Politecnico di Torino

Collegio di Ingegneria Gestionale

Corso di Laurea Magistrale in Ingegneria Gestionale
A.a. 2021/2022

Aprile 2022

Tesi di Laurea:

Analisi dello sviluppo di un modello di rating sovrano

Relatori:

Prof.ssa Laura Rondi
Prof. Franco Varetto

Candidato:

Thomas Grusovin

Sommario

INTRODUZIONE ***- 4 -***

CAPITOLO 1 ***- 5 -***

1.1 Introduzione - 5 -

1.2 Il rating - 5 -

1.3 Il debito sovrano - 5 -

1.4 Crisi del debito estero - 6 -

1.5 Crisi del debito domestico - 7 -

1.6 Crisi bancarie - 8 -

1.7 Inflazione - 9 -

1.8 Crisi valutarie - 9 -

CAPITOLO 2 ***- 10 -***

2.1 Differenza tra default di impresa e default di uno stato sovrano - 10 -

2.2 Il ruolo delle agenzie di rating - 11 -

2.3 Standard & Poor's: metodologia del rating sovrano - 11 -

2.3.1 Metodologia di S&P - 14 -
2.3.2 Fattori di credito - 17 -
2.3.3 Glossario S&P - 45 -

2.4 Moody's: metodologia rating sovrano - 48 -

2.4.1 Panoramica del settore - 48 -
2.4.2 Approccio al rating dei sovrani - 49 -
2.4.3 Analisi dei Fattori della Scorecard - 51 -

2.5 Critiche e analisi dell'effetto di concorrenza - 63 -

CAPITOLO 3 ***- 67 -***

3.1 Panoramica storica di Default sul debito sovrano estero - 67 -

3.2 Default e crisi bancarie - 69 -

3.3 Default e inflazione - 72 -

3.4 Mappa storica dei default esteri - 72 -

3.5 L'effetto contagio - 74 -

3.6 <<La seconda grande contrazione>> e la Crisi del debito dell'Eurozona - 75 -

3.7 La crisi argentina del 2001 - 78 -

3.8 La crisi asiatica del 1997-1998 - 84 -

3.9 Crisi del pesos messicano <<tequila crisis>> 1994 - 86 -

3.10 Crisi del debito del terzo mondo - 89 -

CAPITOLO 4 ***- 91 -***

4.1 Le variabili Macroeconomiche: Pil e Inflazione - 91 -

4.2 L'indice Bcdi: indice composito delle crisi di C. Reinhart e K. Rogoff ..... - 94 -
4.3 Prototipo della sequenza delle crisi, Reinhart e Rogoff ..... - 96 -
4.4 Segnali premonitori e risposte politiche ..... - 98 -
CAPITOLO 5 ..... - 100 -
5.1 Introduzione ..... - 100 -
5.2 Analisi Geopolitica e politica della Russia ..... - 100 -
5.3 La reazione di Standard & Poor's e Moody's ..... - 101 -
5.5 L'impatto e le conseguenze finanziarie della guerra ..... - 104 -
5.6 La risposta dell'Europa, in particolare di Germania, Francia e Italia ..... - 105 -
5.7 Le previsioni del mercato ..... - 106 -
Bibliografia ..... - 109 -

INTRODUZIONE

Il seguente lavoro di tesi pone in analisi lo sviluppo e lo scopo di un modello di rating sovrano.
Con l'obiettivo di fornire una chiara visione dei concetti spesso ricorrenti nel corso dell'elaborato, nel primo capitolo vengono esposte definizioni del rating, del debito sovrano e delle diverse tipologie di crisi analizzate, in particolare: crisi del debito estero, crisi del debito domestico, crisi bancaria, esplosione dell'inflazione e crisi valutaria.
Nel secondo capitolo, lo studio dei modelli di rating sovrano delle due agenzie Standard & Poor's e Moody's chiarisce il meccanismo di valutazione del rating, fornendo una descrizione dei principali dati ed eventi presi in considerazione. Dalle analisi ex-post emerge come la mancata previsione da parte delle agenzie di rating di crisi molto rilevanti, abbia creato spazio e necessità per lo sviluppo di necessari aggiornamenti ed evoluzioni delle metodologie utilizzate.
Il terzo capitolo è un passaggio fondamentale. L'analisi storica degli eventi che hanno portato alle numerose crisi nel corso della storia, fornisce chiari strumenti per l'individuazione di quelli che potrebbero essere i principali segnali di allarme. Dalla storia economica del XX secolo e degli inizi del XXI, ricchissima di episodi di crisi, emergono le cause scatenanti di ogni crisi, le conseguenze e gli interventi dei fondi internazionali e delle banche centrali. Così come molte crisi finanziarie hanno precedenti macroeconomici analoghi in termini di prezzi degli assets, di attività economica, di indicatori esterni e altro ancora, anche nella riduzione in sequenze con il quale le crisi si sviluppano emergono modelli comuni.
Nel quarto capitolo, analizzando gli studi di C. Reinhart e K.S. Rogoff, l'elaborato pone in evidenzia un prototipo di sequenza delle crisi.
Individuate le più importanti variabili macroeconomiche, l'elaborato si pone l'obiettivo di evidenziare i segnali che queste variabili possono riflettere.
Infine, il quinto capitolo riporta una riassuntiva descrizione della crisi scatenata dal recente conflitto in Ucraina. Facendo tesoro di ciò che la storia insegna, l'elaborato pone sotto i riflettori l'attuale andamento degli indici precedentemente individuati come possibili segnali di allarme.

CAPITOLO 1

1.1 Introduzione

Al fine di avere una visione più chiara del rating e delle variabili che ne determinano la valutazione, può risultare utile dedicare un capitolo per descrivere alcuni concetti teorici fondamentali. Inoltre, questo capitolo si pone l'obiettivo di introdurre cinque <<tipologie>> di crisi: default del debito sovrano esterni e interni, crisi bancarie, crisi valutarie ed esplosioni dell'inflazione.

1.2 Il rating

Il rating è un giudizio espresso da un soggetto esterno e indipendente, l'agenzia di rating, sulla capacità di uno stato o di una società di ripagare i propri debiti.
Poiché gli Stati sono i maggiori debitori, le agenzie di rating valutano e classificano i titoli del proprio debito in base alla capacità che gli stessi Stati dimostrano di farvi fronte.
Il rating è un voto atteso, poiché esso determina l'andamento delle principali aziende quotate sul listino nazionale. Quelle a controllo (e partecipazione) pubblica ne risentono ancor di più poiché seguono una dinamica speculare a quella dell'azionista Tesoro. Influisce soprattutto sull'obbligazionario per i tassi dei titoli di Stato. Le pagelle di Fitch, Moody's e S&P's -le tre principali agenzie di rating- orientano gli investitori.
Prima di comprare un'obbligazione chi compra – che essi siano investitori istituzionali o piccoli risparmiatori- ha bisogno di un'analisi puntuale delle condizioni di stabilità economica, finanziaria e patrimoniale del debito pubblico della nazione interessata.

1.3 Il debito sovrano

Il debito sovrano è il totale dell'esposizione debitoria di uno stato nei confronti di creditori nazionali ed esteri, accumulata nel tempo da uno Stato sovrano per far fronte ai propri compiti.
In un'ottica ideale lo Stato dovrebbe fornire ai propri cittadini i servizi essenziali, utilizzando risorse provenienti dal prelievo fiscale (imposte e tasse).
La crescita economica di uno stato esige però investimenti strutturali indispensabili al progresso economico e sociale del Paese.

È fisiologico che questi investimenti vengano finanziati accendendo debito da ripagare con prelievi fiscali sul futuro reddito così accresciuto. L'efficacia di tali politiche infrastrutturali è però aleatoria. Inoltre, è sempre presente, per motivi politici legati all'acquisizione del consenso popolare, la tentazione di ricorrere all'indebitamento anche per finanziare parte della spesa corrente.
Nel corso del XX secolo, quasi tutti i paesi a economia avanzata in cui vige una democrazia parlamentare, hanno fatto registrare una tendenza generalizzata alla crescita dei rispettivi debiti sovrani.
Il valore assoluto del debito sovrano in sé non è molto significativo, ciò che conta è il rapporto del debito con il Prodotto Interno Lordo (PIL) corrente del paese, tenendo conto delle prospettive di crescita future.
Dal prelievo fiscale sul PIL dovranno provenire le risorse, sia per finanziare le spese correnti sia per ammortizzare il debito, o almeno pagarne gli interessi, mantenendo il rapporto debito/PIL entro i limiti di sicurezza.
Nel 1992 con il Trattato di Maastricht, sottoscritto dai Paesi dell'Unione Europea, venne individuato il confine superiore di accettabilità del 60% del rapporto debito/PIL, prevedendo sanzioni o disincentivi per gli Stati che sforassero questo tetto o che, avendolo già fatto in passato, non intraprendessero incisive politiche di risanamento.
Ogni Stato sovrano si finanzia emettendo titoli obbligazionari, il tipo di debito cambia però a seconda dei creditori.

- Si definisce Debito Estero la totale esposizione debitoria di un paese nei confronti dei debitori esteri, sia ufficiali (pubblici) sia privati. Spesso i creditori stabiliscono tutte le condizioni dei contratti di debito, che sono di norma alla giurisdizione dei creditori esteri oppure alle leggi internazionali (per i crediti multilaterali). Il drenaggio di risorse, in questo caso, derivante dal pagamento all'estero di interessi passivi, può deprimere l'economia, determinando un circolo vizioso.
- Il debito domestico raccoglie tutti i debiti di uno stato emessi in base a normative nazionali e soggetti alla giurisdizione nazionale; comprende pertanto il debito pubblico domestico in valuta estera.

1.4 Crisi del debito estero

Le crisi del debito estero comportano un default palese sulle obbligazioni relative al debito estero di uno stato, cioè un'insolvenza in ordine a un pagamento ai creditori per un prestito emesso in base alla giurisdizione di un altro paese, denominato tipicamente (ma non sempre) in una valuta estera e detenuto tipicamente, per la maggior parte, da creditori esteri.

In questo ambito l'Argentina detiene il record per il default più elevato: nel 2001 ha dichiarato insolvenza per oltre 95 miliardi di dollari di debiti esteri. La gestione del caso argentino è stata caratterizzata da una riduzione dei pagamenti degli interessi e da un rinvio delle scadenze. Sono numerosi i casi di ripudio del debito, come nel caso del Messico nel 1867, quando il debito emesso dall'imperatore Massimiliano fu ripudiato dal governo Juárez.
Le condizioni di ristrutturazione del debito, solitamente, sono molto meno favorevoli per i creditori rispetto a quelle del contratto originario.
La chiusura del periodo di default sul debito estero è in genere contraddistinta da un accordo formale con i creditori; dunque, le date dei default sono chiaramente definite.
Risulta importante catalogare il numero delle volte in cui un paese è andato in default, considerando generalmente le inadempienze avvenute che si verificano entro due anni da un default precedente come facenti parte del medesimo episodio.
Risulta tuttavia complicato, in alcuni casi, riuscire a datare il termine di un default estero. Ad esempio, il default della Russia nel 1918, a seguito della rivoluzione, è durato circa sessantanove anni. È comunque difficilmente credibile che un periodo così lungo possa essere interamente considerato una crisi, nonostante quegli anni non sono stati prosperi.
Al fine di analizzare il comportamento durante la crisi di vari indicatori economici e finanziari in termini coerenti nel tempo e nel confronto con altri paesi si considera una finestra temporale di sette anni con al centro l'anno del default.

1.5 Crisi del debito domestico

Il debito pubblico domestico viene emesso in conformità alle normative nazionali. Nella grande maggioranza dei paesi, e per la maggior parte della loro storia, il debito domestico è stato denominato nella moneta locale e detenuto prevalentemente da residenti. Le informazioni riguardanti le crisi del debito domestico sono scarse; infatti, non vedendo la presenza di potenti creditori esteri, molti episodi passano inosservati nella grande stampa economica e finanziaria. In linea di principio uno stato non è esposto al rischio di bancarotta se il suo debito sovrano è in valuta nazionale e non indicizzato all'inflazione. Per onorarlo può infatti stampare moneta, a meno che non esista una clausola di
no-bailout; in tal modo, esso genera inflazione e beneficia della riduzione del valore reale del debito. Questo non è possibile se invece il debito sovrano è

in valuta estera. Nonostante le scarse informazioni disponibili sulle crisi del debito domestico, la loro frequenza è notevole, inoltre esse si verificano tipicamente in un quadro economico generale molto peggiore di quello che accompagna di solito il default estero.

1.6 Crisi bancarie

L'analisi, per quanto riguarda le crisi bancarie, è focalizzata sugli eventi. La carenza di serie di dati per estesi periodi di tempo non consente di datare le crisi bancarie o finanziarie in termini quantitativi.
Una via possibile per analizzare è rappresentata, ad esempio, dal prezzo relativo alle azioni bancarie. Purtroppo per gli anni più lontani e per i paesi in via di sviluppo questa analisi risulta notevolmente problematica, dato che molte banche domestiche non hanno titoli azionari trattati in mercati pubblici.
Un'altra possibilità per datare le crisi sono le fluttuazioni dei depositi bancari. Nel caso in cui l'inizio di una crisi bancaria sia stato caratterizzato dalla corsa al ritiro dei depositi, questo indicatore potrebbe funzionare bene.
Purtroppo, spesso, i problemi delle banche non nascono dal lato delle passività ma da un prolungato periodo di deterioramento nella qualità degli attivi, o a seguito del crollo dei prezzi degli immobili (esempio: negli Stati Uniti all'inizio della crisi finanziaria dei sub-prime) vuoi a causa dell'aumento dei fallimenti nel settore non finanziario. In questi casi l'inizio della crisi potrebbe essere delineato da un aumento dei fallimenti o delle insolvenze sui prestiti. Sfortunatamente, indicatori dei fallimenti e delle sofferenze sono generalmente non disponibili.
In ogni caso le statistiche sui mutui in sofferenza sono spesso grossolanamente inesatte, perché le banche cercano di nascondere i loro problemi più a lungo possibile.
Nota l'indisponibilità di dati, identifichiamo una crisi bancaria in base a due tipi di eventi:

1- Il Panico bancario che implica la chiusura, la fusione o l'acquisizione e dunque il salvataggio da parte del settore pubblico di uno o più istituti finanziari (esempi: Venezuela 1993 o Argentina 2001).
2- Se non vi è panico bancario, la chiusura, la fusione, l'acquisizione o l'aiuto pubblico su larga scala a un importante istituto finanziario (o gruppo di istituti) che segni l'inizio di una serie di operazioni analoghe per altri istituti finanziari (esempi: Thailandia 1996-1997).

1.7 Inflazione

Per inflazione si intende un aumento progressivo del livello medio dei prezzi di beni e servizi, il che porta ad una progressiva diminuzione del potere di acquisto - cioè del valore - della moneta.
Molti periodi di elevata inflazione possono essere meglio descritti come cronici: durano molti anni, talora attenuandosi e talora stabilizzandosi a un livello intermedio prima di esplodere.
Molti studi successivi alla Seconda guerra mondiale, utilizzano una soglia di inflazione del 40% o più in dodici mesi come indice di un episodio di alta inflazione e dunque di crisi; vi è un consenso molto ampio sul fatto che livelli di tale entità siano molto dannosi.
Tuttavia, anche picchi inflazionistici molto più bassi del 40% possono risultare significativi.
Ad esempio, anteriormente alla Prima guerra mondiale i tassi di inflazione mediani erano al di sotto del punto percentuale annuo, contro il 5% all'anno del periodo 1914-2006.
In periodi con tassi d'inflazione medi molto inferiori e basse aspettative di elevata inflazione, tassi d'inflazione molto più bassi potevano essere scioccanti e traumatici per un'economia, e quindi considerati crisi.
L'effetto dell'inflazione, però, non va sempre considerato negativo, esso dipende dal contesto in cui si verifica.
Infatti, l'attuale economia considera una quantità moderata di inflazione positiva. La Banca centrale europea si pone come obiettivo un'inflazione che non superi i l 2%.
L'iperinflazione – tassi inflazionistici del 40% al mese – è, invece, un fenomeno sempre negativo.

1.8 Crisi valutarie

Per crisi valutaria si intende il deprezzamento annuo nei confronti della corrispondente valuta di ancoraggio del 15 per cento o più, seguendo la definizione data da C. Reinhart e K. Rogoff. Storicamente le più diffuse valute di ancoraggio sono il dollaro USA, la sterlina britannica ed attualmente anche l'euro. Al fine di garantire un'analogia con il criterio adottato per gli episodi di inflazione, anche nel caso di crisi valutarie non si considera solo la data di inizio del crollo ma l'intero periodo in cui i tassi annui di deprezzamento superano la soglia.
I crolli più rilevanti sono simili per tempistica e ordine di grandezza al profilo delle crisi inflazionistiche.

CAPITOLO 2

2.1 Differenza tra default di impresa e default di uno stato sovrano

Sono numerosi, nel corso della storia, gli episodi di default di stati sovrani sui prestiti contratti con creditori esteri.
Dai default sui prestiti concessi dai banchieri fiorentini intorno alla metà del XIV secolo a Edoardo III d'Inghilterra a quelli sugli ingenti prestiti concessi prevalentemente dai banchieri di New York all'America latina nel corso degli anni 70 del secolo passato.
I paesi finiscono davvero i soldi? O si tratta di un'"apparenza"?
L'ex presidente di Citibank (1967-84) Walter Wriston una volta affermò: <<Gli stati non falliscono>>.
Questa affermazione, fatta con un tempismo particolare, poco prima della grande ondata di default del debito sovrano degli anni ottanta, potrebbe risultare insensata. Dopotutto, Citibank aveva effettuato ingenti investimenti in tutta l'America latina. Tuttavia, in un certo senso, il presidente di Citibank aveva ragione. I paesi non rimangono senza fondi allo stesso modo di una piccola impresa o di una società di capitali, principalmente per due motivi:

1- I paesi di solito non cessano le attività.
2- Il default di un paese è spesso il risultato di un complesso calcolo costi-benefici che implica considerazioni di carattere politico-sociali, non solo di carattere economico-finanziario.

La maggior parte dei casi di default si verifica molto prima che una nazione esaurisca letteralmente le risorse. Infatti, gli stati possono sempre decidere di rimborsare i propri creditori esteri, ovviamente a prezzo di privazioni e sofferenze per il popolo. In queste occasioni, le decisioni e le rotte prese dai leader della politica economica dei paesi in questione, assumono una notevole importanza sul futuro di questi paesi. Queste decisioni purtroppo non sono sempre di carattere esclusivamente razionale.
Le conseguenze di scelte politiche irrazionali e insensate, come ad esempio la decisione del dittatore romeno Nicolai Ceausescu di rimborsare in pochi anni il debito di 9 miliardi di dollari nei confronti di banche estere durante la crisi del debito del decennio 1980-90, possono risultare disastrose; considerando, oltretutto, che molti paesi in via di sviluppo sono riusciti a rinegoziare il loro pesante debito durante la fase di crisi degli anni ottanta, e che probabilmente la Romania sarebbe riuscita a fare altrettanto.

Di conseguenza, ad oggi è opinione comune che un paese debitore non debba sacrificare le sue più preziose risorse al fine di rimborsare i debiti. Questa opinione condivisa porta ad una forte discrepanza tra bancarotta sovrana e il fallimento di un'impresa. Nel fallimento di un'impresa, i creditori hanno diritti ben precisi che generalmente consento loro di impossessarsi di beni del debitore. Nel fallimento sovrano, in teoria, i creditori possono reclamare gli stessi diritti relativi al fallimento di un'impresa, ma in pratica la possibilità di fare valere procedure esecutive è molto limitata. La mancanza di una cornice giuridica sovranazionale per imporre il rispetto dei contratti di debito al di fuori dei confini nazionali, secondo Reinhart e Rogoff, è la più rilevante <<imperfezione>> dei mercati internazionali dei capitali.
Eaton e Gersovitz osservano che i vantaggi portati dal costante accesso ai mercati dei capitali potrebbero indurre i governi a rispettare le scadenze di rimborso anche in assenza di un qualsiasi sistema legale per obbligarli a farlo. Basano la loro analisi sulla congettura che i governi non possono non preoccuparsi della loro <<reputazione>> come beneficiari di credito internazionale. Se non onorano i propri impegni sul debito, la loro reputazione risulterà compromessa.

2.2 Il ruolo delle agenzie di rating

La reputazione, dunque la solidità e la solvibilità, di uno stato sovrano emittente titoli sul mercato finanziario, è uno strumento di controllo dei mercati internazionali dei capitali molto potente.
Le principali agenzie di rating, Standard & Poor's, Moody's e Fitch Ratings, svolgono ruoli fondamentali contro i problemi di asimmetria informativa dei mercati in maniera diretta, mentre indirettamente vincolano l'irrazionalità politica. Avendo la possibilità di classificare il merito di credito degli Stati sovrani, queste agenzie hanno un potere enorme che a sua volta dunque necessita una regolazione.
La vigilanza su queste agenzie è affidata alle autorità competenti dello Stato membro di origine, in collaborazione con le autorità competenti degli altri stati.
Nel resto di questo capitolo prenderemo in esame i metodi utilizzati da Standard & Poor's e Moody's per stabilire rating sovrani.

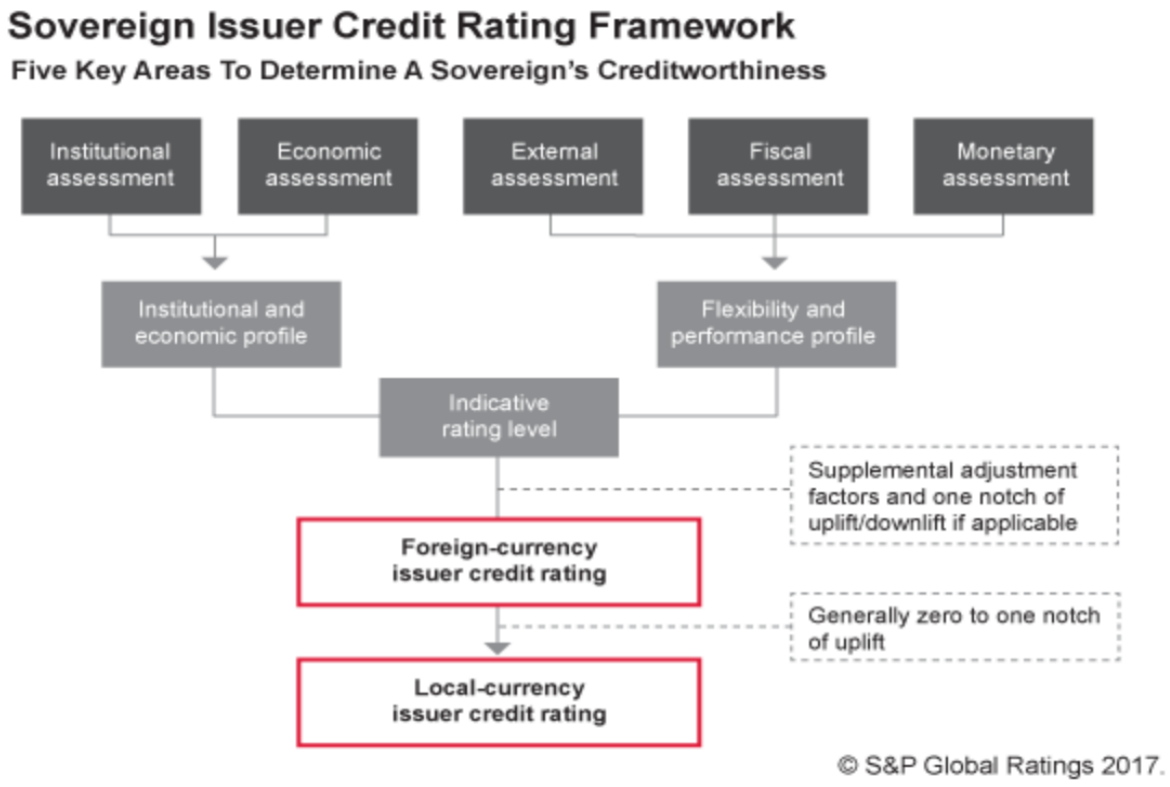
2.3 Standard & Poor's: metodologia del rating sovrano

La seguente spiegazione della metodologia esposta proviene dal sito ufficiale di Standard & Poor's.

La metodologia globale di S&P Global Ratings si applica ai governi sovrani e alle autorità monetarie e mira a fornire ai partecipanti al mercato un quadro chiaro di come valutano entrambi i tipi di entità. Questi criteri si applicano al merito di credito degli emittenti e ai rating delle emissioni. Ai fini di questi criteri, definiamo un sovrano come uno stato che amministra il proprio governo e non è soggetto o dipendente da un altro sovrano per tutte o la maggior parte delle prerogative. In particolare, una delle prerogative più importanti di un sovrano, secondo S&P, è il diritto di determinare la valuta che utilizza, nonché le strutture politiche e fiscali in cui opera.
Tutti i riferimenti ai rating sovrani in questo modello riguardano la capacità e la volontà di uno Stato sovrano di onorare gli obblighi finanziari nei confronti di creditori (commerciali) non ufficiali. Il rating di credito dell'emittente (ICR) su un sovrano non riflette la sua capacità e volontà di soddisfare altri tipi di obbligazioni, come le obbligazioni:

- Verso altri governi (debito del Club di Parigi o debito intergovernativo);
- Alle sovranazionali, come il Fondo Monetario Internazionale (FMI) o la Banca Mondiale;
- Onorare una garanzia che non soddisfa i nostri criteri per la sostituzione del credito;
- Alle imprese del settore pubblico o agli enti locali e regionali

La metodologia tiene conto del potenziale effetto di questi obblighi sulla capacità di un sovrano di onorare i propri obblighi finanziari commerciali.
I criteri di rating sovrano incorporano i fattori che ritengono influenzino la volontà e la capacità di un governo sovrano di onorare i propri obblighi finanziari nei confronti di creditori non ufficiali in tempo e per intero. Le fondamenta dell’analisi del credito sovrano poggiano su cinque pilastri.



La **valutazione istituzionale** riflette la visione di S&P di come le istituzioni e le politiche di un governo influiscano sui fondamentali del credito di un sovrano fornendo finanze pubbliche sostenibili, promuovendo una crescita economica equilibrata e rispondendo a shock economici o politici. Riflette anche la visione della trasparenza e della responsabilità di dati, processi e istituzioni; la cultura del rimborso del debito di un sovrano; e potenziali rischi per la sicurezza esterna e interna.
La storia delle insolvenze sovrane suggerisce che un'economia ricca, diversificata, resiliente e adattabile, alla fine, aumenta la sua capacità di sopportare il debito.
La **valutazione economica** incorpora:

- I livelli di reddito del paese misurati dal PIL pro capite, che indicano basi fiscali e di finanziamento più ampie su cui attingere, che generalmente supportano il merito creditizio;
- Prospettive di crescita;
- La sua diversità e volatilità economica.

La **valutazione esterna** di un paese, che si riferisce alle transazioni e alle posizioni di tutti i residenti (enti pubblici e privati) nei confronti del resto del mondo, è guidata principalmente dall'analisi di:

- Lo stato della valuta di un sovrano nelle transazioni internazionali;

- La liquidità esterna del Paese, che fornisce un'indicazione della capacità dell'economia di generare la valuta estera necessaria per far fronte agli obblighi del settore pubblico e privato nei confronti dei non residenti;
- La posizione sull'estero del paese, che mostra le attività e le passività dei residenti (sia in valuta estera che locale) rispetto al resto del mondo.

La **valutazione di bilancio** riflette la valutazione della sostenibilità dei disavanzi di un sovrano e del suo onere del debito. Questa misura considera la flessibilità di bilancio, le tendenze e le vulnerabilità di bilancio a lungo termine, la struttura del debito e l'accesso ai finanziamenti e i potenziali rischi derivanti da passività potenziali. Date le numerose dimensioni che questa valutazione coglie, l'analisi è divisa in due segmenti, "rendimento fiscale e flessibilità" e "onere del debito".
La **valutazione monetaria** tiene conto della opinione di S&P sulla capacità dell'autorità monetaria di adempiere al proprio mandato, sostenendo al contempo un'economia equilibrata e attenuando eventuali shock economici o finanziari importanti. Derivano la valutazione monetaria analizzando:

- Il regime del tasso di cambio, che influenza la capacità di un sovrano di coordinare la politica monetaria con le politiche fiscali e altre politiche economiche per sostenere una crescita economica sostenibile;
- La credibilità della politica monetaria misurata, tra l'altro, dall'andamento dell'inflazione lungo un ciclo economico e dagli effetti dei meccanismi monetari orientati al mercato sull'economia reale, che è in gran parte una funzione della profondità e della diversificazione del sistema finanziario e dei capitali di un paese mercati.

2.3.1 Metodologia di S&P

Ciascuno dei cinque fattori sopra menzionati è valutato su una scala numerica a sei punti da '1' (il più forte) a '6' (il più debole). Sia i fattori quantitativi che le considerazioni qualitative costituiscono la base di queste valutazioni previsionali. Il profilo istituzionale ed economico dello Stato sovrano (la media della valutazione istituzionale e della valutazione economica) riflette l’analisi della resilienza dell'economia di un paese, della forza e della stabilità delle sue istituzioni civili e dell'efficacia delle sue politiche. Il profilo di flessibilità e performance del sovrano (la media della valutazione esterna, della valutazione di bilancio e della valutazione monetaria) riflette l’opinione di S&P della sostenibilità del saldo di bilancio e

dell'onere del debito di un governo, alla luce della posizione esterna del paese, nonché della flessibilità fiscale e monetaria del governo.

Indicative Rating Levels

From The Combination Of The Institutional And Economic Profile With The Flexibility And Performance Profile

		INSTITUTIONAL AND ECONOMIC PROFILE										
	Category	Superior	Extremely strong	Very strong	Strong	Moderately strong	Intermediate	Moderately weak	Weak	Very weak	Extremely weak	Poor
FLEXIBILITY AND PERFORMANCE PROFILE	*Category*	Assess-ment	1	1.5	2	2.5	3	3.5	4	4.5	5	5.5	6
	Extremely strong	1 to 1.7	aaa	aaa	aaa	aa+	aa	a+	a	a-	bbb+	bb+	bb-
	Very strong	1.8 to 2.2	aaa	aaa	aa+	aa	aa-	a	a-	bbb+	bbb	bb+	bb-
	Strong	2.3 to 2.7	aaa	aa+	aa	aa-	a	a-	bbb+	bbb	bb+	bb	b+
	Moderately strong	2.8 to 3.2	aa+	aa	aa-	a+	a-	bbb	bbb-	bb+	bb	bb-	b+
	Intermediate	3.3 to 3.7	aa	aa-	a+	a	bbb+	bbb-	bb+	bb	bb-	b+	b
	Moderately weak	3.8 to 4.2	aa-	a+	a	bbb+	bbb	bb+	bb	bb-	b+	b	b
	Weak	4.3 to 4.7	a	a-	bbb+	bbb	bb+	bb	bb-	b+	b	b-	b-
	Very weak	4.8 to 5.2	bbb	bbb	bbb-	bb+	bb	bb-	b+	b	b	b-	b-
	Extremely weak	5.3 to 6	bb+	bb+	bb	bb-	b+	b	b	b-	b-	b-	b-

Assigning 'CCC+', 'CCC', 'CCC-', and 'CC' ratings is based on "Criteria For Assigning 'CCC+', 'CCC', 'CCC-', And 'CC' Ratings," Oct. 1, 2012.

© S&P Global Ratings 2017.

