21-09-00	AAA	STABILE
Stati Uniti	21-09-00	AAA	STABILE
Giappone	09-05-05	AA	STABILE
Canada	12-08-04	AAA	STABILE

Fonte: elaborazione propria, dati tratti da FitchRatings.

Tabella III.1.3. I rating delle tre agenzie al 13/07/2010

Country	DEVELOPED COUNTRY RISK INDEX		Q3/10		Agency Ratings		Current	Spread to	*to Germany
	Current Score	Change vs. Mar	BBH Implied Rating	S&P	Moody's	Fitch	5-Yr CDS (bp)	5-yr UST (bp)	
Switzerland	14.3	-1.8	AAA	AAA	Aaa	AAA	52	-68	*
Australia	16.0	0.6	AAA	AAA	Aaa	AA+	52	296	
Sweden	16.5	-5.8	AAA	AAA	Aaa	AAA	37	57	*
Norway	17.1	-1.0	AAA	AAA	Aaa	AAA	25	118	*
New Zealand	17.4	1.8	AAA	AA+	Aaa	AA+	64	291	
Canada	18.0	1.5	AAA	AAA	Aaa	AAA		68	
Netherlands	21.3	n/a	AAA	AAA	Aaa	AAA	45	10	*
Germany	22.5	-2.8	AAA	AAA	Aaa	AAA	41	-28	
Austria	23.9	1.4	AAA	AAA	Aaa	AAA	80	43	*
US	28.3	-1.5	AAA	AAA	Aaa	AAA	37		
Belgium	30.5	n/a	AA+	AA+	Aa1	AA+	89	89	*
France	31.5	3.3	AA+	AAA	Aaa	AAA	81	37	*
Japan	32.5	0.6	AA	AA	Aa2	AA	90	-144	
UK	34.9	0.6	AA	AAA	Aaa	AAA	72	50	
Italy	38.8	0.6	A+	A+	Aa2	AA-	171	134	*
Spain	38.8	0.6	A+	AA	Aaa	AA+	220	201	*
Portugal	43.1	1.7	A-	A-	Aa2	AA-	275	278	*
Ireland	43.8	4.8	A-	AA	Aa1	AA-	238	162	*
Greece	53.6	6.0	BB+	BB+	Ba1	BBB-	833	935	*

Source: BBH, Bloomberg

Fonte: Bloomberg

Nei declassamenti dei PIGS, per quanto siano accomunati dal fatto di costituire il tallone d'Achille dell'Eurozona, conoscono diversi tipi di crisi al loro interno: le crisi Spagnola e Irlandese sono state (soprattutto per la seconda) crisi bancarie prima che crisi del debito. Quindi quei declassamenti andrebbero visti prima di tutto come conseguenza del disastro finanziario del 2008, e successivamente come conseguenza della derivante scarsa capacità di remunerare le proprie obbligazioni. Come trattato nel capitolo precedente le banche irlandesi erano caratterizzate da ingenti esposizioni nella *finanza facile* e nei mutui, e necessitavano di forti interventi statali (e internazionali) per non dichiarare bancarotta.

Le banche spagnole invece non erano da meno: erano molto esposte sia nel versante della finanza strutturata (ancora a gennaio 2011 si paventava un crack dovuto a 176 miliardi di € di esposizione in “crediti problematici”<sup>82</sup>), sia in quello immobiliare (si stima che la bolla immobiliare spagnola raggiunga i 338 mld €<sup>83</sup>). Di conseguenza è comprensibile un loro downgrading.

Ma non ci spiega come mai gli **Stati Uniti** vantassero una tripla A, con un debito pubblico sui e un rapporto debito/pil elevati.

L'ammontare del debito pubblico ha superato il tetto massimo di 14294 mld \$ nel maggio 2011<sup>84</sup> mentre il rapporto debito/pil era del 102% nel 2011, in continua ascesa tale per cui l'IMF prevede un 107,6% per il 2012 e un 112% per il 2013<sup>85</sup>.

Inoltre gli Stati Uniti sono considerati un'economia forte, ma va detto che è fortemente terziarizzata (si stima una copertura del 75% del pil da parte dei servizi nel 2011) e fortemente in crisi: si pensi ai piani di salvataggio delle maggiori banche d'investimento americane operate a partire dal 2008, oppure ai tagli che il Governo è obbligato a fare per rendere credibile il rientro dall'aumento dell'indebitamento promosso il 2 agosto 2011. Il quadro può essere completato con un deficit che per il 2011 si è attestato a circa il 10,8% del pil<sup>86</sup>.

Infine tenendo presente che nell'agosto del 2011 si è più volte ipotizzato il rischio di un default a stelle e strisce, non sembrano credibili le AAA di Moody's e Fitch e la AA+ di S&P. Soprattutto perchè la sfida con il rimborso delle obbligazioni di stato (emesse nell'agosto 2011 per ripagare quelle che scadevano in quel periodo) è stata rinviata, ma non risolta.

---

<sup>82</sup> [http://www.repubblica.it/economia/2011/01/09/news/crac\\_immobiliari-11011051/](http://www.repubblica.it/economia/2011/01/09/news/crac_immobiliari-11011051/)

<sup>83</sup> <http://www.ilsole24ore.com/art/notizie/2012-03-06/banche-iberiche-ostaggio-mattone-063707.shtml?uuid=Abt7Nz2E&fromSearch>

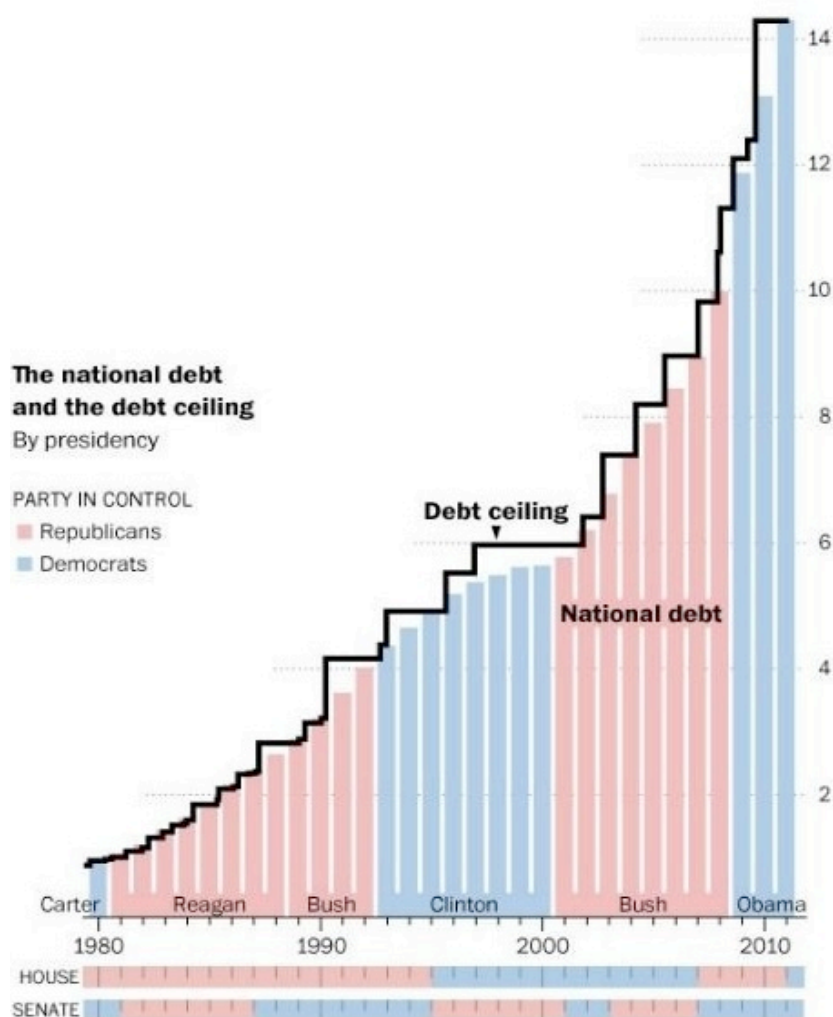
<sup>84</sup> <http://archivio-radiocor.ilsole24ore.com/articolo-934674/usa-scatta-nuovo-l-allarme/>

<sup>85</sup> <http://it.finance.yahoo.com/notizie/fmi-debito-pubblico-usa-sfonda-100-pil-livello-162747370.html>

<sup>86</sup> <http://www.ilsole24ore.com/art/notizie/2011-04-13/allarme-deficit-americano-063652.shtml?uuid=AaLrzUOD&fromSearch;>

oppure si consulti: <http://www.reuters.com/article/2011/02/28/us-usa-economy-survey-idUSTRE71R1LF20110228>.

Grafico III.1.1. L'andamento del debito pubblico Statiunitense (dati in mld \$)



Fonte: [intermarketandmore.finanza.com](http://intermarketandmore.finanza.com)

Un discorso analogo si può fare per la **Gran Bretagna**: soltanto nel febbraio-marzo 2012 è stato messo sotto osservazione da Moody's e Fitch, che hanno cambiato il proprio outlook da stabile a negativo, mantenendo inalterata la tripla A. La motivazione di ciò è stata la stima di un deficit “secondo soltanto a quello

degli Stati Uniti". Tuttavia la cinese Dagong la valutava fino al 24 maggio 2011 con AA- per poi declassarlo ad A+<sup>87</sup>. Quali le motivazioni di questa azione?

Un debito pubblico che agli inizi del 2000 si attestava al 36-37% del debito pubblico, percentuale rimasta stabile fino al 2007, ma poi aumentata fino al 65% nel periodo 2008-2010<sup>88</sup>, fino a superare attualmente la soglia del 70%<sup>89</sup>. Questa percentuale è senz'altro virtuosa se paragonata a molti altri paesi, tuttavia va detto che il deficit britannico si attesta attorno al 10% (secondo soltanto agli Stati Uniti), conosce una crisi profonda della propria economia (anch'essa fortemente terziarizzata) e un indebitamento privato di oltre il 100% del pil.

Quanto al **Giappone** si può innanzitutto citare alcuni dati riguardanti il suo rapporto debito/pil: 233,4% nel 2011 e previsioni che lo portano a 241% nel 2012 e 246,8% nel 2013<sup>90</sup>.

Nonostante il Paese viva una situazione così critica, il rating nel 2010 ha mantenuto AA per S&P e Fitch, ed una Aa2 per Moody's.

Tali rating hanno subito una lieve flessione nel giugno 2011, forse anche a causa del disastro nucleare di Fukushima avvenuto nel marzo 2011, passando ad AA- pre S&P, rimanendo inalterato per Fitch (AA) e da Aa2 ad Aa3 per Moody's<sup>91</sup> nell'agosto 2011.

In questo caso il taglio del rating da parte di S&P e Moody's da un punto di vista economico sembra giustificato. L'economia giapponese vive un periodo poco felice per quanto riguarda il debito pubblico (come accennato sopra) e anche per quanto riguarda la propria bilancia commerciale. Va detto infatti che quest'ultima rappresentava il punto di forza del Paese, poiché lo caratterizzava come un paese industrialmente attivo e grande esportatore. Ma nel 2011 la bilancia commerciale ha registrato un deficit (il primo dal 1980) di 2490 miliardi di yen (circa 24,5 mld €). In termini percentuali le importazioni sono aumentate del 12% e le

---

<sup>87</sup> <http://archivio-radiocor.ilsole24ore.com/articolo-937566/gb-agenzia-dagong-taglia-rating/>

<sup>88</sup> Tale aumento è dovuto per lo più al salvataggio di banche ed istituzioni finanziarie.

<sup>89</sup> <http://marconiada.blog.ilsole24ore.com/2011/11/il-debito-inglese-non-%C3%A8-pi%C3%B9-pubblica-virt%C3%B9.html>

<sup>90</sup> <http://it.finance.yahoo.com/notizie/fmi-debito-pubblico-usa-sfonda-100-pil-livello-162747370.html>

<sup>91</sup> [http://www.corriere.it/economia/11\\_agosto\\_24/moodys-taglio-rating-giappone\\_f39e95fa-cdeb-11e0-8914-d32bd7027ea8.shtml](http://www.corriere.it/economia/11_agosto_24/moodys-taglio-rating-giappone_f39e95fa-cdeb-11e0-8914-d32bd7027ea8.shtml)

esportazioni sono diminuite del 2,7%<sup>92</sup>. Come mai si è giunti a questo punto critico?

