16-NOV-2026
da pag. 1-7 / foglio 1 / 4

Il Messaggero

Quotidiano - Dir. Resp.: Roberto Napoletano
Tiratura: 55063 Diffusione: 50791 Lettori: 638000 (Data Stampa 0001096)

DATA STAMPA
45° Anniversario

Data Stampa 1096-Data Stampa 1096

I numeri veri

Perché spread e rating dell'Italia non sono uguali

Marco Fortis

Nonostante il giudizio di S&P, ci sono valutazioni secondo cui una ulteriore promozione sarebbe frenata dal fatto che il valore del nostro debito in rapporto al PIL appare molto più alto di quello degli altri Paesi europei.

A pag. 7

Data Stampa 1096-Data Stampa 1096

I NUMERI VERI

Perché lo spread e il rating dell'Italia non sono uguali

IL RAPPORTO DEBITO/PIL REALE ITALIANO È ORMAI SIMILE A QUELLO DI FRANCIA O BELGIO CHE GODONO DI RATING MOLTO PIÙ ALTI

Marco Fortis

L'agenzia di rating S&P Global ha confermato il rating sul debito sovrano dell'Italia a BBB+ (sarebbe l'equivalente di un sei e mezzo in pagella) con un outlook positivo. È un risultato importante per noi perché arriva in un momento difficile per l'economia europea e mondiale, caratterizzato da conflitti militari, rialzi dei prezzi dell'energia e dell'inflazione, dazi, proteste di piazza e tumulti contro il carovita, attacchi hacker, battute d'arresto delle reti informatiche, di telecomunicazioni e di trasporto, elezioni alle porte in molti Paesi. E non mancano numerose sottolineature di apprezzamento da parte dell'agenzia sulla particolare "resilienza" della nostra economia di fronte a tutti questi shock (il termine "resilienza" è ormai una costante in tutte le analisi sull'Italia delle società di rating). Ad esempio, il giudizio di S&P è positivo sulla stabilizzazione dei nostri conti pubblici e sul nostro invidiato (da tutti gli altri Paesi) surplus statale primario, sulla forza dell'export italiano e sulla capacità del nostro Paese di accrescere costantemente la sua posizione finanziaria di creditore netto verso il mondo, sulla solidità del sistema produttivo e bancario italiano, sulla nostra capacità di utilizzo delle risorse del PNRR, sulla stabilità di governo, ecc. Non mancano però, nel giudizio complessivo di S&P, anche le solite osservazioni piuttosto stereotipate sull'economia italiana, davvero dure a morire all'estero (come del resto anche entro i nostri confini), che "frenerebbero" una ulteriore promozione, tra cui il fatto che il valore del nostro debito in rapporto al PIL appare molto più alto di quello degli altri Paesi europei, che la nostra crescita resterebbe inferiore a quella delle altre maggiori economie, che le nostre imprese sarebbero troppo piccole e con una bassa produttività.

Sugli ultimi due punti siamo più volte intervenuti su queste colonne. Se si escludono i Paesi più piccoli (tipo Grecia e Portogallo, influenzati in modo anomalo dai cicli del turismo), sempre tirati in ballo per fare confronti spicci e poco significativi con la nostra nazione, la crescita del PIL pro capite e dei consumi pro capite delle famiglie dal 2019 al 2025 è stata in Italia la più forte tra le prime sette più grandi economie dell'Euroarea (Germania, Francia, Italia, Spagna, Paesi Bassi, Belgio e Austria) e anche rispetto alla Gran Bretagna. Non solo.