Utilizzano quindi il profilo di flessibilità e performance e il profilo istituzionale ed economico per determinare un "livello di rating indicativo" (vedi tabella 1). Prevedono che il rating sovrano in valuta estera rientri, nella maggior parte dei casi, entro un notch del livello di rating indicativo. Ad esempio, per un sovrano che ritengono dotato di un profilo istituzionale ed economico "moderatamente forte" e di un profilo di flessibilità e performance "molto forte", molto probabilmente assegneranno un rating entro un notch di "AA-". In alcuni casi, un rating sovrano in valuta estera potrebbe differire di più di un notch rispetto al livello di rating indicativo se soddisfa uno o più dei fattori di aggiustamento supplementari descritti nella sezione "Fattori e massimali di aggiustamento aggiuntivi". Se uno Stato sovrano avesse diverse di queste caratteristiche, il rating in valuta estera del sovrano sarebbe rettificato dall'effetto cumulativo di tali aggiustamenti o dai massimali indicati da tali

aggiustamenti. Questi fattori potrebbero essere negativi (onere del debito fiscale estremamente elevato, liquidità esterna estremamente debole, rischio di eventi o rischio istituzionale molto elevato e onere del debito elevato) o positivi (attività pubbliche finanziarie liquide molto ingenti).
In assenza di ulteriori fattori di aggiustamento, il rating in valuta estera sovrana è entro un notch del livello di rating indicativo. I principali fattori che possono portare a un ICR superiore o inferiore di un notch al livello di rating indicativo sono i seguenti:

- Almeno uno dei cinque fattori di rating si trova in una transizione positiva o negativa che sostiene o sminuisce il merito creditizio e che non è già pienamente catturato nel livello di rating indicativo;
- Il sovrano è un sovraperformante o sottoperformante sostenuto e previsto tra i titoli sovrani con rating simile per almeno uno dei fattori chiave di rating, a meno che non sia già stato catturato altrove nella metodologia;
- Consideriamo il cambiamento in una particolare valutazione come temporaneo e prevediamo che si ripresenti o venga compensato (a medio e lungo termine) da una dinamica opposta in altre valutazioni. Un esempio è il deterioramento della valutazione esterna a causa di grandi progetti di investimento che prevediamo, in caso di successo, miglioreranno il potenziale di crescita economica nel medio termine;
- Un cambiamento in un solo fattore di rating può talvolta portare a un cambiamento multinotch nel rating indicativo nella matrice di rating indicativo (vedi tabella 1). In questo caso, la valutazione finale può essere fissata di un grado rispetto a quanto indicato in tabella. Ad esempio, se un sovrano ha una valutazione del profilo istituzionale ed economico di 2,0 e una valutazione del profilo di flessibilità e performance di 4,8, il rating finale potrebbe essere fissato a "BBB" (fattori supplementari assenti), invece di "BBB-" come indicato nella matrice, qualora una variazione di valutazione fosse sufficiente per elevare il livello di rating indicativo a 'bbb+';
- Anche altri fattori che non sono pienamente catturati nel rating indicativo e che hanno un impatto positivo o negativo sulla nostra opinione sull'affidabilità creditizia potrebbero indurci a modificare il livello di rating indicativo di un notch. Tali fattori potrebbero includere, ad esempio, fattori di credito ambientali, sociali o di governance, compreso il rischio informatico.

2.3.2 Fattori di credito

1. **Valutazione istituzionale**

La valutazione istituzionale comprende l'analisi di come le istituzioni e il processo decisionale di un governo influiscono sui suoi fondamentali creditizi fornendo finanze pubbliche sostenibili, promuovendo una crescita economica equilibrata e rispondendo a shock economici o politici.
La valutazione istituzionale iniziale di un sovrano considera:

- L'efficacia, la stabilità e la prevedibilità del suo processo decisionale e delle sue istituzioni politiche;
- La trasparenza e la responsabilità delle sue istituzioni, dati e processi e la copertura e l'affidabilità delle informazioni statistiche.

La valutazione istituzionale finale potrebbe peggiorare dopo aver considerato due potenziali fattori di aggiustamento:

- La cultura del pagamento del debito sovrano;
- Rischi per la sicurezza esterna.

S&P basa l'analisi dei fattori di **efficacia, stabilità e prevedibilità del processo decisionale, delle istituzioni politiche e della società civile**, su:

- Lo storico di un paese sovrano nella gestione delle crisi passate del settore politico, economico e finanziario; mantenimento di una politica prudente; e la realizzazione di una crescita economica equilibrata e sostenibile. Ciò include un'attuazione tempestiva di varie riforme (come l'assistenza sanitaria o le pensioni, per garantire finanze pubbliche sostenibili a lungo termine), una gestione prudente della politica monetaria e una gestione efficace delle pressioni esterne. Le riforme a sostegno di finanze pubbliche sostenibili possono anche comportare politiche per ridurre la dipendenza dai settori a rischio di transizione energetica a più lungo termine e/o politiche per mitigare gli effetti fisici negativi dei cambiamenti climatici;
- La prevedibilità nel quadro politico generale e gli sviluppi che possono influenzare le risposte politiche a una crisi futura o portare a cambiamenti politici significativi;
- Sfide effettive o potenziali alle istituzioni politiche, che possono coinvolgere conflitti interni, da richieste popolari di una maggiore partecipazione politica o economica, o da sfide significative alla legittimità delle istituzioni su basi etniche, religiose o politiche; e
- La coesione della società civile, come dimostra la mobilità sociale, l'inclusione sociale, la prevalenza delle organizzazioni civiche, il grado

di ordine sociale e la capacità delle istituzioni politiche di rispondere alle priorità della società.

Un'efficace elaborazione delle politiche e istituzioni politiche stabili consentono ai governi di affrontare i periodi di difficoltà economica e di adottare misure per correggere gli squilibri. Ciò contribuisce a sostenere le prospettive di crescita a lungo termine e a limitare il rischio di un forte deterioramento del merito creditizio di un sovrano.
Per quanto riguarda i fattori di **trasparenza e responsabilità di istituzioni, dati e processi,** S&P analizza:

- L'esistenza di controlli ed equilibri tra le istituzioni;
- Il livello di corruzione percepito nel paese, che è fortemente correlato alla responsabilità delle sue istituzioni;
- L'applicazione imparziale dei contratti e il rispetto dello stato di diritto (in particolare dei diritti di proprietà), che è strettamente correlato al rispetto degli interessi dei creditori e degli investitori;
- L'indipendenza degli uffici di statistica e dei media, e la cronologia delle revisioni o lacune dei dati, come misure della trasparenza e dell'affidabilità delle informazioni.

L'indipendenza degli uffici di statistica e dei media comprende una valutazione della qualità e della coerenza dei dati rilevanti. Questi dati sono generalmente basati su valori stimati e non sono sempre misurati con precisione. Pertanto, quando c'è una storia di revisioni di dati significative, previsioni scadenti o lacune e incongruenze di dati (da una fonte o tra fonti), i criteri richiedono l'interpretazione dei dati alla luce di queste discrepanze.
La trasparenza e la responsabilità delle istituzioni incidono direttamente sul merito creditizio sovrano perché rafforzano la stabilità e la prevedibilità delle istituzioni politiche e del quadro politico, anche se potrebbero non rafforzare la stabilità di una classe o di un partito politico dominante
Le tabelle 2A e 2B elaborano i fattori di cui sopra ed elencano le caratteristiche che generalmente si attendono per ciascuno dei livelli di valutazione secondo S&P.

Table 2A

A Sovereign's Institutional Assessment *On a scale from '1' to '6', with '1' the strongest and '6' the weakest*		
	Effectiveness, stability, and predictability of policymaking, political institutions, and civil society	**Transparency and accountability of institutions, data, and processes**
1	• Proactive policymaking and a strong track record in managing past economic and financial crisis and delivering economic growth • Ability and willingness to implement reforms to ensure sustainable public finances and economic growth over the long term • Cohesive civil society, as evidenced by high social inclusion, prevalence of civic organizations, degree of social order and capacity of political institutions to respond to societal priorities	• Extensive checks and balances between institutions •Unbiased enforcement of contracts and respect for rule of law •Free flow of information throughout society, with open debate of policy decisions •Timely and reliable data and statistical information
2	Compared with '1', any of the following apply: • Generally strong, but shorter, track record of policies that deliver sustainable public finances and balanced economic growth consistently over the long term • Weaker ability to implement reforms because of a slow or complex decision-making process. • Cohesive civil society, but slightly less in degree than countries we assess '1'	• Generally effective checks and balances • Unbiased enforcement of contracts and respect for rule of law • Free flow of information throughout society, with open debate of policy decisions •Timely and reliable data and statistical information
3	• Generally effective policymaking in recent years, promoting sustainable public finances and balanced economic growth. But policy shifts are possible because of changes in administration or the potential destabilizing influences of underlying socioeconomic or significant long-term fiscal challenges. • Cohesive civil society, but less in degree than countries we assess '1' or '2', either because of ethnic, racial, or class tensions or because of higher level of crime	• Evolving checks and balances between various institutions • Generally unbiased enforcement of contracts and respect for rule of law • Free flow of information throughout society, but with policy decisions not fully and openly debated • Statistical information that may be less timely than for the higher categories or subject to large revisions

Table 2B

A Sovereign's Institutional Assessment *On a scale from '1' to '6', with '1' being the strongest and '6' the weakest*		
	Effectiveness, stability, and predictability of policymaking, political institutions, and civil society	**Transparency and accountability of institutions, data, and processes**
4	One of the following is present: • Policy choices may weaken support for sustainable public finances and balanced economic growth • Reduced predictability of future policy responses because of an uncertain or untested succession process or moderate risk of challenges to political institutions resulting from highly centralized decision-making and parts of the population desiring more political or economic participation • Civil society with ethnic, racial, or class tensions; rising crime rates; and a reduced capacity of political institutions to respond to societal priorities. Low probability, however, of social upheaval	• More uncertain checks and balances between institutions, less enforcement of contracts and respect for the rule of law than in above categories • Relatively weak transparency, owing to interference by political institutions in the free dissemination of information, material gaps in data, or reporting delays
5	One of the following is present: • Policy choices likely weaken capability and willingness to maintain sustainable public finances and balanced economic growth, and thus, debt service • High risk of challenges to political institutions, possibly involving domestic conflict, because of demands for more economic or political participation by parts of the population, or significant ethnic or religious challenges to the legitimacy of political institutions •Future policy responses are difficult to predict because of a highly polarized political landscape, highly centralized decision-making or an uncertain or untested succession process • Frayed civil society with difficult ethnic, racial, or class tensions; high crime; and a reduced capacity of political institutions to respond to societal priorities. Rising chance of social upheaval	• Unassured enforcement of contracts and respect for rule of law • Impaired transparency, owing to at least one of the following factors: moderate to high levels of perceived corruption, material data gaps, or significant interference by political institutions in the free dissemination of information.
6	One of the following is present: • Weak political institutions, resulting in an uncertain policy environment in periods of stress, including diminished capability and willingness to maintain timely debt service • Considerable risk of breakdown between political institutions, including significant risk of domestic conflict • Distressed civil society; sharp ethnic, racial, or class tensions; inability or unwillingness of political institutions to respond to societal priorities; or present danger of social upheaval	• Unassured enforcement of contracts and respect for rule of law • Impaired transparency, owing to several of the following factors: frequent and material data revisions or lack or suppression of data and information flows; or high levels of perceived corruption of political institutions

Nei casi in cui si ritiene che la **cultura del pagamento del debito sovrano** sia un rischio di credito, la valutazione istituzionale complessiva viene aggiustata in modo che non possa essere migliore di "6".
Il secondo potenziale adeguamento alla valutazione istituzionale iniziale riguarda i rischi geopolitici e di sicurezza esterna, comprese le guerre o le minacce di guerra derivanti da conflitti o da relazioni tese con i vicini. Quando c'è un rischio di guerra di lunga data, ma non si prevede una probabilità che si concretizzi nei prossimi due o tre anni, la valutazione istituzionale potrebbe

peggiorare di una o due categorie rispetto la valutazione iniziale, a seconda del potenziale impatto sull'economia reale, la spesa fiscale e la performance esterna. Tuttavia, quando questi rischi sono imminenti o in rapido aumento, influirebbero sul rating complessivo.

2. **Valutazione economica**

La storia delle insolvenze sovrane suggerisce che un'economia ricca, diversificata, resiliente, orientata al mercato e adattabile, unita a un track record di crescita economica sostenuta, fornisce a un sovrano una solida base di entrate, migliora la sua flessibilità di politica fiscale e monetaria e, in definitiva, ne aumenta la capacità di assunzione del debito.
I fattori chiave della valutazione economica sono:

- Livelli di reddito,
- Prospettive di crescita,
- Diversità e volatilità economica.

Ricaviamo una valutazione iniziale basata sul livello di reddito di un paese, misurato dal suo PIL pro capite, che quindi può ricevere un aggiustamento positivo o negativo fino a due categorie in base alle prospettive di crescita dell'economia, alla sua potenziale concentrazione o volatilità e le potenziali incongruenze, lacune o discontinuità dei dati materiali.

Table 3

A Sovereign's Economic Assessment *On a scale from '1' to '6', strongest to weakest*	
On a scale of '1' to '6' based on GDP per capita*	
Positive adjustment factors	**Negative adjustment factors**
The following factor generally improves the initial economic assessment by one category: • Above average economic growth, as measured by real GDP per capita trend growth that is consistently well above that of sovereigns in the same GDP per capita category (for further details, see "Economic growth prospects")	Each of the following factors generally weakens the initial economic assessment by one category: • Below average economic growth, as measured by real GDP per capita trend growth that is consistently well below that of its sovereigns in the same GDP category (for further details, please see "Economic growth prospects") • Economic growth primarily resulting from a rapid increase in depository corporations claims, indicating a credit bubble (for further details, please see "Economic growth prospects") • Volatile or concentrated economy (for further details, see "Economic diversity and volatility") • Material data inconsistencies, gaps or discontinuities (for further details, see "Material data inconsistencies, gaps, or discontinuities")
The economic assessment equals the initial assessment, adjusted by a maximum of two categories up or down based on the net effect of the adjustment factors outlined above.	
*Current year estimate. If the GDP per capita falls near the cut-off point (typically by 10%) we can assign either the score that corresponds to the range into which a sovereign's per capita GDP falls, or assign the nearest adjacent score.	

Il PIL pro-capite è la misura più importante del reddito, secondo S&P. Con un PIL pro capite più elevato, un paese ha basi fiscali e di finanziamento potenziali più ampie su cui attingere, che generalmente supportano l'affidabilità creditizia. La valutazione economica utilizza la stima del PIL pro capite dell'anno in corso ricavata dalle statistiche nazionali, convertita in dollari USA. Per determinare i cambiamenti, utilizziamo i dati del World Economic Outlook del FMI e del Programma di sviluppo delle Nazioni Unite (per i dati sulla popolazione globale). Sulla base di questi dati, calcolano la crescita nominale prevista del PIL pro capite globale e applicano quindi un tasso di crescita simile a tutte le soglie. Inoltre, le soglie sono arrotondate ai $ 100 più vicini. Se il PIL pro capite di un paese scende vicino al punto di interruzione (tipicamente del 10%), possiamo assegnare il punteggio che

corrisponde all'intervallo in cui rientra il PIL pro capite di un sovrano o assegnare il punteggio adiacente più vicino. Possibili ragioni per l'applicazione di questa valutazione flessibile potrebbero, ad esempio, includere l'aspettativa che i movimenti dei tassi di cambio (valuta locale rispetto al dollaro USA) possano spostare il PIL pro capite nella fascia adiacente all'interno dell'orizzonte di rating. Un altro motivo potrebbe essere che riteniamo insostenibile l'attuale PIL pro capite a lungo termine per altri motivi, siano essi strutturali (compresi fattori sociali strutturali o concentrazione economica in settori che possono essere materialmente esposti a rischi ambientali) o legati al ciclo economico.

S&P Global Ratings GDP Per Capita Thresholds

GDP PER CAPITA (US$)	MORE THAN 42,800	30,400-42,800	18,000-30,400	6,200-18,000	1,200-6,200	BELOW 1,200
Initial economic assessment	1	2	3	4	5	6

Median Weighted Average 10-Year Per Capita Growth Rates

INITIAL ECONOMIC ASSESSMENT	WEIGHTED AVERAGE 10-YEAR REAL GDP PER CAPITA GROWTH (%)
1 and 2	0.8
3 and 4	1.5
5 and 6	1.5

La valutazione economica di uno Stato sovrano è generalmente una categoria migliore o peggiore della valutazione iniziale quando le sue prospettive di crescita sono ben al di sotto o al di sopra di quelle dei sovrani nella stessa categoria di PIL pro capite. La misura chiave della crescita economica è la crescita tendenziale del PIL pro capite reale.
Il termine "crescita tendenziale" si riferisce alle stime del tasso di crescita sostenibile del PIL su un lungo periodo (senza creare pressioni inflazionistiche, bolle patrimoniali o altre dislocazioni economiche). Tali stime sono generalmente derivate da osservazioni empiriche basate sul recente

passato e sulle tendenze storiche a più lungo termine e tentano di esaminare le fluttuazioni di un ciclo economico. L'analisi messa in atto da S&P si concentra sulla crescita del PIL pro capite per standardizzare, in parte, una crescita guidata più dagli input che dalla produttività.
Per formare la misura di crescita tendenziale utilizzata nella table 3, si considera la crescita media del PIL pro capite reale di un paese in un periodo di 10 anni, per coprire generalmente almeno un ciclo economico. Più specificamente, la misura della crescita tendenziale del PIL pro capite reale è la media di:

- Sei anni di dati storici,
- La stima per l'anno in corso,
- Previsioni triennali.

L'ultimo anno storico, la stima dell'anno in corso e le previsioni sono ponderate al 100%, mentre agli anni precedenti viene assegnato un peso inferiore, per evitare un forte calo o aumento quando un anno eccezionale esce dalla media decennale. Se il periodo di dieci anni selezionato non copre adeguatamente il ciclo economico osservato nel paese, la crescita tendenziale può essere aggiustata per riflettere più da vicino i cicli passati. In particolare, si adegua il calcolo della crescita tendenziale per elementi una tantum, come variazioni della base statistica, investimenti una tantum ingenti o variazioni sostanziali della popolazione a causa di eventi straordinari, come forti flussi migratori temporanei.
Gli Stati sovrani con tassi di crescita superiori o inferiori rispetto agli Stati sovrani nella stessa categoria del PIL riceverebbero generalmente un aggiustamento positivo o negativo rispetto alla valutazione iniziale. Per le economie (di solito basate sulle risorse) in cui la crescita economica nominale può essere un indicatore migliore di prosperità e risorse, l'aggiustamento negativo potrebbe non applicarsi se la ricchezza dell'economia (PIL pro capite almeno 1,5 volte superiore alla soglia per la valutazione iniziale di '1') potrebbe sostanzialmente attutire il rischio potenziale.

3. Valutazione esterna

La valutazione esterna riflette la capacità di un paese di ottenere dall'estero i fondi necessari per soddisfare i propri obblighi del settore pubblico e privato nei confronti dei non residenti. Si riferisce alle transazioni e alle posizioni di tutti i residenti (enti pubblici e privati) rispetto a quelle dei non residenti

perché è la totalità di questi flussi e stock che influisce sul livello di riserve di un paese e sull'andamento dei tassi di cambio.
Tre fattori determinano la valutazione esterna di un paese:

- Lo stato della sua valuta nelle transazioni internazionali;
- la liquidità esterna del Paese, che fornisce un'indicazione della capacità dell'economia di generare la valuta estera necessaria per far fronte agli obblighi del settore pubblico e privato nei confronti dei non residenti;
- La posizione sull'estero del paese, che mostra le attività e le passività dei residenti (sia in valuta estera che locale) rispetto al resto del mondo.

Il primo passo nella valutazione esterna riguarda il grado di utilizzo della valuta di un sovrano nelle transazioni internazionali. S&P assegna una migliore valutazione esterna ai sovrani che controllano una "valuta di riserva" o una "valuta negoziata attivamente". Distinguono tra i titoli sovrani con valute di riserva e quelli con valute attivamente negoziate in questo modo:
Stati sovrani con una valuta di riserva. Un sovrano in questa categoria beneficia generalmente di una valuta (che controlla) che rappresenta oltre il 3% del totale delle riserve valutarie assegnate a livello mondiale sulla base del rapporto del FMI "Composizione valutaria delle riserve ufficiali di valuta estera".
La domanda di debito di questi stati tende ad aumentare nei periodi di stress economico globali.
Stati sovrani con una valuta attivamente scambiata. Un sovrano in questa categoria generalmente beneficia di una valuta che viene acquistata o venduta in più dell'1% del fatturato globale del mercato dei cambi, sulla base del rapporto della Banca per i regolamenti internazionali (BRI) "Indagine triennale sulla banca centrale".
Questi Stati sovrani hanno un attributo comune: le loro valute sono ampiamente utilizzate nelle transazioni finanziarie al di fuori dei propri confini, il che significa che potrebbero essere meno vulnerabili ai cambiamenti nei portafogli degli investitori di partecipazioni transfrontaliere rispetto a quelli di altri paesi. L'uso internazionale di queste valute, a sua volta, deriva da:

- Credibilità delle politiche e delle istituzioni del Paese;
- Forza dei suoi sistemi finanziari;
- I mercati dei capitali ampi e aperti del paese, con interessi e tassi di cambio determinati dal mercato;
- Uso delle sue valute come unità di conto nei mercati dei capitali globali.

Queste caratteristiche possono spingere gli obblighi esterni dei sovrani che emettono queste valute a livelli relativamente elevati. Ma ciò non presenta necessariamente lo stesso grado di rischio dei paesi con valute non negoziate attivamente perché le impostazioni politiche di questi sovrani possono preservare più facilmente la fiducia degli investitori esteri.

Table 4

A Sovereign's External Assessment
On a scale from '1' to '6', with '1' being the strongest and '6' the weakest

Measure of a country's external indebtedness:		Sovereigns with a reserve currency	Sovereigns with an actively traded currency	Other sovereigns' measure of a country's external liquidity: Gross external financing needs/ (CAR + useable reserves)*			
				Below or equal to 50%	50%-100%	100%-150%	Above 150%
Narrow net external debt/CAP (%)¶	Below or equal to -50%	1	1	1	1	1	2
	-50%-0%	1	1	1	1	2	3
Narrow net external debt/CAR (%)¶	0%-50%	1	2	1	2	3	4
	50%-100%	2	2	2	3	4	5
	100%-150%	2	3	3	4	5	5
	150%-200%	3	4	4	5	5	6
	Above 200%	3	4	5	6	6	6

Positive adjustment factors	Negative adjustment factors
Each of the following factors generally improves the initial external assessment by one category: • Countries displaying a significantly stronger net external position • Countries with actively traded currencies running consistent current account surpluses For further details, see "Adjustments for the trend and funding composition of the balance of payments"	Each of the following factors generally weakens the initial external assessment by one category: • Countries exposed to a risk of marked deterioration in external financing • Countries exposed to significant volatility in terms of trade • Countries where low external debt reflects debt constraints • Countries with material data inconsistencies • Countries with actively traded currencies running high current account deficits The following factor worsens the initial assessment by two categories: • Sovereigns with actively traded currencies running very high current account deficits For further details, see "Adjustments for the trend and funding composition of the balance of payments"

The external assessment equals the initial assessment, adjusted by a maximum of three categories based on the net effect of the adjustment factors outlined above

Anchor assessment measures that fall at or nearing the cut-off points (within roughly 10% of the closest threshold) may receive a better assessment if trends are improving and a worse assessment if trends are weakening, reflecting the expected future level.
*Based on the average of the current-year estimate and two- to three-year forecasts.
¶Based on the current-year estimate and the expected trend for the next two to three years.

Per gli altri paesi, combinano la valutazione dell'indebitamento esterno di un sovrano con l'analisi della sua liquidità esterna per ricavare la sua valutazione esterna iniziale.
La misura chiave usata da S&P dell'indebitamento estero di un paese è il rapporto tra debito estero netto ristretto e CAR (o CAP se le attività liquide esterne superano il debito estero).
Il termine "stretto" si riferisce ad una misura più ristretta delle attività rispetto ad alcune definizioni internazionali ampiamente utilizzate di debito estero netto. Il calcolo del debito estero netto ristretto sottrae dal debito estero lordo solo le riserve ufficiali in valuta estera e le attività esterne liquide del settore pubblico e tutte le attività del settore finanziario. Usano questa definizione speciale per due motivi:

- Le attività del settore finanziario possono essere generalmente più liquide di quelle del settore privato non finanziario;
- La maggior parte delle istituzioni finanziarie gestisce attività e passività esterne, il che non è il caso di molte entità del settore privato non finanziarie, alcune delle quali possono essere principalmente detentori di attività e altre principalmente detentori di passività.

In uno scenario al ribasso, le entità del settore privato non finanziarie potrebbero non rimpatriare attività esterne o potrebbero persino trasferire le proprie attività nel sistema finanziario nazionale su conti esteri.
La valutazione esterna di un sovrano è uguale alla valutazione iniziale derivata dalla tabella 4, rettificata fino a tre categorie in base all'effetto netto dei fattori di aggiustamento positivi e negativi elencati nella tabella 4.
Ciascuna delle seguenti due condizioni generalmente migliora la valutazione esterna di un sovrano di una categoria (tabella 4):

- Il sovrano controlla una valuta attivamente negoziata e mostra un avanzo delle partite correnti, in media, nell'ultimo anno storico, nell'anno in corso e nei prossimi due anni di previsione.
- Il paese ha significative e liquide attività esterne del settore privato non finanziarie, investimenti diretti netti all'estero con reddito e investimenti netti di portafoglio all'estero. Ciò si riflette generalmente in una posizione patrimoniale netta sull'estero più favorevole rispetto alla posizione debitoria netta sull'estero ridotta di oltre il 100% del CAR (sulla base dell'anno in corso e sulla tendenza prevista per i prossimi due o tre anni, a meno che i dati storici non siano più rilevanti).

Ciascuna delle condizioni elencate di seguito generalmente indebolisce la valutazione esterna di un sovrano di una categoria (tabella 4).

- Il sovrano ha una valuta attivamente negoziata e mostra un elevato disavanzo delle partite correnti (costantemente superiore al 10% della CAR), che probabilmente indica un problema strutturale (competitività, un'economia domestica sovraindebitata o entrambi), o il suo debito estero a breve termine rimanendo la scadenza generalmente supera il 100% del CAR. I sovrani con una valuta attivamente negoziata, che mostrano un disavanzo delle partite correnti molto elevato (costantemente superiore al 20% della CAR) ricevono generalmente un adeguamento negativo di due categorie.
- Esiste il rischio di un marcato deterioramento del costo o dell'accesso ai finanziamenti esterni in relazione alla nostra valutazione dei seguenti fattori: (i) il settore finanziario che opera in un contesto più difficile a causa dell'indebolimento della qualità degli attivi o dell'aumento delle pressioni di finanziamento; (ii) le imprese pubbliche finanziarie e non finanziarie di rilevanza sistemica si trovano ad affrontare crescenti rischi di finanziamento esterno; (iii) una potenziale significativa riduzione della disponibilità di finanziamenti ufficiali a causa del mancato rispetto delle condizioni di prestito; (iv) una potenziale perdita significativa di depositi di non residenti in titoli sovrani in cui tali depositi sono importanti date le dimensioni, la concentrazione e le vulnerabilità del sistema bancario nazionale; questo rischio è ulteriormente esacerbato se questi depositi non residenti sono prestati a terra; o (v) un potenziale spostamento significativo negli investimenti diretti esteri o negli investimenti in partecipazioni di portafoglio, soprattutto nei paesi in cui la posizione debitoria netta sull'estero è sostanzialmente peggiore della posizione debitoria estero netta ristretta (generalmente di oltre il 100% della CAR).
- Il paese è esposto a una volatilità significativa in termini di scambi a causa di una base di esportazione ristretta o concentrata (compresi i paesi esportatori di materie prime), misurata, ad esempio, dalla deviazione standard della variazione delle ragioni di scambio tipicamente superiore al 10%, a meno che il paese non disponga di una posizione patrimoniale netta sull'estero ampia (le attività esterne in genere superano le passività esterne di oltre il 50% della PAC). Generalmente calcoliamo la deviazione standard in base ai dati degli ultimi 10 anni, rettificati per elementi una tantum.

- Il basso debito estero del paese o il basso fabbisogno di finanziamento esterno riflettono un accesso molto limitato al mercato, una recente rinegoziazione del debito o ristrutturazioni simili (che migliorano il profilo di ammortamento) tipicamente negli ultimi 10 anni (o più brevi se la riduzione del debito è stata modesta); arretrati a creditori esterni ufficiali; o altre caratteristiche simili, suggerendo vulnerabilità esterne nonostante i rapporti apparentemente forti. Meno debito, un tasso di interesse più basso o un piano di ammortamento più leggero a seguito di una rinegoziazione del debito offre più margine fiscale e riduce i rischi di rollover, ma la perdita di credibilità e l'indebolimento della cultura del pagamento influiscono negativamente sulla valutazione nonostante le statistiche sul debito più solide. Non applicheremmo più questo aggiustamento negativo poiché un sovrano stabilisce un track record di gestione del debito prevedibile ed efficace e migliora la propria cultura di pagamento del debito.
- I dati esterni del paese mancano di coerenza (ad esempio, a causa di errori e omissioni costantemente elevati o di disallineamenti stock-flussi inspiegabili) oppure l'utile netto del paese indica una posizione significativamente peggiore rispetto alla posizione patrimoniale netta sull'estero.

Ogni sovrano appartenente a un'unione monetaria riceve una valutazione esterna basata sulla sua posizione esterna individuale, utilizzando la tabella 4, e in base alla valuta dell'unione. Questo perché la liquidità esterna e le situazioni di bilancio dei membri di un'unione monetaria possono variare notevolmente, anche se condividono tutti una valuta comune e mercati dei capitali comuni. Tuttavia, sebbene la valuta di un'unione monetaria nel suo insieme possa essere una valuta di riserva, i singoli membri dell'unione verrebbero trattati come se la valuta fosse solo attivamente scambiata perché non controllano da soli la valuta comune.

Stati sovrani con dati esterni limitati

Alcuni sovrani dispongono di dati insufficienti sugli stock e sui flussi esterni per consentirci di applicare i criteri descritti in precedenza per determinare la valutazione esterna. Utilizzano prevalentemente la valuta di un altro sovrano come moneta a corso legale nelle proprie giurisdizioni. Molti sono centri finanziari offshore.

Laddove non siano disponibili i dati necessari per le misure esterne, la valutazione esterna del sovrano è calcolata in più fasi.
Il primo passo consiste nell'attribuire una valutazione iniziale, che è la stessa della valutazione esterna iniziale per il sovrano che emette la valuta utilizzata (il paese "ospitante").
La seconda fase consiste nell'applicare un aggiustamento negativo alla valutazione iniziale quando la mancanza di dati esterni è una carenza di informazioni e potrebbe essere indicativa di maggiori rischi di credito.
In generale potremmo applicare un ulteriore aggiustamento negativo se abbiamo motivo di ritenere quanto segue:

- L'economia domestica utilizza finanziamenti esterni e riteniamo che vi sia un rischio apprezzabile di un'improvvisa riduzione delle linee interbancarie transfrontaliere, un'improvvisa perdita di depositi di non residenti o qualche altro deflusso finanziario che danneggerebbe l'economia domestica;
- L'attività finanziaria da cui dipende l'economia domestica sta affrontando rischi crescenti derivanti da regimi fiscali o modifiche normative che potrebbero verificarsi nel paese ospitante o nei paesi con cui quel piccolo sovrano è strettamente correlato; o
- Altri fattori esterni o sviluppi specifici per paese che danneggiano la reputazione del paese come centro finanziario internazionale stabile potrebbero ridurne l'attrattiva, portando a un deterioramento significativo dell'economia locale, dell'occupazione o delle entrate del governo.