Le spiegazioni fornite dagli analisti sono molteplici, ma sembrano portare tutte su una direzione. Abbiamo detto che il Giappone gode di un'economia industriale (e quindi reale) forte sì, e che quindi il paese si configura come economicamente stabile. Ma tale punto di forza si trova attualmente in una fase decrescente, a causa di fattori esogeni quali la crisi del 2008 che avrebbe colpito con veemenza il settore automobilistico (settore importantissimo per l'economia giapponese), il disastro di Fukushima, il quale avrebbe colpito l'area nord-orientale del Paese, industrialmente ricca, e infine al sopravanzare di nuovi competitors quali Cina e Corea del Sud (vicini di casa del Giappone peraltro) i quali competono con l'Impero del Sol Levante sull'altro settore strategicamente rilevante, ossia quello tecnologico.

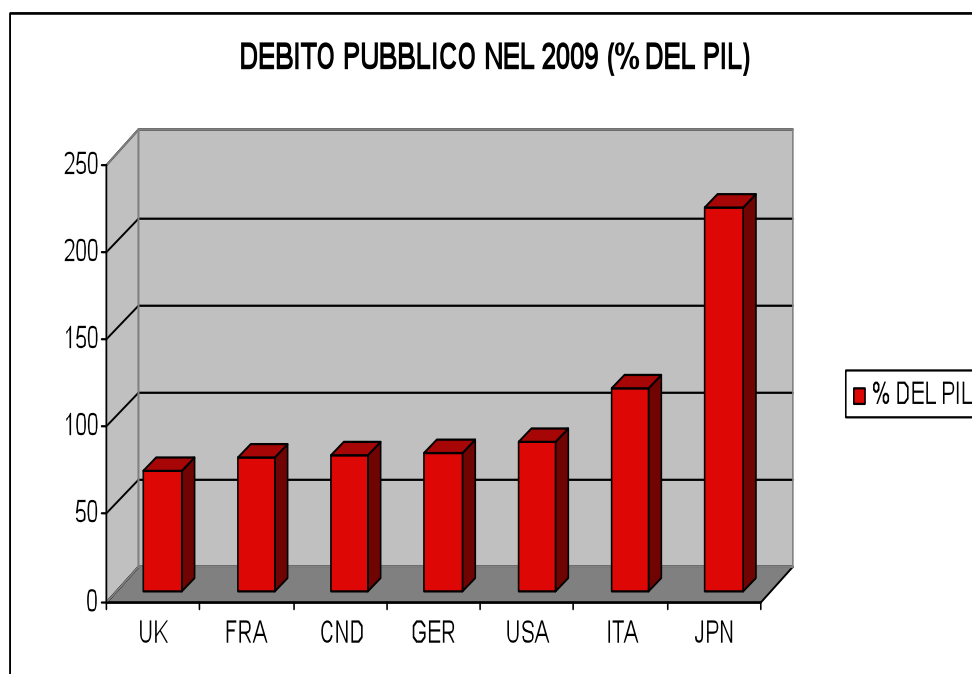
Se assieme alla bilancia commerciale si tiene conto di trasferimenti finanziari e di investimenti internazionali, il saldo delle partite correnti rimane comunque positivo per il Giappone. Tuttavia secondo gli analisti tale situazione è destinata a cambiare già dal 2015.

Questo quadro poco rassicurante, ricollegato ad un debito pubblico doppio rispetto al pil spinge l'osservatore a chiedersi se un rating che si aggira sulla doppia A non sia più elevato del dovuto.

---

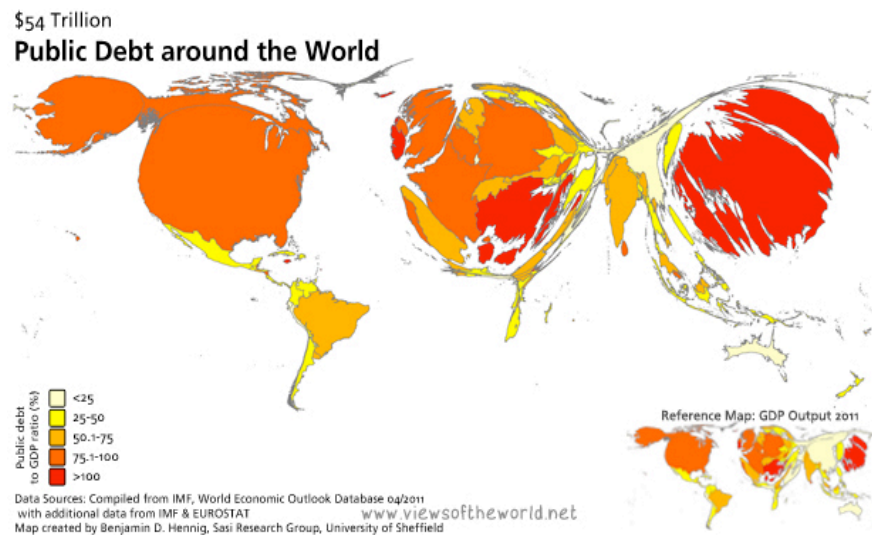
<sup>92</sup> <http://www.ilpost.it/2012/01/25/i-guai-delleconomia-giapponese/>

Grafico III.1.2. Il debito pubblico nei G7 (anno 2009, calcolato come % del PIL).



Fonte: IMF.

Grafico III.1.3. Il debito pubblico nel mondo come % del pil.



Fonte: viewsoftheworld.net, dati tratti da IMF ed Eurostat.

Di seguito riportiamo alcuni grafici che mostrano l'andamento dei rating di alcuni paesi: Italia, Germania, USA, UK e Giappone. In ordinata si è adottata una scala numerica tale per cui un *notch* è uguale ad 1: il valore massimo è 20 (corrispondente ad AAA) il minimo è 0 (D= Default). Come emerge dai grafici, Standard & Poor's e Moody's sembrano essere più severe (specialmente con l'Italia) mentre Fitch mantiene i propri giudizi piuttosto stabili. I mostrano come tutte e tre tendano a variare (o mantenere) rating nella stessa direzione. Un'eccezione è costituita da S&P, la quale si caratterizza come la più severa delle tre. Infatti è l'unica ad aver declassato gli USA e mantiene i propri rating al di sotto del livello dei rating di Moody's e Fitch. Tuttavia si riscontra spesso una diversità dei rating per lo stesso paese, specialmente in quelli che non godono di tripla A, con particolare evidenza per i PIIGS.

Tabella III.1.4. La scala adottata

SCALA	Moody's	S&P/ALTRI
20	Aaa	AAA
19	Aa1	AA+
18	Aa2	AA
17	Aa3	AA-
16	A1	A+
15	A2	A
14	A3	A-
13	Baa1	BBB+
12	Baa2	BBB+
11	Baa3	BBB-
10	Ba1	BB+
9	Ba2	BB
8	Ba3	BB-
7	B1	B+
6	B2	B
5	B3	B-
4	Caa	CCC+
3		CCC
2		CCC-
1	Ca	C
0		D

