

---

## I Criteri per l'assegnazione dei rating ai paesi sovrani

---

### Indice

Introduzione

Come si determina il rating sovrano in valuta estera

Come si determina il rating sovrano in valuta locale

## Introduzione

S&P Global Ratings valuta l'affidabilità creditizia dei paesi sovrani da molti anni. La versione più recente dei criteri analitici per l'attribuzione dei rating sovrani è stata pubblicata in inglese il 30 giugno 2011 ed è disponibile nella sua versione integrale all'indirizzo [www.standardandpoor.com](http://www.standardandpoor.com).

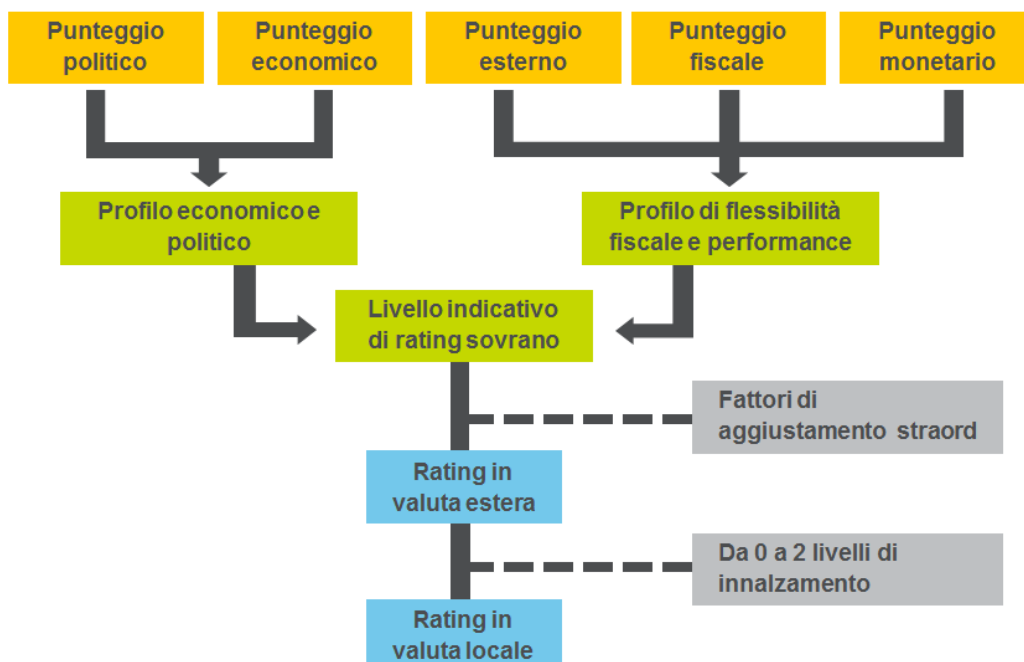
Di seguito riportiamo un estratto in italiano di tale metodologia per offrire una panoramica sull'approccio generale di S&P Global Ratings al rating dei paesi sovrani.

La metodologia di analisi per l'attribuzione dei rating sovrani tiene in considerazione i fattori che influiscono sulla volontà e capacità di un governo di onorare il proprio debito alla scadenza stabilita e in maniera integrale. L'analisi si concentra sulle performance dell'emittente sovrano nel corso dei cicli economici e politici passati, nonché su fattori atti ad indicare una maggiore o minore flessibilità fiscale e monetaria nel corso di cicli economici futuri.

I cinque fattori chiave alla base della nostra analisi sull'affidabilità creditizia di un paese sono:

- L'efficacia istituzionale e i rischi politici, riflessi nel punteggio politico,
- La struttura economica e le prospettive di crescita, riflessi nel punteggio economico,
- La liquidità esterna e la posizione internazionale d'investimento, riflessi nel punteggio esterno,
- Le performance e flessibilità fiscale, nonché l'onere del debito, riflessi nel punteggio fiscale,
- La flessibilità monetaria, riflessa nel punteggio monetario.