Questo ulteriore aggiustamento negativo potrebbe non essere giustificato se si applicano uno o più dei seguenti fattori attenuanti:

- Il sovrano è legato al paese ospitante da un trattato e le banche domiciliate nella sua giurisdizione hanno lo stesso accesso al prestatore di ultima istanza della banca centrale del paese ospitante e ad altre strutture di supporto delle banche costituite nel paese ospitante stesso;
- Il sistema finanziario è prevalentemente di proprietà di società madri estere di categoria "A" o superiore che hanno accesso a una banca centrale che emette una riserva o valuta attivamente negoziata e che, a nostro avviso, sono strategicamente impegnate nelle loro operazioni nel sovrano sotto considerazione;
- Vi sono prove sufficienti che i settori pubblico e privato detengano una posizione patrimoniale netta sull'estero significativamente più

forte rispetto al paese ospitante (quando le attività del settore pubblico sono sufficienti per attutire l'impatto di potenziali shock esterni improvvisi sull'economia).

4. Valutazione fiscale

La valutazione di bilancio riflette la sostenibilità dei saldi di bilancio e dell'onere del debito di un sovrano. Considera:

- Flessibilità fiscale,
- Tendenze e vulnerabilità di bilancio a lungo termine,
- Struttura del debito e accesso ai finanziamenti, e
- Rischi potenziali associati a passività potenziali.

Date le molteplici dimensioni di questa valutazione, l'analisi si divide in due segmenti:

- Rendimento fiscale e flessibilità, e
- Onere del debito.

La valutazione complessiva è la media delle due.

Performance e flessibilità fiscale

Per determinare la performance e la flessibilità di bilancio di un sovrano, S&P deriva innanzitutto una valutazione iniziale basata sulla variazione prospettica del debito pubblico netto calcolato come percentuale del PIL (tabella 5). La valutazione iniziale nella tabella 5 si basa sulla media della stima dell'anno in corso e delle previsioni per i prossimi due o tre anni. La stima e previsioni per l'anno in corso sono stabilite prima esaminando le proiezioni del governo stesso, nonché quelle di istituzioni esterne come l'FMI, e quindi apportando aggiustamenti, quando necessario, per riflettere l'effetto della prevista crescita economica o le prospettive di rischi contingenti. Nei casi in cui la media del periodo è distorta da poste una tantum, la valutazione si basa sul livello di variazione del debito netto delle amministrazioni pubbliche che le esclude. Quindi possiamo adeguare la nostra valutazione iniziale verso l'alto o verso il basso fino a due categorie in base ai fattori elencati nella tabella 5.

Table 5

A Sovereign's Fiscal Performance And Flexibility Assessment
On a scale from '1' to '6', strongest to weakest

Change in net general government debt (% of GDP*)	<0%-1%	0%-3%	2%-4%	3%-5%	4%-7%	Greater than 6%
Initial assessment	1	2	3	4	5	6

Positive adjustment factors	**Negative adjustment factors**
Each of the following factors generally improves the initial fiscal assessment by one category: • A government with large liquid financial assets • A government with greater ability to increase general government revenues or cut general government expenditures in the short term compared with governments in countries with a similar level of development For further details, see "Fiscal flexibility, long-term fiscal trends, and vulnerabilities"	Each of the following factors generally worsens the fiscal assessment by one category: • Unsustainable or volatile revenue base that may boost fiscal performance over the period average • A government with limited ability to raise general government revenues in the short term compared with sovereigns with a similar level of development • Shortfalls in basic services and infrastructure • Unaddressed medium-term pressure due to age-related expenditure For further details, see "Fiscal flexibility, long-term fiscal trends, and vulnerabilities"

The fiscal performance and flexibility assessment equals the initial assessment, adjusted by a maximum of two categories up or down based on the net effect of the adjustment factors outlined above. When a sovereign's increase in net general government debt as a percentage of GDP could correspond to two possible categories, the initial assessment is decided based on the trend of the government's fiscal performance. For instance, a sovereign with an average change in net general government debt to GDP of 2.9% of the four-year period could receive an initial assessment of '2' or '3'. If the size of the net general government debt increase is declining, then the sovereign could receive a '2' initial assessment. If the trend is increasing, then the initial assessment would be '3'. *Based on the average of S&P Global Ratings current-year estimate and a two- to three-year forecast.

La misura chiave della performance fiscale di un governo è la variazione dello stock di debito netto delle amministrazioni pubbliche espresso in percentuale del PIL. In contrasto con il disavanzo riportato, questa misura coglie l'impatto dei movimenti dei tassi di cambio, il riconoscimento delle passività potenziali e altri fattori che possono essere più importanti dei disavanzi principali. Inoltre, il disavanzo nominale è talvolta influenzato da considerazioni politiche e di altro tipo, che possono creare forti incentivi a spostare le spese fuori budget. Concentrarsi sul debito pubblico netto ci consente di riflettere situazioni in cui il disavanzo di bilancio è coperto piuttosto dalla vendita di attività che dall'emissione di debito, o situazioni in cui un governo emette debito per determinati motivi pur essendo in avanzo fiscale. La valutazione iniziale nella tabella 5 si basa sulla media della stima dell'anno in corso e delle previsioni per i prossimi due o tre anni.
La flessibilità di bilancio offre ai governi la capacità di mitigare l'effetto di recessioni economiche o altri shock e di ripristinare l'equilibrio di bilancio. La nostra valutazione della flessibilità, delle vulnerabilità e delle tendenze a lungo termine delle entrate e delle spese di un sovrano è principalmente qualitativa.
Ciascuna delle seguenti condizioni generalmente migliora la performance fiscale e la valutazione della flessibilità di un sovrano di una categoria, come mostrato nella tabella 5:

- Le amministrazioni pubbliche dispongono di ingenti attività finanziarie liquide (in genere, oltre il 25% del PIL) per mitigare l'effetto dei cicli economici sulla performance fiscale. Queste attività sono in genere altamente liquide e, se depositate presso la banca centrale, disponibili per il ritiro senza perturbare la politica macroeconomica e, se depositate in una banca commerciale, disponibili per il ritiro senza danneggiare le posizioni di liquidità della banca o altrimenti perturbare la stabilità finanziaria.
- Il governo ha una maggiore capacità e volontà di aumentare le entrate attraverso aumenti delle aliquote fiscali, della copertura fiscale o attraverso la vendita di attività nel breve termine rispetto ai governi di paesi con un livello di sviluppo simile. La flessibilità delle entrate è una valutazione qualitativa basata sulla politica o sui risultati del governo, ma anche tenendo conto delle potenziali difficoltà costituzionali, politiche o amministrative, nonché delle potenziali conseguenze economiche o sociali di tali misure. Allo stesso modo, il governo ha una maggiore capacità e volontà di ridurre la spesa delle amministrazioni

pubbliche nel breve termine, nonostante l'effetto economico, sociale o politico rispetto alle economie con un livello di sviluppo comparabile. La flessibilità della spesa può essere determinata osservando il livello e l'andamento delle retribuzioni del settore pubblico e delle spese per diritti (pensioni e assistenza sanitaria), il mix di spese operative e in conto capitale e il track record e la politica del governo per quanto riguarda l'attuazione di tagli alla spesa quando necessario.

Ciascuna delle seguenti condizioni generalmente indebolisce la performance fiscale e la valutazione della flessibilità di un sovrano di una categoria, come mostrato nella tabella 5:

- La base delle entrate di un governo è potenzialmente volatile, derivante, ad esempio, da un'elevata dipendenza dalle tasse sulla cifra d'affari immobiliare o dalle royalties sulle industrie estrattive (generalmente superiori al 25% delle entrate). Anche la potenziale volatilità della base delle entrate del governo dovuta a rischi fisici o di transizione climatica (ad esempio, perdita di entrate dal settore turistico), se rilevante, può essere considerata in questa valutazione.
- Un governo ha una capacità più limitata di aumentare le entrate fiscali rispetto ai governi di paesi con un livello di sviluppo simile, ad esempio a causa di una grande economia sommersa o di basse aliquote di riscossione delle tasse, o perché il suo modello economico si basa su un regime fiscale basso, rendendo incompatibile con il modello un aumento delle aliquote fiscali.
- Il paese ha una significativa carenza di servizi di base alla popolazione e di infrastrutture fisiche o sociali che rischia di comportare una pressione sulla spesa per un lungo periodo di tempo, come risulta, ad esempio, da uno sviluppo umano "medio" o "basso" dell'UNDP index (o altro indice globale appropriato).
- Il sovrano deve affrontare pressioni a medio termine non affrontate a causa della spesa legata all'invecchiamento.

La valutazione dell'onere del debito di un sovrano riflette il suo livello di debito potenziale. I fattori alla base della valutazione sono:

- Debito rispetto al PIL,
- Il costo degli interessi del debito relativo alle entrate delle amministrazioni pubbliche,
- Struttura del debito e accesso ai finanziamenti, e
- L'entità e la probabilità che le passività potenziali possano diventare debito pubblico.

In generale, la misura dell'onere del debito non include il valore attuale netto atteso delle pensioni e di altri benefici legati all'età, siano essi per i dipendenti pubblici, il personale militare in pensione o per la popolazione in generale. Secondo S&P, per i governi centrali, questi impegni sono più simili a promesse che a veri e propri obblighi finanziari contrattuali, come prestiti e obbligazioni. La rottura di una promessa di tale natura non costituisce un inadempimento.
La combinazione di questi fattori determina la valutazione dell'onere del debito sovrano (cfr. tabella 6). Deduciamo una valutazione iniziale da due misure chiave del livello di indebitamento delle amministrazioni pubbliche e del costo del debito. Quindi, possiamo adeguare la valutazione iniziale in base alla nostra analisi della struttura del debito pubblico, dell'accesso ai finanziamenti e delle passività potenziali:

- Positivamente fino a una categoria,
- Negativamente da ben tre categorie.

Table 6

A Sovereign's Debt Burden Assessment
On a scale from '1' to '6', strongest to weakest

		Debt level				
		Net general government debt (% of GDP*)				
Cost of debt	General government interest expenditures (% of general government revenues¶)	Below or equal to 30%	30%-60%	60%-80%	80%-100%	Above 100%
	Below or equal to 5%	1	2	3	4	5
	5%-10%	2	3	4	5	6
	10%-15%	3	4	5	6	6
	Above 15%	4	5	6	6	6

Positive adjustment factors	Negative adjustment factors
For sovereigns in a net general government debt position and benefitting from concessional lending, the debt assignment is generally one category better than the initial assessment if we assess that a government's borrowing needs are likely to be covered by official funding during the next two to three years. For further details, see "Access to funding and debt structure"	For sovereigns in a net general government debt position, the debt assessment is one category worse than the initial assessment if at least two of the four conditions apply: • More than 40% of gross government debt is denominated in foreign currency§, or the average maturity is typically less than three years • Nonresidents hold consistently more than 60% of government commercial debt§ • The debt service profile is generally subject to significant variations • The banking sector's exposure to the government is typically above 20% of its assets For further details, see "Access to funding and debt structure"

Negative adjustment for contingent liabilities:

The debt assessment is generally one category worse than the adjusted assessment when we view contingent liabilities as "moderate," two categories when we view them as "high," and three when they are "very high," in accordance with table 7.

The debt assessment equals the initial assessment with a positive adjustment of up to one category and a negative adjustment of up to three categories based on the net effect of the adjustment factors outlined below.

*Based on the current-year estimate and the expected trend for the next two to three years.
¶Based on the average of the current-year estimate and two- to three-year forecasts.
§Applicable to sovereigns with net general government debt over 10% of GDP.

L'analisi iniziale del livello del debito sovrano si concentra sulle due misure seguenti:

- Spese per interessi delle amministrazioni pubbliche in percentuale delle entrate delle amministrazioni pubbliche e
- Debito pubblico netto in percentuale del PIL.

Il calcolo del debito netto delle amministrazioni pubbliche è generalmente più restrittivo rispetto alle misure nazionali del debito netto delle amministrazioni pubbliche perché sottrae dal debito delle amministrazioni pubbliche solo le attività finanziarie più liquide. Ad esempio, non vengono detratti i seguenti beni:

- Riserve monetarie internazionali detenute dalla banca centrale, che sono generalmente detenute per le esigenze della bilancia dei pagamenti del paese e non per il sostegno del governo;
- Prestiti o investimenti in società di proprietà del governo di maggioranza; e
- Attività per le quali la liquidità potrebbe subire una svalutazione in uno scenario di stress sovrano.

Per i sovrani in una posizione debitoria netta delle amministrazioni pubbliche, la valutazione del debito è di una categoria peggiore della valutazione iniziale se si applicano almeno due delle quattro condizioni seguenti:

- Il debito pubblico netto supera il 10% del PIL e presenta un'esposizione significativa e senza copertura ai movimenti dei tassi di cambio e al rischio di rifinanziamento, tanto che, in media, oltre il 40% del debito pubblico lordo è denominato in valuta estera (dopo gli swap) o il debito medio la scadenza è in genere inferiore a tre anni;
- Il debito pubblico netto supera il 10% del PIL e i non residenti detengono costantemente più del 60% del debito commerciale pubblico;
- Il servizio del debito è vulnerabile a causa di un profilo di ammortamento irregolare o a causa di una possibile accelerazione da put o trigger di rating; e
- Un’ampia quota (in genere più del 20%) del bilancio del settore bancario residente è esposta al settore pubblico tramite prestiti, titoli di Stato o altri crediti verso il governo o le sue agenzie strettamente controllate, indicando una capacità limitata del settore bancario nazionale prestare di più al governo, senza possibilmente escludere i prestiti del settore privato.

D’altra parte, la valutazione del debito è generalmente di una categoria superiore alla valutazione iniziale se si applica quanto segue:

- Si prevede che il finanziamento ufficiale agevolato coprirà il fabbisogno di finanziamento lordo del governo nei prossimi due o tre anni, con il governo che soddisferà la condizionalità dei prestiti ufficiali.

Passività potenziali

Le passività potenziali si riferiscono a obbligazioni che hanno il potenziale di diventare debito pubblico o, più in generale, di influenzare il profilo fiscale di un governo, se si concretizzano. Alcune di queste passività possono essere difficili da identificare e misurare, ma generalmente possono essere raggruppate in tre grandi categorie:

- Passività potenziali relative alle istituzioni finanziarie (le istituzioni finanziarie comprendono società di deposito pubbliche e private e istituzioni finanziarie non depositarie),
- Passività potenziali relative alle imprese non finanziarie del settore pubblico (NFPE),
- Garanzie e passività potenziali fuori bilancio.

Le passività potenziali sono valutate stimando e classificando i costi diretti per il governo che potrebbero essere sostenuti a causa del disagio in queste istituzioni. Questa valutazione non include i costi più ampi associati a una recessione economica. In particolare, non include i costi fiscali derivanti da stabilizzatori automatici (minori entrate fiscali e maggiori esigenze di spesa) o i costi associati a stimoli, liquidità e altri supporti tipicamente forniti attraverso misure monetarie e fiscali. Questi costi e l'aumento dei rischi si rifletterebbero direttamente nelle nostre valutazioni economiche, fiscali, esterne e monetarie.

Questa valutazione dovrebbe essere interpretata come misura relativa dei rischi. Forniscono solo una classifica indicativa dei rischi delle passività potenziali per il sovrano, in contrapposizione alla stima più ampia dei costi fiscali e monetari. Questo è il motivo per cui utilizzano la stima delle passività potenziali come qualificatore nella valutazione dell'onere del debito pubblico (tabella 6). Questa non è una stima puntuale delle esigenze di ricapitalizzazione di un sistema finanziario o di altri costi derivanti da passività

potenziali nell'orizzonte di rating e, pertanto, non è additiva al debito pubblico esistente.
L'analisi delle passività potenziali si articola nelle seguenti fasi:

- In primo luogo, si stimano le passività potenziali relative alla società depositaria (banca).
- Quindi, la categoria delle passività potenziali legate alla banca può essere ridotta (ossia peggiorata) a causa dei rischi derivanti da istituzioni finanziarie non depositarie, imprese pubbliche non finanziarie e altre passività potenziali.

Deducono le passività potenziali legate alla banca combinando la valutazione del rischio del settore bancario del paese (BICRA: Banking Industry Country Risk Assessment Methodology and Assessment) con le dimensioni del sistema bancario. BICRA è una classifica relativa e coerente a livello globale dei rischi economici e di settore nei sistemi bancari nazionali. Un BICRA è valutato su una scala da '1' a '10', che va dai sistemi bancari a rischio più basso (gruppo 1) a quello a rischio più alto (gruppo 10). Per quei sistemi in cui non conservano un'analisi BICRA aggiornata, si possono utilizzare le deleghe interne BICRA, applicare l'analisi di un altro sistema bancario nazionale per il quale esistono valutazioni BICRA e ritengono comparabili, o prendere la valutazione BICRA più debole di quelle assegnata.

Table 7

A Sovereign's Contingent Liability Assessment

	--BANKS' ASSETS TO GDP--				
BICRA GROUP	BELOW OR EQUAL TO 50%	50%-100%	100%-250%	250%-500%	ABOVE 500%
1 to 5	Limited	Limited	Limited	Limited	Limited or moderate
6 or 7	Limited	Limited	Limited	Limited or moderate	Moderate or high
8 or 9	Limited	Limited	Limited or moderate	Moderate or high	High or very high
10	Limited	Limited or moderate	Moderate or high	High or very high	High or very high

Il punteggio BICRA che si utilizza per la valutazione della responsabilità potenziale (vedere nella tabella 7) potrebbe migliorare fino a due livelli se non si prevede che il costo del potenziale dissesto delle banche sia interamente a carico del governo. Ciò potrebbe essere dovuto alla ricapitalizzazione da parte di banche estere, se il sistema bancario è caratterizzato da un'elevata quota di proprietà straniera, a condizione che le istituzioni madri abbiano sede in giurisdizioni con valutazioni BICRA più forti rispetto alle loro filiali nel paese considerato. Il numero di notch applicati dipende dalla quota di istituzioni di proprietà straniera nel sistema bancario e dalla volontà e capacità delle istituzioni madri di fornire supporto in un periodo di stress. Se è disponibile e previsto il supporto di un genitore più forte, generalmente migliorano il gruppo BICRA di un livello se la quota di proprietà straniera è superiore al 50% e di due livelli se la quota è superiore al 75%. Riteniamo che la capogruppo sia in grado di supportare la controllata se:

- La sede della società si trova in un paese con una valutazione BICRA migliore di quella di un paese in cui si trova la filiale; e
- La controllante ha un rating non inferiore a 'BBB-' e il suo merito creditizio è uguale o migliore del stand-alone credit profile (SACP) o, se la controllata non ha rating, una stima del suo merito creditizio autonomo.

5. Valutazione monetaria

La valutazione monetaria di un sovrano risulta dall'analisi di:

- Il regime del tasso di cambio, che influenza la capacità di un sovrano di avere una politica monetaria indipendente adattata alle esigenze della sua economia interna;
- La credibilità della sua politica monetaria, misurata, tra l'altro, dall'andamento dell'inflazione nel corso di un ciclo economico o dall'impatto dei meccanismi monetari orientati al mercato sull'economia reale, che è in gran parte una funzione della profondità e della diversificazione delle risorse finanziarie residenti sistema e mercati dei capitali.

Le tabelle 8A e 8B presentano i fattori che generalmente analizzano per le valutazioni del regime di cambio e della credibilità della politica monetaria. La valutazione monetaria iniziale di un sovrano si ottiene combinando le valutazioni S&P su:

- Il regime di cambio (ponderato al 40%)
- La credibilità della politica monetaria (ponderata al 60%).

Table 8A

A Sovereign's Monetary Assessment: The Exchange-Rate Regime

ON A SCALE FROM '1' TO '6', STRONGEST TO WEAKEST	
1	Reserve currency
2	Actively traded or free-floating currency
3	i) Managed float, crawling pegs, crawl-like arrangements, floating with a short track record or challenged by the effect of interest rates on capital flows, soft pegs other than conventional pegs ii) Intermittent intervention in foreign exchange market
4	i) Conventional pegged arrangement; or ii) Heavy intervention in the foreign exchange market
5	Hard peg (currency board)
6	No local currency (the sovereign uses the currency of another country)

Exchange-rate regime definition from the IMF System Annual Report on Exchange Arrangements And Exchange Restrictions. While using these definitions, our classification of countries may differ from that of the IMF.

Table 8B

A Sovereign's Monetary Assessment: The Monetary Policy Credibility

ON A SCALE FROM '1' TO '6', STRONGEST TO WEAKEST		MONETARY AUTHORITY INDEPENDENCE	MONETARY POLICY TOOLS AND EFFECTIVENESS	PRICE STABILITY	LENDER OF LAST RESORT	DEVELOPMENT LEVEL OF LOCAL FINANCIAL SYSTEM AND CAPITAL MARKETS
1	All or most of all the following factors apply:	Strong and long-established track record (more than 10 years) of full independence with clear objectives	Wide array of monetary instruments	Sovereign's CPI is low and in line with that of its trading partners, leading to stable REER over the economic cycle. Broad price stability by other measures.	Ability to act as a lender of last resort for the financial system	Depository corporation claims on residents in local currency and nonsovereign local currency bond market capitalization combined amount to over 50% of GDP
2	All or most of all the following factors apply:	Track record of independence	Market-based monetary instruments	Sovereign's CPI is low and in line with that of its trading partners, leading to fairly stable REER over the economic cycle. Broad price stability by other measures.	Ability to act as a lender of last resort for the financial system	Depository corporation claims on residents in local currency and nonsovereign local currency bond market capitalization combined amount to over 50% of GDP

3	All or most of all the following factors apply:	Independence, although shorter track record or less secure	Market-based monetary instruments, but heavy reliance on reserve requirements	Sovereign's CPI is broadly in line with that of its trading partners over the economic cycle. Somewhat volatile REER over the economic cycle.	Ability to act as a lender of last resort for the financial system	Depository corporation claims on residents in local currency and the nonsovereign local currency bond market capitalization plus the equity market capitalization combined amount to over 50% of GDP
4	All or most of all the following factors apply:	Operational independence, but shorter or less secure than at better assessments	Market-based monetary instruments, but effectiveness may be untested in downside scenario	Annual CPI is less than 10%. Somewhat volatile REER over the economic cycle.	Ability to act as a lender of last resort for the financial system	Depository corporation claims on residents in local currency and the nonsovereign local currency bond market capitalization plus the equity market capitalization combined amount to less than 50% of GDP
5	Any of the following factors apply:	Independence is limited by perceived political interference	Monetary statistics are not viewed as credible	Average CPI typically exceeds 10%. Volatile REER over the economic cycle.	Limited ability to act as a lender of last resort for the financial system	Depository corporation claims on residents in local currency and the nonsovereign local currency bond market capitalization plus the equity market capitalization combined amount to significantly less than 50% of GDP
6	Any of the following factors apply:			Average CPI typically exceeds 20%. Volatile REER over the economic cycle.	No ability to act as a lender of last resort for the financial	Depository corporation claims on residents in local currency and the nonsovereign local currency bond market capitalization plus the equity market capitalization combined amount to significantly less than

2.3.3 Glossario S&P

Indicatori chiave delle valutazioni economiche e monetarie

PIL pro capite (USD). Valore di mercato totale in dollari USA di beni e servizi prodotti da fattori di produzione residenti, diviso per popolazione.

PIL reale pro capite (variazione %). Variazione percentuale del PIL pro capite a prezzo costante.

Indice dei prezzi al consumo (variazione %). Variazione percentuale media dell'indice dei prezzi di un insieme rappresentativo di beni di consumo acquistati regolarmente da una famiglia tipo.

Crediti delle società di deposito (variazione %). Variazione percentuale dei crediti delle società di deposito residenti a fine anno (esclusi i crediti della banca centrale) nei confronti del settore non governativo residente. Possono includere crediti di società finanziarie residenti non depositarie, laddove tali istituzioni siano di importanza sistemica.

Base monetaria. Valuta locale in circolazione più passività in valuta locale dell'autorità monetaria verso altre società di deposito. Quest'ultimo è normalmente costituito dai depositi di questi istituti di deposito presso la banca centrale più i titoli della banca centrale che possono essere utilizzati per soddisfare i requisiti di riserva, sebbene vi siano differenze nazionali nelle definizioni.

Indicatori chiave di valutazione esterna

- Ricevute di conto corrente (CAR). I proventi delle esportazioni di beni e servizi più i redditi dei fattori guadagnati da residenti da non residenti più trasferimenti ufficiali e privati a residenti da non residenti. In cui reddito da fattore = compenso dei dipendenti + reddito da capitale guadagnato da residenti da non residenti. Per le situazioni in cui non disponiamo di informazioni dettagliate sulle attività dei fondi sovrani, stimiamo il rispettivo reddito da investimento previsto applicando la media decennale dei rendimenti nominali in dollari USA dell'indice FTSE World (azionario) e dell'indice Bloomberg Barclays Global Aggregate Bond con un peso rispettivamente di due terzi e un terzo.
- Pagamenti in conto corrente (CAP). Pagamenti per importazioni di beni e servizi più reddito di fattori guadagnati da non residenti da residenti più trasferimenti ufficiali e privati a non residenti da residenti. In cui reddito da fattore = compenso dei dipendenti + reddito da capitale percepito da non residenti da residenti.
- Riserve ufficiali. Attività liquide dell'autorità monetaria in valuta estera (compreso l'oro) verso non residenti.
- Riserve utilizzabili. Riserve ufficiali meno elementi non prontamente disponibili per operazioni in valuta estera e rimborso del debito estero. In cui elementi non prontamente disponibili per operazioni in valuta

estera e rimborso del debito estero = riserve impegnate a garanzia di qualsiasi prestito, compresi i pronti contro termine in oro + riserve vendute a termine + riserve depositate presso istituzioni finanziarie nazionali, comprese le loro filiali offshore + riserve bancarie obbligatorie su residenti esteri - depositi in valuta (le riserve obbligatorie sui depositi di non residenti sono incluse nelle riserve perché i depositi di non residenti sono inclusi nella misura del debito estero a breve termine nel calcolo) + base monetaria per i sovrani che hanno adottato un currency board o hanno un ancoraggio fisso di lunga data con un'altra valuta se si considera che la copertura di riserva della base è fondamentale per mantenere la fiducia nel legame di cambio).

- Debito estero netto/CAR o PAC ridotto (%). Stock di prestiti del settore pubblico e privato in valuta estera e locale da non residenti meno riserve ufficiali meno crediti liquidi del settore pubblico verso non residenti meno prestiti del settore finanziario a, depositi presso o investimenti in entità non residenti, come percentuale di CAR o CAP. Il calcolo del debito estero netto ristretto può escludere il debito estero delle banche estere che non hanno attività finanziarie nazionali, se rilevanti.
- Fabbisogno lordo di finanziamento esterno (% di CAR più riserve utilizzabili). CAP più debito estero a breve termine alla fine dell'anno precedente, inclusi depositi di non residenti alla fine dell'anno precedente più debito estero a lungo termine con scadenza entro l'anno, in percentuale del CAR più riserve utilizzabili.
- Saldo conto corrente/CAR (%). Esportazioni di beni e servizi meno le importazioni della stessa somma più il reddito netto dei fattori più i trasferimenti netti ufficiali e privati, in percentuale della CAR.
- Investimenti diretti esteri netti (IDE)/PIL (%). Investimenti diretti dei non residenti meno gli investimenti diretti dei residenti all'estero, in percentuale del PIL.
- Passività verso l'estero nette/CAR (%). Totale delle passività del settore pubblico e privato verso non residenti meno il totale delle attività esterne, in percentuale del CAR in cui totale delle attività esterne = riserve ufficiali + attività esterne del settore pubblico residenti + attività esterne delle istituzioni finanziarie residenti + attività esterne del settore non finanziario residenti + stock di partecipazioni dirette e di portafoglio collocate all'estero.

- Ragioni di scambio. Prezzo delle esportazioni di merci rispetto al prezzo delle importazioni di merci.

2.4 Moody’s: metodologia rating sovrano

In questo paragrafo viene spiegato l’approccio generale di Moody’s alla valutazione del rischio di credito per i sovrani a livello globale, compresi i fattori qualitativi e quantitativi che possono influenzare i risultati del rating in questo settore. Analizzano la scorecard utilizzata per questo settore. La **scorecard** è uno strumento di riferimento relativamente semplice che può essere utilizzato nella maggior parte dei casi per approssimare i profili di credito in questo settore e per spiegare, in forma sintetica, molti dei fattori che sono generalmente più importanti nell'assegnazione dei rating ai sovrani. I fattori della scorecard possono essere valutati utilizzando dati storici o previsionali o entrambi.
Vengono discusse anche altre considerazioni di rating, che sono fattori che vengono valutati al di fuori della scorecard, di solito perché l'importanza creditizia del fattore varia ampiamente tra gli emittenti del settore, o perché il fattore può essere importante solo in determinate circostanze o per un sottoinsieme di emittenti. Inoltre, alcune delle considerazioni metodologiche descritte in una o più metodologie di rating intersettoriali possono essere rilevanti per i rating in questo settore. Di conseguenza, il risultato indicato dalla scorecard non dovrebbe corrispondere al rating effettivo di ciascun emittente.

2.4.1 Panoramica del settore

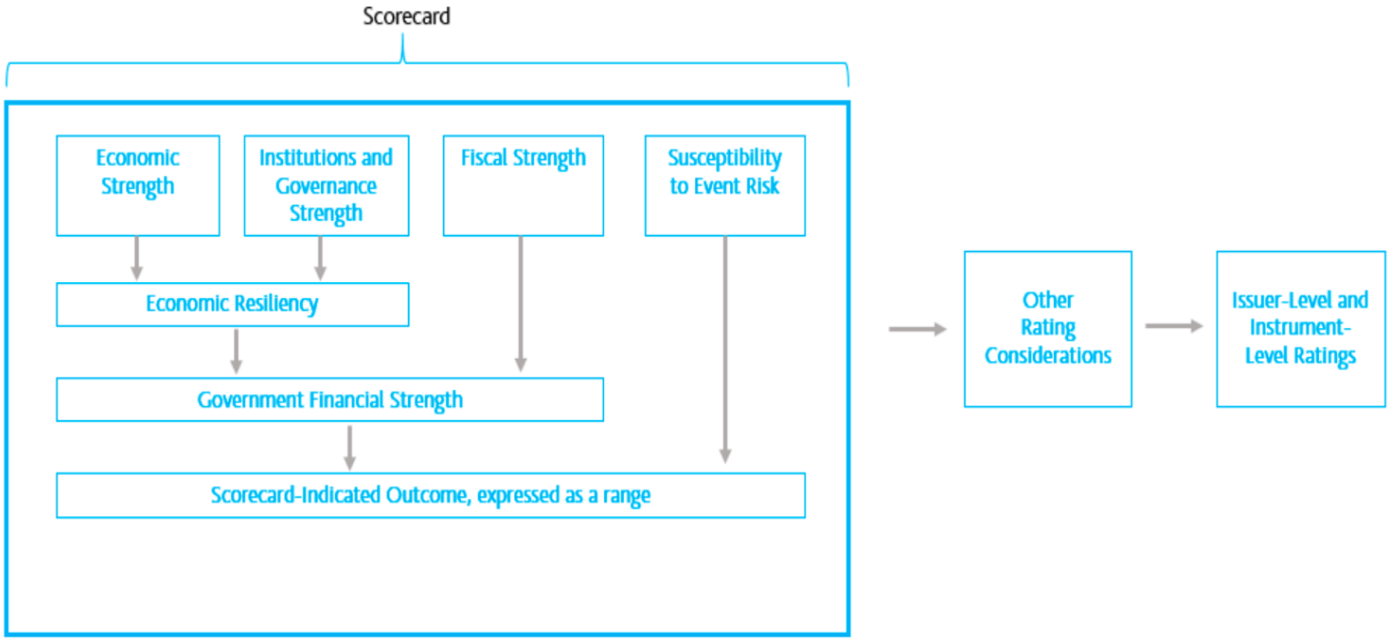
Il debito sovrano è usato per finanziare le operazioni del governo. La maggior parte dei paesi emette una combinazione di obbligazioni, cambiali e note, e le loro strutture di debito si basano sulla profondità del mercato dei capitali, le condizioni di mercato e le preferenze del governo. Nella stragrande maggioranza dei mercati del capitale di debito del mondo, i governi nazionali sono i maggiori mutuatari, e il loro merito di credito fornisce un punto di riferimento per altri emittenti di debito.