Grafico III.1.4. L'andamento dei rating sui titoli di stato italiani

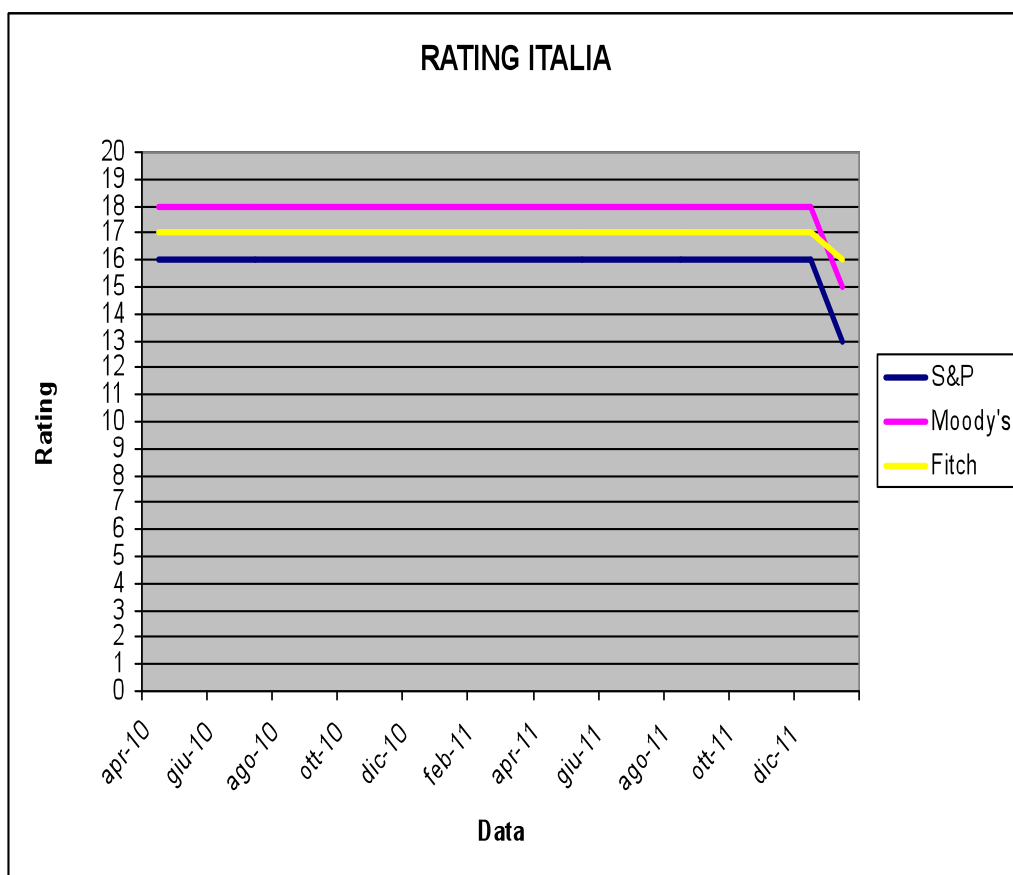


Grafico III.1.5. L'andamento dei rating sui titoli di stato tedeschi

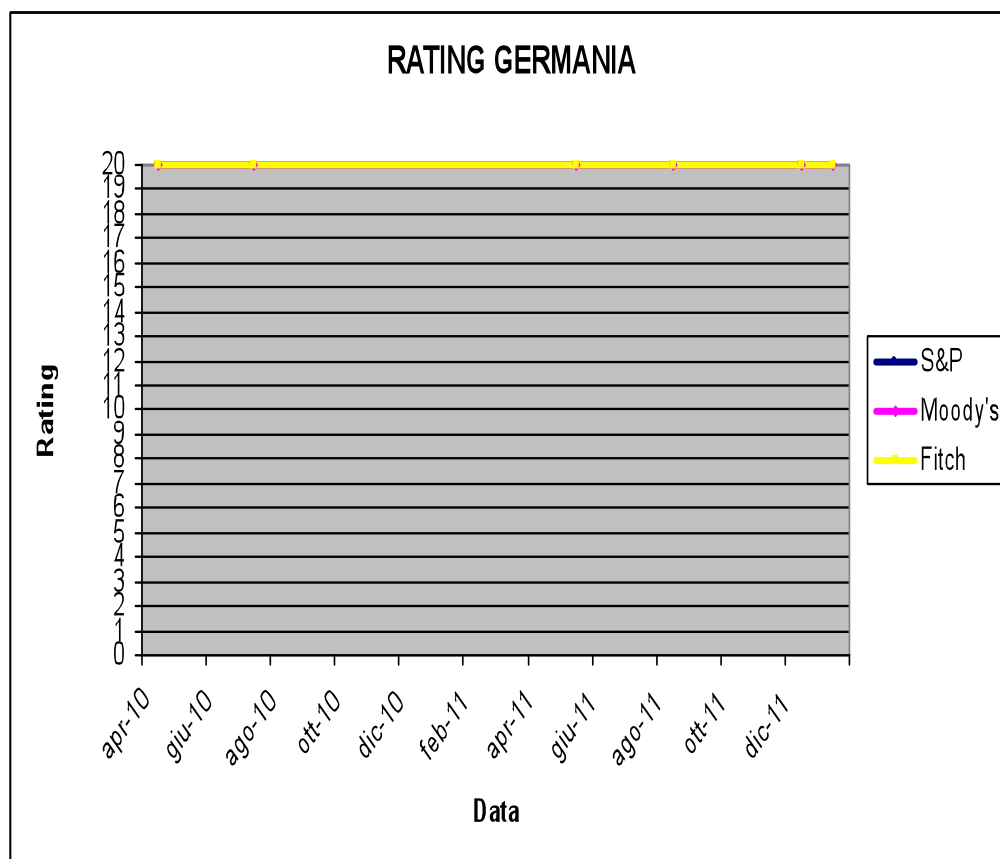


Grafico III.1.6. L'andamento dei rating sui titoli di stato statunitensi

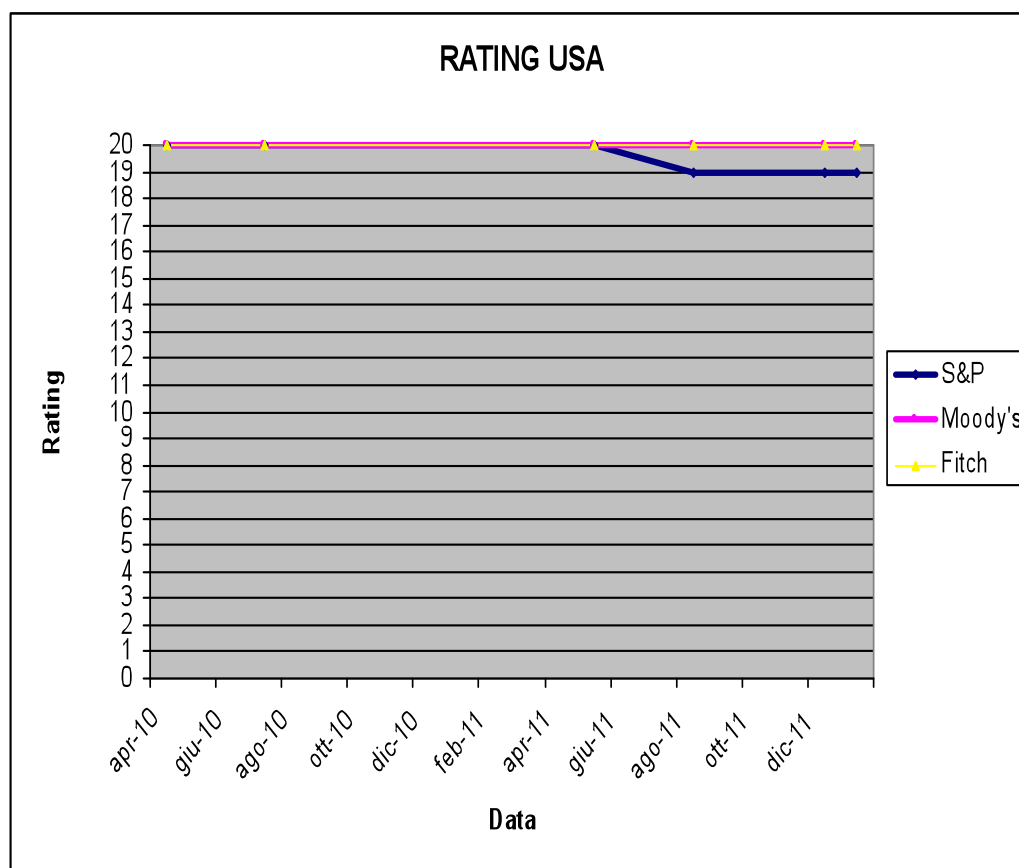


Grafico III.1.7. L'andamento dei rating sui titoli di stato britannici

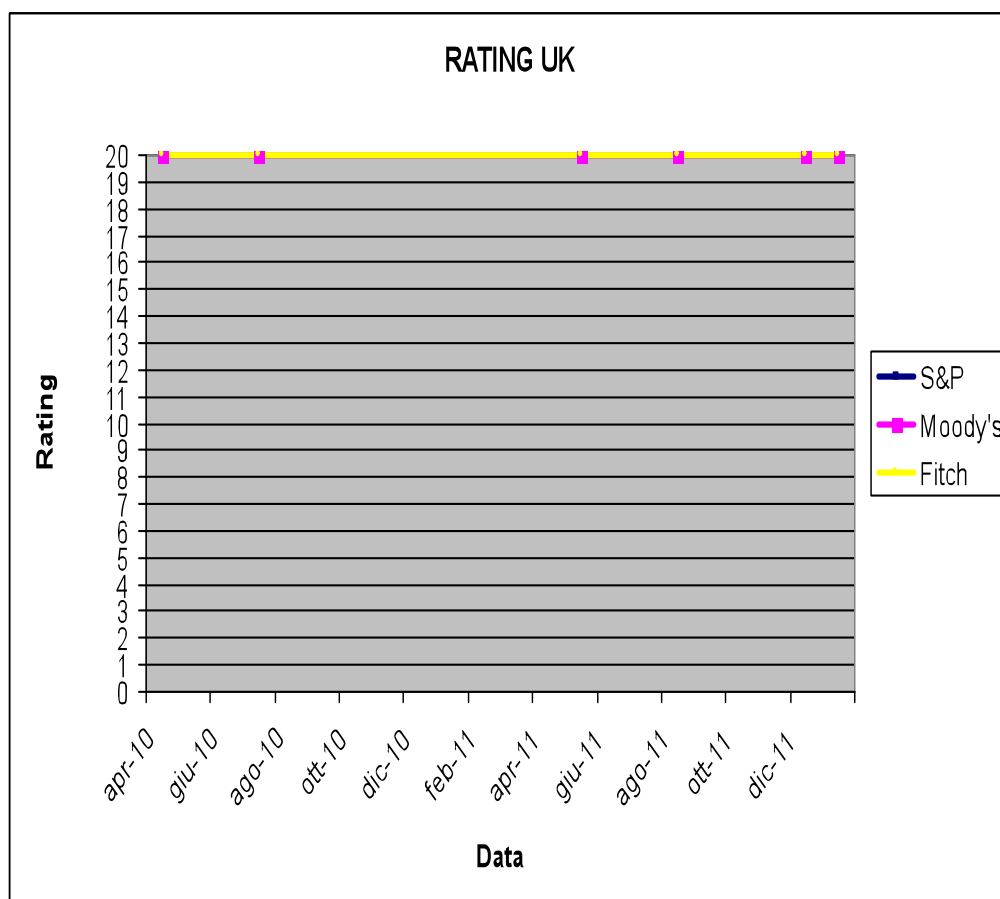


Grafico III.1.8. L'andamento dei rating sui titoli di stato giapponesi

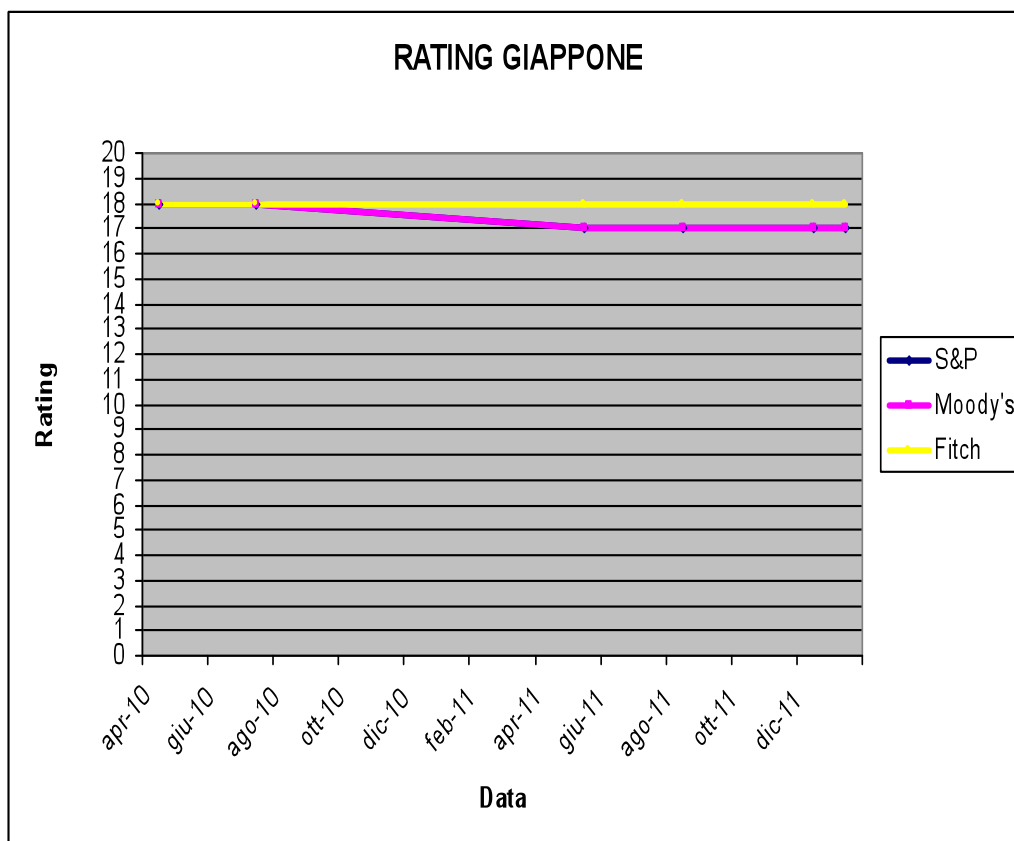


Grafico III.1.9. L'andamento dei rating sui titoli di stato spagnoli

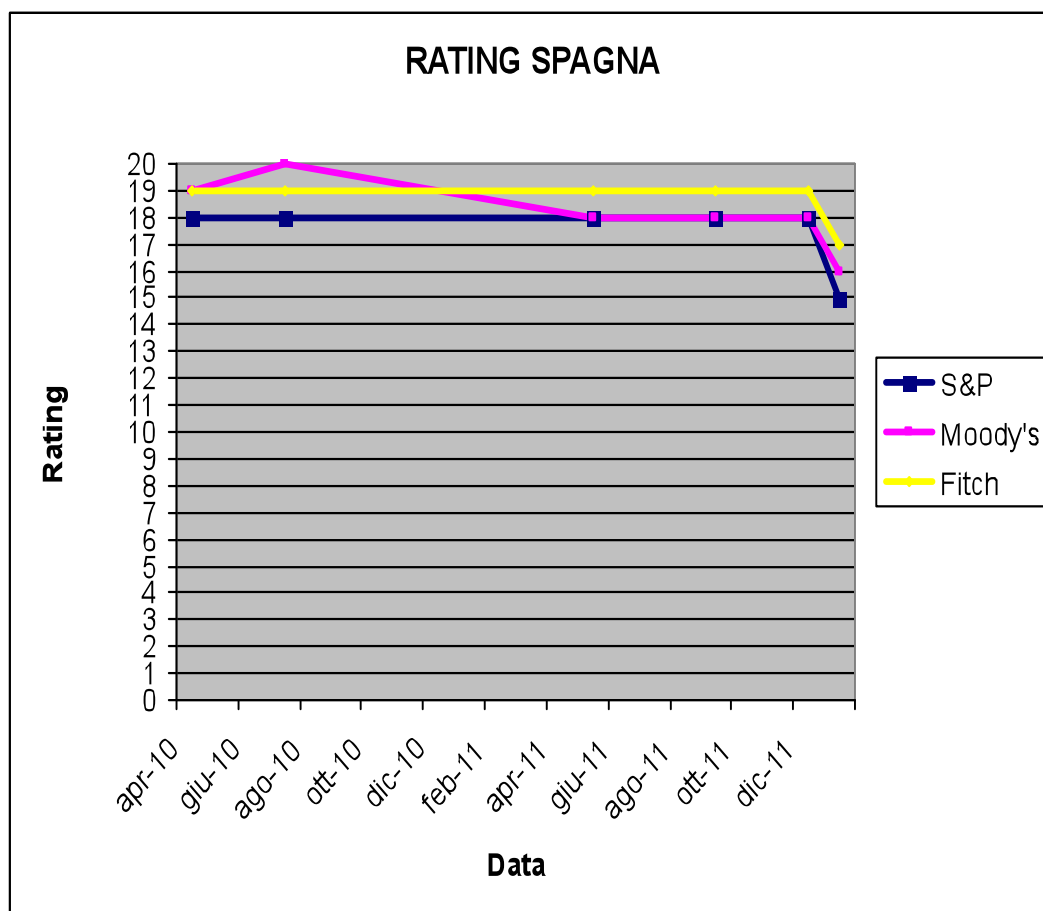


Grafico III.1.10. L'andamento dei rating sui titoli di stato portoghesi

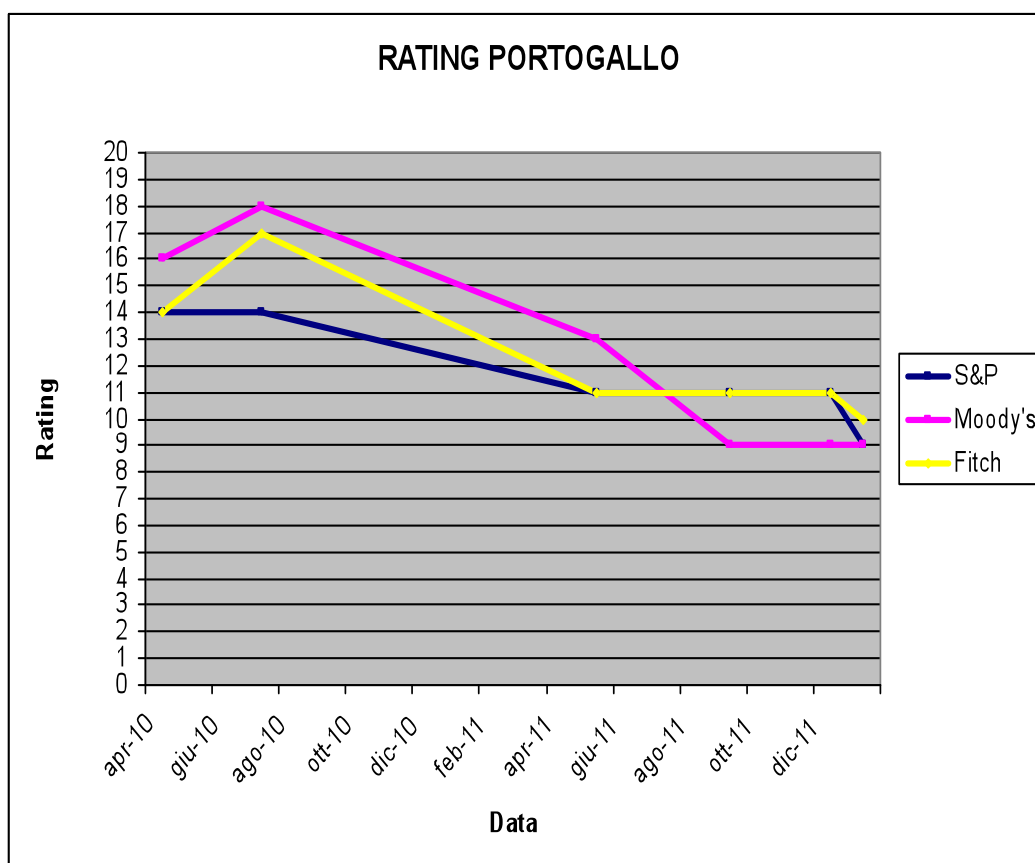


Grafico III.1.11. L'andamento dei rating sui titoli di stato irlandesi

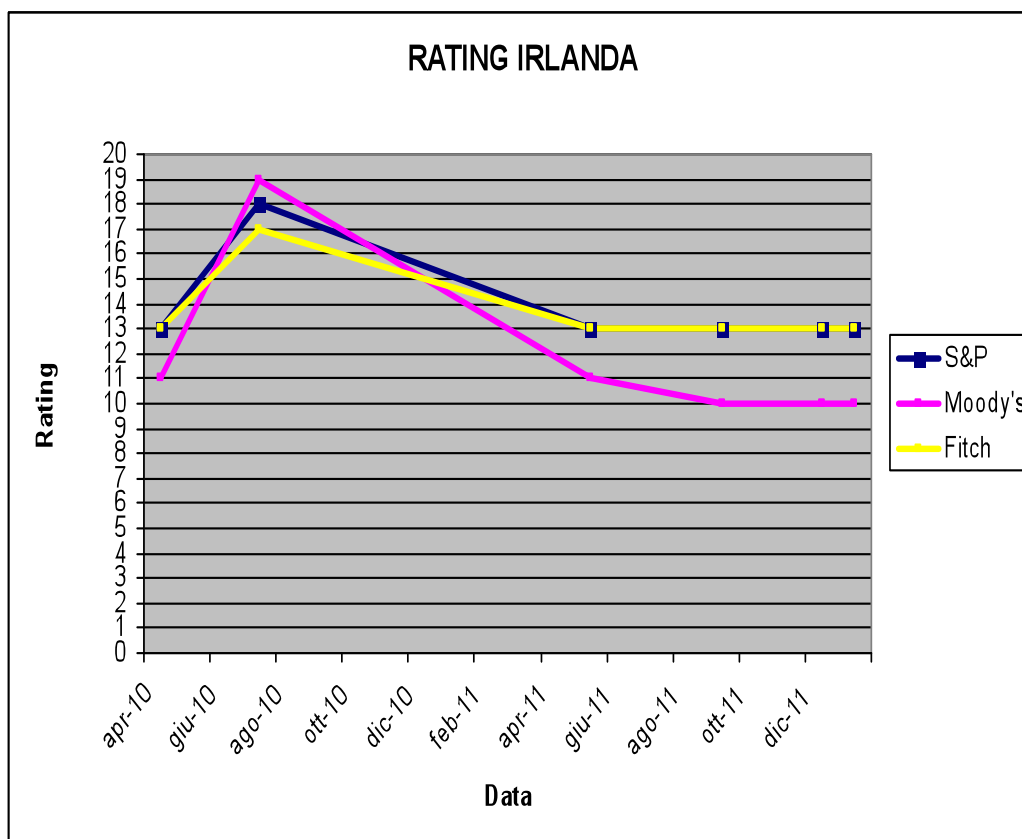
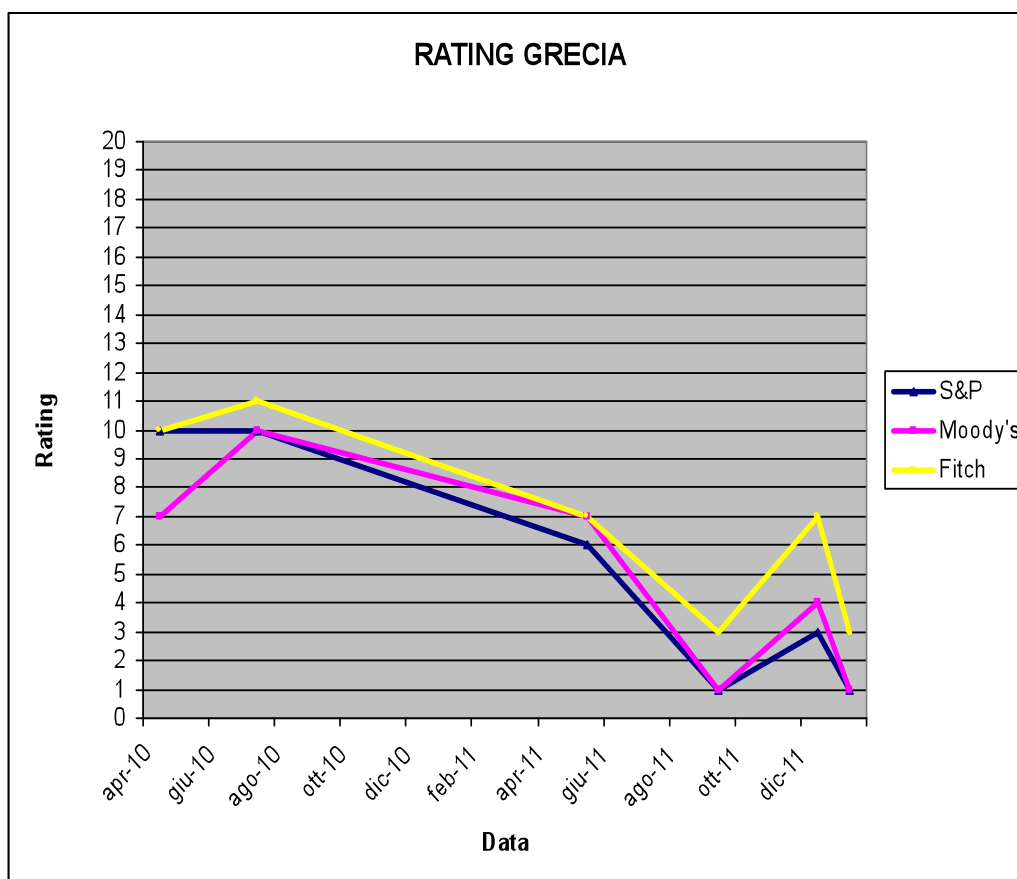


Grafico III.1.12. L'andamento dei rating sui titoli di stato greci



Quindi viene evidenziato come se da un lato tutte e tre le agenzie tendono a variare il rating nella stessa direzione, assecondando anche il ciclo economico (rating prociclico) dall'altro sussistono differenze tra i singoli rating (in alcuni casi molto forti, si vedano per esempio i grafici relativi a Grecia e Portogallo).

Ci si chiede dunque quanto lo strumento del rating sia attendibile, e soprattutto su che dati esso si basi, poiché se tali giudizi fossero matematicamente fondati, sarebbero uguali per tutte e tre le agenzie. La questione è molto delicata poiché differenze minime, anche di un notch, possono comportare un innalzamento del tasso di remunerazione, che si traduce poi in svariate centinaia di milioni<sup>93</sup> di euro da corrispondere agli investitori. E questo per un paese, può fare la differenza tra una situazione di dissesto reversibile ed una situazione di default.

Con gli schemi seguenti si intende dare un occhio alla disparità di trattamento tra alcune coppie di paesi prendendo come variabili critiche il pil, il tasso di crescita, il rapporto debito/pil, variabili che vengono spesso utilizzate dalle agenzie come giustificazione dei propri rating di fronte all'opinione pubblica.

Le coppie di seguito analizzate e confrontate sono: Stati Uniti e Germania, Canada e Francia, Brasile e Italia. Tali economie presentano aspetti simili sotto diversi punti di vista, ma nonostante ciò hanno rating differenti.