La nostra analisi del rating sovrano comporta diverse fasi, riportate nello schema sottostante:



La prima fase consiste nell'assegnare un punteggio ad ognuno dei cinque fattori chiave citati, in base ad una scala numerica composta da 6 punti, da "1" (posizione più forte) a "6" (posizione più debole). I punteggi vengono attribuiti in funzione di una serie di fattori quantitativi e di considerazioni qualitative. Il punteggio politico e il punteggio economico vengono combinati per formare il "profilo politico ed economico" di un emittente sovrano, mentre i punteggi esterno, fiscale e monetario vengono aggregati per formare il "profilo di flessibilità e performance."

Questi due profili vengono considerati unitamente per determinare il rating sovrano in valuta estera, dopo aver tenuto conto di aggiustamenti straordinari, laddove fosse possibile (per maggiori dettagli guardare la versione completa).

Il rating sovrano in valuta locale viene determinato applicando da zero a due livelli (notche) di aumento a partire dal rating in valuta estera. I rating in valuta locale possono essere superiori rispetto ai rating in valuta estera dato che l'affidabilità creditizia nella valuta locale potrebbe essere sostenuta dai poteri detenuti dagli Stati all'interno dei propri confini nazionali, tra cui il potere di emettere valuta locale e il controllo normativo del sistema finanziario nazionale. Quando uno Stato è membro di un'unione monetaria e, pertanto, cede i poteri relativi alla politica monetaria e di cambio ad una banca centrale comune, o quando usa la valuta di un altro Stato, il rating in valuta locale corrisponde al rating in valuta estera.

### Come si determina il rating sovrano in valuta estera

L'analisi svolta da S&P Global Ratings sull'affidabilità creditizia di un emittente sovrano inizia con la valutazione e' assegnazione di un punteggio a cinque fattori chiave ai fini del rating (si veda la tabella 1).

PRINCIPALI FATTORI	ASSEGNAZIONE DI UN PUNTEGGIO DA 1 (PIÙ FORTE) A 6 (PIÙ DEBOLE)
Efficacia delle politiche governative e di gestione del rischio politico	Punteggio politico
Struttura economica e prospettive di crescita	Punteggio economico
Liquidità esterna e fabbisogno di finanziamento internazionale	Punteggio esterno
Flessibilità fiscale, performance fiscali e onere del debito	Punteggio fiscale
Flessibilità fiscale e monetaria del governo	Punteggio monetario

Ad ogni fattore viene attribuito un punteggio sulla base di una scala numerica composta da 6 punti, da "1" (posizione più forte) a "6" (posizione più debole). I punteggi vengono attribuiti in funzione di una serie di fattori quantitativi e di considerazioni qualitative. I punteggi per i vari criteri vengono poi uniti per formare il "profilo politico ed economico" e il "profilo di flessibilità e performance" di un emittente sovrano, come sotto-descritto.

- Il profilo politico ed economico riflette l'opinione di S&P Global Ratings in merito alla capacità di resistenza dell'economia di un paese, alla solidità e alla stabilità delle istituzioni governative e

all'efficacia delle sue politiche. Il profilo deriva dalla media del punteggio politico e del punteggio economico.

- Il profilo di flessibilità e performance riflette l'opinione di S&P Global Ratings in merito alla sostenibilità dell'equilibrio fiscale e dell'onere del debito di un governo, alla luce della posizione esterna del paese, nonché della flessibilità fiscale e monetaria del governo. Il profilo deriva dalla media del punteggio esterno, del punteggio fiscale e del punteggio monetario.

Questi due profili vengono poi utilizzati nella tabella 2 per determinare un livello di rating indicativo.

Ci attendiamo che il rating in valuta estera di un debito sovrano, nella maggior parte dei casi, possa differire di un livello o notch rispetto al rating indicativo, in base al posizionamento del paese nei confronti dei suoi pari. Per esempio, nel caso di un emittente sovrano che, secondo S&P, presenta un profilo politico ed economico "moderatamente forte" e un profilo di flessibilità e performance "molto forte", assegneremo molto probabilmente un rating entro un livello (notch) da "AA-".