IL PASSAGGIO

Per quanto riguarda il PIL pro capite, la nostra crescita è stata la più forte nel primo sottoperiodo 2020-2022 e la terza nel secondo sottoperiodo 2023-2025. Nei consumi pro capite, invece, la crescita italiana è stata la terza nel primo sottoperiodo e la seconda nel secondo. Dunque, non c'è nemmeno stata quella perdita relativa di velocità della nostra economia negli ultimi tre anni rispetto agli altri Paesi che taluni hanno ipotizzato. Sul secondo punto, quello delle presunte imprese italiane troppo piccole e della presunta bassa produttività, le nuove statistiche sperimentali Eurostat (pressoché sconosciute ad economisti e commentatori) sono chiarissime. Nel 2024 la produttività del lavoro manifatturiera, data dal valore aggiunto per occupato, è stata in Italia perfino più alta che in Germania in tutte le classi di impresa che contano ai fini della competitività internazionale, cioè 20-49 addetti, 50-249 addetti, 250-749 addetti e anche





ARTICOLO NON CEDIBILE AD ALTRI AD USO ESCLUSIVO DEL CLIENTE CHE LO RICEVE - DS1096 - S.18815 - L.1956 - T.1619

16-NOV-2026
da pag. 1-7 / foglio 2 / 4

Il Messaggero

Quotidiano - Dir. Resp.: Roberto Napoletano
Tiratura: 55063 Diffusione: 50791 Lettori: 638000 (Data Stampa 0001096)

DATA STAMPA
45° Anniversario

749 addetti e più. La Germania ha certamente un numero maggiore di imprese con 749 e più addetti rispetto all'Italia, cioè le imprese caratterizzate dalle produttività più elevate, ma il valore aggiunto medio per occupato delle imprese italiane con più di 50 addetti (113.200 euro) è praticamente lo stesso della Germania (113.400 euro). Ciò grazie alla nostra elevatissima produttività nelle imprese di dimensioni medie e medio-grandi da 50-249 occupati e da 250-749 occupati, dove letteralmente surclassiamo i tedeschi. D'altronde, se le imprese italiane fossero davvero troppo piccole, con una bassa produttività e poco competitive, non si capirebbe perché l'export dell'Italia quest'anno abbia superato l'export del Giappone, un Paese con una popolazione doppia della nostra e una economia molto più grande.

Ma è sul punto dell'elevato "valore assoluto" del rapporto debito pubblico/PIL che si consumano le maggiori incomprensioni sull'Italia, senza tenere minimamente conto della "qualità" e della composizione per settori detentori del nostro debito, cioè della nostra bassa quota di debito detenuto da investitori stranieri (che è invece una grande vulnerabilità della Francia) e del fatto che, sulla base dei dati del 2025, 19,8 punti percentuali di PIL di debito pubblico italiano è detenuto direttamente da famiglie e imprese italiane. Solo il Portogallo ha una quota analoga che si avvicina alla nostra (15,6 punti); gli altri maggiori Paesi dell'Euroarea non superano il 2-3% (figura 1).