---

<sup>93</sup> Talvolta si può arrivare ad interessi nell'ordine dei miliardi di euro.

Tabella III.1.5. Dati e rating del 2010.

DATI 2010			
Paese	USA	Paese	Germania
PIL (mld \$)	14526,55	PIL (mld \$)	3286,451
crescita (%)	3,030	crescita (%)	3,560
debito pubblico/pil (%)	94,360	debito pubblico/pi (%)	83,960
tasso di disoccupazione (%)	9,633	tasso di disoccupazione (%)	7,083
rating S&P	AAA	rating S&P	AAA
rating Moody's	Aaa	rating Moody's	Aaa
rating Fitch	AAA	rating Fitch	AAA
Paese	Canada	Paese	Francia
PIL (mld \$)	1577,04	PIL (mld\$)	2562,742
crescita (%)	3,220	crescita (%)	1,380
debito pubblico/pil (%)	83,950	debito pubblico/pil (%)	82,330
tasso di disoccupazione (%)	7,992	tasso di disoccupazione (%)	9,787
rating S&P	AAA	rating S&P	AAA
rating Moody's	Aaa	rating Moody's	Aaa
rating Fitch	AAA	rating Fitch	AAA
Paese	Brasile	Paese	Italia
PIL (mld\$)	2090,394	PIL (mld \$)	2055,114
crescita (%)	7,490	crescita (%)	1,296
debito pubblico/pil (%)	66,840	debito pubblico/pil (%)	118,995
tasso di disoccupazione (%)	6,700	tasso di disoccupazione (%)	8,400
rating S&P	BBB-	rating S&P	A+
rating Moody's	Baa3	rating Moody's	Aa2
rating Fitch	BBB-	rating Fitch	AA-

Fonte: IMF

Tabella III.1.6. Dati e rating del 2011

DATI 2011			
Paese	USA	Paese	Germania
PIL (mld \$)	15864,016	PIL (mld \$)	3628,623
crescita (%)	1,530	crescita (%)	2,730
debito pubblico/pil (%)	100,050	debito pubblico/pi (%)	82,640
tasso di disoccupazione (%)	9,090	tasso di disoccupazione (%)	6,001
rating S&P	AAA / AA+	rating S&P	AAA
rating Moody's	Aaa	rating Moody's	Aaa
rating Fitch	AAA	rating Fitch	AAA
Paese	Canada	Paese	Francia
PIL (mld \$)	1758,68	PIL (mld\$)	2808,265
crescita (%)	2,080	crescita (%)	1,650
debito pubblico/pil (%)	84,120	debito pubblico/pil (%)	86,810
tasso di disoccupazione (%)	7,649	tasso di disoccupazione (%)	9,518
rating S&P	AAA	rating S&P	AAA
rating Moody's	Aaa	rating Moody's	Aaa
rating Fitch	AAA	rating Fitch	AAA
Paese	Brasile	Paese	Italia
PIL (mld\$)	2517,927	PIL (mld \$)	2245,706
crescita (%)	3,770	crescita (%)	0,640
debito pubblico/pil (%)	64,980	debito pubblico/pil (%)	121,070
tasso di disoccupazione (%)	6,700	tasso di disoccupazione (%)	8,200
rating S&P	BBB- / BBB	rating S&P	A+ / A
rating Moody's	Baa2	rating Moody's	Aa2
rating Fitch	BBB	rating Fitch	AA-

Fonte: IMF

Tabella III.1.7. Dati e rating del 2012<sup>94</sup>.