Il rating in valuta estera potrebbe differire di più di un livello rispetto al rating indicativo se risulta conforme ad una o più caratteristiche straordinarie elencate dal punto 27 al 33. Se un debito sovrano associa più fattori straordinari, il suo rating in valuta estera verrebbe corretto dall'effetto cumulativo di tali correzioni. Le correzioni straordinarie si basano su un'analisi in prospettiva. Rivestono un ruolo importante dato che alcuni componenti del rischio di credito, a volte, possono influire in maniera predominante sull'affidabilità creditizia generale anche se altri fattori rimangono stabili.

### Liquidità esterna estremamente debole

Un paese sovrano riceverebbe un rating in valuta estera inferiore al rating indicativo qualora la liquidità esterna del paese si collocasse a – o ci si attendesse che diminuisca a – livelli sostanzialmente inferiori rispetto al benchmark per i livelli più deboli di liquidità esterna, (vedere tabella 5 nella versione completa). Per esempio, il rating sarebbe inferiore di un livello se il punteggio esterno fosse "6" e ci aspettassimo che l'indice di fabbisogno di finanziamento esterno inteso come percentuale di entrate correnti e riserve in valuta estera utilizzabili raggiunga un livello superiore a circa 1,5 volte il livello commensurato al benchmark per la liquidità esterna più debole della tabella 5. Il rating sarebbe inferiore di due livelli se ci attendessimo che tale indicatore raggiunga un livello superiore al doppio del benchmark.

### Situazione fiscale estremamente debole

Analogamente, un paese sovrano riceve un rating in valuta estera inferiore rispetto al rating indicativo quando le sue performance fiscali o l'onere del suo debito si collocano a livelli sensibilmente inferiori rispetto al benchmark per i livelli più bassi 8 (vedere tabelle 6 e 7 nella versione completa). Per esempio, il rating sarebbe inferiore di un grado se il punteggio relativo al debito fosse "6" in base al livello del debito sovrano definito nella tabella 7 e le sopravvenienze passive fossero "moderate" secondo la tabella 8. Il rating sarebbe più basso di 3 livelli se il punteggio relativo al debito fosse "6", ma l'onore del debito sovrano fosse 1,5 volte il livello commensurato a un punteggio "6" nella tabella 7 e, inoltre, le sopravvenienze passive fossero "molto alte" secondo la tabella 8.

### Posizione patrimoniale netta generale del paese eccezionalmente ampia

Ad un debito sovrano viene attribuito un rating in valuta estera di un livello superiore rispetto al rating indicativo quando lo stato dispone di attività liquide eccezionalmente ampie rispetto ai propri pari con lo stesso livello di rating (di norma, superiori al 100% del PIL), fornendo al governo una notevole riserva in caso di periodi caratterizzati da scosse economiche o finanziarie.

### Rischio politico molto elevato e onere del debito alto

Un debito sovrano con un punteggio politico di “6” non può vedersi attribuire un rating superiore a “BB+” o “B+” se al punteggio politico di “6” si affianca un punteggio sul debito pari a “5” o “6” (si veda la tabella 7), indipendentemente da eventuali correzioni al rialzo per una posizione patrimoniale netta ampia (si veda il paragrafo 29). Lo storico dei default di emittenti sovrani suggerisce che i rischi politici e di governance sono tra i principali elementi alla base di una politica economica poco efficace, che si traduce poi in un default. Per tale motivo al punteggio politico viene riconosciuto un peso particolare.

### Rischio di riscadenziamento

Quando è probabile che un governo avvii un piano di riscadenziamento del debito che si configura come un caso di distressed exchange, il rating sovrano verrà determinato in conformità ai criteri di cui al documento “Implicazioni per il rating di offerte di scambio e ristrutturazioni simili”, pubblicato il 12 maggio 2009.