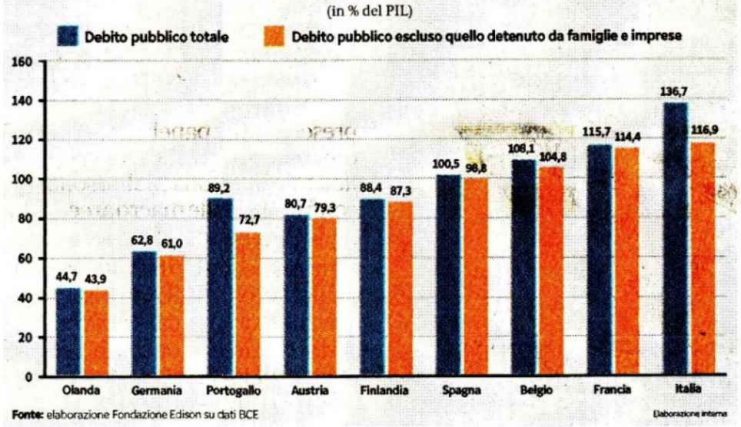
LA RICCHEZZA

Da notare che per sostenere 19,8 punti di PIL del debito nazionale le nostre famiglie hanno impegnato meno dell'8,5% della propria ricchezza finanziaria netta, che è la più alta dell'Euroarea (235% del PIL contro il 175% della Francia, il 162% della Germania e il 151% della Spagna). Rapportare il debito pubblico solo al PIL, nel caso dell'Italia, non ha evidentemente molto senso visto che noi abbiamo tanta ricchezza finanziaria privata in più degli altri Paesi che possiamo mobilitare per sostenere il nostro indebitamento. Se si esclude la quota di debito "autofinanziato" da famiglie e imprese nazionali, come si può apprezzare anche dalla figura 2, il rapporto debito pubblico/PIL dell'Italia così depurato (sceso dal 121,5% del 2019 al 116,9% del 2019) è stato ormai raggiunto da quelli in forte crescita di altri Paesi che pure hanno dei rating molto migliori del nostro, come la Francia (rating A+, secondo S&P, cioè l'equivalente di un otto in pagella) o il Belgio (rating AA-, cioè otto e mezzo). I mercati finanziari sembrano aver capito molto più rapidamente delle agenzie di valutazione che il "rating vero" dell'Italia non è quello che le viene da loro attribuito, ma è migliore. Infatti, se mettiamo a confronto gli attuali livelli debito pubblico totale/PIL, i rating di S&P (presi qui come esempio) e gli attuali tassi di interesse sui titoli pubblici decennali dei più grandi Paesi dell'Euroarea, emerge tutto il paradosso di un'Italia sempre più apprezzata, sì, ma tuttora largamente sottovalutata dalle agenzie (che invece sembrano quasi timorose di declassare altre economie in grandi difficoltà). Nella figura 3 è rappresentato tale confronto, dove sono interpolati i valori di tutti i Paesi analizzati eccetto l'Italia. Come si può notare, c'è una chiara relazione tra i livelli di debito/PIL e i rendimenti dei vari bond governativi decennali nazionali (con la Germania che, essendo il benchmark, paga un rendimento inferiore anche a quello dell'Olanda, che pure ha un debito/PIL più basso). Ma ciò che appare evidente in modo clamoroso è che l'Italia paga un tasso di interesse molto inferiore a quello che dovrebbe pagare in base al rapporto debito totale/PIL. Perché? La ragione è che i mercati sembrano tenere in maggior conto delle agenzie di rating sia i punti di forza dell'Italia sia, per contro, i punti di debolezza di altre nazioni, come ad esempio la Francia. Nella figura 4, a tale riguardo, abbiamo rappresentato la relazione tra tassi di interesse e debiti pubblici escluso però il debito detenuto da imprese e famiglie nazionali. Questa volta abbiamo interpolato anche i valori dell'Italia. Come si può notare, la relazione tra le due variabili è piuttosto chiara, anche in termini di aspettative dei mercati. Infatti, l'Italia, il cui debito/PIL si sposterà nei prossimi anni gradatamente verso sinistra (avvicinandosi alla linea tratteggiata dell'interpolante), paga rendimenti inferiori a quelli della Francia, il cui debito/PIL si sposterà invece velocemente verso destra (avvicinandosi all'ideale allungamento verso l'alto dell'interpolante). I mercati, cioè, sembrano dire alle agenzie: o va alzato il rating dell'Italia, oppure abbassato quello di altri Paesi.

© RIPRODUZIONE RISERVATA

Debito pubblico totale e debito pubblico escluso quello detenuto da famiglie e imprese nazionali: anno 2025

(in % del PIL)