I sovrani hanno il potere esecutivo, incluso quello di contrarre debiti. Un certo numero di caratteristiche distingue i sovrani dagli altri debitori. Queste caratteristiche includono:

- la capacità di un sovrano di frenare le spese o aumentare le entrate fiscali per servire il debito in essere;
- l'assenza di un'autorità superiore che imponga la risoluzione del debito; e
- l'alta probabilità di sopravvivenza anche dopo un evento di default - cioè, i paesi raramente spariscono.

2.4.2 Approccio al rating dei sovrani

La scheda di valutazione in questa metodologia di rating comprende quattro fattori: Forza economica, Forza delle istituzioni e della governance, Forza fiscale e Suscettibilità al rischio di eventi. Alcuni dei fattori comprendono sottofattori, metriche e sotto-sottofattori.
La scorecard è orientata al rating dell'emittente. I risultati indicati dalla scorecard sono espressi come intervalli di tre notch sulla nostra scala di rating alfanumerica. Il rating assegnato è espresso sulla nostra scala di rating a 21 punti ed è spesso, ma non sempre, all'interno della gamma di tre notch.



La scorecard in questa metodologia di valutazione è composta da quattro fattori. I quattro fattori comprendono una serie di sottofattori.

Sovereign Bond Ratings Sector Scorecard Overview

Factor	Sub-factor	Sub-factor Weighting	Metric/Sub-sub-factor	Metric / Sub-sub-Factor Weighting
Factor: Economic Strength	Growth Dynamics	35%	Average Real GDP Growth $_{t-4\ to\ t+5}$	25%
			Volatility in Real GDP Growth $_{t-9\ to\ t}$	10%
	Scale of the Economy	30%	Nominal GDP (US$ bn) $_{t}$	30%
	National Income	35%	GDP per Capita (PPP, Int. USD) $_{t}$	35%
	Adjustment to Factor Score	0 - 9 notches	Other	
Factor: Institutions and Governance Strength	Quality of Institutions	40%	Quality of Legislative and Executive Institutions	20%
			Strength of Civil Society and the Judiciary	20%
	Policy Effectiveness	60%	Fiscal Policy Effectiveness	30%
			Monetary and Macroeconomic Policy Effectiveness	30%
	Adjustment to Factor Score	0 - 3 notches	Government Default History and Track Record of Arrears	
		0 - 3 notches	Other	
Factor: Fiscal Strength	Debt Burden	50%[1]	General Government Debt / GDP $_{t}$	25%
			General Government Debt / Revenue $_{t}$	25%
	Debt Affordability	50%[1]	General Government Interest Payments / Revenue $_{t}$	25%
			General Government Interest Payments / GDP $_{t}$	25%
	Adjustments to Factor Score	0 - 6 notches	Debt Trend $_{t-4\ to\ t+1}$	
			General Government Foreign Currency Debt / General Government Debt $_{t}$	
			Other Non-Financial Public Sector Debt / GDP $_{t}$	
			Public Sector Financial Assets and Sovereign Wealth Funds / General Government Debt $_{t}$	
		0 - 3 notches	Other	
Factor: Susceptibility to Event Risk	Political Risk	Minimum Function[2]	Domestic Political and Geopolitical Risk	
	Government Liquidity Risk	Minimum Function[2]	Ease of Access to Funding	
			0 - 2 scoring categories — Adjustment to Sub-factor Score High Refinancing Risk	
	Banking Sector Risk	Minimum Function[2]	Risk of Banking Sector Credit Event (BSCE)	
			Total Domestic Bank Assets / GDP $_{t}$	
			0 - 2 scoring categories — Adjustment to Sub-factor Score	
	External Vulnerability Risk	Minimum Function[2]	External Vulnerability Risk	
			0 - 2 scoring categories — Adjustment to Sub-factor Score	
	Adjustment to Factor Score	0-2 scores		

Si possono modificare alcuni punteggi di fattori o sub-fattori per incorporare considerazioni che potrebbero non essere pienamente riflesse nelle metriche della scorecard o che hanno un impatto diverso per un particolare emittente rispetto a quanto indicato dalle ponderazioni delle scorecard. I punteggi corretti incorporano un giudizio analitico aggiuntivo, a dimostrazione del fatto

che la scheda di valutazione potrebbe non cogliere sempre le sfumature del profilo di credito di un sovrano.

2.4.3 Analisi dei Fattori della Scorecard

In questa sezione, verrà spiegato l'approccio generale per il punteggio di ciascun fattore o sottofattore della scorecard e descritto il perché i sottofattori utilizzati sono indicatori di credito significativi.

Fattore: Economic Strenght
La forza intrinseca dell'economia fornisce indicazioni critiche sulla resilienza di un sovrano agli shock. La capacità di un sovrano di generare entrate sufficienti per onorare il debito a medio termine si basa su una crescita economica e prosperità sostenute, vale a dire ricchezza.
La debolezza economica, improvvisa e grave o più lieve ma di lunga durata, è stata un fattore decisivo nelle passate insolvenze sovrane. Un indicatore del rischio di default è anche l'erosione della competitività esterna, causata da un grave shock delle ragioni di scambio o da un'erosione graduale che porta a una perdita di entrate dalle esportazioni. Le economie grandi, diversificate e flessibili sono molto più resistenti a tali shock economici rispetto alle economie più piccole, concentrate e inflessibili.
Il fattore comprende tre sottofattori:

- **Dinamiche di crescita**: Livelli bassi o volatili di crescita economica possono, se sostenuti per un certo numero di anni, amplificare i problemi di servizio del debito e possono rendere insostenibile un pesante onere del debito. Un basso livello di crescita per un lungo periodo indica in genere difficoltà nell'affrontare i vincoli strutturali interni o esterni alla crescita. A sua volta, una crescita bassa e prolungata può ridurre il margine di manovra per le riforme economiche e fiscali, che spesso comportano costi economici a breve termine per guadagni economici e fiscali a lungo termine. Nel frattempo, i titoli di Stato sovrani che registrano una crescita robusta e sostenuta sono in genere più in grado di attuare riforme favorevoli al credito, mantenere una solida performance di bilancio e gestire oneri del debito relativamente elevati o invertire gli aumenti dei rapporti debito/PIL

causati da shock interni o esterni. Inoltre, l'elevata volatilità della crescita mina la creazione di ricchezza e la competitività, riducendo la capacità dell'economia di resistere agli shock e la capacità del governo di perseguire politiche stabili e prevedibili.

- **Scala dell'economia**: La scala è un indicatore importante della diversità e della complessità di un'economia, che influenza notevolmente la sua capacità di resistere agli shock e quindi la capacità del sovrano di generare flussi di entrate stabili per servire il proprio debito.
- **Reddito nazionale**: Il reddito, ricavato dalla produzione di un'economia in relazione alla dimensione della popolazione, è un ulteriore indicatore del potenziale di generazione di entrate di un sovrano. Usiamo il reddito in termini di parità di potere d'acquisto (PPA) come misura del reddito pro-capite perché fornisce una maggiore comparabilità del livello di potere d'acquisto associato a quel reddito pro capite tra diversi paesi e valute. Un reddito elevato è generalmente strettamente correlato a un basso rischio di insolvenza. Un reddito più elevato indica generalmente una maggiore capacità di assorbire shock economici o fiscali. Il reddito può anche essere un proxy per altre caratteristiche che informano la forza economica di un sovrano, compreso il grado di competitività sottostante all'interno di un'economia come la disponibilità e la qualità del lavoro e del capitale.

Valutazione **Sottofattore Dinamiche di crescita.**
CRESCITA MEDIA REALE LORDA DEL PRODOTTO NAZIONALE:
Si calcola o si stima la media dei livelli di crescita del prodotto interno lordo (PIL) reale sulla base di una media di dieci anni, inclusa la media degli ultimi cinque periodi annuali segnalati e la nostra stima di crescita per i cinque anni successivi.
VOLATILITÀ DELLA CRESCITA DEL PIL REALE:
Si calcola o si stima la volatilità della crescita del PIL reale in base alla deviazione standard dei livelli di crescita del PIL reale per gli ultimi dieci anni riportati.
Valutazione **Sottofattore Scala dell'economia.**
PIL NOMINALE:
Utilizzano il PIL nominale annuo riportato più di recente, denominato in miliardi di dollari USA ai tassi di cambio di mercato.
Valutazione **Sottofattore del reddito nazionale.**

PRODOTTO INTERNO LORDO PRO CAPITE:
Utilizzano il PIL pro capite di fine anno stimato più di recente in termini di parità del potere d'acquisto (PPA), in dollari internazionali. Per i paesi in cui non disponiamo di stime dei livelli dei prezzi relativi, utilizziamo il PIL pro capite, non corretto per il livello dei prezzi, come proxy.

Economic Strength

Sub-factor	Metric	Metric Weight	aaa	aa1	aa2	aa3	a1	a2	a3	baa1	baa2	baa3	ba1	ba2	ba3	b1	b2	b3	caa1	caa2	caa3	ca
Growth Dynamics	Average Real GDP Growth (%) $_{t\text{-}4\ to\ t+5}$ *1	25%	≥ 5.7	5.3 - 5.7	4.9 - 5.3	4.4 - 4.9	4 - 4.4	3.7 - 4	3.3 - 3.7	3 - 3.3	2.6 - 3	2.3 - 2.6	2 - 2.3	1.8 - 2	1.6 - 1.8	1.3 - 1.6	1.1 - 1.3	0.9 - 1.1	0.7 - 0.9	0.5 - 0.7	0.3 - 0.5	< 0.3
	Volatility in Real GDP Growth (%) $_{t\text{-}9\ to\ t}$ *2	10%	≤ 1.4	1.4 - 1.46	1.46 - 1.53	1.53 - 1.62	1.62 - 1.72	1.72 - 1.83	1.83 - 1.96	1.96 - 2.10	2.10 - 2.26	2.26 - 2.42	2.42 - 2.61	2.61 - 2.80	2.80 - 3.01	3.01 - 3.23	3.23 - 3.47	3.47 - 3.71	3.71 - 3.98	3.98 - 4.25	4.25 - 4.54	> 4.54
Scale of the Economy	Nominal GDP (US$ bn) $_{t}$ *3	30%	≥ 1,000	750 - 1,000	600 - 750	450 - 600	330 - 450	250 - 330	190 - 250	140 - 190	100 - 140	80 - 100	60 - 80	45 - 60	35 - 45	26 - 35	20 - 26	15 - 20	10 - 15	8 - 10	6 - 8	< 6
National Income	GDP per capita (PPP, international USD) $_{t}$ *4	35%	≥ 48,000	42,000 - 48,000	37,000 - 42,000	32,000 - 37,000	27,500 - 32,000	24,500 - 27,500	21,000 - 24,500	19,000 - 21,000	16,000 - 19,000	14,000 - 16,000	12,000 - 14,000	10,750 - 12,000	9,500 - 10,750	8,000 - 9,500	7,000 - 8,000	6,200 - 7,000	5,500 - 6,200	4,700 - 5,500	4,100 - 4,700	< 4,100

Fattore: Institutions and Governance Strenght
La solidità delle istituzioni e della governance sono determinanti importanti del merito di credito di un sovrano perché influenzano la prevedibilità e la stabilità del contesto legale e normativo, che è importante per gli investitori. Le istituzioni e la governance forniscono una forte indicazione della volontà di un governo di ripagare il proprio debito. Influenzano la capacità e la volontà del sovrano di formulare e attuare politiche economiche, fiscali e monetarie a sostegno della crescita, della stabilità socioeconomica e della sostenibilità fiscale, che a loro volta tutelano gli interessi dei creditori nel lungo termine.
Si definisce il quadro istituzionale e di governance di un paese in senso lato, per includere tutti gli attori, vale a dire, in generale, attori statali e non statali, che partecipano alla formazione e all'applicazione di regole e norme e al processo di elaborazione delle politiche. Anche i controlli e gli equilibri che consentono di esaminare le politiche e altre azioni pubbliche e di essere informati dal feedback fanno parte del quadro istituzionale e di governance di un paese.
C'è stato un chiaro collegamento tra le debolezze istituzionali e le insolvenze sovrane, derivanti in parte dall'erosione della disponibilità dei governi a pagare, ma anche perché le debolezze istituzionali amplificano altre debolezze del credito, come le sfide della crescita strutturale o l'accumulo di ingenti quantità di debito che influenzano capacità di pagamento del sovrano.

Il fattore “Institutions and Governance Strenght” comprende due sotto-fattori:

- Qualità delle istituzioni: gli aspetti fondamentali della qualità delle istituzioni di un sovrano sono la qualità delle sue istituzioni legislative ed esecutive, la forza della società civile e della magistratura.
- Efficacia politica: la volontà e la capacità delle istituzioni di un paese di progettare e attuare politiche che promuovano la solidità economica e fiscale sono aspetti importanti del profilo di credito di un sovrano.

Valutazione del **sottofattore “Qualità delle istituzioni”.**
Qualità delle istituzioni legislative ed esecutive:
Valutano qualitativamente questo sottofattore in base alla qualità delle azioni pubbliche che osservano, sia a livello legislativo che esecutivo. Tuttavia, ancorano la valutazione qualitativa utilizzando una serie di indicatori quantitativi. Gli indicatori di governance mondiale (WGI) per la qualità normativa e l'efficacia del governo sono in genere le considerazioni primarie nella valutazione. Oltre a questi input, la valutazione incorpora le opinioni lungimiranti su alcune altre considerazioni, tra cui l'efficienza del governo e della pubblica amministrazione, i vincoli di capacità istituzionale (tipicamente più diffusi nei paesi molto piccoli), la rendicontazione dei dati, la capacità di tradurre le politiche in legge e se organismi indipendenti hanno voce in capitolo nel processo decisionale.
La visione dell'efficacia dell'azione di governo è guidata anche dalla qualità della pubblica amministrazione, perché il suo ruolo è fondamentale nella formulazione e nell'attuazione della politica di governo. La carenza di personale o una forza lavoro del settore pubblico scarsamente qualificata in genere limita l'efficacia del governo.

Forza della società civile e della magistratura:
Si concentrano sui risultati istituzionali, non sulla forma di governo, vale a dire la capacità e la volontà dei sovrani di osservare e far rispettare leggi e norme in un modo che supporti il merito creditizio complessivo del governo e gli interessi degli obbligazionisti.
Valutano questo sottofattore qualitativamente, principalmente sulla base della forza dello stato di diritto del sovrano, compreso il sistema giudiziario e il ruolo delle istituzioni della società civile. Ancora una volta, tuttavia, in genere ancorano la valutazione qualitativa utilizzando misure quantitative, vale a dire gli indicatori di governance mondiale per voce e responsabilità, stato di diritto

e controllo della corruzione. Al di là di tali parametri, la valutazione di Moody's incorpora le opinioni lungimiranti su determinate considerazioni, tra cui l'applicazione delle leggi, l'equilibrio e la separazione dei poteri tra la magistratura e il governo, la prevalenza della corruzione, l'efficacia dei processi giudiziari e legali e la parte civile capacità della società di agire da freno all'esercizio del potere di governo.

Efficacia della politica fiscale:
Valutano qualitativamente questo sottofattore sulla base della traiettoria del debito pubblico attraverso cicli, saldi di bilancio e performance di bilancio rispetto ai piani di bilancio, pianificazione a medio termine, trasparenza nella rendicontazione dei conti pubblici e gestione del debito. La valutazione del sottofattore considera l'efficacia della politica fiscale per un periodo di tempo prolungato. Nel valutare la traiettoria del debito pubblico lungo i cicli, considerano i livelli storici e anticipati del debito pubblico come percentuale del PIL attraverso diversi cicli economici. Una maggiore efficacia fiscale è in genere associata a livelli di debito stabili o in diminuzione nel tempo. Mentre si prevede che, in periodi di recessione o crisi, i livelli di debito possano aumentare in genere a causa della riduzione dei livelli di entrate e dell'espansione del bilancio per sostenere la ripresa, la capacità di un governo di contenere gli aumenti e ricostruire successivamente la capacità di assorbimento degli shock attraverso la riduzione dei carichi del debito è un'indicazione chiave della sua efficacia fiscale. Al contrario, i titoli di Stato che esibiscono ingenti oneri di debito o aumenti consistenti dei livelli di debito nel corso di diversi cicli economici generalmente ottengono punteggi inferiori per questo sottofattore.

Sub-factor	Sub-sub-factor	Sub-sub-factor Weight	aaa	aa	a	baa	ba	b	caa	ca
Policy Effectiveness	Fiscal Policy Effectiveness	30%	Over several cycles, debt/GDP may have increased during recessions, but then decreased during periods of normal or high growth. The budget is generally in a structural balance or surplus, as measured by international organisations, and we expect that to continue. Fiscal targets or expenditure ceilings are observed or outperformed. The medium-term policy planning process is highly robust. Revenues and expenditures are very stable, and a period of significant economic weakness does not prompt material and lasting deviations from the plan. There is a high degree of transparency in the government accounts, including guarantees and other contingent liabilities. Debt is well-structured and issuance is predictable, with extremely robust risk-mitigation strategies in place.	Over several cycles, debt/GDP may have increased during recessions, but then decreased during periods of normal or high growth. The budget is generally in a structural balance or a small structural deficit, as measured by international organisations; or budget balances are generally consistent with a stable debt burden. The structure of government revenues and expenditures is relatively flexible, and tax evasion is not a major problem for fiscal policy formation. Fiscal targets or expenditure ceilings are observed or outperformed. Medium-term policy planning process results in government spending in the outer years remaining largely stable except in periods of significant economic shock. There is a high degree of transparency in the government accounts, including guarantees and other contingent liabilities. Debt is well-structured and issuance is predictable, with extremely robust risk-mitigation strategies in place.	Over several cycles, debt/GDP will have generally increased during recessions, but then decreases slowly during periods of normal or high growth. The budget is generally in a structural balance or a small structural deficit, as measured by international organisations; or budget balances are generally consistent with a stable debt burden. The structure of government revenues and expenditures is relatively flexible, and tax evasion is not a major problem for fiscal policy formation. Fiscal targets or expenditure ceilings are sometimes missed. Medium-term policy planning process results in government spending in the outer years remaining largely stable except in periods of significant economic shock. There is a high degree of transparency in the government accounts, but information on guarantees and other contingent liabilities may not be available or fully transparent. Debt is well-structured but issuance is opportunistic, with robust risk-mitigation strategies in place.	Over several cycles, debt/GDP will have generally increased during recessions, but then decreases slowly during periods of normal or high growth. The budget is generally in structural deficit, as measured by international organisations; or budget balances are generally consistent with a gradual rise in the debt burden. The structure of government revenues and expenditures is relatively rigid. Tax evasion is a constraint on fiscal policy formation. Fiscal targets or expenditure ceilings are sometimes missed. Fiscal policymaking is reactive rather than the product of a structured, well-planned process. The medium-term policy planning process may result in government spending throughout the budgeting horizon (including mid-year) changing meaningfully and frequently. Governments regularly adjust budget balances through sudden, unplanned cuts in capital spending. There is a high degree of transparency in the government accounts, but information on guarantees and other contingent liabilities may not be available or fully transparent. Debt is well-structured but issuance is opportunistic, with robust risk-mitigation strategies in place.	Over several cycles, debt/GDP will have generally increased materially during recessions, without meaningful decreases during periods of normal or high growth. The budget is generally in structural deficit, as measured by international organisations; or budget balances are generally consistent with a gradual rise in the debt burden. The structure of government revenues and expenditures is relatively rigid. Tax evasion is a constraint on fiscal policy formation. Fiscal targets or expenditure ceilings are often missed. Fiscal policymaking is reactive rather than the product of a structured, well-planned process. The medium-term policy planning process may result in government spending throughout the budgeting horizon (including mid-year) changing meaningfully and frequently. Governments regularly adjust budget balances through sudden, unplanned cuts in capital spending. There are material gaps in the transparency of government accounts, and information on guarantees and other contingent liabilities is generally not available. Debt structure carries significant unhedged risk. There is not a structured issuance plan in place, relying more heavily on opportunistic market access.	Over several cycles, debt/GDP will have generally increased materially during recessions, without meaningful decreases during periods of normal or high growth. Budget deficits are the norm and tend to be large enough so that they add to the debt burden. The structure of government expenditures is highly rigid, and the government is reliant on a narrow range of revenue sources. The incidence of tax evasion is high and is a material constraint on fiscal policy formation. Fiscal targets or expenditure ceilings are often missed. Fiscal policymaking is entirely reactive. There is no medium-term policy planning process, and government spending throughout the budgeting horizon (including mid-year) is subject to meaningful changes. Governments typically adjust budget balances through sudden, unplanned cuts in capital spending. There are material gaps in the transparency of government accounts, and information on guarantees and other contingent liabilities is generally not available. Debt structure carries significant unhedged risk. There is not a structured issuance plan in place, relying more heavily on opportunistic market access.	Over several cycles, debt/GDP will have increased on an unsustainable basis. Budget deficits are the norm and tend to be large enough so that they add to the debt burden. The structure of government expenditures is highly rigid, and the government is reliant on a narrow range of revenue sources. The incidence of tax evasion is high and is a material constraint on fiscal policy formation. Fiscal targets or expenditure ceilings do not exist. Fiscal policymaking is entirely reactive. There is no medium-term policy planning process, and government spending throughout the budgeting horizon (including mid-year) is subject to meaningful changes. Governments typically adjust budget balances through sudden, unplanned cuts in capital spending. Government accounts are opaque. Debt management is insufficiently effective to avoid very significant foreign exchange or interest rate risk and intermittent liquidity crises.	Over several cycles, debt/GDP will have increased on an unsustainable basis. The government faces very significant structural constraints in formulating fiscal policy, including a very high incidence of tax evasion. Fiscal targets or expenditure ceilings do not exist. Fiscal policymaking is entirely reactive, and the government's ability to manage its finances is highly limited. Government spending decisions are ad hoc. Government accounts are opaque. Debt management is insufficiently effective to avoid very significant foreign exchange or interest rate risk and intermittent liquidity crises.

Source: Moody's Investors Service

Efficacia della politica monetaria e macroeconomica:
Valutano qualitativamente questo sottofattore sulla base dell'efficacia delle politiche monetarie e macroeconomiche. Le considerazioni includono il livello di inflazione relativo a qualsiasi obiettivo fissato per o dai responsabili politici e l'efficacia implicita della politica monetaria, la capacità dell'autorità di identificare e affrontare gli squilibri macroeconomici, il ruolo e l'efficacia della banca centrale, la forza degli strumenti macroprudenziali e regolamentazione del sistema bancario. La nostra valutazione del sottofattore considera l'efficacia della politica monetaria e macroeconomica per un periodo di tempo prolungato. L'efficacia della risposta delle politiche pubbliche agli shock, compresi i cambiamenti economici, sociali o finanziari negativi, è un'altra considerazione importante della nostra valutazione. I sovrani le cui istituzioni mitigano rapidamente l'impatto degli shock identificando risposte appropriate e attuandole senza minacciare la stabilità macroeconomica in genere ottengono punteggi più alti per questo sottofattore. I ritardi nella risposta a circostanze mutevoli possono pesare negativamente sulla nostra valutazione, in particolare se la risposta o l'inerzia di queste istituzioni mette a repentaglio la stabilità macroeconomica.

Sub-factor	Sub-sub-factor	Sub-sub-factor Weight	aaa	aa	a	baa	ba	b	caa	ca
Policy Effectiveness	Monetary and Macroeconomic Policy Effectiveness	30%	Extremely effective policies, with inflation typically 1-3%. The authorities avoid the build-up of macroeconomic imbalances and are highly proactive in pursuing competitiveness-enhancing structural reforms. The central bank has a clear goal, the tools to implement the goal, and is credible in delivering against that goal. The central bank is independent. The authorities effectively use macroprudential tools to mitigate systemic capital, liquidity and credit risk without creating unintended distortions or imbalances in the financial system. The banking system is regulated in a way that effectively balances the need for the sector to support economic growth against the need to avoid excessive risk-taking. Regulatory competence is in line with the complexity of the financial system. There have been no systemic banking crisis in the past decade.	Extremely effective policies, with inflation typically 1-3%. The authorities are generally proactive and forward-thinking in addressing macroeconomic imbalances, including pursuing structural reforms where needed. The central bank has a clear goal, the tools to implement the goal, and is credible in delivering against that goal. The central bank is independent. The authorities effectively use macroprudential tools to mitigate systemic capital, liquidity and credit risk without creating unintended distortions or imbalances in the financial system. The banking system is regulated in a way that effectively balances the need for the sector to support economic growth against the need to avoid excessive risk-taking. Regulatory competence is in line with the complexity of the financial system. There have been no systemic banking crisis in the past decade.	Highly effective policies, with inflation typically 0.5-1% or 3-3.5%. The authorities are generally proactive and forward-thinking in addressing macroeconomic imbalances, including pursuing structural reforms where needed. The central bank has a clear goal, the tools to implement the goal, and is largely credible in delivering against that goal, but structural features such as the depth and breadth of the financial sector or the economy's reliance on imported goods impair policy effectiveness. The authorities use macroprudential tools to mitigate systemic capital, liquidity and credit risk, but sometimes fail to avoid the build-up of imbalances in the financial system. The banking system is regulated in a way that effectively balances the need for the sector to support economic growth against the need to avoid excessive risk-taking. However, the regulator may suffer from skills shortages, lack of effective tools or may struggle to keep pace with the complexity of the financial system. There may have been a systemic banking crisis in the past decade.	Effective policies, with inflation typically 0-0.5% or 3.5-4%. The authorities address macroeconomic imbalances and structural challenges in a reactive manner that is driven by short-term concerns. The central bank has a clear goal, the tools to implement the goal, and is largely credible in delivering against that goal, but structural features such as the depth and breadth of the financial sector or the economy's reliance on imported goods impair policy effectiveness. The authorities use macroprudential tools to mitigate systemic capital, liquidity and credit risk, but sometimes fail to avoid the build-up of imbalances in the financial system. The banking system is regulated in a way that effectively balances the need for the sector to support economic growth against the need to avoid excessive risk-taking. However, the regulator may suffer from skills shortages, lack of effective tools or may struggle to keep pace with the complexity of the financial system. There may have been a systemic banking crisis in the past decade.	Moderately effective policies, with inflation typically below 0% or between 3.5-4%. The authorities address macroeconomic imbalances and structural challenges in a reactive manner that is driven by short-term concerns. The central bank may not have a clear policy goal, and it lacks either the tools to implement monetary policy or is inconsistent in delivering the desired monetary policy outcomes. The government tends to interfere with the conduct of monetary policy. The authorities use macroprudential tools to mitigate systemic capital, liquidity and credit risk but struggle to avoid the build-up of imbalances in the financial system. The banking system is regulated in a way that either fails to support economic growth or allows excessive risk-taking to build up in the system. There may have been a systemic banking crisis in the past decade, and there is a moderate probability of a future crisis developing.	Weak policies, with inflation typically 3.5-4%. The authorities only address macroeconomic imbalances and structural challenges under duress, either from market forces or international bodies. The central bank may not have a clear policy goal, and it lacks either the tools to implement monetary policy or is inconsistent in delivering the desired monetary policy outcomes. The government tends to interfere with the conduct of monetary policy. The authorities use macroprudential tools to mitigate systemic capital, liquidity and credit risk but struggle to avoid the build-up of imbalances in the financial system. The banking system is regulated in a way that either fails to support economic growth or allows excessive risk-taking to build up in the system. There may have been a systemic banking crisis in the past decade, and there is a moderate probability of a future crisis developing.	Very weak policies, with inflation typically 4-10%. The authorities only address macroeconomic imbalances and structural challenges under duress, either from market forces or international bodies. Central bank policymaking is ineffective, and the transmission of monetary policy to the economy is very weak. The authorities do not use macroprudential tools to mitigate systemic capital, liquidity and credit risk. Banking system regulation is weak, and these shortcomings keep the probability of a crisis developing in the sector at relatively high levels.	Extremely weak policies, with inflation typically greater than 10% The authorities do not address macroeconomic imbalances or are ineffective in doing so. Central bank policymaking is ineffective, and the transmission of monetary policy to the economy is very weak. The authorities do not use macroprudential tools to mitigate systemic capital, liquidity and credit risk. Banking system regulation is weak and these shortcomings keep the probability of a crisis developing in the sector at relatively high levels.

Source: Moody's Investors Service

STORIA DI DEFAULT DEL GOVERNO E PANORAMICA DEGLI ARRETRATI:

Il punteggio del fattore **Institutions and governance strenght** può essere aggiustato al ribasso nei casi in cui vi sia un track record di inadempienza del governo o arretrati significativi. La valutazione di Moody's si concentra in genere sulle insolvenze sul debito nei confronti del settore privato. La regolazione può essere solo verso il basso ed è limitata a tre notches. L'entità dell'aggiustamento negativo in genere dipende dalle aspettative per il rischio di re-insolvenza, da quanto è stato recente l'insolvenza e dall'entità della perdita per gli investitori. Maggiore è la perdita, maggiore sarà l'adeguamento negativo a questo punteggio del fattore. Inoltre, in genere applicano un aggiustamento più negativo per un governo che è andato in default più volte negli ultimi 20 anni, indipendentemente dal tasso di recupero osservato. Se non ci sono state nuove inadempienze negli ultimi 10 - 15 anni, possono ridurre l'aggiustamento negativo se è chiaro che i problemi economici, finanziari o politici sottostanti che hanno dato origine all'evento di

default sono stati risolti in modo sostenibile. Se non ci sono state nuove inadempienze negli ultimi 20 anni, generalmente non effettuano un aggiustamento al ribasso a causa delle inadempienze.
Allo stesso modo, potremmo anche apportare un aggiustamento negativo al punteggio del fattore se il governo ha una storia frequente di accumulazione di arretrati significativi a favore dei creditori, inclusi fornitori o dipendenti del governo. Gli arretrati frequenti e ingenti possono indicare una gestione fiscale debole, una scarsa cultura del rimborso e, in definitiva, uno stato di diritto fragile e l'applicazione dei contratti.
La combinazione dei punteggi finali dei fattori **Economic Strenght** e **Institutions and governance Strenght** per ottenere il punteggio di **Economic Resilience** utilizzando pesi uguali.

Fattore: Fiscal Strenght
La forza fiscale di un sovrano è un indicatore diretto della sostenibilità dell'onere del debito sovrano. Gli squilibri fiscali persistenti spesso si traducono in un'elevata leva finanziaria e in un deterioramento dell'accessibilità del debito, rendendo in definitiva il sovrano più vulnerabile agli shock finanziari e al rischio di non essere in grado di far fronte ai propri obblighi.
Questo fattore comprende due sottofattori quantitativi, ciascuno dei quali comprende due metriche.
Onere del debito
Questo sottofattore fornisce indicazioni del livello di debito di un sovrano rispetto al PIL, ovvero rispetto alle dimensioni dell'economia, nonché rispetto alle entrate pubbliche complessive, ovvero la capacità di rimborso del sovrano seguendo la sua base di entrate effettiva. Un livello elevato del debito rispetto al PIL limita la capacità del sovrano di fornire sostegno fiscale all'economia, in particolare in periodi di stress economico o finanziario, smorzando le prospettive di crescita di un'economia.
Gli elevati oneri del debito spesso derivano dall'accumulo di squilibri finanziari persistenti. Oltre a riflettere tali debolezze fiscali preesistenti, livelli elevati di indebitamento possono anche essere il risultato dell'assunzione di passività potenziali (ad esempio, dalla ricapitalizzazione di istituzioni finanziarie o imprese statali) o di aggiustamenti stock-flussi, guidati, ad esempio, da un deprezzamento della valuta locale in combinazione con uno stock di debito denominato in valuta estera.