### Rischio di sicurezza alto

In caso di rischio di guerra imminente o in rapida ascesa, un rating sovrano potrebbe discostarsi dal livello di rating indicativo in funzione della portata attesa del conflitto e del suo effetto sulle caratteristiche di affidabilità creditizia del paese. La storia offre diversi esempi di default, come nel caso dell'ex Jugoslavia, legata a un governo sovrano che ha cessato di esistere a seguito di una guerra. In altri casi, quando il rischio di conflitto esiste da tempo ma non risulta imminente, come per i paesi del Golfo, il rating sovrano ne risente sotto forma di una correzione al punteggio politico (si veda la sotto-sezione VI.C.1.d nella versione completa).

### Gravi catastrofi naturali

Qualora si verifichi una catastrofe naturale rara ma di considerevole gravità, il rating sovrano potrebbe deviare in maniera significativa rispetto al livello indicativo di rating a seconda della portata dei danni e dei loro effetti sui fondamentali del paese. Un esempio è fornito dai costi finanziari affrontati da Grenada a seguito dei danni causati dall'uragano Ivan (secondo le nostre stime, tali costi si collocano intorno al 200% del PIL del 2004 del paese) che, secondo S&P, hanno rappresentato la causa principale alla base del successivo default del paese rispetto al livello di rating precedente all'uragano, pari a “BB-“. Tuttavia, più in generale, quando un paese è costantemente esposto a disastri naturali o a condizioni meteorologiche avverse, come nella regione caraibica, questa vulnerabilità influisce sulla nostra analisi della sua situazione economica, della potenziale volatilità della sua produzione economica e della prontezza di reazione del governo a fronte di tali eventi. Per maggiori informazioni, si veda il documento “La valutazione dell'impatto di disastri naturali sui rating sovrani”, pubblicato il 14 giugno 2010.

Un paese sovrano che non sia più in grado di contrarre debiti ad un tasso di interesse sostenibile potrebbe ricevere un finanziamento ad un costo inferiore da un altro emittente sovrano, come il FMI, la Banca Mondiale o istituzioni simili (altresì detti “finanziamenti ufficiali”). La partecipazione a questo tipo di programma viene incontro, in parte, al fabbisogno di finanziamento del paese destinatario per un periodo di tempo definito e comporta spesso il rispetto di determinate condizioni per l'accesso continuo ai fondi, quali l'attuazione di riforme economiche o misure di consolidamento fiscale interno. Se il programma è in grado di agevolare le riforme ed è probabile che il finanziamento continui ad essere erogato in modo tale da rispondere al fabbisogno di fondi del paese ricevente, la tendenza al ribasso della qualità del suo credito potrebbe interrompersi. In altri casi, invece, la partecipazione a tali programmi potrebbe non risultare efficace e, quindi, potrebbe non influire positivamente sull'affidabilità creditizia del paese destinatario. L'effetto del finanziamento ufficiale sul rating del paese ricevente trova espressione in tre dei cinque fattori chiave per il rating: il punteggio politico, il punteggio esterno e il punteggio fiscale, e non viene considerato come fattore di correzione straordinaria.

## Come si determina il rating sovrano in valuta locale

Il debito sovrano in valuta locale di un paese può vedersi attribuire un rating superiore al suo rating in valuta estera. Storicamente, abbiamo osservato una percentuale di default inferiore sui debiti in valuta locale rispetto ai debiti in valuta estera. Un'eventuale differenza tra i rating in valuta locale ed estera riflette i rischi di credito specifici di ogni tipo di debito.

Ci si potrebbe chiedere il motivo per cui ai rating sovrani in valuta locale non venga attribuita sempre una “tripla A”, considerando gli ampi poteri di cui dispongono gli Stati all'interno dei propri confini nazionali, tra cui la possibilità di coniare moneta. Se il potere di stampare moneta locale offre a un paese una flessibilità incredibile, un eccessivo affidamento ad una posizione monetaria di natura espansionistica potrebbe alimentare il rischio di livelli altissimi di inflazione o persino di iperinflazione, che potrebbe a sua volta causare danni politici ed economici più gravi di uno riscadenziamento del debito in valuta locale. In tali casi, un emittente sovrano potrebbe optare per il default sulle proprie obbligazioni in valuta locale.