Fonte: elaborazione Fondazione Edison su dati BCE

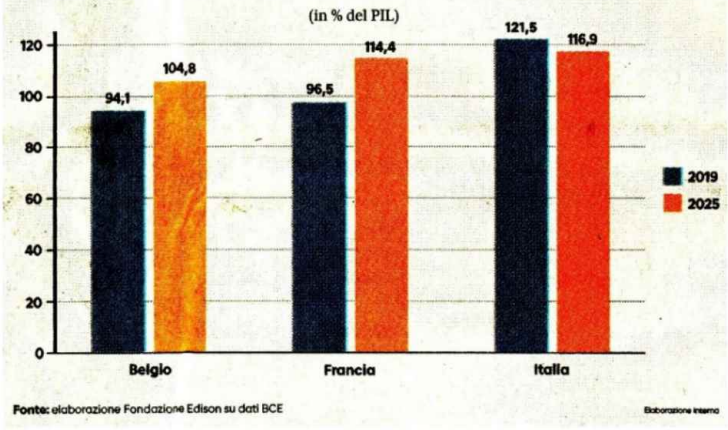
Elaborazione interna

ARTICOLO NON CEDIBILE AD ALTRI AD USO ESCLUSIVO DEL CLIENTE CHE LO RICEVE - DS1096 - S.18815 - L.1956 - T.1619

Il Messaggero
Quotidiano - Dir. Resp.: Roberto Napoletano
Tiratura: 55063 Diffusione: 50791 Lettori: 638000 (Data Stampa 0001096)

DATA STAMPA
45° Anniversario

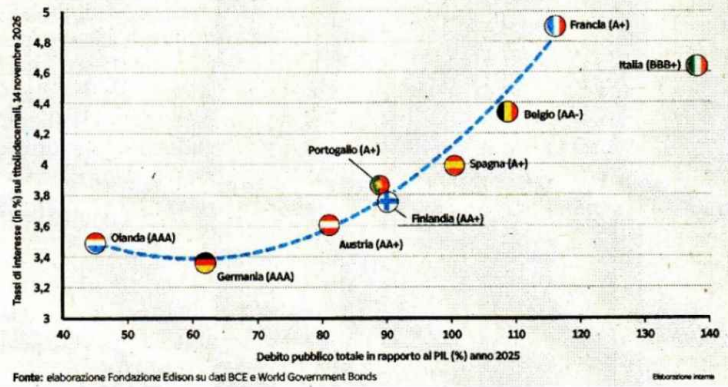
Debito pubblico escluso quello detenuto da famiglie e imprese nazionali



Fonte: elaborazione Fondazione Edison su dati BCE

Debito pubblico totale, anno 2025, e tassi di interesse sui titoli decennali

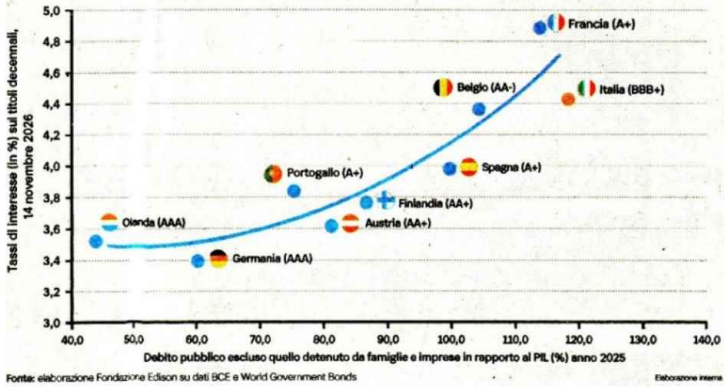
(Tra parentesi i rating di S&P)



Fonte: elaborazione Fondazione Edison su dati BCE e World Government Bonds

Debito pubblico escluso quello detenuto da famiglie e imprese, anno 2025, e tassi di interesse sui titoli decennali