Accessibilità del debito
Questo sottofattore fornisce indicazioni sulla capacità di un sovrano di onorare il proprio debito. Il rapporto tra il pagamento degli interessi delle amministrazioni pubbliche e le entrate indica la misura in cui l'onere del servizio del debito di un governo rientra nella sua capacità di generazione di entrate. I fattori determinanti dell'accessibilità del debito sono l'onere del debito stesso (maggiore è lo stock di debito rispetto al PIL, minore è l'accessibilità del debito); il tasso di interesse pagato, che riflette la volontà dei creditori di finanziare i disavanzi pubblici con premi di rischio più o meno elevati; e le entrate generate dal sovrano attraverso il suo bilancio (minore è il valore delle entrate, meno sono disponibili per il pagamento degli interessi). Un rapporto elevato tra i pagamenti degli interessi delle amministrazioni pubbliche e le entrate significa che un'ampia quota delle entrate deve essere dirottata sui pagamenti degli interessi, escludendo altri tipi di spesa. Minore è l'accessibilità del debito sovrano, maggiori sono i costi sociali del servizio del debito. I costi sociali insostenibili del servizio del debito possono, nel tempo, minare la capacità di un sovrano, e alla fine la sua volontà, di servire il debito. Il rapporto tra il pagamento degli interessi delle amministrazioni pubbliche e il PIL amplia l'analisi della capacità immediata delle entrate fiscali di soddisfare i requisiti di servizio del debito pubblico alla più ampia capacità del reddito e della produzione nazionali di soddisfare i requisiti di servizio del debito pubblico.

Valutazione **Sottofattore dell'onere del debito**
DEBITO DELLE AMMINISTRAZIONI GENERALI / PIL:
Il numeratore è il debito lordo delle amministrazioni pubbliche e il denominatore è il PIL in termini nominali.

DEBITO / ENTRATE DELLE AMMINISTRAZIONI GENERALI:
Il numeratore è il debito lordo delle amministrazioni pubbliche e il denominatore sono le entrate delle amministrazioni pubbliche.

Valutazione **Sottofattore di accessibilità del debito**
PAGAMENTI DEGLI INTERESSI DELLE AMMINISTRAZIONI / ENTRATE:
Il numeratore è il pagamento degli interessi delle amministrazioni pubbliche e il denominatore le entrate delle amministrazioni pubbliche.

PAGAMENTI DEGLI INTERESSI DELLE AMMINISTRAZIONI / PIL:

Il numeratore è il pagamento degli interessi delle amministrazioni pubbliche e il denominatore è il PIL in termini nominali.

Fiscal Strength

Sub-factor	Metric	Metric Weight	aaa	aa1	aa2	aa3	a1	a2	a3	baa1	baa2	baa3	ba1	ba2	ba3	b1	b2	b3	caa1	caa2	caa3	ca
Debt Burden	General Government Debt / GDP (%) $_t$ [*1]	25%	≤ 5	5-20	20-30	30-35	35 - 40	40-45	45-50	50-55	55-60	60-65	65-70	70-75	75-80	80-90	90-100	100 - 120	120 - 130	130 - 140	140 - 150	> 150
	General Government Debt / Revenue (%) $_t$ [*2]	25%	≤ 10	10-80	80-120	120 -140	140 - 160	160 - 180	180 - 200	200 - 220	220 - 230	230 - 240	240 - 260	260 - 280	280-320	320 - 360	360 - 400	400 - 450	450 - 500	500 - 550	550 - 600	> 600
Debt Affordability	General Government Interest Payments / Revenue (%) $_t$ [*3]	25%	≤ 1.5	1.5-3.5	3.5-6	6-7	7-8	8- 9	9 - 10	10 - 11	11 - 11.5	11.5 - 12	12-13	13-14	14 -16	16-18	18 -20	20 - 22.5	22.5 - 25	25 - 27.5	27.5 - 30	> 30
	General Government Interest Payments / GDP (%) $_t$ [*4]	25%	≤ 0.25	0.25 - 1.0	1.0-1.5	1.5-1.75	1.75-2.0	2.0 - 2.25	2.25 - 2.5	2.5-2.75	2.75-3.0	3.0 - 3.15	3.15 - 3.25	3.25 - 3.5	3.5-4.0	4.0-4.5	4.5-5.0	5.0-6.0	6.0-6.5	6.5-7.0	7.0-7.5	> 7.5

Determinazione del risultato di solidità finanziaria del governo

Si combina il punteggio finale del fattore **Fiscal Strength** con il **Economic Resiliency Outcome** utilizzando pesi dinamici secondo la tabella seguente per ottenere il risultato della solidità finanziaria del governo. Il peso del fattore Fiscal Strength è più alto per i titoli sovrani con punteggi di resilienza economica compresi tra baa2 e ba2, riflettendo l'opinione secondo cui il merito di credito dei paesi con un punteggio elevato per la resilienza economica è meno suscettibile ai cambiamenti nelle loro metriche di debito mentre il merito di credito dei paesi con punteggi medi per la resilienza economica è più sensibile ai cambiamenti nella loro forza fiscale. Al contrario, il merito creditizio dei paesi con bassi punteggi di resilienza economica tende ad essere debole indipendentemente dalle metriche del debito.

EXHIBIT 7

Government Financial Strength

Economic Resiliency \ Fiscal Strength	aaa	aa1	aa2	aa3	a1	a2	a3	baa1	baa2	baa3	ba1	ba2	ba3	b1	b2	b3	caa1	caa2	caa3	ca
aaa	aaa	aaa	aaa	aaa	aaa	aa1	aa1	aa1	aa1	aa1	aa1	aa1	aa2	aa2	aa2	aa2	aa2	aa2	aa3	aa3
aa1	aa1	aa1	aa1	aa1	aa1	aa1	aa1	aa2	aa2	aa2	aa2	aa2	aa2	aa2	aa3	aa3	aa3	aa3	aa3	aa3
aa2	aa1	aa1	aa2	aa2	aa2	aa2	aa2	aa2	aa2	aa3	aa3	aa3	aa3	aa3	aa3	aa3	a1	a1	a1	a1
aa3	aa2	aa2	aa2	aa2	aa3	aa3	aa3	aa3	aa3	aa3	aa3	a1	a1	a1	a1	a1	a1	a1	a2	a2
a1	aa2	aa2	aa3	aa3	aa3	aa3	a1	a1	a1	a1	a2	a2	a2	a2	a3	a3	a3	a3	baa1	baa1
a2	aa3	aa3	aa3	a1	a1	a1	a1	a2	a2	a2	a2	a3	a3	a3	a3	baa1	baa1	baa1	baa1	baa2
a3	aa3	a1	a1	a1	a1	a2	a2	a2	a2	a3	a3	a3	a3	baa1	baa1	baa1	baa1	baa2	baa2	baa2
baa1	a1	a1	a2	a2	a2	a2	a3	a3	a3	a3	baa1	baa1	baa1	baa1	baa2	baa2	baa2	baa2	baa3	baa3
baa2	a1	a1	a2	a2	a2	a3	a3	a3	baa1	baa1	baa1	baa2	baa2	baa2	baa3	baa3	baa3	ba1	ba1	ba1
baa3	a1	a2	a2	a2	a3	a3	a3	baa1	baa1	baa1	baa2	baa2	baa3	baa3	baa3	ba1	ba1	ba1	ba2	ba2
ba1	a2	a2	a3	a3	a3	baa1	baa1	baa1	baa2	baa2	baa2	baa3	baa3	baa3	ba1	ba1	ba1	ba2	ba2	ba2
ba2	a2	a3	a3	a3	baa1	baa1	baa1	baa2	baa2	baa2	baa3	baa3	ba1	ba1	ba1	ba2	ba2	ba2	ba3	ba3
ba3	baa1	baa1	baa2	baa2	baa2	baa2	baa3	baa3	baa3	baa3	ba1	ba1	ba1	ba1	ba2	ba2	ba2	ba2	ba3	ba3
b1	baa2	baa2	baa2	baa2	baa3	baa3	baa3	baa3	ba1	ba1	ba1	ba1	ba2	ba2	ba2	ba2	ba3	ba3	ba3	ba3
b2	baa2	baa2	baa3	baa3	baa3	baa3	ba1	ba1	ba1	ba1	ba2	ba2	ba2	ba2	ba3	ba3	ba3	ba3	b1	b1
b3	baa3	baa3	baa3	ba1	ba1	ba1	ba1	ba2	ba2	ba2	ba2	ba3	ba3	ba3	ba3	b1	b1	b1	b1	b2
caa1	ba2	ba2	ba2	ba2	ba3	ba3	ba3	ba3	ba3	ba3	b1	b1	b1	b1	b1	b1	b1	b2	b2	b2
caa2	ba3	ba3	ba3	ba3	ba3	ba3	b1	b1	b1	b1	b1	b1	b2	b2	b2	b2	b2	b2	b2	b3
caa3	ba3	b1	b1	b1	b1	b1	b1	b1	b2	b2	b2	b2	b2	b2	b3	b3	b3	b3	b3	b3
ca	b1	b1	b1	b2	b2	b2	b2	b2	b2	b2	b3	b3	b3	b3	b3	b3	caa1	caa1	caa1	caa1

Source: Moody's Investors Service

Fattore: Susceptibility to Event Risk

Dopo essere arrivati al risultato di solidità finanziaria del governo, considerano la suscettibilità di un sovrano al rischio di eventi. Questo fattore può solo ridurre il risultato della solidità finanziaria del governo. La figura 8 mostra il punto medio del risultato complessivo dell'intervallo indicato dalla scorecard risultante dalla combinazione del risultato della solidità finanziaria del governo e del punteggio del fattore di suscettibilità al rischio di eventi.

EXHIBIT 8

Combining Government Financial Strength and Susceptibility to Event Risk*

Susceptibility to Event Risk \ Government Financial Strength	aaa	aa1	aa2	aa3	a1	a2	a3	baa1	baa2	baa3	ba1	ba2	ba3	b1	b2	b3	caa1
aaa	Aaa	Aa1	Aa2	Aa3	A1	A2	A3	Baa1	Baa2	Baa3	Ba1	Ba2	Ba3	B1	B2	B3	Caa1
aa	Aaa	Aa1	Aa2	Aa3	A1	A2	A3	Baa1	Baa2	Baa3	Ba1	Ba2	Ba3	B1	B2	B3	Caa1
a	Aaa	Aa1	Aa2	Aa3	A1	A2	A3	Baa2	Baa3	Ba1	Ba2	Ba3	B2	B3	Caa1	Caa2	Caa3
baa	Aaa	Aa1	Aa2	Aa3	A2	A3	Baa1	Baa2	Ba1	Ba2	Ba3	B1	B3	Caa1	Caa2	Caa3	Ca
ba	Aa1	Aa2	Aa3	A1	A2	Baa1	Baa2	Baa3	Ba2	Ba3	B1	B2	B3	Caa1	Caa2	Caa3	Ca
b	Aa2	Aa3	A1	A2	A3	Baa2	Ba1	Ba2	Ba3	B1	B2	B3	Caa1	Caa2	Caa3	Caa3	Ca
caa	Aa3	A1	A2	A3	Baa1	Baa3	Ba1	Ba2	B1	B2	B3	Caa1	Caa2	Caa3	Caa3	Caa3	Ca
ca	A1	A2	A3	Baa1	Baa2	Ba1	Ba2	Ba3	B1	B2	B3	Caa1	Caa2	Caa3	Caa3	Caa3	Ca

Source: Moody's Investors Service

La suscettibilità a eventi improvvisi ed estremi che potrebbero avere un grave impatto sull'economia o sulle istituzioni del paese o mettere a dura prova le finanze pubbliche è un indicatore importante del merito di credito di un sovrano. I rischi di eventi sono vari e in genere includono i rischi politici e

geopolitici interni, il rischio di liquidità del governo, il rischio del settore bancario e il rischio di vulnerabilità esterna.
Questo fattore incorpora quattro sotto-fattori:

- Rischio politico: i rischi politici, derivanti dalla politica interna o dalla geopolitica, possono aumentare la probabilità di insolvenza di un sovrano. Un ambiente politico interno difficile, caratterizzato da instabilità politica, malcontento sociale elevato o crescente o divisioni religiose, etniche o sociali, può mettere in discussione la stabilità e la prevedibilità del processo decisionale. In casi più estremi, può portare a guerre civili e sconvolgimento economico.
  I rischi geopolitici possono anche minacciare la stabilità economica, istituzionale e fiscale. Ad esempio, la posizione creditizia di un sovrano può essere influenzata da questioni politiche o militari irrisolte con un paese vicino, in particolare uno con una politica estera bellicosa. Un'escalation delle tensioni tra paesi o la potenziale perdita di sovranità a causa dell'interferenza di un altro stato potrebbe pesare sul merito creditizio di un sovrano.
- Rischio di liquidità del governo: il rischio di liquidità di un governo è un indicatore importante della sua capacità di far fronte a tutti i suoi obblighi di pagamento, in particolare quelli relativi al servizio del debito. Un aspetto fondamentale del rischio di liquidità del governo è la facilità di accesso ai finanziamenti. La maggior parte dei sovrani opera con flussi di cassa negativi e ha deficit fiscali annuali. Di solito hanno una quantità limitata di attività altamente liquide e di alta qualità rispetto alle loro esigenze di rifinanziamento. La loro capacità di ottenere nuovi finanziamenti su base coerente e affidabile è quindi fondamentale per la valutazione della liquidità del governo. Anche per i sovrani con una comprovata esperienza nell'ottenere finanziamenti quando necessario, l'accesso ai finanziamenti può essere molto sensibile agli sviluppi interni o esterni. La valutazione del rischio di liquidità del governo si basa su una visione prospettica e, nella misura in cui abbiamo visibilità, considera gli eventi che potrebbero ostacolare l'accesso. I sovrani in genere prendono in prestito da vari tipi di creditori. I prestiti pubblici comportano il più delle volte l'emissione di strumenti di debito sui mercati nazionali del credito e dei capitali, ma anche sui mercati internazionali.
- Rischio settore bancario: a causa del ruolo essenziale delle banche nell'economia, le crisi bancarie sistemiche sono spesso accompagnate

da un accumulo materiale di debito pubblico attraverso perdite di entrate dovute a profonde recessioni, salvataggi bancari o ristrutturazioni del debito economicamente costose. Le crisi bancarie sistemiche spesso causano o esacerbano sconvolgimenti economici impedendo o talvolta interrompendo l'offerta di credito e ostacolando l'efficacia delle politiche. Una crisi economica di accompagnamento peserebbe a sua volta sulla generazione di entrate del governo.

- Rischio di vulnerabilità esterna: il rischio di vulnerabilità esterna è un indicatore importante della capacità di un sovrano di accedere o rimborsare finanziamenti denominati in valuta estera.
  Le economie fanno affidamento sugli afflussi di capitali per soddisfare i pagamenti delle importazioni e ripagare il debito estero. Quando la propensione al rischio si indebolisce, gli investitori tendono a riequilibrare i propri portafogli allontanandosi dalle economie che dipendono maggiormente da tali afflussi di capitali, in particolare quelle con riserve di riserva basse. A loro volta, i minori afflussi di capitali erodono le riserve ufficiali in valuta estera, il che può scoraggiare ulteriormente gli afflussi, deprezzare la valuta e mettere in discussione la capacità di far fronte ai pagamenti in valuta estera.

L'aggregazione dei quattro sottofattori di rischio di evento utilizza una funzione minima (in altre parole il punteggio del fattore è il punteggio peggiore dei quattro sottofattori), perché il concretizzarsi anche di uno solo di questi rischi può portare ad un grave deterioramento profilo di credito di un sovrano. L'uso di una funzione minima riflette anche che questi rischi sono tipicamente correlati, con la manifestazione di uno di questi rischi che può accelerare il verificarsi di altri rischi.
Tuttavia, quando si osservano punteggi deboli in più di un sottofattore e laddove i rischi che determinano tali punteggi sono considerati in gran parte non correlati, si può assegnare un punteggio del fattore peggiore di quello indicato dal minimo di punteggi dei sottofattori da prendere tenendo conto del livello di rischio complessivamente più elevato.

2.5 Critiche e analisi dell’effetto di concorrenza

Dopo la crisi del 2008, la Financial Crisis Inquiry Commission, ha affermato che molti fallimenti all’interno dei mercati finanziari potrebbero essere attribuiti al fatto che <<… le principali aziende e investitori si affidavano ciecamente al giudizio espresso dalle agenzie di rating, come loro arbitri del rischio>>.

Queste agenzie non sono esenti da critiche: infatti, sono molti i casi in cui autorità o analisti finanziari hanno mosso disappunto per la non piena affidabilità delle loro analisi dei rating in quanto organizzazioni private con conflitti di interessi col resto del mercato.
Innanzitutto, esiste un chiaro problema di incompatibilità negli incentivi: se da un lato la società emittente il titolo paga per il rating e può cercare di ottenere il miglior rating possibile, dall'altro lato l'agenzia può essere incline a ricompensarlo per essere stata scelta in termini di rating più elevato del previsto. Esiste inoltre un evidente conflitto di interesse riguardante i consigli sugli investimenti finanziari strutturali: un'agenzia, infatti, può in un primo momento dare consigli all'emittente su come la costruzione di un titolo dovrebbe ripercuotersi sul rating del titolo stesso e, in seguito, pubblicare un rating che conferma i propri consigli, guadagnandoci addirittura due onorari.
La grande accusa nei loro confronti è di non aver previsto i grandi crack che hanno riguardato i titoli tossici e trascinato sul lastrico moltitudini di risparmiatori. Esempi sono i titoli tossici dei casi Parmalat, Enron, Lehman Brothers, o il *downgrading* di molti Stati europei agli inizi del 2012. In molti casi, queste azioni hanno avuto strascichi in tribunale. Nell'euforia generale le agenzie di rating vennero meno al loro dovere professionale di *oggettività*, sia perché superate sul piano quantitativo dal flusso delle valutazioni da fornire sia perché prigioniere del conflitto d'interessi intrinseco al modo in cui venivano compensate, reso più acuto dalle circostanze. In particolare, durante la crisi finanziaria di inizio secolo, la pressione frenetica che veniva dai settori delle costruzioni e del credito è sufficiente a spiegare come le agenzie abbiano ecceduto nella valutazione della sicurezza di titoli che certamente sicuri non erano. D'altronde, il giudizio della Commissione d'inchiesta sulla crisi finanziaria a proposito delle agenzie di rating è senza appello :<< Esse fallirono miseramente nel loro compito principale di fornire valutazioni corrette dei titoli per gli investitori, non rilevando numerosi segnali dell'esistenza di gravi problemi nel settore abitativo e ipotecario >>. In realtà, pur fondando le loro valutazioni su complessi e sofisticati modelli matematici le agenzie tendevano a sottovalutare, in questi casi particolari, molti dati fondamentali, come ad esempio nel 2007 la capacità reddituale dei mutuatari.
Una testimonianza di Warren Buffett, dichiara che la sua holding, la Berskshire Hataway, aveva aumentato la sua partecipazione nell'agenzia Moody's dal 15% a circa il 50%, basandosi sulla considerazione che la struttura oligopolistica del mercato del rating dava a Moody's un grande potere nella fissazione del prezzo, operazione che <<… nella valutazione di

un affare è la decisione più importante>>. I vari scandali che hanno colpito le agenzie di rating non hanno portato giustizia nel sistema del rating. Solo nel 2010 la legislazione successiva alla crisi finanziaria, il Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Financial Act ha riconosciuto la possibilità che gli incentivi possano essere disallineati e ha incluso una sezione volta a migliorare la regolamentazione delle Credit Rating Agencies e aumentare la protezione degli investitori. Sulla scia della crisi finanziaria, quando gran parte della colpa è stata attribuita alle azioni presumibilmente senza scrupoli delle CRA, il Parlamento europeo ha iniziato a sostenere un aumento della concorrenza nel mercato delle Credit Ratin Agencies. L'introduzione della concorrenza nel mercato delle CRA esercita una pressione al ribasso sulle commissioni, rendendo costosa l'inflazione dei rating. Bar-Isaac e Shapiro (2013) utilizzano un modello teorico con reputazione endogena e scoprirono che le valutazioni sono meno accurate quando le commissioni sono elevate. Pertanto, se la concorrenza può abbassare le commissioni, è possibile che l'inflazione dei rating e gli acquisti di rating abbiano meno probabilità di verificarsi. In un altro lavoro teorico, Manso (2013) prova che ad un aumento della concorrenza seguono dei downgrade dei rating, un aumento dei default e una diminuzione del welfare.
Becker e Millbourn (2011) utilizzano un approccio empirico per dimostrare che un aumento della concorrenza dovuto all'ingresso di Fitch nel mercato dei rating porta a valutazioni di qualità inferiori da parte degli operatori storici. La qualità è stata qui misurata attraverso due dimensioni: (1) la capacità dei rating di trasmettere informazioni agli investitori; e (2) la capacità dei rating di classificare il rischio. Un altro recente lavoro empirico di Baghai, Servaes e Tamayo (2014) analizza i cambiamenti negli standard delle CRA nel tempo. Scoprono che per il debito societario, le agenzie di rating del credito sono effettivamente diventate più conservatrici. Cioè, un'azienda AAA del 1985 sarebbe valutata AA oggi.
Il potere acquisito dalle agenzie dopo che erano state in qualche modo riconosciute dai regolatori non ha modificato il meccanismo per la remunerazione delle loro prestazioni, lasciando in piedi il conflitto di interesse di cui si è già fatto cenno. Al contrario, le agenzie di rating godono ancora di un prestigio che ignora i loro macroscopici errori nelle valutazioni. Tuttavia, dalla crisi del 2008, i regolatori hanno incrementato i vincoli disciplinari di queste agenzie che prima agivano senza vincoli. La sintesi di una complicata valutazione di un’azienda o di uno stato con un voto alfanumerico è ovviamente una comodità. Al fine di non lasciare troppo potere in mano a

poche agenzie, sarebbe opportuno che i diversi attori della finanza abbiano la forza di immaginare e organizzare nuove forme di raccolta ed elaborazione di dati e informazioni che li aiutino ad esprimere giudizi propri.

CAPITOLO 3

3.1 Panoramica storica di Default sul debito sovrano estero

L'assenza di default esteri sovrani di grandi dimensioni per svariati anni non dovrebbe confortare i responsabili della politica economica. Infatti, la ricorrenza dei default rimane una regola, con ondate internazionali di default separate tipicamente da molti anni.
Il default sul debito sovrano estero, come già descritto, si verifica quando un governo è insolvente sui suoi debiti nei confronti di stranieri.

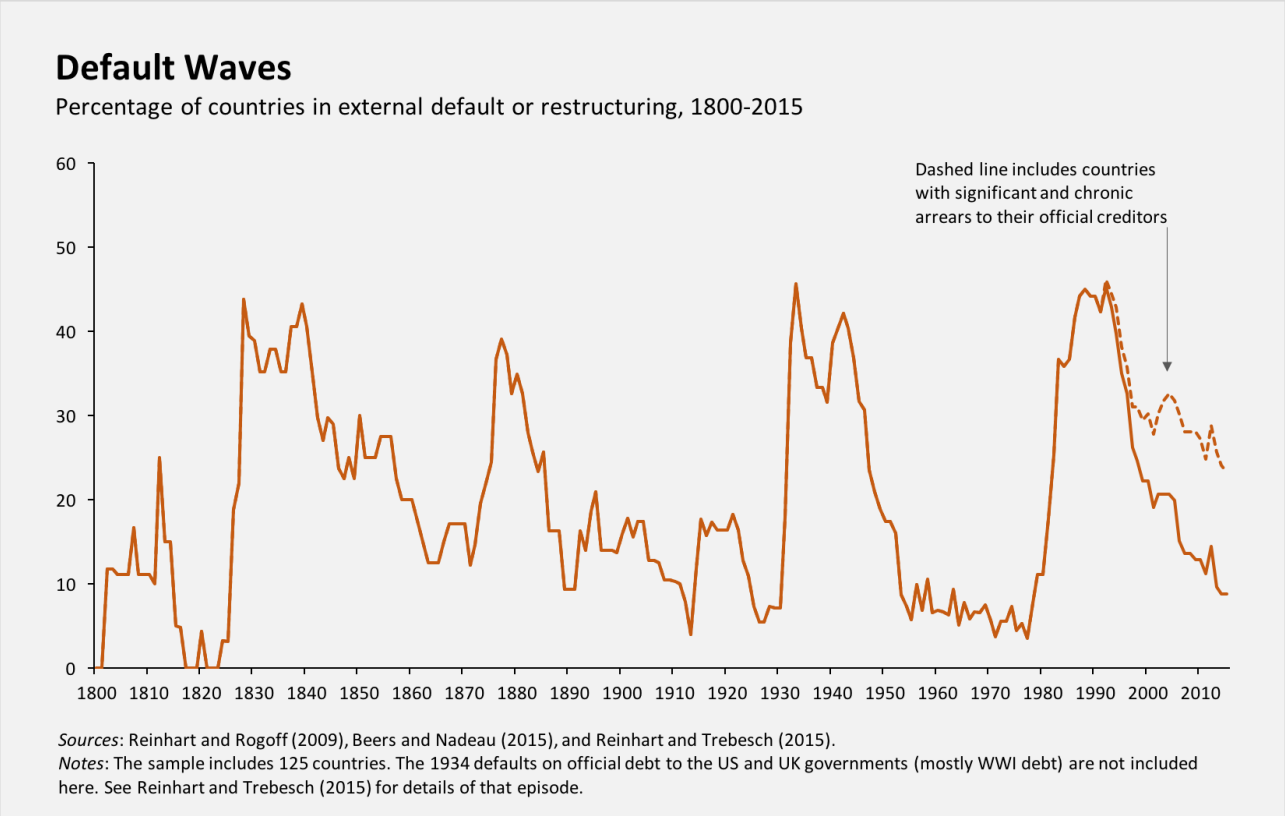
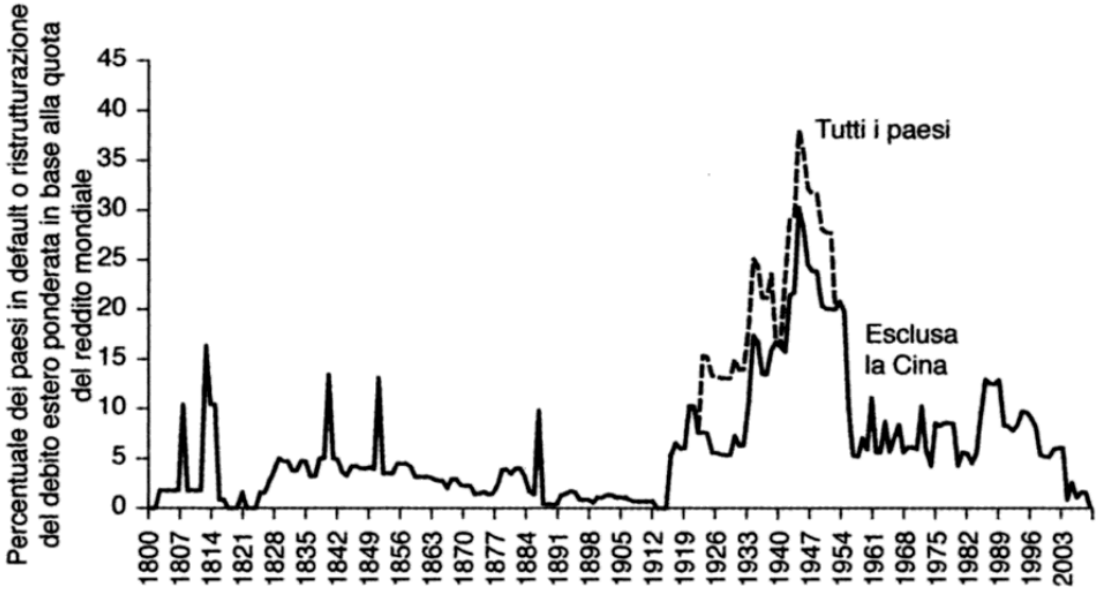


Figura 1

Nella figura 1 sono rappresentate graficamente le percentuali di tutti i paesi indipendenti che si trovano in stato di insolvenza o di ristrutturazione del debito durante ogni singolo anno tra il 1800 e il 2015. Per lo sviluppo di questo grafico sono stati presi in considerazione i paesi che rappresentano più del 90 per cento del Pil globale.
Dal grafico si può facilmente osservare la presenza di 5 picchi o cicli di default.

Il primo picco si è verificato durante le Guerre napoleoniche. Il secondo va dal decennio 1820-1830 fino all'ultima parte del decennio 1840-1850, in cui quasi la metà dei paesi del mondo si è trovata in default. Il terzo è iniziato nella prima parte del decennio 1870-1880 ed è proseguito in quello successivo. Il quarto è iniziato nella Grande depressione degli anni Trenta e si è poi protratto fino all'inizio degli anni Cinquanta, quando, ancora una volta, metà dei paesi si trovavano in default. L'ultimo ciclo comprende le crisi del debito degli anni Ottanta e novanta nei mercati emergenti.

Figura 3.2



Debito estero sovrano: paesi in default o ristrutturazione del debito estero, dati ponderati in base alla quota del reddito mondiale, 1800-2008.

Fonti: Lindert e Morton (1989); Suter (1992); Purcell e Kaufman (1993); Reinhart, Rogoff e Savastano (2003a); Maddison (2004); MacDonald (2006); Standard & Poor's.

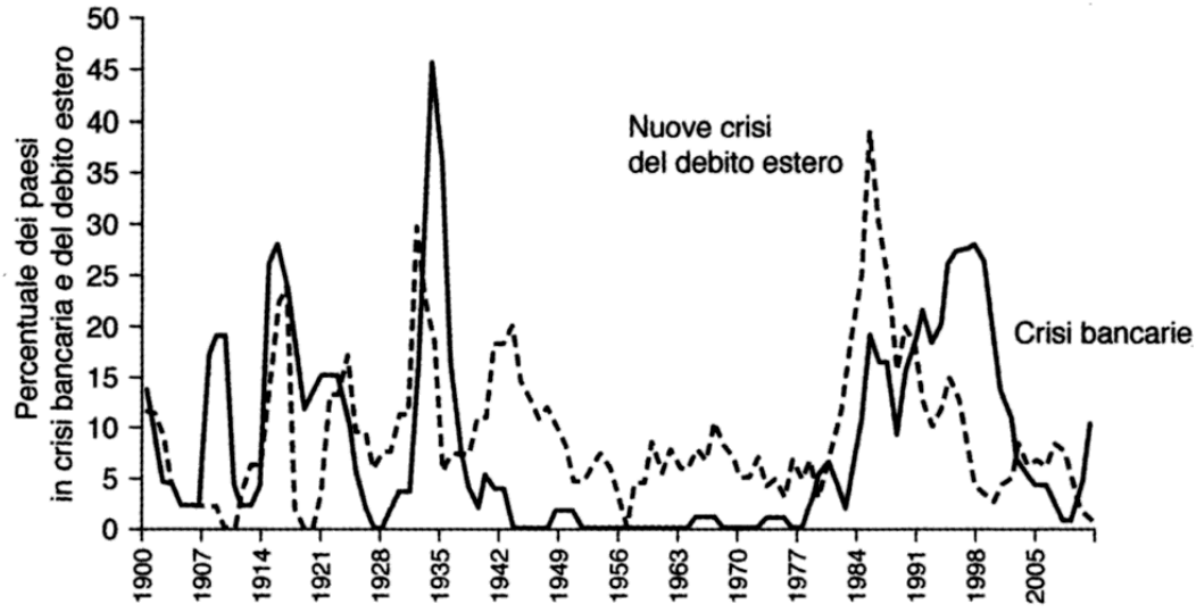
Figura 2

Se si utilizza una media ponderata, pesando i paesi in base alla loro quota del Pil mondiale, come nella figura 2, il periodo di tregua dopo il 2002 spicca ancora di più rispetto al secolo precedente. Solo nei due decenni che precedettero la Prima guerra mondiale si è registrato un periodo di tranquillità paragonabile a quello degli anni 2003-08.