Il rating sovrano in valuta locale si colloca tra zero e due livelli al di sopra del rating in valuta estera in base ai seguenti fattori:

- politica monetaria indipendente: un governo ha maggiori possibilità di rimborsare il proprio debito in valuta locale rispetto al debito in valuta estera solo se è in grado di gestire la propria valuta locale in maniera indipendente. A fronte dell'assenza di controlli sul cambio, può agire in tal senso se è in grado di fissare tassi di interesse senza tener conto del valore esterno della valuta,
- profondità dei mercati dei capitali in valuta locale. Un paese ha maggiore margine di manovra nella gestione della propria politica monetaria quanto più sono profondi i suoi mercati dei capitali e più sono ampi i mercati connessi, incluso un attivo mercato secondario. Un importante incentivo che può spingere a continuare ad onorare il proprio debito in valuta locale rispetto al debito in valuta estera è riconducibile al fatto che il debito in valuta locale potrebbe costituire una componente significativa degli attivi di un fondo pensione locale, di banche o di altri soggetti del settore privato, che rappresentano non solo elettori, ma anche importanti elementi dell'economia locale.
- flessibilità politica e fiscale. Se preoccupazioni di natura politica o fiscale sono il principale vincolo che pesa sul rating, è meno probabile che il paese sovrano possa disporre di un livello sufficiente di flessibilità per onorare in via prioritaria le proprie obbligazioni in valuta locale.

I testi contenuti nel sito sono traduzioni di cortesia tratte dal testo originale in lingua inglese. In caso di difformità, i contenuti della versione in inglese prevalgono su quelli della traduzione in italiano.

I contenuti (ivi compresi rating, analisi e dati relativi al credito, valutazioni, modelli, software e altre applicazioni e loro output) o eventuali parti degli stessi (i Contenuti) non potranno essere modificati, sottoposti a reverse engineering, riprodotti o distribuiti in qualsiasi forma e con qualsiasi mezzo, né memorizzati su un data base o sistema di reperimento delle informazioni senza il preventivo consenso scritto di Standard & Poor's Financial Services LLC o delle sue consociate (collettivamente, "S&P"). I Contenuti non potranno essere utilizzati per fini illeciti o non autorizzati. S&P – così come i provider cui si affida per la messa a disposizione dei Contenuti – e i propri amministratori, direttori, azionisti, dipendenti e agenti (collettivamente, le "Parti S&P"), non garantiscono la precisione, la completezza, la puntualità e la disponibilità dei Contenuti. Le Parti S&P non saranno responsabili di eventuali errori o omissioni, indipendentemente dalla causa degli stessi, dei risultati ottenuti dall'utilizzo dei Contenuti, né della sicurezza o conservazione di eventuali dati inseriti dall'utente. I Contenuti sono messi a disposizione degli utenti esclusivamente "nella forma in cui si trovano". LE PARTI S&P DECLINANO OGNI E QUALSIVOGLIA GARANZIA ESPLICITA O IMPLICITA, QUALE, A TITOLO MERAMENTE ESEMPLIFICATIVO, LE GARANZIE CHE I CONTENUTI SIANO IDONEI ALLO SFRUTTAMENTO COMMERCIALE, OVVERO A QUALUNQUE ALTRO SFRUTTAMENTO O SCOPO, CHE IL SOFTWARE TRAMITE QUALE SONO VEICOLATI I CONTENUTI SIA ESENTE DA VIRUS INFORMATICI, ERRORI O DIFETTI, CHE I CONTENUTI SARANNO CONTINUATIVAMENTE FRUIBILI DALL'UTENTE, OVVERO CHE CONTENUTI RISULTERANNO FUNZIONANTI E COMPATIBILI CON QUALSIASI CONFIGURAZIONE SOFTWARE O HARDWARE. In nessun caso le Parti S&P potranno essere ritenute responsabili nei confronti di alcuna parte per danni, siano essi diretti o indiretti, costi (inclusi quelli legali), spese, o qualsivoglia altra fonte di nocumento o perdita (ivi inclusi, a titolo meramente esemplificativo, perdite di guadagno o di profitto, perdita di opportunità, ovvero qualunque altro danno derivante da condotte colpose) connessi a qualsivoglia utilizzo dei Contenuti.