DATI 2012			
Paese	USA	Paese	Germania
PIL (mld \$)	15495,38	PIL (mld \$)	3707,79
crescita (%)	9	crescita (%)	1,273
debito pubblico/pil (%)	1,7820	debito pubblico/pi (%)	81,896
tasso di disoccupazione (%)	105,031	tasso di disoccupazione (%)	6,151
rating S&P	9,04	rating S&P	AAA
rating Moody's	AA+	rating Moody's	Aaa
rating Fitch	Aaa	rating Fitch	AAA
Paese	Canada	Paese	Francia
PIL (mld \$)	1826,24	PIL (mld\$)	2888,907
crescita (%)	1,905	crescita (%)	1,399
debito pubblico/pil (%)	84,163	debito pubblico/pil (%)	89,37
tasso di disoccupazione (%)	7,704	tasso di disoccupazione (%)	9,178
rating S&P	AAA	rating S&P	AA+
rating Moody's	AAA	rating Moody's	Aaa
rating Fitch	AAA	rating Fitch	AAA
Paese	Brasile	Paese	Italia
PIL (mld\$)	2616,986	PIL (mld \$)	2287,704
crescita (%)	3,625	crescita (%)	0,224
debito pubblico/pil (%)	84,163	debito pubblico/pil (%)	121,385
tasso di disoccupazione (%)	7,500	tasso di disoccupazione (%)	8,500
rating S&P	BBB	rating S&P	BBB+
rating Moody's	Baa2	rating Moody's	A3
rating Fitch	BBB	rating Fitch	A+

Fonte:IMF

<sup>94</sup>

I dati macroeconomici relativi al 2012 non sono definitivi, in quanto il 2012 non si è ancora concluso.

Tabella III.1.8. Dati previsionali del 2013

DATI PREVISIONALI 2013			
Paese	USA	Paese	Germania
	15990,77		
PIL (mld \$)	9	PIL (mld \$)	3758,608
crescita (%)	2,538	crescita (%)	1,502
debito pubblico/pil (%)	108,93	debito pubblico/pil (%)	80,957
tasso di disoccupazione (%)	8,544	tasso di disoccupazione (%)	6,389
Paese	Canada	Paese	Francia
	1,894,893		
PIL (mld \$)	1,894,893	PIL (mld \$)	2970,273
crescita (%)	2,506	crescita (%)	1,867
debito pubblico/pil (%)	82,287	debito pubblico/pil (%)	90,706
tasso di disoccupazione (%)	7,244	tasso di disoccupazione (%)	8,976
Paese	Brasile	Paese	Italia
	2788,947		
PIL (mld \$)	2788,947	PIL (mld \$)	2322,407
crescita (%)	4,152	crescita (%)	0,54
debito pubblico/pil (%)	62,524	debito pubblico/pil (%)	120,105
tasso di disoccupazione (%)	7	tasso di disoccupazione (%)	8,6

Fonte: IMF

Come si evince dalla tabella relativa all'anno 2010 si nota che la coppia Germania-Stati Uniti gode dello stesso rating (tripla A) a fronte di dati differenti per quanto riguarda pil (gli Stati Uniti hanno un pil di circa 4,42 volte rispetto quello della Germania), tasso di crescita (la Germania ha un tasso maggiore di mezzo punto percentuale rispetto agli States) e rapporto debito/pil (anche qui la Germania è in vantaggio, avendo un rapporto inferiore di circa dieci punti percentuali rispetto agli Stati Uniti).

Cosa si può dire a questo proposito? Da un lato vi è l'economia statunitense, più forte ma con una crescita più bassa e un peso maggiore dell'indebitamento e, specularmente, dall'altro vi è la Germania con un pil più basso, ma con crescita maggiore e indebitamento minore.

E' difficile in questo caso capire cosa privilegino le agenzie di rating nell'emettere i propri giudizi (senza contare tra l'altro che bisognerebbe contare una serie di molti parametri che attestino lo stato della salute finanziaria di una nazione, tuttavia qui si sono privilegiati quelli che di solito vengono menzionati o ritenuti più indicativi). Già nel 2011 però tra i rating dei due paesi si viene a creare una piccola differenza: gli Stati Uniti vengono declassati ad AA+ da S&P. I dati mostrano come il tasso di crescita degli Stati Uniti sia diminuito sensibilmente rispetto all'anno precedente (1,53% contro il 3,03% dell'anno precedente) mentre il debito/pil è cresciuto (100,05% contro 94,4%). Anche la Germania invece vede diminuire il proprio tasso di crescita (2,73% contro 3,56% dell'anno precedente) ma vede diminuire anche il proprio debito/pil (82,64% del 2011 contro 83,96% del 20120). Il rapporto dei due pil è inoltre diminuito: nel 2011 il prodotto interno lordo degli Stati Uniti era di 4,37 volte maggiore rispetto a quello tedesco.

Si può quindi dedurre che per le agenzie di rating pesi molto la variabile indebitamento, poiché stando anche al gran chiasso esercitato dai media nell'agosto 2011, la probabilità di un default americano ha comportato il downgrading da parte di S&P. Tuttavia qui vi è una questione poco chiara? Come mai un paese a rischio default e con una crescita economica marginale decrescente mantiene due triple A e una AA+? Se poi si sonda la costituzione dell'economia statunitense si nota che essa è prevalentemente terziarizzata. Il pil sarà il più alto del mondo (se si considera quello dell'Unione Europea quello

statunitense passa al secondo posto) ma anche il suo debito è il più alto al mondo. E il rapporto debito/pil uno dei più alti al mondo e in continua crescita (si prevede un livello tra il 108% e il 112 % stando alle previsioni dell'IMF).

Forse perchè essendo la prima economia al mondo può contare su ampi margini di manovra fiscale o su tagli alla spesa pubblica che servirebbero a ridurre il peso del debito sul bilancio dello Stato. Tuttavia tali manovre fiscali e tagli alla spesa hanno degli effetti, che spesso si traducono in impoverimento dei cittadini, difficoltà per le imprese, calo della fiducia dei consumatori e degli investimenti, e così via, andando poi ad incidere negativamente sul pil (e quindi a far ricrescere il debito/pil). Il tasso di disoccupazione è inferiore in Germania rispetto agli States: il gap arriva in alcuni punti a superare i tre punti percentuali (anni 2011 e 2012). Per il 2013, sinteticamente, la situazione per gli USA in termini di tasso di disoccupazione, pil e tasso di crescita migliorerà, ma peggiorerà il debito/pil. Per la Germania invece miglioreranno pil, crescita (seppur in misura ridotta rispetto agli USA) e debito/pil, ma peggiorerà la situazione occupazionale.

Un altro confronto interessante può essere quello fatto tra Francia e Canada, entrambe economie forti e virtuose e valutate tripla A. Tuttavia la Francia ha subito un declassamento ad AA+ ad opera sempre di S&P. Le ragioni di tale declassamento vanno ricercate nella mutazione di alcuni numeri. La Francia infatti ha visto oscillare il proprio tasso di crescita tra il 2010 e 2012 (1,38% nel 2010, 1,65% nel 2011 e 1,39% nel 2012) e aumentare sensibilmente il debito pubblico (dall' 82,33% del 2010 all' 89,37% del 2012, passando per l' 86,81% del 2011). Sembra che anche in questo caso a pesare sia il debito pubblico in primis, e la correlazione tra debito/pil e tasso di crescita. Questa seconda motivazione viene risaltata dal caso della Francia, poiché l'aumento del debito/pil che si è registrato tra 2010 e 2011 è molto maggiore rispetto a quello avutosi tra 2011 e 2012 ( 4,48% contro 2,56%). Era quindi più logico (stando alla sola variabile indebitamento) declassare la Francia nel 2011 piuttosto che nel 2012. Ma il declassamento non è avvenuto perchè tra 2010 e 2011 il tasso di crescita era aumentato di molto, e tra 2011 e 2012 si è ridotto di molto.

Si potrebbe pensare che le agenzie di rating considerano anche lo storico e le previsioni di crescita del debito/pil: non si spiegherebbe altrimenti il

declassamento della Francia da parte di S&P, poiché i numeri del debito/pil per quanto in ascesa, si mantengono ancora a livelli relativamente virtuosi. Vi sarà (a livello previsionale) il superamento del 90% nel 2013, ma sempre nello stesso anno si verificheranno degli apprezzabili mutamenti in termini di crescita e occupazione.

Quanto al Canada non vi sono considerazioni particolari: ha visto un innalzamento apprezzabile del proprio pil a fronte di un lieve peggioramento del rapporto debito/pil e del tasso di crescita.

Quanto al paragone Italia-Brasile va detto che i numeri non sembrano giustificare lo svantaggio in termini di rating del Brasile rispetto all'Italia: dalle tabelle emerge che in tutte e tre le annualità, comprese le previsioni per il 2013, il Brasile ha nettamente superato l'Italia sia in termini di pil, tasso di crescita, rapporto debito/pil e occupazione. Ma allora perchè è valutato con dei rating più bassi? In parte perchè l'Italia è inserita in un contesto solido: fa parte sia della UE che dell'UME. In caso di serie difficoltà può contare sull'aiuto di queste due istituzioni sovranazionali, nonché su una maggior solidarietà dei paesi membri, rispetto a quanto potrebbe fare il Brasile. In parte può darsi che in questo caso subentrino delle ragioni di carattere sociale e politico. Notoriamente il Brasile è affetto da grossi problemi sociali legati prevalentemente ad una eccessiva disomogeneità per quanto riguarda la distribuzione della ricchezza: si stima infatti che il 10% della popolazione più ricca concentri nelle proprie mani il 42,7% della ricchezza, e che circa un terzo della popolazione imperversi in situazioni di miseria. Le conseguenze sul piano sociale di queste eccessive disparità si traducono poi in tutta una serie di problematiche legate alla criminalità e alle attività illecite in generale, sia a livello micro che a livello macro. Tali attività illecite si traducono poi in una dilagante corruzione in seno alle istituzioni. A rendere delicata la situazione del Brasile (nonostante stia attualmente vivendo i suoi anni ruggenti) vi è da un lato è la possibilità di un contagio da parte della crisi europea, dall'altro la difficile soluzione di un trade-off che va accentuandosi: crescita ed inflazione<sup>95</sup>.

---

<sup>95</sup> Roberto da Rin, *Promosso il rating del Brasile*, *IlSole24ORE* del 19/11/2011.

### III.2. Differenze tra l'operato delle agenzie asiatiche e delle anglo-americane

Questo lavoro si ripropone di offrire uno spunto per costituire un'alternativa all'oligopolio delle *tre sorelle*<sup>96</sup>: un'alternativa europea<sup>97</sup>. Tuttavia prima di fare ciò è necessario cominciare con l'osservare ciò che c'è già di alternativo rispetto alle agenzie globali, ossia le agenzie nazionali asiatiche. Tali agenzie sono talvolta affiliate ad una globale, ma spesso sono nazionali, e ciò potrebbe ridurre i conflitti di interesse dato il carattere pubblico, anche se tali agenzie non risultano essere immuni da tali conflitti (cfr. cap. I).

Esse detengono una piccola percentuale del mercato dei rating (circa il 6%) ma stanno conoscendo un periodo di espansione, probabilmente correlata all'emergere delle economie asiatiche. E' quindi interessante fare dei confronti tra le valutazioni delle agenzie globali anglo-americane e delle agenzie nazionali asiatiche. Tali confronti serviranno a carpire eventuali differenze o linee comuni tra i due gruppi di agenzie.