Si nota facilmente che uno o due decenni di tregua sono spesso presenti, purtroppo però ogni periodo di stabilità è stato invariabilmente seguito da una nuova ondata di default.
La figura 3.2 evidenzia inoltre che gli anni immediatamente successivi alla Seconda guerra mondiale hanno segnato il picco più alto dell'epoca dei maggiori default nella storia del mondo moderno. Questa situazione è stata causata in parte dai nuovi default causati dalla guerra e in parte dal fatto che molti paesi non erano mai usciti dai default che avevano accompagnato la Grande depressione degli anni Trenta.
La ricorrenza dei default del debito sovrano costituisce la norma in ogni regione del mondo, incluse l'Asia e l'Europa, nei prossimi paragrafi verrà approfondita un'analisi per singoli paesi.

3.2 Default e crisi bancarie

Storicamente, un'elevata incidenza delle crisi bancarie globali è sempre stata associata a un'alta incidenza di default del debito sovrano sul debito estero. La figura 3 illustra la percentuale dei paesi in crisi bancaria confrontandola con la percentuale dei paesi in default o ristrutturazione del debito estero, analizzando il periodo che va dal 1900 al 2008.



Percentuale dei paesi in crisi bancaria e in crisi del debito estero: tutti i paesi, 1900-2008 (dati non ponderati).

Fonti: Lindert e Morton (1989); Suter (1992); Purcell e Kaufman (1993); Kaminsky e Reinhart (1999); Bordo *et al.* (2001); MacDonald (2003); Reinhart, Rogoff e Savastano (2003a); Maddison (2004); Caprio *et al.* (2005); Jácome (2008); Standard & Poor's.

Figura 3

La turbolenza finanziaria globale può provocare un aumento delle crisi del debito nei mercati emergenti in svariati modi, di seguito se ne elencano alcuni dei più frequenti:

- Le crisi bancarie nelle economie avanzate frenano in modo significativo la crescita mondiale. Le esportazioni sono colpite in modo particolare, il rallentamento o la contrazione dell'attività economica limita la disponibilità di valute pregiate per i governi dei mercati emergenti, rendendo loro più difficile assicurare il servizio del debito estero.
- L'indebolimento della crescita mondiale si accompagna, storicamente, a una flessione dei prezzi mondiali delle merci, riducendo gli introiti delle esportazioni dei principali produttori di merci minandone così la loro capacità di assicurare il servizio del debito.
- Le crisi bancarie nei centri finanziari globali provocano uno stop dei prestiti ai paesi periferici. A seguito delle difficoltà nell'ottenimento del credito, l'attività economica nei mercati emergenti si contrae e il peso del debito si fa sentire di più a fronte di risorse pubbliche in flessione.

- È nota, storicamente, la contagiosità delle crisi bancarie, in quanto gli investitori tendono ad assumere meno rischi, generalizzando le vicende di un paese anche agli altri e riducono la loro esposizione complessiva a seguito della diminuzione della loro ricchezza. Le conseguenze sono deleterie per la capacità delle economie di mercato emergenti sia di rinnovare il debito in scadenza sia di assicurare il servizio del debito estero sovrano.

Anche il periodo che va dal 2008 al 2012, non illustrato nella figura 3.3, costituisce una testimonianza della correlazione tra crisi bancaria e crisi dei debiti sovrani.
La crisi finanziaria del 2008 ha causato perdite elevate nel settore bancario. I conseguenti svantaggi hanno provocato tensioni sui mercati del debito sovrano, inasprito dai dubbi degli investitori sulla resilienza dell'architettura della zona euro e sulla sostenibilità dei livelli di debito pubblico, con effetti che si sono estesi all'economia. Gli aiuti di Stato a favore delle banche, le perdite di gettito fiscale e altri stabilizzatori automatici, insieme ad ulteriori misure di stimolo fiscale, hanno tutti contribuito a stabilizzare l'economia nella fase iniziale della crisi ma hanno anche comportato un significativo aumento del debito pubblico, che era, per molti paesi dell'eurozona, già a livelli elevati.
A partire dal 2009, l'aumento del debito pubblico ha generato pressioni sui rendimenti dei titoli sovrani e sui rating di credito di alcuni Stati, in Europa addirittura sorsero timori per una possibile dissoluzione della zona euro.
Nell'attuale contesto finanziario globale, indebolito dalla pandemia di Covid-19, un brusco aumento dei default del debito sovrano non costituirebbe certo una sorpresa.

3.3 Default e inflazione

Un aumento delle crisi bancarie a livello mondiale, oltre a essere indice di un probabile aumento dei default del debito sovrano, può segnalare anche un potenziale aumento del numero dei paesi che registrano un'elevata inflazione.
È infatti sorprendente la correlazione positiva tra la percentuale dei paesi in default sul debito e la percentuale di quelli che registrano un'elevata inflazione, definita come un tasso annuo superiore al 20 per cento. Dato che l'inflazione rappresenta una forma di default parziale sui debiti dello stato non indicizzati pienamente ai prezzi o al tasso di cambio, il parallelismo tra i due fenomeni non è del tutto sorprendente.

3.4 Mappa storica dei default esteri

Prendendo in analisi i dati del XX secolo e l'inizio del XXI secolo, gli episodi di default o di ristrutturazione del debito sono illustrati nella figura 3.4.
Si nota immediatamente che i default tendono a concentrarsi in grappoli, specialmente nel periodo della Grande depressione, quando buona parte del mondo andò in default, e nelle crisi del debito degli anni Ottanta e Novanta. Negli ultimi tempi i default tecnici sono stati in qualche misura in numero minore, molto probabilmente grazie al massiccio intervento delle istituzioni ufficiali e in particolare del Fondo monetario internazionale e della Banca mondiale. Il numero dei default può essere arbitrario. Gli episodi di default possono essere collegati, specialmente se le condizioni di ristrutturazione del debito sono rigide e rendono quasi inevitabile la ricaduta nell'insolvenza. Nella raccolta dati non si considerano default avvenuti entro i due anni dal precedente. Tuttavia, prendendo in analisi la quantità di anni che un paese passa in stato di default emergono alcuni dati interessanti. In Asia, sebbene vi siano stati molti episodi, il default tipico è stato risolto in tempi relativamente brevi. Solo la Cina, l'India e le Filippine hanno trascorso in default più del 10 per cento della loro vita come stati indipendenti. In Africa la situazione è più drastica, con molti paesi che hanno passato in default la metà del tempo dalla loro indipendenza. I default dell'Africa sono meno conosciuti di altri perché i debiti dei paesi africani sono stati in genere relativamente contenuti e le conseguenze sistemiche meno acute. La figura 3.4 presenta la medesima serie di dati per l'Europa e l'America latina. La Grecia ha trascorso in default più della metà del tempo a partire dal 1800. Alcuni paesi latinoamericani, tra cui Costa Rica, Repubblica Dominicana,

Messico, Nicaragua, Perù e Venezuela, hanno vissuto in default per circa il 40 per cento del tempo.
Nell'insieme, si può osservare che gli episodi di default, seppur ricorrenti, non sono affatto continui, ma contrassegnati da ampi intervalli che riflettono certamente gli aggiustamenti effettuati dai debitori e dai creditori dopo ogni ciclo di default.

DEFAULT E RISTRUTTURAZIONI					
		Anni dei default o delle ristrutturazioni			
Area Geografica	Paese	1900-1924	1925-1949	1950-1974	1975-2008
Africa	Algeria				1991
	Angola				1985
	Costa d'Avorio				1983, 2000
	Egitto				1984
	Kenya				1994, 2000
	Marocco	1903			1983, 1986
	Nigeria				1982, 1986, 1992,2001,2004
	Repubblica Centraficana				1981, 1983
	Sud Africa				1985, 1989, 1993
	Zambia				1983
	Zimbabwe			1965	2000
Asia	Cina	1921	1939		
	Filippine				1983
	Giappone		1942		
	India			1958, 1969, 1972	
	Indonesia			1972	
	Myanmar			1966	1998, 2000, 2002
	Sri Lanka				1980, 1982, 2002
Europa	Austria		1938, 1940		
	Germania		1932, 1939		
	Grecia		1932		2012
	Polonia		1936, 1940		1981
	Romania		1933		1981,1986
	Russia	1918			1991,1998
	Turchia	1915	1931,194		1978,1982
	Ungheria		1932,1941		
America Latina	Argentina			1951, 1956	1982, 1989, 2001
	Bolivia		1931		1980, 1986, 1989
	Brasile	1902, 1914	1931, 1937	1961, 1964	1983
	Cile		1931	1961, 1963, 1966, 1972,1974	1983
	Colombia	1900	1932, 1935		
	Costa Rica	1901	1932	1962	1981
	Ecuador	1906, 1909,1914	1929		1982, 1999, 2008
	El Salvador	1921	1932, 1938		
	Guatemala		1933		1986, 1989
	Honduras				1981
	Messico	1914	1928		1982
	Nicaragua	1911, 1915	1932		1979
	Panama		1932		1983, 1987
	Paraguay	1920	1932		1986, 2003
	Perù		1931	1969	1976, 1978
	Repubblica Dominicana		1931		1982, 2005
	Uruguay	1915	1933		1983, 1987, 1990, 2003
	Venezuela				1983, 1990, 1995, 2004

Figura 4 Mappa storica dei default/ristrutturazioni del debito. Fonti: Standard & Poor's; Purcell e Kaufman (1993); Reinhart, Rogoff e Sevastano (2003).

Dalla figura 2 e dalla figura 3 si possono notare gli addensamenti a grappolo dei default in modo evidente.
Di seguito una veloce analisi del contesto storico ed economico delle varie crisi, introducendo il concetto di <<contagio>>.

3.5 L'effetto contagio

Non è obiettivo di questa tesi dimostrare l'effetto contagio, tuttavia risulta necessario introdurre e definire questo argomento al fine di disporre di tutti gli strumenti necessari.
Nel parlare di contagio, è utile definire una distinzione tra due tipi, la diffusione lenta e il tipo a diffusione rapida che si contraddistingue per la veloce trasmissione oltre i confini. In particolare, è nota la definizione che Kaminski, Reinhart e Végh danno di contagiosità <<priva di freni>>. Definiscono il contagio come un episodio nell'ambito del quale un evento produce notevoli effetti immediati in una serie di paesi diversi. Gli episodi graduali sono l'antitesi della reazione <<priva di freni>>. Se la reazione internazionale alle notizie è debole e graduale allora questi casi si definiscono *traboccamenti*. Anche gli shock esterni diffusi, come le oscillazioni dei tassi d'interesse o dei prezzi del petrolio a livello internazionale non vengono inclusi automaticamente nella definizione di Kaminski, Reinhart e Végh di contagio.
È giusto aggiungere a questa classificazione l'osservazione che gli shock comuni non devono necessariamente essere tutti esterni. I paesi possono avere fondamentali macroeconomici <<interni>> comuni, come le bolle immobiliari, il boom degli afflussi di capitale, l'aumento della leva finanziaria privata e/o pubblica.
Sono molti nella storia gli episodi di contagio conseguenti ad una crisi bancaria; tuttavia, molti non sono nulla se paragonati alla Grande depressione, che si è contraddistinta anche per l'enorme quantità di default pressoché simultanei su debiti sia esteri sia interni.

3.6 <<La seconda grande contrazione>> e la Crisi del debito dell'Eurozona

La recente crisi partita dagli Stati Uniti nel 2007 è un ottimo esempio illustrativo dei due canali di contagio: i nessi reciproci e gli shock diffusi.
La crisi finanziaria è senza dubbio traboccata in altri mercati attraverso nessi diretti. Ad esempio, molti intermediari finanziari tedeschi e giapponesi ed altri erano andati alla ricerca di rendimenti maggiormente appetibili nel mercato Usa dei *subprime*, forse a causa del fatto che le opportunità di profitto nel settore immobiliare nazionale erano decisamente poco promettenti.
Non a caso è emerso che molti istituti finanziari esterni agli Stati Uniti avevano un'esposizione notevole al mercato Usa dei *subprime.*
Molti fattori che hanno caratterizzato il periodo precedente la crisi dei *subprime* negli Stati Uniti erano ben presenti in altre economie avanzate. Il fatto che questi altri paesi abbiano incontrato difficoltà economiche contemporaneamente agli Usa non costituisce una sorpresa.
In questo caso in particolare risaltano due elementi comuni. In molti paesi in Europa e in altri continenti (in esempio l'Islanda e la Nuova Zelanda), avevano proprie bolle immobiliari di origine interna.
In secondo luogo, gli Usa non erano gli unici ad avere un ampio deficit delle partite correnti e a vivere un boom dell'importazione di capitali.
Bulgaria, Islanda, Irlanda, Lettonia, Nuova Zelanda, Spagna e Regno Unito, importavano dall'estero capitali che hanno alimentato un boom creditizio e dei prezzi degli assets. Questi movimenti rendevano tali paesi molto vulnerabili a diffuse conseguenze pericolose come il crollo dei mercati degli investimenti e l'inversione dei flussi di capitale, indipendentemente da quanto poteva accadere in quel momento negli Stati Uniti.
L'esposizione diretta al mercato dei *subprime* degli Stati Uniti e i movimenti sopra citati sono stati inoltre complementati dalla presenza di creditori comuni.
La crisi dei *subprime,* in un secondo momento, ha infiammato la crisi del debito sovrano nell'Eurozona. In seguito alla crisi *subprime* numerosi istituti di credito europei hanno sperimentato gravi difficoltà e sono stati salvati da interventi pubblici. I paesi in via di sviluppo hanno registrato un notevole rallentamento dei propri tassi di crescita, mentre i paesi industrializzati hanno registrato una variazione del prodotto interno lordo negativa, ad esempio per l'Italia la contrazione del PIL nel 2009 è risultata prossima al 5 per cento, una delle più gravi recessioni dal dopoguerra.

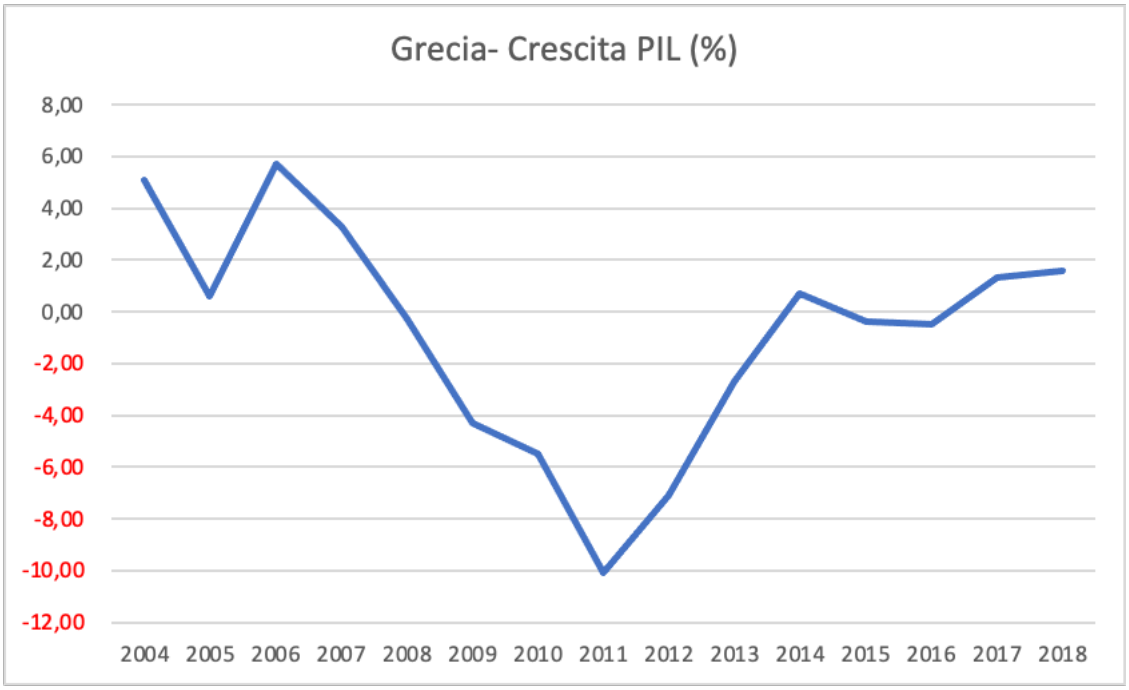


Figura 5 Crescita PIL (%). Fonti: World Economic Outlook database.

Le differenze significative nelle condizioni di finanza pubblica e del tasso di crescita tra i paesi detti core (come la Germania) noti per i livelli contenuti di debito pubblico e per un'attività economica solida e paesi detti **PIIGS** (Portogallo, Irlanda, Italia, Grecia e Spagna) caratterizzati da una maggiore vulnerabilità legata a dinamiche non sostenibili del debito pubblico, dovuto all'indebitamento accumulato negli anni e ai bassi tassi di crescita del PIL e alle operazioni di salvataggio degli istituti bancari in crisi, emersero.
Anche in questo caso risulta tutt'altro che trascurabile la componente legata all'effetto contagio, ossia la quota di spread che non deriva dalla situazione macroeconomica e di finanza pubblica del singolo paese, ma dalla "crisi di fiducia", degli operatori di mercato.
Citando uno studio della Consob del 2012:<<*… a partire dalla crisi finanziaria del 2007-08, alcuni paesi europei hanno sperimentato una crescente penalizzazione registrando differenziali di rendimento dei relativi titoli pubblici rispetto al Bund tedesco, sempre meno guidati dall'andamento dei fondamentali economici e fiscali e sempre più legati a fenomeni di contagio. Per l'Italia ciò ha comportato una penalizzazione costante e progressivamente crescente con l'aggravarsi della crisi, fino a raggiungere, nella prima metà del 2021, un sovrapprezzo sui rendimenti dei suoi titoli stimabile in circa 180bps*>>.

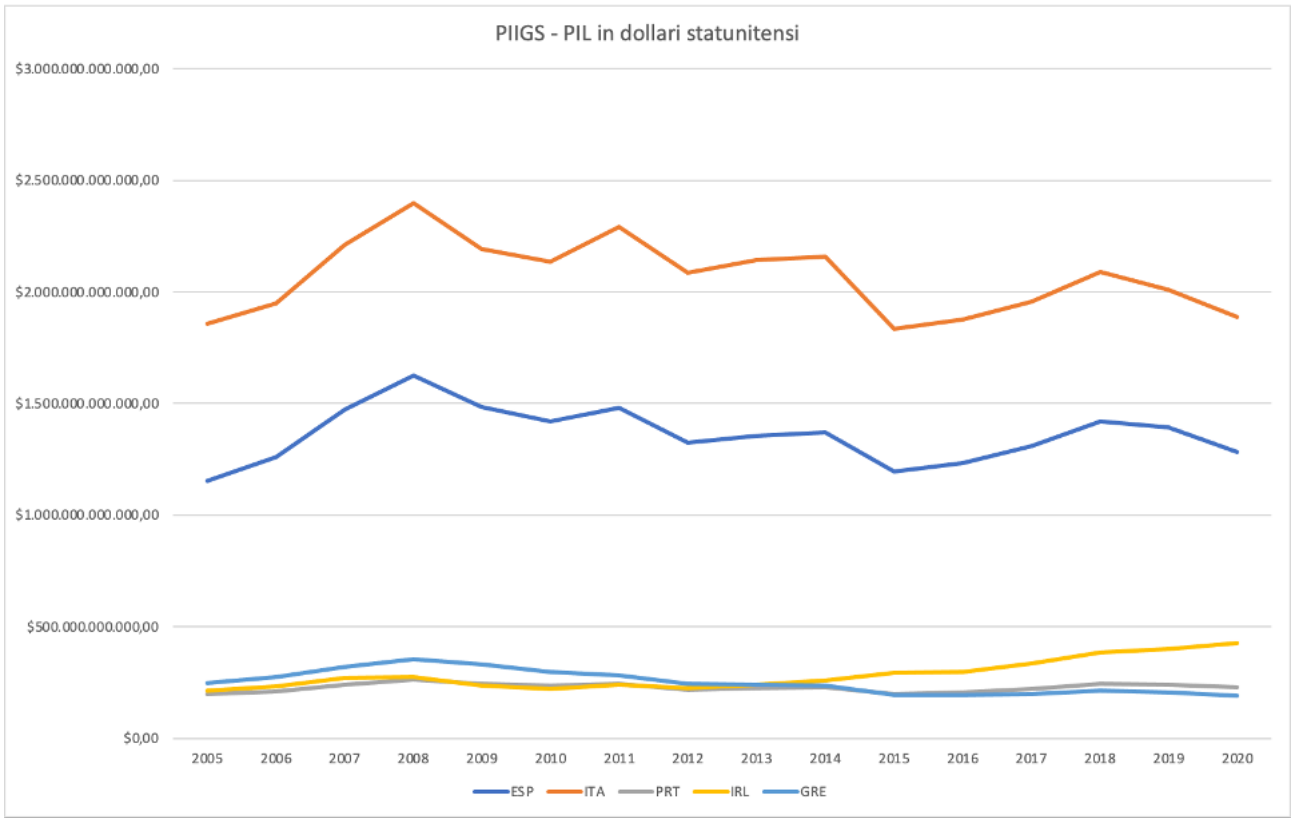


Figura 6 PIL PIIGS. Fonti: WEO Database.

Nel mezzo dalla crisi greca, dopo aver tagliato il rating su Atene di tre notch e averlo trasformato in un junk bond, Standard & Poor's riduce anche il rating sul Portogallo sulla scorta dell'andamento dei suoi Credit Default Swap (CDS), le assicurazioni contro il default. A molti sembra il progetto di un contagio nel cuore dell'Eurozona con possibile allargamento della crisi dalla Grecia al Portogallo alla Spagna e forse anche all'Italia.

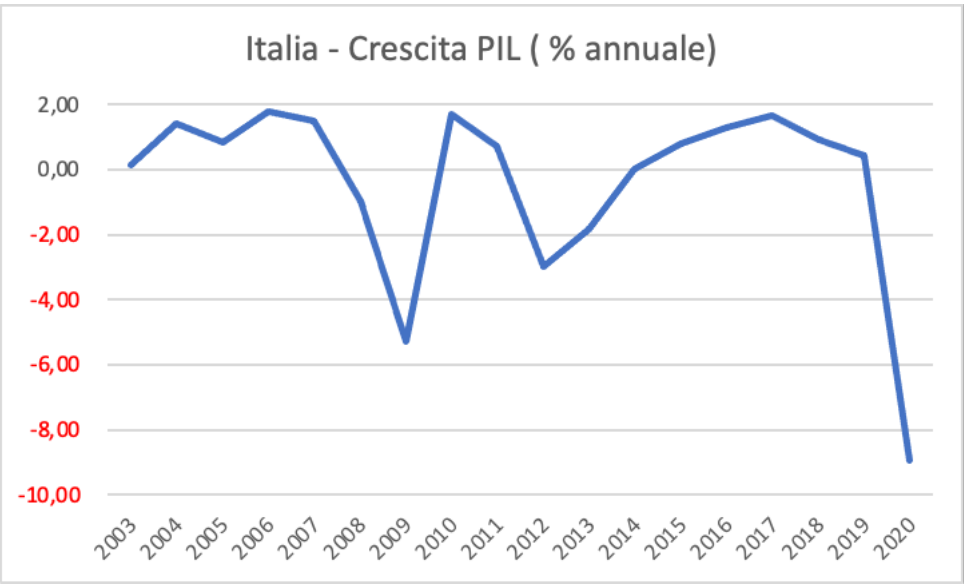


Figura 7 PIL Italia. Fonti: WEO Database

Il panico sui mercati zavorra l'euro e i listini azionari. Quando Moody's nel giro di una giornata prima accenna a un rischio di solvibilità dell'Italia e poi smentisce tutto a mercato chiuso, i sospetti sulle tre grandi agenzie di rating (Standard&Poor's, Moody's e Fitch) si moltiplicano. D'altronde la riforma della finanza degli Stati Uniti che a maggio viene esaminata dal Congresso prevede un forte intervento sulle agenzie. Il senatore Carl Levin guida un'apposita commissione d'inchiesta e rivela il contenuto di una serie di mail private che svelano conflitti di interessi e casi di superficialità nel giudizio. Per gli accusatori il legame tra banche e agenzie è troppo stretto, come se un giudice fosse pagato da un imputato. Il 13 maggio 2010 un emendamento che prevede la creazione di una sorta di supervisore delle agenzie con rappresentanti dei rater, degli investitori e degli emittenti (banche) riceve 65 voti favorevoli e 35 voti contrari. La questione in Europa peggiora rapidamente: già ai primi di maggio Michel Barnier, commissario europeo ai Servizi finanziari, chiede responsabilità e trasparenza nell'operato delle agenzie di rating da cui possono dipendere le finanze, la crescita e la stabilità sociale di interi paesi. L'Ecofin che approva un paracadute da 750 miliardi per l'euro prende un preciso impegno nel campo della regolamentazione dei mercati e del ruolo delle agenzie di rating. Sul ruolo dei tre grandi rater torna a riflettere anche Lorenzo Bini Smaghi, membro del comitato esecutivo della Bce, che scrive "Le agenzie – ce ne sono solo tre – hanno recentemente perso credibilità, contribuendo, con notevoli conflitti d'interesse, alla sopravvalutazione del merito di credito dei titoli cartolarizzati, in particolare i subprime che sono all'origine della crisi finanziaria". Per Bini Smaghi le recenti revisioni al ribasso dei rating sovrani sollevano non pochi dubbi. Se un'agenzia misura la solvibilità di uno stato non su bilanci e dati macroeconomici fondamentali, ma su valutazioni di mercato (come il prezzo dei CDS) il suo giudizio perde il requisito fondamentale dell'indipendenza.

3.7 La crisi argentina del 2001

La crisi economica argentina colpì l'economia argentina tra la fine degli anni Novanta e l'inizio del decennio successivo.

L'Argentina è stata soggetta ad un'alternanza tra dittature militari e deboli governi democratici per parecchi decenni, questa circostanza ha portato allo sviluppo di molteplici problemi economici.

Il finanziamento di vari progetti dagli esiti catastrofici, come la guerra delle Falkland (1982) e l'appropriamento del debito privato, durante il Processo di Riorganizzazione Nazionale (1976- 1983) tramite accumulazione di debito portò le imprese argentine in serie difficoltà economiche. Nel 1983, con il ritorno alla democrazia, partì il progetto di creazione di una nuova moneta: l'austral.
L'origine di questa moneta fu l'origine di nuovi prestiti. Una volta che l'Argentina non fu più in grado di ripagare gli interessi sul debito, la fiducia nell'austral crollò.
L'inflazione esplose, nel 1989 venne registrata un'inflazione mensile del 200 per cento. Varie rivolte popolari portarono alle dimissioni del presidente Alfonsin.
Negli anni Novanta la lotta all'inflazione ebbe successo e l'economia iniziò la ripresa.
La necessità di riportare fiducia nella moneta nazionale contrastando l'iperinflazione portò il governo a ripristinare il peso come valuta nazionale, con un tasso di cambio fisso verso il dollaro.
I risultati furono buoni, l'inflazione venne drasticamente ridotta. Ciò ebbe effetti positivi sulla qualità della vita.
Purtroppo, l'Argentina aveva ancora un debito estero da ripagare, per farlo continuava a chiedere nuovi prestiti.
Il tasso di cambio fisso rendeva convenienti le importazioni, con una conseguente fuoriuscita di capitali dallo stato e causò una deindustrializzazione dell'Argentina, con conseguente caduta dell'occupazione.
Inoltre, le spese del governo e l'enorme peso della corruzione continuavano a infliggere danni catastrofici.
Il Fondo Monetario Internazionale continuava comunque a concedere all'Argentina prestiti e dilazioni di pagamento.
L'evasione fiscale e vari episodi di riciclaggio di denaro portarono all'evaporazione di grandi quantità di capitali, ormai trasferiti in paradisi fiscali.
I principali partner commerciali quali il Messico e il Brasile affrontarono a loro volta crisi economiche, provocando una generale perdita di fiducia degli altri Stati nei confronti dell'America Latina.
Nel 1999, in seguito all'esaurimento dei flussi di moneta straniera derivanti dalla privatizzazione delle imprese pubbliche e alla riduzione delle esportazioni argentine, il paese entrò in recessione, registrano una diminuzione del PIL di circa il 4 per cento.

Figura 8 Grafico Crescita PIL (%) Argentina nel periodo 1997-2005. Fonti dei dati: World Economic Outlook (WEO) Database.

L'Argentina perse velocemente la fiducia degli investitori che scatenarono una fuga di capitali. Il popolo argentino nel 2001 iniziò a temere il peggio, iniziarono a ritirare grosse somme di denaro per convertirle in dollari statunitensi, scatenando una corsa agli sportelli che a sua volta provocò ad un panico bancario diffuso e alla conseguente chiusura di più istituti finanziari.
Il governo adottò una serie di misure, note come <<corralito>>, che congelarono effettivamente tutti i conti bancari per dodici mesi. Si svilupparono proteste popolari note come <<cacerolazo>>, inizialmente semplici manifestazioni, sfociate poi in scontri con la polizia. L'intervento del Fondo Monetario Internazionale (FMI), ha permesso all'Argentina un periodo momentaneo di ripresa, purtroppo durato pochi anni.
Come si evince dalla *Figura 8*, la quale illustra l'andamento della crescita percentuale del PIL nel periodo nel triennio precedente il default argentino e nel triennio successivo, il PIL argentino aveva iniziato la sua discesa già nel 1997.

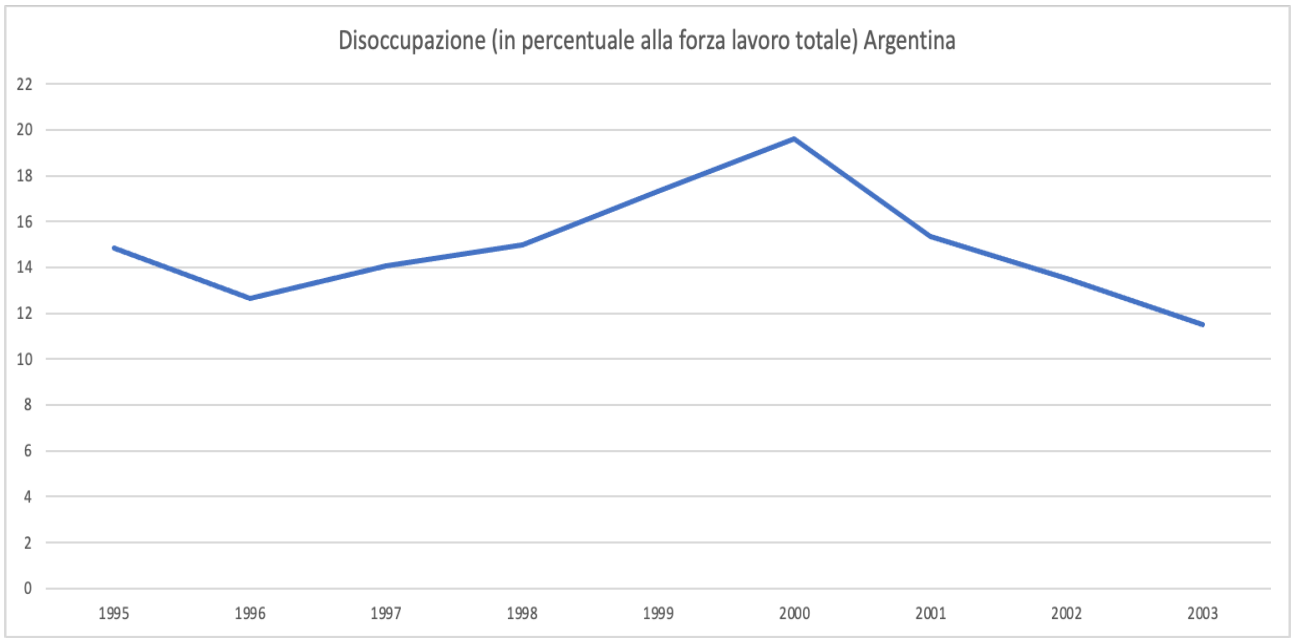


Figura 9 Tasso di disoccupazione in percentuale alla forza lavoro totale. Fonti: World Economic Outlook Database.