Tra parentesi i rating di S&P



Fonte: elaborazione Fondazione Edison su dati BCE e World Government Bonds

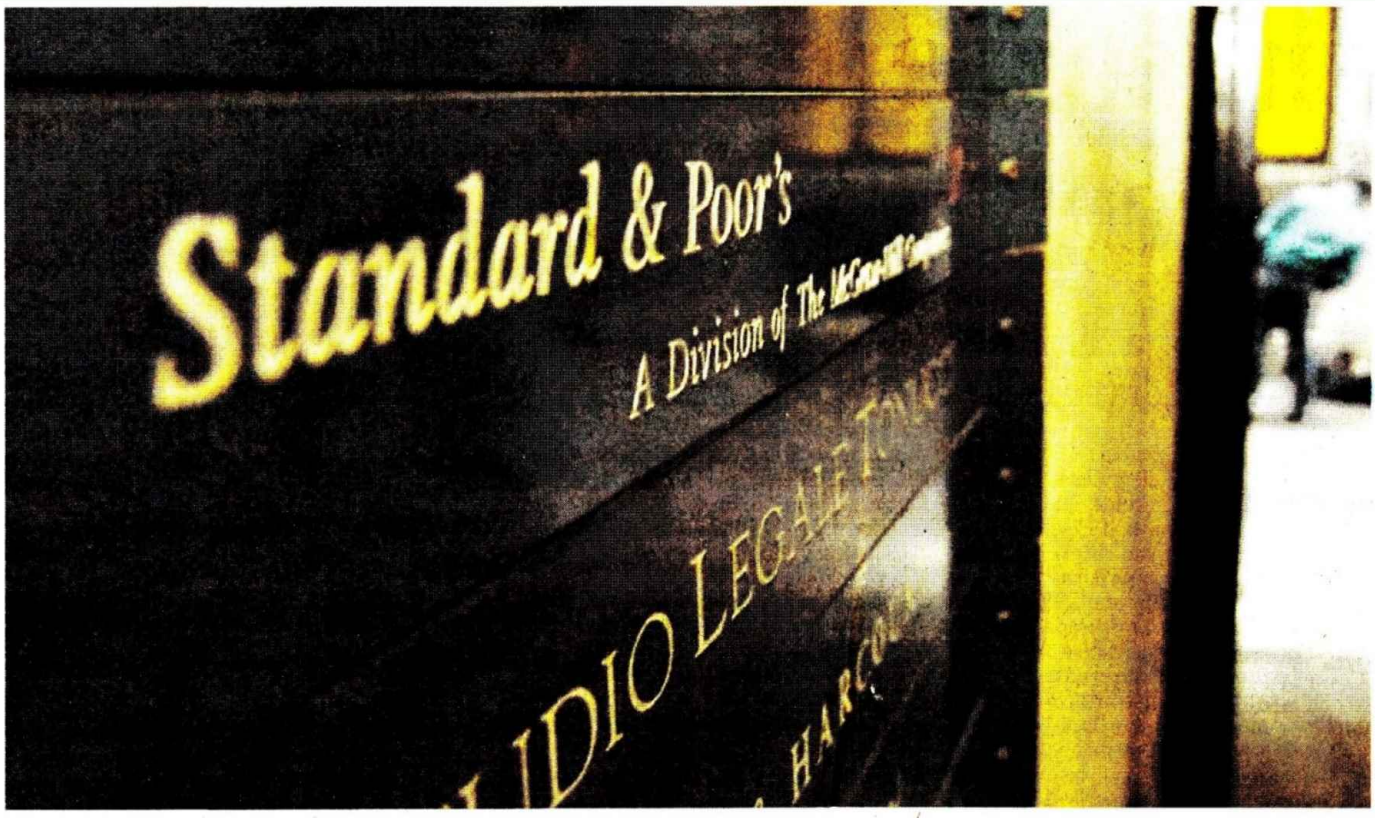
ARTICOLO NON CEDIBILE AD ALTRI AD USO ESCLUSIVO DEL CLIENTE CHE LO RICEVE - DS1096 - S.18815 - L.1956 - T.1619

16-NOV-2026
da pag. 1-7 / foglio 4 / 4

Il Messaggero

Quotidiano - Dir. Resp.: Roberto Napoletano
Tiratura: 55063 Diffusione: 50791 Lettori: 638000 (Data Stampa 0001096)

DATA STAMPA
45° Anniversario



L'ingresso della sede milanese dell'agenzia internazionale di rating S&P

ARTICOLO NON CEDIBILE AD ALTRI AD USO ESCLUSIVO DEL CLIENTE CHE LO RICEVE - DS1096 - S.18815 - L.1956 - T.1619