Prendendo l'esempio della cinese Dagong si possono notare subito alcune differenze con i rating di S&P, Moody's e Fitch. Tali differenze vengono anche commentate nel Report di Dagong per il 2010<sup>98</sup>.

La prima differenza è data dal rating della Cina: Dagong la valuta più affidabile rispetto a quanto decretato dalle tre agenzie anglo-americane. Sinteticamente per Dagong i titoli cinesi valgono AA+, mentre per S&P A+, per Moody's A1 e per Fitch AA-. Insomma, per Dagong il debito cinese è più affidabile di due o tre gradini in più rispetto a quanto prospettato dalle agenzie globali<sup>99</sup>.

Alcune valutazioni invece coincidono, ed esse riguardano paesi come Norvegia, Danimarca, Lussemburgo, Corea del Sud, Giappone, Sudafrica e Portogallo (cfr. tab. III.2.2.).

---

<sup>96</sup> Le quali ricordiamo che controllano circa il 94% del mercato dei rating.

<sup>97</sup> Tale argomento verrà trattato nel capitolo IV.

<sup>98</sup> Sovereign Credit Rating Report of 50 Countries in 2010, Dagong International Credit Rating Company ([www.dagongcredit.com](http://www.dagongcredit.com)).

<sup>99</sup> Dagong sembra essere più fiduciosa anche verso gli altri BRICS (le potenze emergenti del nuovo millennio, ossia Brasile, Russia, India, Cina e Sudafrica) rispetto a quanto stabilito dalle agenzie globali (con l'eccezione del Sudafrica che è valutato allo stesso livello per tutte e quattro).

Tabella III.2.1. I rating di Dagong nel 2010<sup>100</sup>

Rating di Dagong per il 2010				
Paese	Local Currency	Outlook	Foreign Currency	Outlook
Austria	-	-	-	-
Belgio	A+	STABILE	A+	STABILE
Danimarca	AAA	STABILE	AAA	STABILE
Finlandia	-	-	-	-
Francia	AA-	NEGATIVO	AA-	NEGATIVO
Germania	AA+	STABILE	AA+	STABILE
Grecia	BB	STABILE	BB	STABILE
Irlanda	-	-	-	-
Italia	A-	NEGATIVO	A-	NEGATIVO
Lussemburgo	AAA	STABILE	AAA	STABILE
Paesi Bassi	AA+	STABILE	AA+	STABILE
Portogallo	A-	NEGATIVO	A-	NEGATIVO
Spagna	A	NEGATIVO	A	NEGATIVO
Svezia	-	-	-	-
Regno Unito	AA-	NEGATIVO	AA-	NEGATIVO
Stati Uniti	AA	NEGATIVO	AA	NEGATIVO
Giappone	AA-	NEGATIVO	AA	STABILE
Canada	AA+	STABILE	AA+	STABILE
Cina	AA+	STABILE	AAA	STABILE
Corea del Sud	AA-	STABILE	AA-	STABILE

Fonte: Dagong

<sup>100</sup> I rating di Austria, Finlandia, Irlanda e Svezia non compaiono nella tabella perchè non erano stati pubblicati dall'agenzia.

Tabella III.2.2. Casi in cui i rating di Dagong e le agenzie globali sono equivalenti<sup>101</sup>

Paesi i cui rating di Dagong sono gli stessi per le agenzie globali				
Paese	Dagong	S&P	Moody's	Fitch
Norvegia	AAA	AAA	Aaa	AAA
Danimarca	AAA	AAA	Aaa	AAA
Lussemburgo	AAA	AAA	Aaa	AAA
Corea del Sud	AA-	A+	A1	AA
Giappone	AA-	AA	Aa2	AA-
Sudafrica	A	A+	A3	A
Portogallo	A-	A	Aa2	AA-

Fonte: Dagong

Vi sono poi casi in cui Dagong risulta essere più severa rispetto a S&P, Moody's e Fitch. Colpisce senz'altro il fatto che la Dagong valuti meno affidabili i paesi di origine delle agenzie globali: il debito USA viene dato ad AA, mentre il Regno Unito ad AA-, entrambi con outlook negativo (quando i rating di entrambi nel 2010 erano caratterizzati da tripla A per tutte e tre le agenzie globali).

Dagong risulta essere più severa anche nei confronti del Canada e di molti paesi dell'Eurozona quali Paesi Bassi, Germania, Francia, Belgio, Italia, Spagna e Grecia (cfr. tabella III.2.3.).

<sup>101</sup>

Salvo qualche lieve differenza.

Tabella III.2.3. I rating di Dagon più bassi rispetto a quelli delle agenzie globali

Paesi i cui rating di Dagon sono più bassi rispetto a quelli delle agenzie globali				
Paese	Dagong	S&P	Moody's	Fitch
Canada	AA+	AAA	Aaa	AAA
Paesi Bassi	AA+	AAA	Aaa	AAA
Germania	AA+	AAA	Aaa	AAA
USA	AA	AAA	Aaa	AAA
UK	AA-	AAA	AAA	AAA
Francia	AA-	AAA	Aaa	AAA
Belgio	A+	AA+	Aa1	AA+
Spagna	A	AA+	Aaa	AA+
Italia	A-	A+	Aa2	AA-
Grecia	BB	BB+	Ba1	BBB-

Fonte: Dagong

Riepilogando quanto sinora visto, si possono fare alcune osservazioni.

Innanzitutto Dagong risulta essere più generosa con il proprio paese di origine (Cina) e più severa nei confronti dei paesi di origine delle tre globali (Stati Uniti e Gran Bretagna).

Dagong risulta essere mediamente più severa nei confronti dell'Eurozona, specialmente quelli più forti: Germania, Francia, Italia e Spagna, i quali costituiscono rispettivamente il 30, 20, 18, 15 per cento del pil Europeo (assieme superano l'80%).

Dagong si mostra più generosa verso gli altri BRICS (cfr. nota 96), ma più severa nei confronti di 6 membri del G8 (USA, Germania, UK, Canada, Francia, Italia).

Prendendo in esame i rating di un'altra società asiatica, la giapponese R&I, si può dire che i rating di quest'ultima siano abbastanza allineati a quelli delle tre agenzie anglo-americane. Si osservi la seguente tabella (III.2.4.):

Tabella III.2.4. I rating di R&I

Rating di R&I al 29/02/2012						
Paese	Data	foreign currency	outlook	Data	local currency	outlook
Austria	-	-	-	-	-	-
Belgio	14-10-11	A+	NEGATIVO	14-10-11	A+	NEGATIVO
Danimarca	01-03-11	AAA	STABILE	-	-	-
Finlandia	14-12-11	AAA	STABILE	-	-	-
Francia	15-12-11	AAA	NEGATIVO	15-12-11	AAA	NEGATIVO
Germania	14-12-11	AAA	STABILE	14-12-11	AAA	STABILE
Grecia	12-10-11	CC	-	12-10-11	CC	-
Irlanda	23-01-12	BBB+	NEGATIVO	23-01-12	BBB+	NEGATIVO
Italia	09-11-11	A+	-	09-11-11	A+	-
Lussemburgo	14-12-10	AAA	STABILE	14-12-10	AAA	STABILE
Paesi Bassi	14-12-10	AAA	STABILE	14-12-10	AAA	STABILE
Portogallo	23-01-12	BBB-	-	-	-	-
Spagna	14-10-11	AA	-	-	-	-
Svezia	02-03-11	AAA	STABILE	02-03-11	AAA	STABILE
Regno Unito	10-11-11	AAA	STABILE	10-11-11	AAA	STABILE
Stati Uniti	03-08-11	AAA	STABILE	03-08-11	AAA	STABILE
Giappone	21-12-11	AA+	STABILE	21-12-11	AA+	STABILE
Canada	07-09-11	AAA	STABILE	07-09-11	AAA	STABILE
Cina	27-12-11	A+	STABILE	27-12-11	AA-	STABILE
Corea del Sud	06-05-11	A+	STABILE	06-05-11	AA-	STABILE

Fonte: R&I.

Innanzitutto si nota (rispetto alle anglo-americane) una maggior generosità verso le economie occidentali, in particolare quelle che hanno presentato qualche problema negli ultimi tempi, sia in termini di rating che in termini di outlook. E' il caso di Stati Uniti, Regno Unito, Francia, Portogallo, Irlanda, Italia, Grecia, Spagna. Si mantengono inalterate le valutazioni per i paesi dell' Europa germanica o scandinava (la serie di triple A con outlook stabili di Germania, Paesi Bassi, Lussemburgo, Danimarca, Svezia e Finlandia).

Tabella III.2.5. I rating di S&P, Moody's e Fitch al 16/01/2012<sup>102</sup>:

Country	S&P	S&P Outlook	Moody's	Moody's Outlook	Fitch	Fitch Outlook
United Kingdom	AAA	Stable	Aaa	Stable	AAA	-
United States	AA+	Negative	Aaa	Negative	AAA	-
EZ, Germany	AAA	Stable	Aaa	Stable	AAA	-
EZ, Austria	AA+	Negative	Aaa	Stable	AAA	-
EZ, Belgium	AA	Negative	Aa3	Negative	AA+	Negative
EZ, Cyprus	BB+	Negative	Baa3	Negative	BBB	Negative
EZ, Estonia	AA-	Negative	A1	Stable	A+	-
EZ, Finland	AAA	Negative	Aaa	Stable	AAA	-
EZ, France	AA+	Negative	Aaa	Stable	AAA	Negative
EZ, Greece	CC	Negative	Ca	Negative	CCC	Negative
EZ, Ireland	BBB+	Negative	Ba1	Negative	BBB+	Negative
EZ, Italy	BBB+	Negative	A2	Negative	A+	Negative
EZ, Luxembourg	AAA	Negative	Aaa	Stable	AAA	-
EZ, Malta	A-	Negative	A2	Negative	A+	-
EZ, Netherlands	AAA	Negative	Aaa	Stable	AAA	-
EZ, Portugal	BB	Negative	Ba2	Negative	BB+	Negative
EZ, Slovakia	A	Stable	A1	Stable	A+	-
EZ, Slovenia	A+	Negative	A1	Negative	AA-	Negative
EZ, Spain	A	Negative	A1	Negative	AA-	Negative

Fonte:

Prendendo in esame quanto elaborato da un'altra agenzia giapponese, Japan Credit Rating, si può subito notare come i rating siano mediamente alti (il Portogallo per esempio ha una A, l'Italia AA-, il Belgio AAA):

<sup>102</sup>

Si ricorda che nel marzo 2012 l'outlook della Gran Bretagna è passato da stabile a negativo per Moody's e Fitch.

Tabella III.2.6. I rating di JCR al marzo 2012:

I rating di Japan Credit Rating al marzo 2012				
Paese	Foreign Currency	Outlook	Local Currency	Outlook
Austria				
Belgio	AAA	STABILE	AAA	STABILE
Danimarca	AAA	STABILE	AAA	STABILE
Finlandia	AAA	STABILE	AAA	STABILE
Francia	AAA	STABILE	AAA	STABILE
Germania	AAA	STABILE	AAA	STABILE
Grecia				
Irlanda				
Italia	AA-	NEGATIVO	AA-	NEGATIVO
Lussemburgo				
Paesi Bassi	AAA	STABILE	AAA	STABILE
Portogallo	A	NEGATIVO	A	NEGATIVO
Spagna	AA+	NEGATIVO	AA+	NEGATIVO
Svezia				
Regno Unito	AAA	STABILE	AAA	STABILE
Stati Uniti	AAA	STABILE	AAA	STABILE
Giappone	AAA	STABILE	AAA	STABILE
Canada	AAA	STABILE	AAA	STABILE
Cina				
Corea del Sud	A+	STABILE	AA-	STABILE

Fonte: JCR.

Che conclusioni possono essere ipotizzate stando al campione esaminato?

Innanzitutto le agenzie nazionali (asiatiche) tendono ad essere più generose verso i propri paesi di origine (in questo caso Cina e Giappone), di quanto facciano le tre agenzie globali con le medesime nazioni.