Il tasso di disoccupazione, il quale è rappresentato nella figura 9, risulta essere un utile indice capace di esprimere l'avvio di un periodo di crisi economica. A partire dal 1996 l'Argentina ha visto crescere la disoccupazione, fino a raggiungere il picco allarmante di circa il 20 percento della forza lavoro totale.

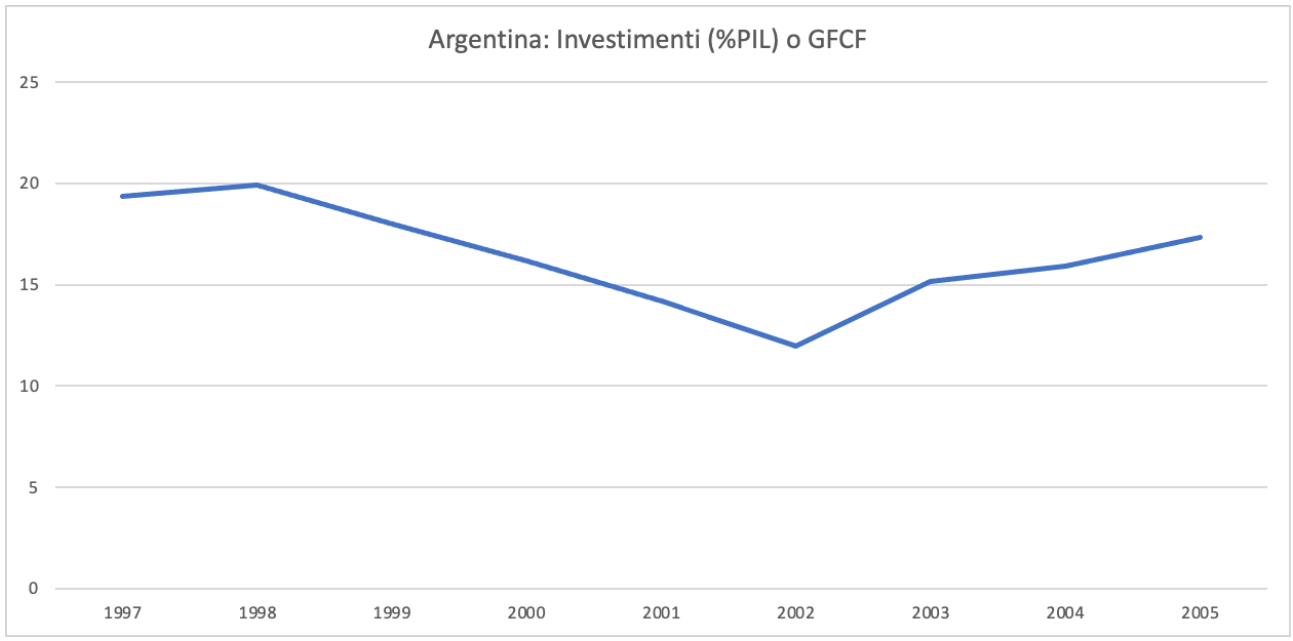


Figura 10 Variazione investimenti in percentuale del PIL, Argentina periodo 1997-2005. Fonti: World Economic Outlook Database.

Gli investimenti di uno Stato sovrano (in inglese Gross Fixed Capital Formation GFCG) sono definiti come l'acquisizione di beni prodotti, inclusa la produzione di tali beni da parte dei produttori per uso proprio, meno le

dismissioni. Le attività rilevanti si riferiscono a beni destinati ad essere utilizzati nella produzione di altri beni e servizi per un periodo superiore ad un anno. L'andamento degli investimenti effettuati dal governo argentino, rappresentato in figura 10 in percentuale al PIL, mostra un netto calo negli investimenti a partire dagli inizi del 1998. Questo andamento non dovrebbe creare sorprese dati i livelli di disoccupazione nel medesimo periodo.

Figura 11 Debito Pubblico Argentino, 1997-2005. Fonti: Fondo Monetario internazionale.

Il crollo del PIL ha di conseguenza portato ad un innalzamento del debito pubblico espresso in percentuale del PIL. Seguì, alla fine del 2001, l'interruzione da parte del Fondo Monetario Internazionale (FMI) degli aiuti economici che forniva al paese. A Washington, sede centrale del FMI, regnava infatti un pessimismo assoluto nei confronti del governo argentino in seguito alle rivolte popolari.

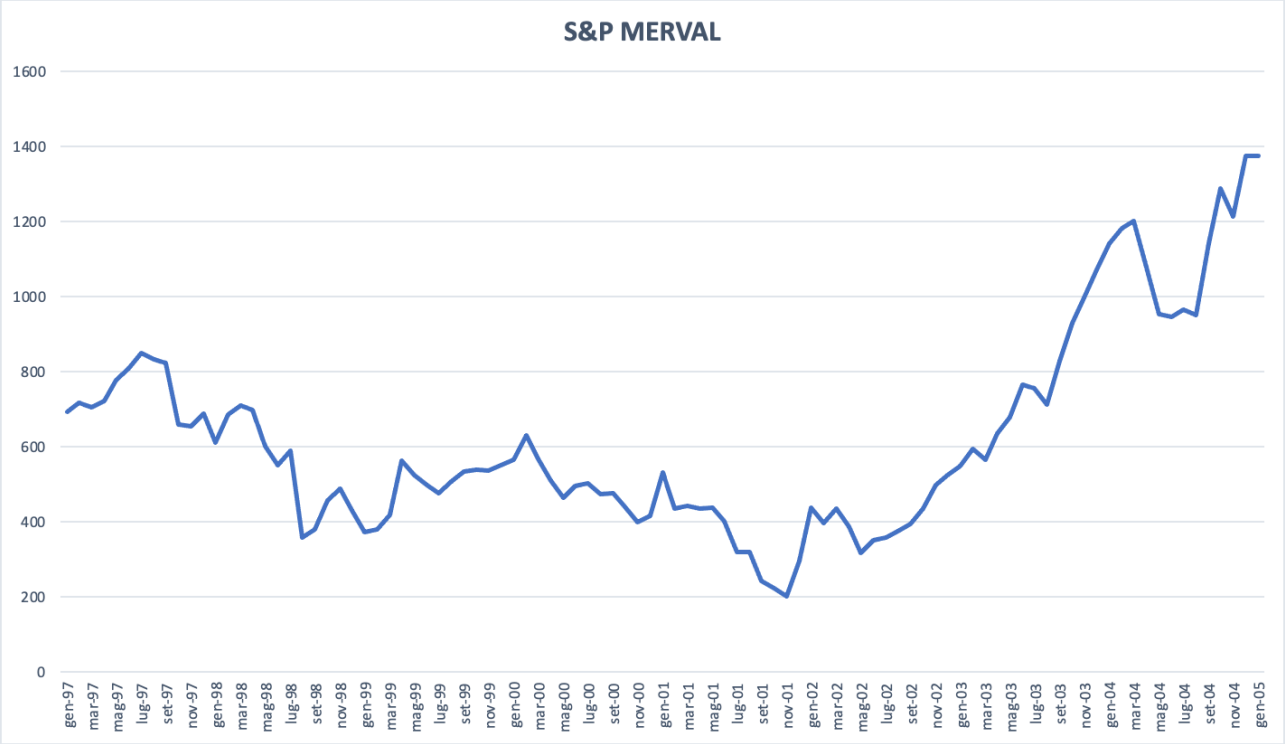


Figura 12 Andamento indice S&P Merval dal 1997 al 2005. Fonti: Yahoo Finance.

Dalla figura 12 emerge che anche la borsa accusò un duro colpo. L'indice <<S&P Merval>> è il più importante indice della borsa valori di Buenos Aires. Esso è un indice ponderato per il prezzo, calcolato come il valore di mercato di un portafoglio di titoli selezionati in base alla loro quota di mercato, al numero di transazioni e al prezzo di quotazione.
La prima reazione delle due agenzie di rating precedentemente introdotte, Standard and Poor's e Moody's, arrivò intorno alla fine dell'anno 2000.
Il 14 Novembre 2000 S&P annuncia un downgrade del credito dell'argentina da BB a BB-, mantenendo comunque l'Argentina in speculative grade, il 19 marzo 2001 aggiunge un outlook negativo al rating BB-, successivamente nel corso del 2001 il rating dell'Argentina collassa fino al raggiungimento, nel novembre 2001, al grado SD, Default proclamato.
Moody's reagisce più in fretta, infatti già dal 1999 Moody's annuncia un downgrade del rating argentino da Ba3, livello speculativo, a B1, altamente speculativo. Nel novembre 2001 Moody's aggiunge un outlook negativo al rating argentino. Da marzo 2001 inizia il crollo del rating argentino, arrivando nel dicembre 2001 con un livello di Ca, non totalmente un rating da default, al contrario di quello assegnato da S&P.
Nel 2014 la corte suprema dell'Argentina ha condannato l'agenzia di rating Standard & Poor's al pagamento di una multa. L'esito di questa condanna assume una notevole importanza ed è motivata dal fatto che S&P, durante

questo episodio di default, sovrastimò le emissioni di titoli delle filiali argentine di banche nordamericane come Citigroup e Bank Boston.
I magistrati argentini, che sono riusciti a dimostrare anche una indipendenza dal potere politico, hanno sancito che S&P ha qualificato i titoli di alcune banche con un rating molto elevato, conferendo troppa affidabilità, a titoli che invece meritavano valutazioni allarmistiche. Il pagamento per questa condanna è una cifra economicamente insignificante, si tratta infatti di circa duemilacinquecento dollari, ma ha un alto valore simbolico. La mancanza di trasparenza e professionalità di S&P ha contribuito a gettare ombra sul sistema di sostentamento delle agenzie di rating.

3.8 La crisi asiatica del 1997-1998

La crisi finanziaria asiatica fu una crisi finanziaria che colpì, inizialmente, alcuni paesi del sud-est asiatico come la Thailandia, il Vietnam, Taiwan, le Filippine, la Malaysia, l'Indonesia e Hong Kong, per poi arrivare in altri paesi come il Brasile, Colombia, Ecuador, El Salvador, Mauritius, Russia, Turchia e Ucraina.
L'est asiatico, negli ultimi decenni precedenti la crisi, era cresciuto a ritmi sostenuti, riuscendo ad abbattere l'alto tasso di povertà e alzando il reddito medio pro capite. Una particolare attenzione era stata data ad investimenti nell'istruzione e in politiche di progresso industriale atte a diminuire il gap con l'occidente, dando vita al <<miracolo del sud-est asiatico>>.
La crisi scoppiata nel 1997 in Thailandia, date le premesse e gli Outlook stabili per quelle regioni, colse di sorpresa osservatori economici e istituzioni internazionali.

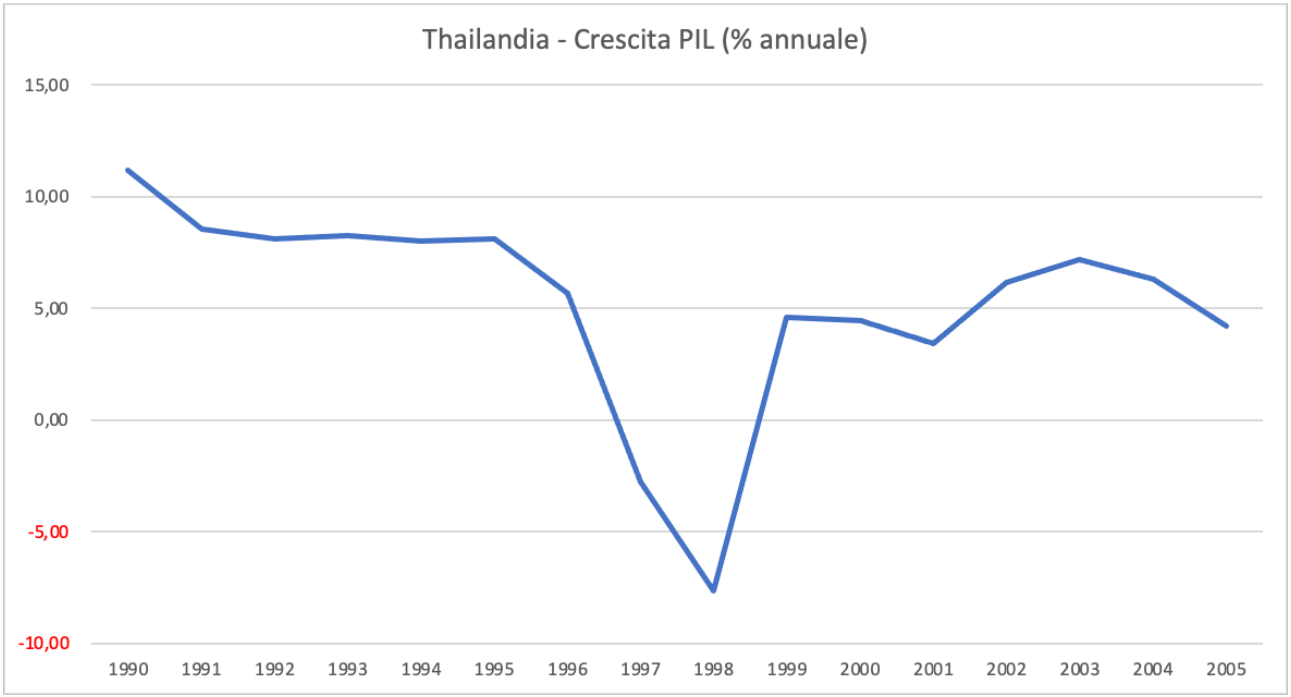


Figura 13 Crescita PIL in percentuale annuale. Fonti: WEO Database

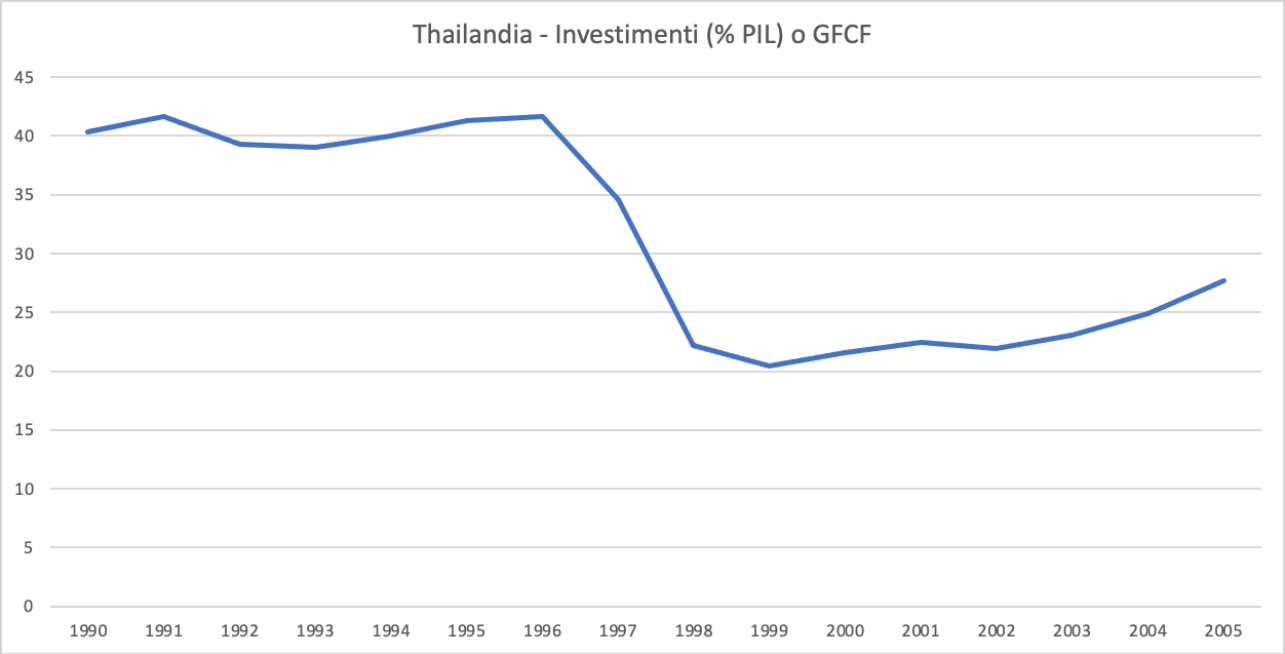


Figura 14 Investimenti (% PIL) Thailandia. Fonti: WEO Database

Il crollo della moneta thailandese nel 1997 fu occasione per lo scatenamento di attacchi speculativi prima a danno del paese più vicino, la Malaysia, poi per l'Indonesia, la Corea del Sud e infine per il Giappone.
Il fattore scatenante si è rivelato essere l'ancoraggio delle valute nazionali al dollaro (dollarizzazione), che dal 1995 ha subito una rivalutazione del cambio. La relativa debolezza del dollaro aveva assicurato la competitività delle merci

provenienti da Indonesia, Malaysia e Thailandia, fino a vederne erodere le esportazioni dall'alto livello dei prezzi causato da un tasso di cambio eccessivamente rivalutato (rispetto allo yen, apprezzamento aggravato dalla svalutazione dello yuan cinese). La crisi valutaria è stata determinata non solo dalla natura degli investimenti esteri a breve termine (prontamente ritirati da investitori stranieri), ma anche dalla conversione degli asset nazionali e dei portafogli aziendali in valute estere, fattore che ha aggravato la crisi di liquidità del governo.
Anche questa crisi ha messo in evidenza i problemi legati ad un mondo globalizzato.

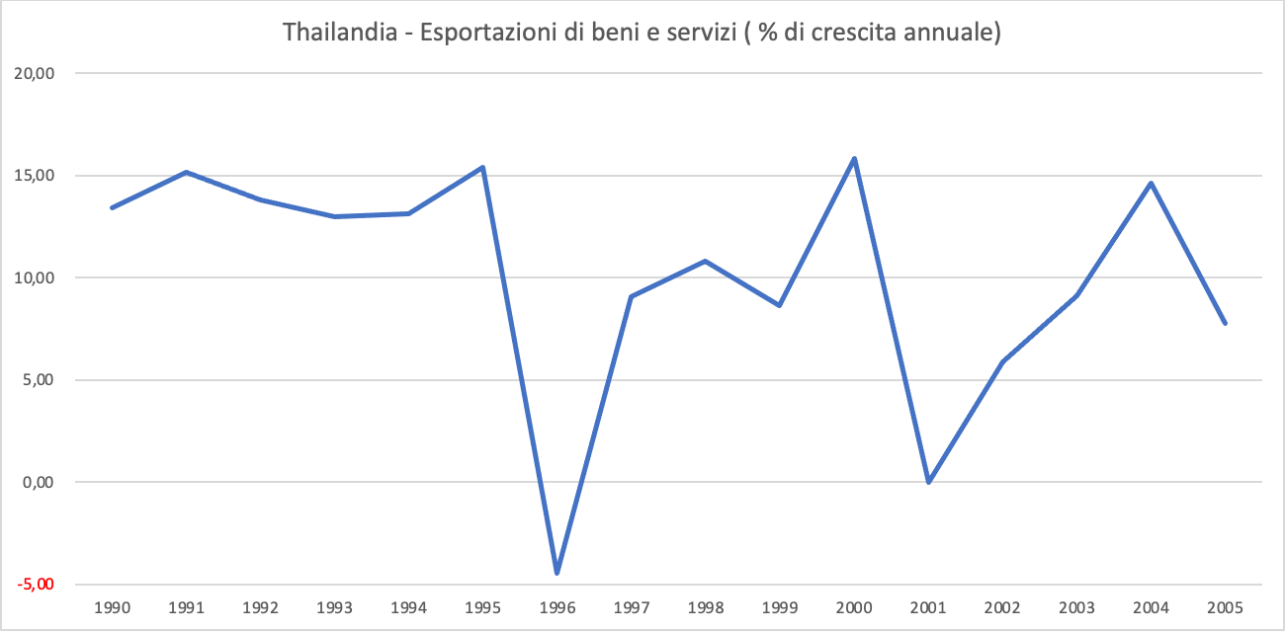


Figura 15 Export Thailandia. Fonti: WEO Database

La svalutazione del baht thailandese contagiò il mercato facendo crescere il timore relativo alle prossime svalutazioni dei paesi limitrofi, al fine di stimolare le esportazioni, ridurre il costo del debito e proteggersi dal ribasso del costo delle importazioni. Gli investitori, dunque, ritirarono improvvisamente i capitali dai paesi a rischio svalutazione, provocando un'inversione della direzione dei flussi.

3.9 Crisi del pesos messicano <<tequila crisis>> 1994

La crisi del peso messicano, soprannominata la <<tequila crisis>>, è stata una crisi valutaria, innescata dall'improvvisa svalutazione del peso rispetto al dollaro USA nel dicembre 1994.

Durante le elezioni presidenziali del 1994, l’amministrazione in carica ha intrapreso una politica fiscale espansiva.
Il Tesoro messicano ha iniziato a emettere strumenti di debito a breve termine denominati in valuta nazionale con un rimborso garantito in dollari statunitensi, attirando così anche investitori stranieri. Con la firma dell’accordo di libero scambio nordamericano NAFTA, il Messico ha riacceso la fiducia degli investitori e dunque ottenuto un maggiore accesso a capitale internazionale.
Purtroppo, una violenta rivolta nello stato del Chiapas e il successivo assassinio del candidato alla presidenza Luis Donald Colosio, hanno minato la stabilità politica del Messico, inducendo gli investitori a porre un premio di rischio maggiore sugli asset messicani.
In risposta, la banca centrale messicana è intervenuta sui mercati valutari per mantenere l'ancoraggio del peso messicano al dollaro USA emettendo debito pubblico denominato in dollari per acquistare pesos. La forza del peso ha causato un aumento della domanda di importazioni in Messico, con conseguente deficit commerciale. Gli speculatori hanno riconosciuto un peso sopravvalutato e il capitale ha iniziato a defluire dal Messico negli Stati Uniti, aumentando la pressione del mercato al ribasso sul peso. Sotto le pressioni elettorali, il Messico ha acquistato i propri titoli del tesoro per mantenere la propria offerta di moneta ed evitare l'aumento dei tassi di interesse, riducendo le riserve in dollari della banca. Sostenere l'offerta di moneta acquistando più debito denominato in dollari e contemporaneamente onorando tale debito ha esaurito le riserve della banca entro la fine del 1994.

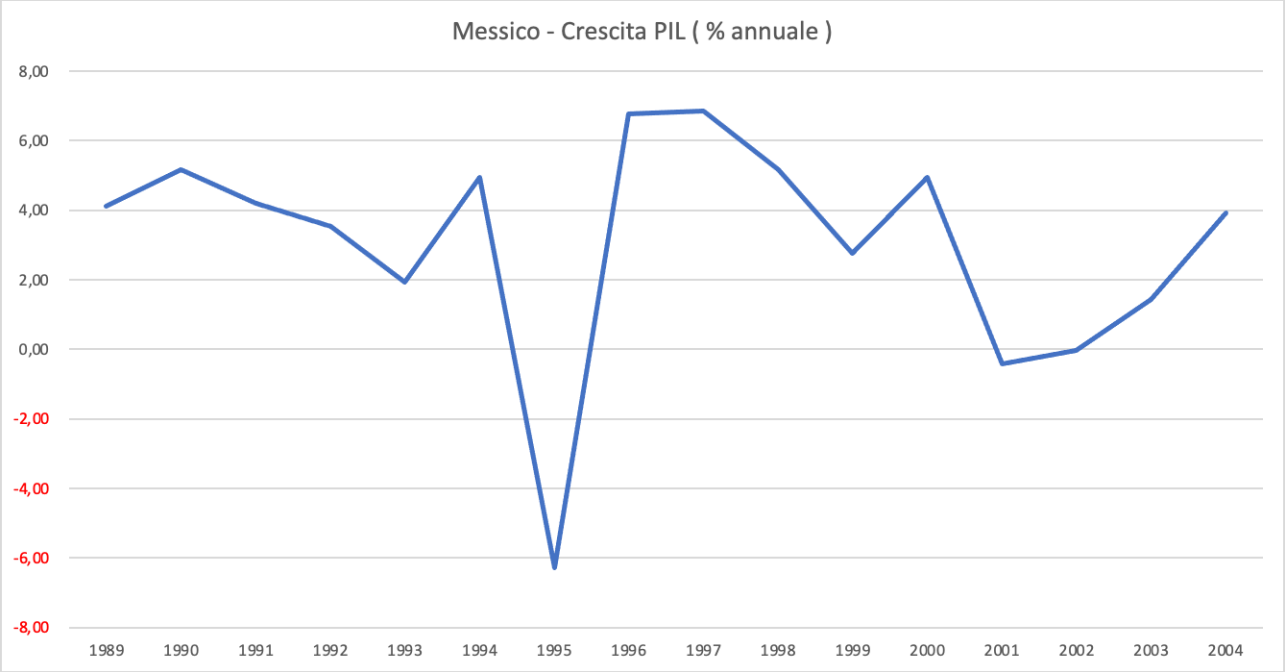


Figura 16 Crescita annuale in percentuale PIL Messico. Fonti: WEO Database

Al fine di scoraggiare una conseguente fuga di capitali, la banca centrale messicana ha alzato i tassi di interesse, ma il danno dei costi di indebitamento sempre più alti hanno danneggiato la crescita economica. Incapace di ottenere capitale tramite l'emissione di nuovo debito pubblico o di acquistare in modo efficiente dollari con pesos svalutati, il Messico ha dovuto affrontare un default.
Successivamente al permesso di libera fluttuazione del peso l'economia messicana ha registrato un'inflazione di circa il 52 per cento e i maggiori fondi comuni di investimento hanno iniziato a liquidare le attività messicane così come in altri mercati emergenti.
Molte banche messicane sono crollate a causa di diffuse insolvenze sui mutui, l'economia messicana ha subito un tracollo e povertà e disoccupazione sono aumentate.
Il salvataggio è arrivato dagli Stati Uniti: il Tesoro, la Federal Reserve e la Banca Mondiale hanno stanziato 50 miliardi di dollari per il Messico e 12 miliardi per l'Argentina.
La situazione, nonostante la regressione imminente, lentamente iniziò una tendenza di ripresa.

3.10 Crisi del debito del terzo mondo

Iniziata nel 1973, quando gli Stati OPEC imposero un blocco all'esportazione del petrolio, limitandone notevolmente l'offerta. Di conseguenza i prezzi aumentarono, raggiunsero quasi quattro volte il valore iniziale.
Nel 1978-79 il prezzo del petrolio raggiunse quasi 5 volte il valore precedente al 1973. Al fine di contrastare l'inflazione che ne derivava, Margareth Thatcher e Ronald Reagan applicarono un approccio monetarista, rialzando i tassi di interesse. Poiché le singole banche centrali non potevano rischiare che i risparmiatori fuggissero negli USA allora l'operazione monetaria si estese all'Europa e al mondo intero.

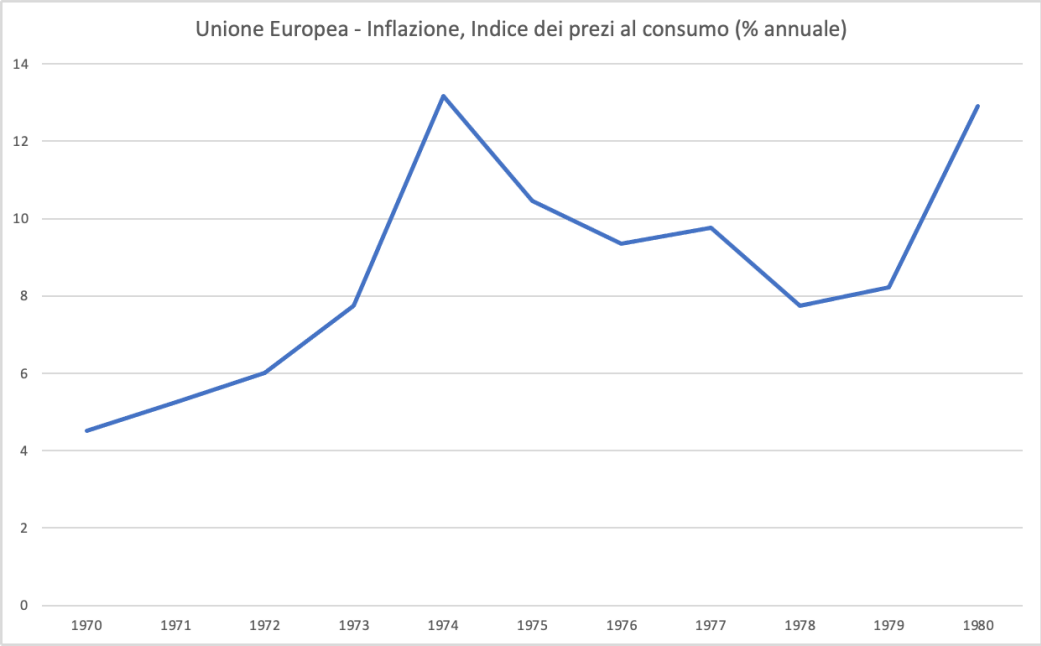


Figura 17 Indice dei prezzi al consumo, Unione Europea. Fonti: WEO Database

In Italia in particolare la crescita dei tassi d'interesse fu ancora più accentuata per provare a bilanciare l'incertezza politica interna; infatti, in quel periodo il paese era scosso dal sequestro di Aldo Moro (1978). Si parlava di <<raffreddamento della domanda>> ma essa portò ad una recessione.
Alla recessione conseguì un aumento della disoccupazione nei paesi industrializzati, nei paesi che avevano contratto il debito, poiché esso era stipulato in dollari, si verificò un aumento degli interessi, si registrò un apprezzamento del dollaro, dovuto all'aumento di domanda della valuta. Si diffuse molto facilmente dunque una sfiducia nei paesi latino-americani, con conseguente deprezzamento. L'iperinflazione che colpì questi paesi comportò enormi disuguaglianze economiche e sociali all'interno dei paesi colpiti.

Nel 1982 il Messico, sopraffatto dall'insostenibilità del debito, dichiarò l'insolvenza. Per evitare una <<corsa agli sportelli>>, il ritiro simultaneo del denaro dalle banche, Il Fondo Monetario Internazionale e la Banca Mondiale decisero di concedere ulteriori prestiti ai debitori al prezzo di attuare le politiche di aggiustamento strutturale.