Le analisi relative al credito, così come le altre analisi, compresi i rating, e le dichiarazioni presenti nei Contenuti esprimono opinioni con valenza alla data del loro rilascio e in nessun caso intendono assurgere alla rappresentazione di fatti. Le opinioni, analisi e decisioni di riconoscimento dei rating di S&P (come di seguito descritte) non rappresentano raccomandazioni di acquistare, ritenere, o vendere qualsivoglia titolo o a assumere decisioni d'investimento e non riguardano l'idoneità di alcun titolo. S&P declina ogni obbligo di aggiornare i Contenuti dopo la pubblicazione in qualsiasi forma o formato. L'utente non dovrà basare sui Contenuti le proprie decisioni di investimento e i Contenuti non potranno sostituire le competenze, il giudizio e l'esperienza dell'utente, degli organi direttivi, dei dipendenti, dei consulenti e/o clienti dello stesso in caso di assunzione di decisioni di investimento o altre decisioni aziendali. S&P non interviene in veste di fiduciaria o di consulente per gli investimenti, salvo ove abbia espressamente assunto tale qualifica. Sebbene S&P abbia ottenuto le informazioni da fonti che ritiene affidabili, S&P non accetta alcuna responsabilità, né assume alcun impegno di "due diligence" o di verifica, di qualsivoglia informazione ricevuta.

Nella misura in cui le autorità regolamentari consentono a un'agenzia di rating di riconoscere all'interno di una giurisdizione un rating emesso in un'altra giurisdizione a taluni fini regolamentari, S&P si riserva di attribuire, ritirare o sospendere tale riconoscimento in qualsiasi momento a proprio insindacabile giudizio. Le Parti S&P non assumono alcun obbligo in relazione all'attribuzione, ritiro o sospensione di un rating, né alcuna responsabilità per eventuali danni asseritamente subiti in considerazione dei medesimi.

S&P tiene determinate attività delle proprie unità operative separate l'una dall'altra al fine di preservarne l'indipendenza e l'obiettività. Conseguentemente, determinate unità operative di S&P potrebbero essere in possesso di informazioni che non sono disponibili ad altre unità operative di S&P. S&P ha istituito prassi e procedure tese a mantenere riservate determinate informazioni non pubbliche acquisite nel corso di ogni processo di analisi.

S&P può ricevere compensi per i rating assegnati e talune analisi relative al credito, normalmente da parte degli emittenti, dei collocatori o dei sottoscrittori dei titoli. S&P si riserva la facoltà di fornire a terzi i propri pareri e le proprie analisi. I rating pubblici e le analisi di S&P sono disponibili sui siti web [www.standardandpoors.com](http://www.standardandpoors.com) (gratuitamente), [www.ratingsdirect.com](http://www.ratingsdirect.com) e [www.globalcreditportal.com](http://www.globalcreditportal.com) (previa sottoscrizione di apposito abbonamento) e possono essere distribuiti con altri mezzi, ivi comprese le pubblicazioni di S&P e di altri terzi. Ulteriori informazioni sulle tariffe applicate per i rating sono disponibili all'indirizzo [www.standardandpoors.com/usratingsfees](http://www.standardandpoors.com/usratingsfees).

Copyright © 2014 di Standard & Poor's Financial Services LLC. Tutti i diritti riservati.