Tendono ad una maggiore generosità verso le economie che vivono situazioni simili a quelle dei propri paesi: la cinese Dagong si mantiene più “larga di manica” con gli altri BRICS e sembra più severa verso le economie sviluppate, in particolare verso i paesi più influenti della UE, gli USA e il Giappone. Mentre le agenzie giapponesi arrivano a valutare tripla A certi paesi che imperversano in situazioni equivoche, simili a quelle che vive il Giappone stesso. Sono questi i casi degli altri membri del G8, che in comune col Giappone hanno il fatto di

essere le economie più avanzate al mondo ma in declino, con debiti pubblici elevati e una popolazione che invecchia progressivamente. Le agenzie giapponesi si mantengono generose anche verso le economie dissestate dei PIIGS<sup>103</sup>, in particolare verso l'Italia e il Portogallo, che vengono valutate dalla A in su, e verso la Spagna, che viene valutata dalla doppia A in su.

Si vede insomma che avere un'agenzia nazionale comporta un certo riequilibrio di forze nei confronti delle tre sorelle (anche se queste di fatto mantengono l'oligopolio), una maggior credibilità finanziaria del proprio paese, e senz'altro una voce alternativa da tenere in considerazione<sup>104</sup> rispetto alla triade Standard & Poor's, Moody's e Fitch.

Dopo quanto osservato in questo paragrafo e nei paragrafi I.2.2. e I.2.3. possiamo ora dedicarci alla creazione di ipotesi per un' **agenzia nazionale europea**.

---

<sup>103</sup> Da notare che l'Italia fa sia parte del G8 che dei PIIGS.

<sup>104</sup> Per quanto anche le agenzie nazionali siano oggetto di conflitti di interesse e problematiche di agenzia in genere.

#### IV. LA POSSIBILITÀ DI COSTITUIRE UN'AGENZIA NAZIONALE EUROPEA

L'esigenza di costituire un'agenzia nazionale *nostrana* nasce senz'altro dalla necessità di contrastare l'oligopolio delle tre sorelle. Ciò non deve essere inteso come una mera critica o polemica sull'operato delle tre sorelle, quanto come il tentativo di creare un'alternativa ad un oligopolio che molte volte ha presentato i propri limiti di validità, e in ancor più occasioni ha presentato aspetti controversi e poco chiari. Queste considerazioni derivano anche dalla percepita necessità di emanciparsi dal trinomio S&P, Moody's e Fitch, nonché da un'asse che collega gli Stati Uniti e l'Estremo Oriente, ma che buypassa l'Europa. Non solo, ma la presenza di un'agenzia europea (o più agenzie europee) renderebbe più difficile e meno automatica un'altra pioggia di downgrading dubbi. Renderebbe anche più difficile valutare con tripla A quei debiti extraeuropei che, anche se stabili, non meritano comunque il massimo dei voti.

Le molte cause che sono state mosse alle tre agenzie globali hanno avuto (a prescindere dai loro esiti) effetti nulli, poiché esse continuano ad operare come han sempre fatto senza che qualcosa sia cambiato in termini di rendicontazione o di *modus operandi*.

Diverse voci si sono levate a questo proposito da tutta Europa, a volte per protestare contro l'operato delle agenzie globali, a volte per proporre un'alternativa concreta. In tal senso si sono espressi il governatore della BCE Mario Draghi, la cancelliera tedesca Angela Merkel, il presidente della Commissione europea Josè Manuel Barroso, e gli organi politici di diversi paesi membri dell'Eurozona, tra cui il Senato italiano. Quest'ultimo, con una mozione bipartisan, avrebbe dichiarato la necessità di creare un'agenzia europea che tenga conto non soltanto degli aspetti finanziari di un paese, ma anche dello stato della sua economia reale e del suo tessuto industriale e produttivo<sup>105</sup>.

---

<sup>105</sup> <http://www.ilsole24ore.com/art/notizie/2012-03-07/serve-agenzia-rating-europea-151839.shtml?uuid=AbagEy3E>

Un'altra interessante proposta arriva dalla Roland Berger Strategy Consultant, guidata dal finanziere tedesco Roland Berger, la quale si sarebbe già impegnata per raccogliere 300 milioni di euro tra banche europee e svizzere per costituire un'agenzia europea<sup>106</sup>.

Questa agenzia, stando alle dichiarazioni, avrà caratteristiche di indipendenza, trasparenza e quelli di efficienza stabiliti dai criteri di Basilea II. Si vuole inoltre creare una piattaforma online dove tutte le agenzie possono pubblicare le proprie valutazioni, e dare agli investitori l'opportunità di pubblicare i propri ranking sulle agenzie.

Tale agenzia dovrà essere il più possibile immune da fenomeni di conflitto di interessi. E per fare ciò si pensa di renderla non-profit, o addirittura di tornare al modello *investor-pays*.

Thierry Philipponant, Segretario Generale di Finance Watch, avrebbe denunciato una certa costrizione nei confronti degli investitori: questi sono in un certo senso obbligati a seguire i rating, poiché i rating fanno parte della regolamentazione finanziaria. Sempre Philipponant avrebbe proposto di togliere ogni riferimento ai rating dalla regolamentazione per renderli ciò che in realtà sono: opinioni. L'investitore dunque potrebbe avvalersi dei rating per operare i propri investimenti, ma non dovrebbe essere obbligato a farlo<sup>107</sup>. Tale proposta presenta senz'altro delle ambiguità, poiché il problema deriva proprio dal fatto che il fenomeno del rating necessita di essere regolamentato. E quindi risulta difficile condividere un'opinione che lo vorrebbe svincolato dalla regolamentazione finanziaria. Tuttavia questa è un'ipotesi interessante che va attentamente analizzata, soprattutto perché risponde ad un fenomeno che attualmente si è verificato spesso: l'indifferenza dei mercati ai rating.

Tuttavia qualcuno avrebbe avanzato dubbi e perplessità circa la costituzione di un'agenzia europea, se non addirittura contrarietà.

Fabrizio Goria, nel suo articolo *L'agenzia di rating europea rischia di essere un nuovo spreco*, apparso su "LINKIESTA" denuncia il rischio che la nuova agenzia

---

<sup>106</sup> Si consulti l'articolo del 19/01/2012 *E' in arrivo l'agenzia di rating europea* presente sul quotidiano on line "presseurop" ([www.presseurop.eu](http://www.presseurop.eu)).

<sup>107</sup> <http://it.euronews.com/2012/03/09/e-l-ora-di-un-agenzia-di-rating-europea/>

si tramuti in uno spreco. Definisce insufficienti i 300 milioni di euro che Roland Berger dovrebbe raccogliere per costituire l'agenzia europea, stimando che saranno necessari almeno 500 milioni di dollari<sup>108</sup>. Anche alcune fonti della commissione UE si sono espressi in tal senso, definendo tale mossa come troppo costosa e portatrice di nessun beneficio (se non l'accontentare l'opinione pubblica europea). Queste critiche vanno senz'altro prese in esame, infatti per costituire una (o più) agenzie europee bisogna fare un'analisi approfondita e rispondere, per cominciare, ad alcune domande:

- quante risorse impiegherà questo progetto? Sarà sostenibile a fronte dell'emergenza di fondi e di liquidità nella quale imperversa l'Eurozona?
- La creazione dell'agenzia europea semplificherà o complicherà i processi di rating (sia a livello comunitario che internazionale)?
- Questa agenzia rispetterà veramente i parametri di indipendenza, trasparenza, attendibilità ed efficienza?
- Sarà in grado di competere con le tre agenzie globali e con le agenzie nazionali asiatiche? Riuscirà ad abbattere l'oligopolio nel mercato dei rating? Creerà un'alternativa credibile alle *tre sorelle*?

Rispondere a queste domande non è e non sarà facile, ma bisogna comunque pensare seriamente alle risposte. Contrariamente a quanto sostenuto da Gorla si ritiene necessario creare questa agenzia, perchè per quante difficoltà e rischi ciò possa comportare, risulta pur sempre un passo doveroso da compiere, poiché è evidente che la situazione attuale di oligopolio a stelle e strisce<sup>109</sup> non può continuare.

---

<sup>108</sup> L'agenzia di rating statunitense Egan Jones avrebbe raccolto tale cifra in sede di costituzione. Tuttavia non si sarebbe minimamente avvicinata alle quote di mercato delle tre agenzie globali.

<sup>109</sup> Gorla afferma inoltre che un'agenzia di rating europea già esiste, ed essa è Fitch. Questa affermazione si fonda sulla base azionaria di Fitch, costituita per circa il 60% dal colosso francese Fimalac. Va detto invece che Fitch è una

Quanto all'interrogativo sulla fattibilità e sostenibilità di questo progetto va detto che senz'altro l'Eurozona si trova ora a dover fronteggiare delle emergenze, tali per cui la costituzione di un'agenzia domestica (progetto dalle dimensioni colossali) risulterebbe troppo onerosa. Tuttavia lo sforzo per realizzare un progetto i cui benefici sono misurabili nel lungo termine andrebbe fatto, pena la corsa allo spegnimento incendi per sempre<sup>110</sup>.

Quanto al dubbio se tale agenzia potrebbe complicare o meno i processi di rating, specialmente nei confronti dei paesi membri, va detto che alcuni problemi potrebbero nascere se si pensa per esempio all'organizzazione della governance. La struttura potrebbe ricalcare quella delle agenzie nazionali asiatiche, ossia quella di entità che contemperano l'efficienza di strutture private ma con quel carattere pubblico tipico delle autorità di vigilanza. Dovrà essere improntata ad una funzione esaminatrice e regolatrice allo stesso tempo: non potrà certo emanare regolamenti al pari di altre istituzioni (quali BCE, Commissione europea, ...) ma con la propria azione potrà far sì che i regolamenti emanati da altre istituzioni vengano seguiti (al fine di combattere la speculazione e di impedire che si ricreino episodi di finanza facile).

Problemi potrebbero sorgere dalla guida di tale agenzia, problemi derivanti dal fatto che persistono forti disomogeneità di carattere economico e culturale all'interno dell'Unione. Che criteri andrebbero seguiti per nominare i membri del board direttivo? E' giusto che gli stati pesino tutti in egual misura all'interno di questa agenzia (come avviene nel resto delle istituzioni europee)? In termini economici la risposta risulta essere molto difficile: se si rispondesse sì, molti paesi (quali Germania, Francia e Italia, che assieme costituiscono circa il 70% del pil europeo) potrebbero trovare ingiusta tale parità di trattamento, e vedersi pesare come Grecia e Portogallo. Dall'altro se non si rispettasse tale criterio si verrebbe meno innanzitutto ad un principio fondante dell'Europa, e guadagnerebbero

---

agenzia di diritto statunitense, inserita nel NRSRO, caratterizzata da un modus operandi e problematiche comuni a S&P e Moody's, e detentrica del 20% del mercato dei rating.

<sup>110</sup> La metafora dello spegnimento degli incendi torna qui molto utile: è come se l'Eurozona fosse costretta a dover fronteggiare delle emergenze che si manifestano nel breve periodo, emergenze che impediscono la stesura di progetti di lungo periodo. Va detto però che ad un certo punto gli incendi oltre che ad essere spenti, vanno prevenuti: un'agenzia di rating europea potrebbe essere vista anche come uno strumento di prevenzione contro downgrading inopportuni e conseguenti politiche speculative.

l'avversione di tutti quei paesi che costituiscono il restante 30% del pil dell'Unione. Ma la soluzione sta nell'osservare come la UE e l'UME si siano formate e come funzionano nonostante le differenze economiche tra i singoli stati. In termini culturali andrebbe fatto presente un problema legato ai conflitti di interesse, e questo su due profili: il primo esterno all'UME, il secondo interno.

Quanto a quello esterno va detto che un'agenzia nazionale europea si troverebbe in imbarazzo a declassare un paese membro, quand'anche questo se lo meritasse. Per esempio, questa ipotetica agenzia come avrebbe trattato il caso della Grecia?

L'agenzia europea non dovrà porsi questi problemi: dovrà sì difendere l'Europa dalla speculazione e dai rating dubbi del trinomio S&P, Moody's e Fitch, ma non dovrà in alcun modo avvantaggiare indebitamente i paesi membri. Dovrà salvaguardare anche gli interessi dei paesi extracomunitari che investono nel Vecchio Continente.

Quanto al profilo interno, vanno prospettati alcuni problemi che potrebbero sorgere a seguito della disomogeneità culturale dei paesi dell'UME, che potrebbe dar luogo a contrasti tra i membri della governance. Cosa accadrebbe per esempio se Italia e Germania si pronunciasse per un eventuale declassamento della Francia o della Spagna? Tali problemi derivano principalmente dal persistere di forti identità nazionali in seno ai paesi membri. Ma tale problema si prospettava anche per la costituzione della UE e dell'UME, dell'ONU, della NATO, dell' FMI e di altre istituzioni transnazionali. Eppure ciò non ha impedito il formarsi di tali entità. Certamente esse presentano non poche difficoltà di funzionamento per via delle divergenze di interessi tra i singoli stati: tuttavia esse funzionano e l'alternativa sarebbe una loro non-esistenza, che avrebbe dato luogo ad una situazione non desiderabile. L'Unione Europea è il paese più ricco del mondo ma, presi singolarmente, gli stati membri come potrebbero affrontare le sfide lanciate da USA, Giappone, Corea del Sud e BRICS? Quindi di fronte alla necessità le varie forme di *grandeur* verrebbero sostituite dalla convenienza. Inoltre la disomogeneità culturale europea dovrebbe essere vista più come apportatrice di valore aggiunto che di ostacoli.

Per quanto riguarda il rispetto di parametri di indipendenza, trasparenza, attendibilità ed efficienza particolari problemi non si pongono, se non quelli

menzionati poco fa, per quanto riguarda l'indipendenza e la trasparenza: persiste il rischio di un'eventuale favoreggiamento di alcuni stati membri (o imprese europee) o della penalizzazione di alcuni paesi o imprese extracomunitari. E' un rischio ineliminabile, ma va affrontato. Certo è che, essendo pubblica, tale agenzia sarà immune da molte problematiche di agenzia tipiche delle agenzie private.

Quanto all'attendibilità e all'efficienza tale agenzia si può avvalere della forte esperienza finanziaria europea, la quale pur non essendo improntata alla competitività al pari di quella anglosassone, presenta comunque dei validi livelli di performance. Inoltre le sue politiche si caratterizzano per una condotta particolarmente prudentiale<sup>111</sup>.

Infine, per quanto riguarda la competitività di questa nuova agenzia, bisogna ammettere che non vi è risposta. Tuttavia, se si considera le due esperienze europee (la costituzione della UE e dell'UME) le quali si sono caratterizzate come dei successi (nonostante tutti i problemi e le difficoltà) si potrebbe per analogia pensare che anche la creazione di un'altra istituzione europea potrebbe risolversi in un successo. La competitività sarebbe data dalla partecipazione di tutti gli stati membri dell'Eurozona, nonché dal supporto dell'Unione Europea stessa.

Stando a queste considerazioni si può infine giungere ad una conclusione.

La risposta alla domanda: “si deve fare l'agenzia di rating europea?” è “sì si deve fare”.

---

<sup>111</sup> Vi sono comunque delle eccezioni: si pensi alle esposizioni bancarie in Grecia (cfr. tabella II.2.4.). Tuttavia il sistema bancocentrico (che è quello europeo) è notoriamente più stabile rispetto ad uno mercatocentrico (tipicamente anglosassone).

## CONCLUSIONI

A fronte delle considerazioni fatte in questo elaborato è chiaro come questa situazione debba subire una svolta.

Le agenzie di rating presentano tutta una serie di limiti e problematiche legate innanzitutto alla loro struttura proprietaria privata e al sistema *issuer pays*, che le espongono più facilmente ai conflitti di interesse.

L'opacità informativa relativa ai rating rende eventuali indagini di attendibilità poco praticabili: è quindi necessario riformare questa prassi.

Il regime di oligopolio conferisce loro quello strapotere col quale possono fare il bello e il cattivo tempo delle finanze di soggetti economici quali stati, società private e pubbliche, indifferentemente che si tratti di loro clienti oppure no, vista l'esistenza del fenomeno degli *unsolicited ratings*.

Osservando la crisi economica del 2008 e la conseguente crisi dei debiti sovrani (purtroppo tutt'ora in corso), nonché crisi passate e mega-fallimenti societari si riscontrano molti punti d'ombra che coinvolgono le tre agenzie. La situazione è tutt'ora poco chiara e sicuramente le agenzie più che responsabili, sono molto probabilmente co-responsabili di questa situazione assieme ad altri attori, a prescindere dalla buona o mala fede. Se non vi è mala fede, si profila allora l'ipotesi di incompetenza o inadeguatezza dei processi di formulazione del rating, visti i clamorosi insuccessi che possono essere esemplificati coi casi Enron, Lehmann, Parmalat. Che vi sia buona o mala fede, il problema richiede comunque delle soluzioni. Con questo elaborato si è cercato da un lato di dare alcune risposte, dall'altro di fare le giuste domande, le quali dovrebbero costituire un punto di partenza per giungere poi a delle soluzioni che siano praticabili ed efficaci al tempo stesso.

Il rating si configura qui come uno strumento inesatto, e a testimonianza di ciò vi sono tutte quelle differenze tra i giudizi emessi dalle diverse agenzie: è senz'altro necessario come indicatore, ma come tale deve essere inteso, e non come verità assoluta. Risulta quindi consigliabile eliminare (o per lo meno limitare) quella correlazione automatica che c'è tra rating e tasso di remunerazione dei titoli

obbligazionari. Se è vero che il rating è un'opinione (stando alle dichiarazioni dei tre colossi americani), allora come tale deve essere inteso.

La creazione di un mercato concorrenziale in seno al business dei rating offrirebbe ai mercati l'opportunità di avvalersi di molte valutazioni e di pervenire poi ad un valore medio di riferimento. Aumentando gli attori preposti alle misurazioni e alle valutazioni, si aumenta anche l'esattezza delle medesime. Ciò non è possibile se il 94% del mercato dei rating rimane nelle mani di tre sole agenzie.

La creazione dell'agenzia di rating europea sul modello proposto in questo elaborato dovrebbe rispondere a tutte queste problematiche: la pubblicità, l'indipendenza e la trasparenza di tale istituzione dovrebbero limitare gli effetti dei conflitti di interesse, la presenza di altri competitors (statunitensi e asiatici) dovrebbe renderla più dinamica e volta all'efficacia, efficienza ed attendibilità delle proprie valutazioni. Per contro, anche le agenzie statunitensi e asiatiche opererebbero una vasta revisione strutturale ed operativa a fronte dell'emergere di un competitor europeo. E l'ago della bilancia degli equilibri economici internazionali subirebbe un'oscillazione verso una posizione imparziale.

## RINGRAZIAMENTI

Innanzitutto devo ringraziare la professoressa Marcella Lucchetta per avermi guidato nella redazione di questo elaborato. I suoi consigli e le sue “dritte” sono stati preziosissimi. Inoltre devo molto anche alla sua disponibilità e solarità, che hanno reso questi mesi di redazione particolarmente piacevoli.

Alla mia famiglia per avermi supportato moralmente e materialmente in questi anni di studio, permettendomi così di conseguire questo ambizioso titolo di studio.

Ai miei amici, parte importantissima della mia vita, coi quali ho condiviso bellissimi momenti, fatti di divertimento, relax e discorsi impegnati sui massimi sistemi. Pur essendo momenti di svago, quelli passati in compagnia loro mi hanno dato la propulsione ad ultimare col massimo impegno il mio lavoro. Molti nomi potrebbero essere menzionati: Giovanni, Nicola, Federico, Antonio, Flavio, Stefania, Cristina, Sergio, Nicolò, Valentina, Gianluca, Enrico, Carlo, Nerjada e tanti altri. Un ringraziamento particolare va a Sebastiano Basso, per avermi prestato a tempo indeterminato alcuni volumi sulle agenzie di rating.

## BIBLIOGRAFIA

Lawrence J. White, *The Credit Rating Agencies*, Journal of Economic Perspectives- Volume 24, Number 2- Spring 2010, Pages 211-226;

Tony T. Tang, *Information asymmetry and firms' credit market access: Evidence from Moody's credit rating format refinement*, Journal of Financial Economics 93 (2009), Pages 325-351;

Giovanni Ferri, Punziana Lacitignola, *Le agenzie di rating*, il Mulino, Milano 2009;

Franco Bruni, *Contro la crisi: cultura e regole*, Finanza Shock

Anna Valeria Venneri, *Le determinanti del sub-sovereign credit rating in Italia nel giudizio delle Agenzie specializzate: i risultati di una ricerca empirica*, CrediFact, Discussion Paper Series n. 2/2010, Aprile 2010;

Camera di Commercio Industria Artigianato e Agricoltura di Macerata, *I metodi di ponderazione del rischio*;

Janet Mitchell and Patrick Van Roy, *Failure prediction models: performance, disagreements, and internal rating systems*, Working Paper Research No 123, December 2007, National Bank of Belgium;

Andrea F. Presbitero, *La crisi 2007-?: Fatti, Ragioni e Possibili Conseguenze*, MoFiR working paper n° 27, July 2009, Università Politecnica delle Marche, Department of Economics;

Enzo Scannella, *La nuova regolamentazione dell'adeguatezza patrimoniale delle aziende di credito: l'implementazione di un sistema di rating interno*, Studi e Note di Economia 1/2004;

Mattia Bacciardi, *Lo strano caso delle società di rating*, IBL briefing paper n° 70 del 21 marzo 2009;

Siegfried Utzig, *The Financial Crisis and the Regulation of Credit Rating Agencies: A European Banking Perspective*, ADBI Working Paper Series No. 188, January 2010, Asian Development Bank Institute;

Claire A. Hill, *Why Did Rating Agencies Do Such a Bad Job Subprime Securities*, Legal Studies Research Paper Series, Research Paper No. 10-18, University of Minnesota Law School;

Consob, *Relazione per l'anno 2009*;

Mazziero Research, *Italia: l'economia al giro di boa 2011*, Quaderno di ricerca sui dati economici italiani 2011;

Financial Stability Forum, *Report of the Financial Stability Forum on Enhancing Market and Institution Resilience*, 7 April 2008;

Paolo Mottura, *Crisi bancarie: un problema di governance?*, *Bancaria* n.12/2008;

Donald Morgan, *Rating Banks: Risk and Uncertainty in an Opaque Industry*, *The American Economic Review*, Vol.2, No. 4 (Sep. 2002), pp. 874-888;

Andrea Resti, *Misurare e gestire il rischio di credito nelle banche: una guida metodologica*, Fondo Interbancario di Tutela dei Depositi, Roma, Febbraio 200;

Giulio Tremonti, *Uscita di Sicurezza*, Rizzoli, Milano 2012;

Alberto Krali, *Primi della Klasse. La crisi europea e il ruolo della Germania*, Cairo, Milano 2012;

Vladimirio Giacchè, *Titanic Europa. La crisi che non ci hanno raccontato*, Aliberti editore, Roma 2012;

Carlomagno, *Euro. Ultima chiamata*, Francesco Brioschi editore, Milano 2012.

## SITOGRAFIA

[www.ilsole24ore.com](http://www.ilsole24ore.com)

[www.presseurop.eu](http://www.presseurop.eu)

[www.ecb.int](http://www.ecb.int)

[www.fbi.gov](http://www.fbi.gov)

[www.bis.org](http://www.bis.org)

[www.isda.org](http://www.isda.org)

[www.morningstar.it](http://www.morningstar.it)

[www.intermarketandmore.finanza.com](http://www.intermarketandmore.finanza.com)

[www.euronews.com](http://www.euronews.com)

<http://pbiffis.wordpress.com/>

[www.repubblica.it](http://www.repubblica.it)

[www.corriere.it](http://www.corriere.it)

[www.standardandpoors.com](http://www.standardandpoors.com)

[www.moody.com](http://www.moody.com)

[www.fitchratings.com](http://www.fitchratings.com)

<http://www.r-i.co.jp/eng/>

<http://www.jcr.co.jp/english/>

<http://www.suttonassociates.com>

<http://www.ilfattoquotidiano.it>

<http://www.ft.com>

<http://www.economist.com>

<http://www.bloomberg.com>

[it.finance.yahoo.com](http://it.finance.yahoo.com)

<http://www.efsf.europa.eu>

<http://www.borsaitaliana.it>

<http://www.consob.it>

[elpais.com](http://elpais.com)

[www.elmundo.es](http://www.elmundo.es)

## FILMOGRAFIA

Charles Ferguson, *Inside Job*, Representational Pictures, 2010;

Michael Moore, *Capitalism*, Mikado , 2009;

Curtis Hanson, *Too big to fail*, HBO, 2011.