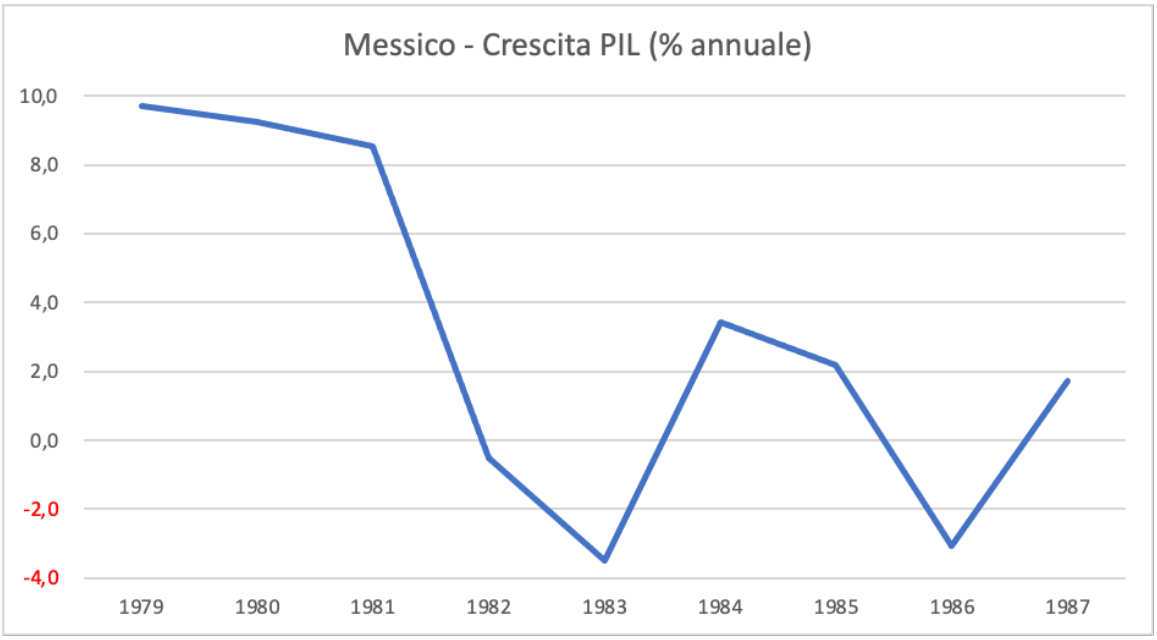


Figura 18 Messico 1979-1987 Crescita PIL. Fonti: WEO Database

Queste riforme strutturali portarono ad una lunga scia di privatizzazioni, i paesi colpiti pagarono parte dei loro interessi del debito limitando la loro sovranità.
Le privatizzazioni di enti pubblici portarono a numerosi licenziamenti e la rimozione dei dazi sul commercio condusse all'ingresso di merci straniere, più competitive e sovvenzionate. Questo fenomeno danneggiò l'agricoltura e l'industria interne dei paesi debitori. Ovviamente ne seguì una catastrofica riduzione generalizzata dei salari e una fuga delle aziende straniere, che non disponevano più di un mercato a cui vendere i propri prodotti.
L'Africa anche fu duramente colpita da questi eventi, inoltre molti regimi dittatoriali presenti nella zona fecero un uso sconsiderato dei prestiti concessi, alimentando corruzione e una feroce corsa agli armamenti, scatenando paura nei paesi della regione che a loro volta allocarono sempre più risorse alla difesa.

CAPITOLO 4

4.1 Le variabili Macroeconomiche: Pil e Inflazione

Un importante variabile capace di tener conto dell'impatto di un default, che sia sul debito estero o interno, è il PIL, prodotto interno lordo (o GDP).
Il PIL è l'indice del risultato finale dell'attività produttiva, in un dato periodo, dei residenti di un Paese.
Per "prodotto" si intendono i beni e servizi che hanno una valorizzazione in un processo di scambio; per "interno" si intende che la variabile comprende le attività economiche svolte all'interno del paese, infine il termine "lordo" indica che il valore della produzione è al loro degli ammortamenti, ovvero il deprezzamento dello stock di capitale fisico in quel periodo.
È un indice che rende possibile l'analisi della situazione macroeconomica di uno Stato sovrano prima, durante e dopo un default.
Tipicamente, la contrazione della produzione nel periodo che precede il default sul debito domestico è notevolmente più accentuata di quella che si riscontra prima di un default sul debito estero. Nonostante i dati relativi al debito interno sono scarsi e difficili da trovare, il lavoro di C. Reinhart e K. Rogoff <<Questa volta è diverso>> fornisce un'ottima raccolta di dati relativi a questo tipo di debito.

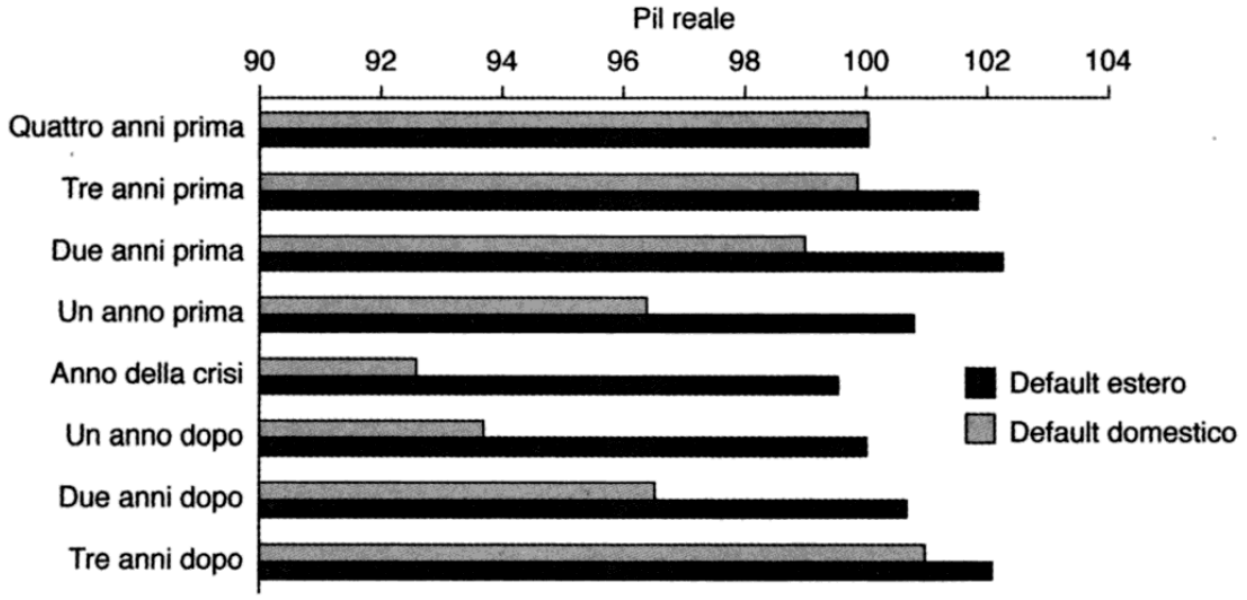


Figura 19 Il Pil reale prima, durante e dopo le crisi del debito domestico ed estero, 1800-2008
fonti: Maddison (2004), Total Economy Database (2008) e calcoli di C. Reinhart e K. Rogoff.

Questo test comprende un totale di 224 osservazioni per le crisi domestiche (cioè il numero di osservazioni annuali prima delle crisi domestiche) e 813 per

i default esteri. L'elaborato di Reinhart e Rogoff, nonostante la completezza dei dati, riscontra comunque difficoltà nell'isolare eventi di default interni da episodi di default gemelli, la produzione risente infatti anche del limitato, o nullo, accesso al credito estero.
Un'analisi analoga per il tasso di inflazione genera differenze ancora più marcate. Nell'anno di un default estero l'inflazione è mediamente alta, circa 33 per cento. Il risultato che emerge invece durante una crisi domestica è un'inflazione galoppante, pari mediamente nell'anno del default al 170 per cento. Dopo il default domestico, l'inflazione rimane a un livello pari o superiore al 100 per cento negli anni successivi.

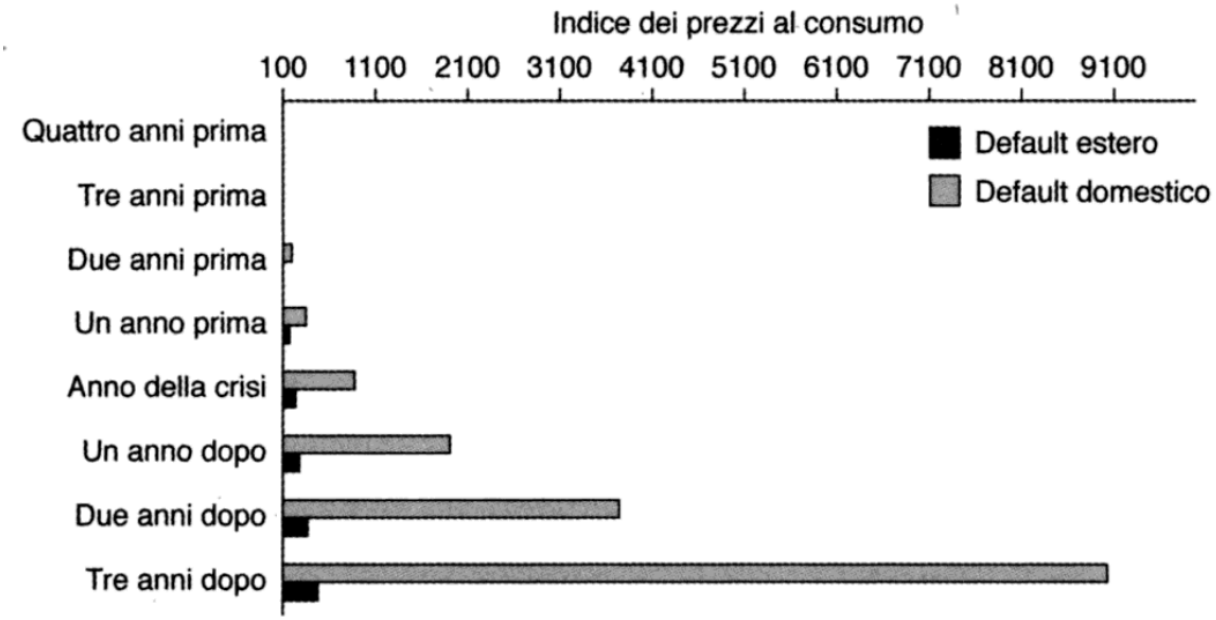


Figura 20 Prezzi al consumo prima, durante e dopo le crisi del debito domestico e estero, 1800-2008.
Fonti: Fondo monetario Internazionale, International Financial Statistics e World Economic, calcoli di M. Reinhart e K. Rogoff.

Naturalmente, l'impatto del debito domestico sull'inflazione e sul default estero si manifesta con differenti modalità nei diversi episodi e nelle diverse circostanze. In alcuni casi il debito domestico viene eliminato attraverso un'elevata inflazione, in altri casi gli stati vanno in default sul debito estero. Il debito pubblico domestico dei mercati emergenti è sempre stato fuori dai radar di molti economisti. Molti studi, la cui attenzione era rivolta esclusivamente alle difficoltà per le economie di mercato emergenti di emettere prestiti nel contesto di inflazione estremamente elevata degli anni

Ottanta e Novanta, riportavano semplicemente che nessuno sarebbe stato disposto a concedere credito in moneta locale al governo cleptocratico di un mercato emergente. Sicuramente, nessuno si sarebbe fidato che un governo del genere avrebbe resistito alla tentazione di utilizzare l'inflazione per ridurre il debito fino praticamente ad azzerarlo. L'implicazione logica era che non dovesse esistere debito pubblico denominato in moneta locale. Vari ricercatori, tra cui Alesina e Tabellini, hanno studiato casi teorici in cui il debito domestico veniva onorato prima del debito estero. Ma la mancanza di dati e di consapevolezza dell'esistenza di significativi importi di debito pubblico domestico praticamente in tutti i paesi (anche nella fase in cui erano ancora mercati emergenti), questi esempi isolati non hanno avuto grande influenza sulla letteratura accademica o politica dominante.
La mancanza di trasparenza dimostrata da tanti governi e istituzioni multilaterali che non si curano di rendere facilmente disponibili serie temporali di dati sul debito domestico è davvero incomprensibile. Questi governi si rivolgono con continuità al mercato domestico ed estero per finanziarsi. In generale si può assumere che l'incertezza in merito a come un governo si è comportato in precedenza in tema di rimborso dei debiti, contribuisca a far aumentare il premio per il rischio sulle nuove emissioni. Un altro fatto sorprendente è che gli investitori mondiali non pretendano di ottenere informazioni storiche rilevanti per il valore dei titoli che si propongono di acquistare. L'informazione storica è certamente rilevante anche per gli altri stati.
La supposizione di Reinhart e Rogoff è che <<… molti governi vogliano proprio che i mercati dei capitali siano pienamente consapevoli dei rischi che corrono accumulando debiti e garanzie sui debiti, per timore di dover pagare costi di finanziamento molto più elevati. La pubblicazione dei dati storici indurrebbe gli investitori a chiedere perché non si possano rendere disponibili anche i dati attuali. Si potrebbe pensare, infatti, che i governi meno prodighi avrebbero tutto l'interesse ad aprire più prontamente i loro libri ed essere premiati per tale comportamento con tassi di interesse più bassi. Questa trasparenza metterebbe a sua volta sotto pressione i prenditori più deboli>>.
Tuttavia, oggi persino gli Stati Uniti adottano un sistema contabile straordinariamente opaco, pieno di garanzie fuori bilancio, assumendosi passività che, in termini attuariali- valutandole al tempo del salvataggio- erano, presumibilmente, all'incirca dello stesso ordine di grandezza delle spese per la difesa, se non più alte.

Il motivo per cui così tanti governi non rendono di facile accesso la storia del loro debito nei database attuali è un tema molto importante.
Per quanto riguarda l'attuale quadro normativo, sarebbe una conseguenza logica che un ente internazionale, lavorando nell'interesse generale, potesse imporre o almeno promuovere requisiti minimi di pubblicità dei dati e di trasparenza per tutti i paesi in analisi.
Citando Rogoff e Reinhart << è davvero strano, in effetti, che le attuali istituzioni finanziarie internazionali non si siano mai assunte il compito di pubblicare sistematicamente i dati sul debito pubblico, specialmente alla luce del loro supposto ruolo di vigilanza nel mettere sull'avviso i responsabili della politica economica e gli investitori sui rischi di crisi. Sembra, al contrario, che il sistema abbia completamente dimenticato la storia del debito domestico, come se l'odierno sviluppo dei mercati del debito pubblico interno fosse qualcosa di interamente nuovo e diverso >>.
Con il tempo, i paesi, possono riuscire a non ricadere più in ricorrenti episodi di elevata inflazione, ma nessun paese è finora riuscito a vincere le crisi bancarie.

4.2 L'indice Bcdi: indice composito delle crisi di C. Reinhart e K. Rogoff

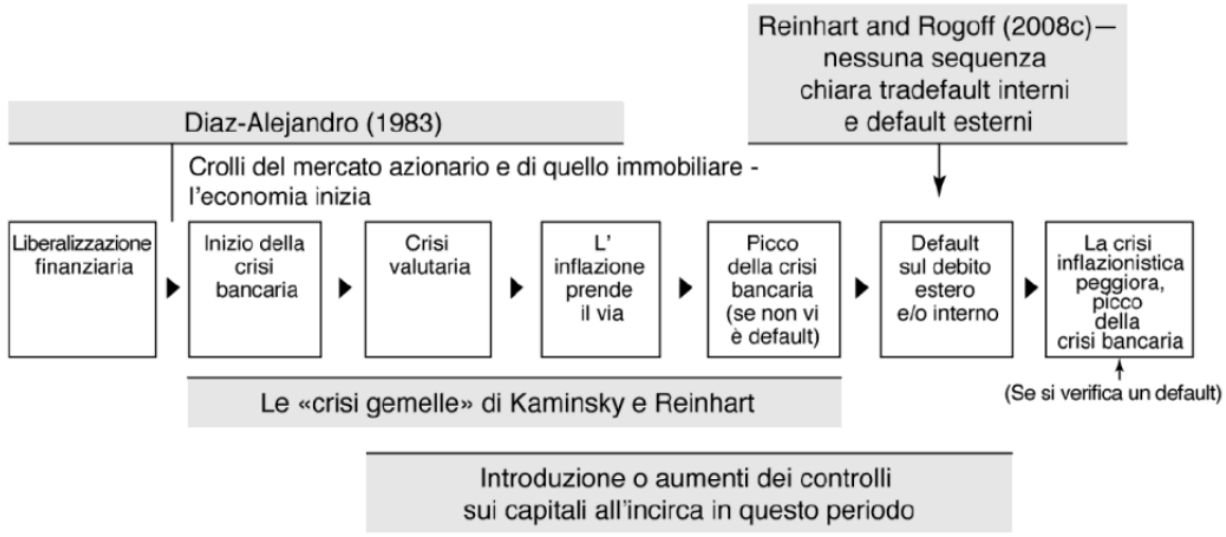
Precedentemente sono state definite cinque <<tipologie>> di crisi: default del debito sovrano esteri e interni, crisi bancarie, crisi valutarie ed esplosioni dell'inflazione.
Vari studiosi, tra cui C. Reinhart e K. Rogoff, si sono posti l'obiettivo di fornire dei modelli di valutazione in grado di catturare alcune delle dimensioni che contribuiscono a dare luogo a un caso di crisi.
L'indice Bcdi, acronimo che sta per Indice delle crisi bancarie (solo episodi sistemici), di cambio, del debito (interno ed esterno) e inflazionistiche, è uno strumento sviluppato da C. Reinhart e K. Rogoff.
Questo indice delle turbolenze finanziarie è basato sull'analisi di diversi paesi, viene ottenuto sommando semplicemente il numero di tipologie di crisi che un paese vive in un determinato anno.
Dunque, il punteggio di un paese che in quel determinato anno non ha vissuto alcuna delle crisi sopracitate sarebbe zero, mentre per un paese nello scenario peggiore, come ad esempio l'Argentina nel 2002, il punteggio sarebbe pari a cinque.
Essendo un indice semplice, atto a fornire un primo segnale di allarme, omette una misura completa del livello di gravità delle crisi studiate.

Ad esempio, nell'ambito del calcolo dell'indice, un livello di inflazione pari al 25 per cento verrebbe trattato come un livello del 250 per cento, decisamente più grave.
La segnalazione binaria del default è un metodo utilizzato anche dalla precedentemente analizzata agenzia di rating Standard & Poor's (S&P), che elenca i paesi come in default o non in default. Anche l'indice di S&P non tiene conto però della gravità del default subito dallo Stato sovrano in analisi, ad esempio alla ristrutturazione avviata in Uruguay nel 2003, celere e più "market friendly", viene assegnata la stessa valutazione del default completo e duraturo dell'Argentina nel 2001-02. Gli indici come quello di S&P hanno comunque mantenuto una notevole utilità nel corso del tempo.
Quando possibile, ovvero quando i dati lo consentono, l'aggiunta all'indice Bcdi un crollo dei mercati azionari << di tipo Kindleberger>>, fornisce un valore aggiunto alla valutazione generale.
Reinhart e Rogoff definiscono un crollo dei mercati azionari come un declino cumulativo dei prezzi reali delle azioni pari al 25 per cento o più.
Come nel caso dei cali rovinosi della crescita, molti dei crolli dei mercati borsistici si sono verificati in coincidenza con gli episodi di crisi del debito, ma non tutti.
Infatti, i falsi segnali provenienti dai mercati azionari sono in realtà un fenomeno noto. Il comportamento dei mercati azionari generalmente si mostra più rapido nella ripresa, come ad esempio durante la crisi del 2009, in cui dopo essere caduto a picco il mercato azionario si è ripreso già dal secondo trimestre dell'anno.
Altre due dimensioni importanti omesse dall'indice Bcdi sono il default sul debito delle famiglie e l'incidenza dei default aziendali.
I default del debito delle famiglie, per esempio, sono stati protagonisti nello scoppio della crisi dei subprime negli Stati Uniti. Tali episodi potrebbero però essere rilevati tramite l'indicatore delle crisi bancarie. Infatti, le banche sono le principali fonti di credito delle famiglie, e ovviamente i default su larga scala delle famiglie indeboliscono le banche.
L'incidenza dei default aziendali risulta essere più problematica. Risulta un'omissione meno importante per i paesi in cui le aziende dipendono molto dalle banche. Per questi casi vale il discorso fatto per i default delle famiglie. Per quanto riguarda i paesi con mercati dei capitali più sviluppati potrebbe risultare utile prendere in considerazione la diffusa presenza di default aziendali come un'altra tipologia di crisi.

In conclusione, è importante notare che i default aziendali e le crisi bancarie sono correlati e pertanto l'indice Bcdi è in grado di catturare, anche se solo in parte, questo fenomeno.

4.3 Prototipo della sequenza delle crisi, Reinhart e Rogoff

Storicamente le crisi finanziarie hanno precedenti macroeconomici affini in termini di prezzi degli assets, attività economica, indicatori esterni e altro. Dunque, anche nell'ordine temporale con il quale le crisi si sviluppano emergono modelli comuni. Naturalmente non tutte le crisi hanno un'escalation che arriva al risultato estremo di un default del debito sovrano. Lo studio di Kaminsky e Reinhart sulle <<crisi gemelle>>, con al centro la questione di quale fenomeno si sia prodotto per primo, le crisi bancarie o quelle valutarie, ha portato alla conclusione che spesso la liberalizzazione finanziaria precede le crisi bancarie e, addirittura, aiuta a prevederle. Demirguc-Kunt e Detragiache, che hanno utilizzato approcci differenti e un campione più ampio, sono giunti alla stessa conclusione. Nella *Figura 3* viene mappata una sequenza <<prototipo>> di eventi basata sulla letteratura fornita da: Diàz-Alejandro (1983), Kaminsky e Reinhart, Rogoff e Reinhart (2008).



Fonti: Sulla base di dati empirici tratti da Dìaz-Alejandro (1985); Kindleberger (1989); Demirgüç-Kunt e Detragiache (1998); Kaminsky e Reinhart (1999); Reinhart (2002) e Reinhart e Rogoff (2004, 2008c), tra gli altri.

Figura 21

Diàz -Alejandro nel suo lavoro sull'esperienza cilena tra la fine degli anni Settanta e l'inizio degli anni Ottanta, dal titolo << Goodbye Financial Repression, Hello Financial Crash>>, la liberalizzazione finanziaria agevola allo stesso tempo l'accesso delle banche al credito estero e l'adozione di pratiche di prestito più rischiose a livello nazionale.
In un periodo successivo all'iniziale boom dei mutui e dei prezzi delle azioni, nei bilanci delle banche iniziano a manifestarsi punti deboli e il settore comincia a trovarsi in una situazione problematica. Istituti, come le società finanziarie, risultano essere più vulnerabili rispetto alle banche più grandi, risentiranno dunque maggiormente queste problematiche.
La fase successiva della crisi inizia dal momento in cui la banca centrale comincia a fornire sostegno a tali istituti estendendo il credito che viene loro fornito. Nel caso in cui il tasso di cambio venga manovrato si origina un'incoerenza di natura politica tra il sostegno fornito al tasso di cambio e il ruolo di prestatore di ultima istanza alle istituzioni in difficoltà. In vari episodi di crisi, nel lasso ti tempo analizzato, l'obiettivo prefissato per il tasso di cambio passa in secondo piano rispetto al ruolo di prestatore di ultima istanza svolto dalla banca centrale. I crediti concessi dalla banca centrale al settore finanziario in difficoltà possono anche essere di portata limitata, la banca centrale, tuttavia,
risulterà essere più esitante nell'adempiere all'obiettivo di <<difesa del tasso d'interesse>> mirata a difendere la valuta rispetto a quanto non lo sarebbe se il settore finanziario fosse solido.
Questo porta alla conseguente casella della *Figura 3* <<Crisi valutaria>>. Il deprezzamento o la svalutazione della valuta, aggrava la situazione in tre modi:

1. Rende più grave e pesante il problema del debito in valuta estera per le banche, peggiorando la dissimmetria tra le valute;
2. Solitamente peggiora l'inflazione;
3. Aumenta gravemente il rischio di default esterno e interno se il governo ha un debito denominato in valuta estera.

In questa fase la crisi bancaria raggiunge un picco dopo la crisi valutaria, se non si arriva ad una crisi del debito sovrano, oppure persiste il peggioramento con l'intensificarsi della recessione mentre l'economia si dirige verso un default del debito sovrano.
Purtroppo, nello svolgimento e nell'analisi di studi passati degli eventi di credito interno ed estero, non è stata rilevata l'esistenza di una sequenza

consolidata tra gli stessi. I default interni si sono verificati prima, durante e dopo i default esteri, senza seguire un modello specifico.
Dall'analisi effettuata emerge che le crisi valutarie creano tendenzialmente problemi più gravi quando i governi hanno fissato il tasso di cambio.
Garantire la stabilità del tasso di cambio è sufficiente a indirizzare le banche, le aziende e i cittadini ad assumersi pesanti passività in valuta estera, ritenendo che vi sia un basso rischio di un'improvvisa svalutazione che faccia nettamente aumentare l'onere dell'assunzione di tali debiti.
Anche per un paese con un chiaro ed esplicito regime di tasso di cambio fluttuante, le forti oscillazioni dei tassi di interesse possono risultare traumatiche, soprattutto in presenza di livelli elevati di indebitamento in valuta estera e se i beni intermedi d'importazione svolgono un ruolo importante nella produzione. Il trauma però ha un impatto solitamente minore, principalmente dovuto al fatto che non vi è un'implicita perdita di credibilità del governo o della banca centrale.

4.4 Segnali premonitori e risposte politiche

I dati relativi al debito, o di indicatori più ampi capaci di tenere conto del debito delle imprese pubbliche o semipubbliche, serie storiche a lungo termine sull'indebitamento dei consumatori, delle banche e delle imprese rappresentano l'obiettivo per migliorare la maggior parte dei modelli statistici.
Il ruolo che le istituzioni finanziarie multilaterali come il Fondo Monetario Internazionale possono svolgere nella raccolta di dati sul debito pubblico interno, i prezzi delle case e altri aspetti è di sempre maggiore importanza.
È convinzione comune di vari studi che è necessario giungere ad una migliore coordinazione tra le regole dei diversi paesi e di regolatori più indipendenti dalle pressioni politiche nazionali.
In particolare, dall'analisi di K. Rogoff e M. Reinhart emerge una <<classifica>> dei segnali premonitori delle crisi bancarie e valutarie.
Per le crisi bancarie, segnali come la deviazione dal trend del tasso di cambio reale, un cambiamento percentuale sui prezzi delle case (dato poco disponibile), un afflusso di capitale a breve termine sul Pil, saldo delle partite correnti/investimenti ed i prezzi reali delle azioni risultato essere ottimi indicatori. Il cambiamento degli indici dei rating sovrani non costituisce un ottimo segnale premonitore.
Anche per le crisi valutarie la deviazione dal trend del tasso di cambio reale, una crisi bancaria vicina, variazione in punti percentuali del saldo delle partite

correnti su PIL, prezzi reali delle azioni, cambiamento percentuale delle esportazioni sono ottimi indici.
Le istituzioni internazionali possono svolgere un ruolo importante nel ridurre i rischi, principalmente promuovendo la trasparenza nella comunicazione dei dati e facendo applicare i regolamenti relativi alla leva finanziaria. Il compito di far applicare la trasparenza è molto difficile da mettere in pratica, poiché sono numerosi i fattori che incentivano i governi a rendere poco limpidi i propri conti.
Ma se le regole verranno scritte dall'esterno, il loro mancato rispetto potrà essere considerato come un segnale sufficiente per indurre a un comportamento corretto.

CAPITOLO 5

5.1 Introduzione

Il seguente capitolo ha l'obiettivo di fornire una breve descrizione del contesto storico in cui i nuovi conflitti tra Russia e Ucraina hanno preso piede. Ripercorrendo gli eventi caratterizzanti dei conflitti si vuole tentare di evidenziare dei possibili segnali premonitori del percorso che ha portato la Russia ad una nuova crisi del debito.
Alla luce del prototipo di crisi precedentemente esposto e della ciclicità della storia, l'obiettivo ultimo è di fornire gli strumenti per lo sviluppo di una chiave di lettura più consapevole sul susseguirsi degli eventi economici scaturiti da questo conflitto.

5.2 Analisi Geopolitica e politica della Russia

Nell'ultimo decennio, seguendo una stima indicativa, si sono verificati due eventi possibilmente riconducibili a dei segnali di allarme. Questi due eventi in particolare hanno scatenato disordine rispettivamente nella geopolitica e nella politica russa:

- La crisi della Crimea nel 2014; il governo locale della Crimea ha avviato un referendum per l'indipendenza dall'Ucraina e l'annessione alla Russia, a seguito dell'elezione di un governo non riconosciuto dal popolo filorusso della Crimea. Segue l'occupazione militare del territorio da parte dell'esercito russo. La legittimità del referendum, tuttavia, è respinta da tutti i paesi dell'Unione Europea, degli Stati Uniti e da altri 71 paesi membri dell'Onu. La sempre maggiore vicinanza dell'Ucraina all'Occidente, sin dal 2004, ha messo in allarme la Russia, alimentando il conflitto preesistente tra la Russia e i paesi dell'Occidente.
- Il caso Navalny; la complicata vicenda che vede protagonista il principale oppositore di Putin, Alexej Navalny, rappresenta un enorme segnale di allarme per quanto riguarda la situazione politica all'interno della Federazione Russa.

Entrambi sono eventi che dovrebbero impattare gravemente sul fattore di analisi <<Institutional assessment>> di S&P e <<Institution and Governance Strenght>> analizzati nel CAPITOLO 2. Tuttavia, assegnare un valore a degli eventi di simile portata risulta molto complicato, nonostante l'evidente gravità.

5.3 La reazione di Standard & Poor's e Moody's

Il 22 febbraio 2022, dopo un esteso periodo di tensioni al confine, dovuto anche al progressivo avvicinamento dell'Ucraina all'Occidente, la Russia avvia un'operazione militare in territorio ucraino.

La prontezza e la coesione della risposta dei paesi che hanno aderito all'attuazione di sanzioni a sfavore della Russia, al fine di bloccare il conflitto senza ricorrere alle armi, ha permesso un velocissimo deterioramento dell'economia russa. Il rating assegnato alla Russia da S&P dal 2018 fino al 28 febbraio 2022 è BBB-, posizionato come Investment Grade. Il 4 marzo S&P effettua un primo downgrade, assegnando il rating BB+ con un outlook negativo. Il 4 marzo 2022 S&P assegna il rating CCC- e infine il 18 marzo CC con outlook negativo, posizionando il credit rating della Russia a un gradino dal default.

Un movimento analogo è stato seguito dall'agenzia Moody's, infatti il rating assegnato è Ca con outlook negativo, un gradino sopra il default.

Date	S&P	Moody's
18 Mar 2022	CC	
9 Mar 2022		
7 Mar 2022		Ca
4 Mar 2022	CCC-	
3 Mar 2022		B3
28 Feb 2022	BB+	
10 Aug 2019		
11 Feb 2019		Baa3
23 Feb 2018	BBB-	
25 Jan 2018		Ba1
22 Sep 2017		
17 Mar 2017	BB+	
17 Feb 2017		Ba1
14 Oct 2016		
16 Sep 2016	BB+	
4 Mar 2016		Ba1
3 Dec 2015		Ba1
20 Feb 2015		Ba1
26 Jan 2015	BB+	
16 Jan 2015		Baa3

Figura 22 Credit Rating Russia S&P e Moody's. Fonti: World Government Bonds.

Il default della Russia, tuttavia, è per ora scongiurato. Infatti, il 17 marzo la Russia ha versato 117 milioni di dollari sul conto di una banca Usa per pagare le cedole dei bond emessi dallo Stato russo in scadenza il 16 marzo. Il debito estero da ripagare entro la fine dell'anno ammonta quasi a 2 miliardi di dollari, ma, la Russia, secondo fonti dal Cremlino, possiede tutte le risorse e i mezzi per evitare un default sul debito pubblico. (24 ore)

5.4 Applicazione del prototipo di sequenza delle crisi

Le prime fasi dello scoppio di questa crisi economica sembrano essere in linea con il prototipo di sequenza delle crisi sviluppato da Reinhart e Rogoff e precedentemente illustrato nel CAPITOLO 4.

A seguito di un evento destabilizzante, che sia una crisi bancaria o delle sanzioni, il primo gradino è una crisi valutaria, la paura dell'instabilità porta

poi ad una corsa al contante, successivamente una politica monetaria errata, basata su alti tassi di interesse e controlli sui capitali. A poco meno di un mese dall'evento scatenante della crisi, la Russia ha già percorso i primi gradini della sequenza. La storia della Russia non è priva di crisi. Infatti, l'ultima nel 1998, può essere utile, come le numerose crisi analizzate nel corso di questo lavoro, per portare alla luce alcune lezioni.

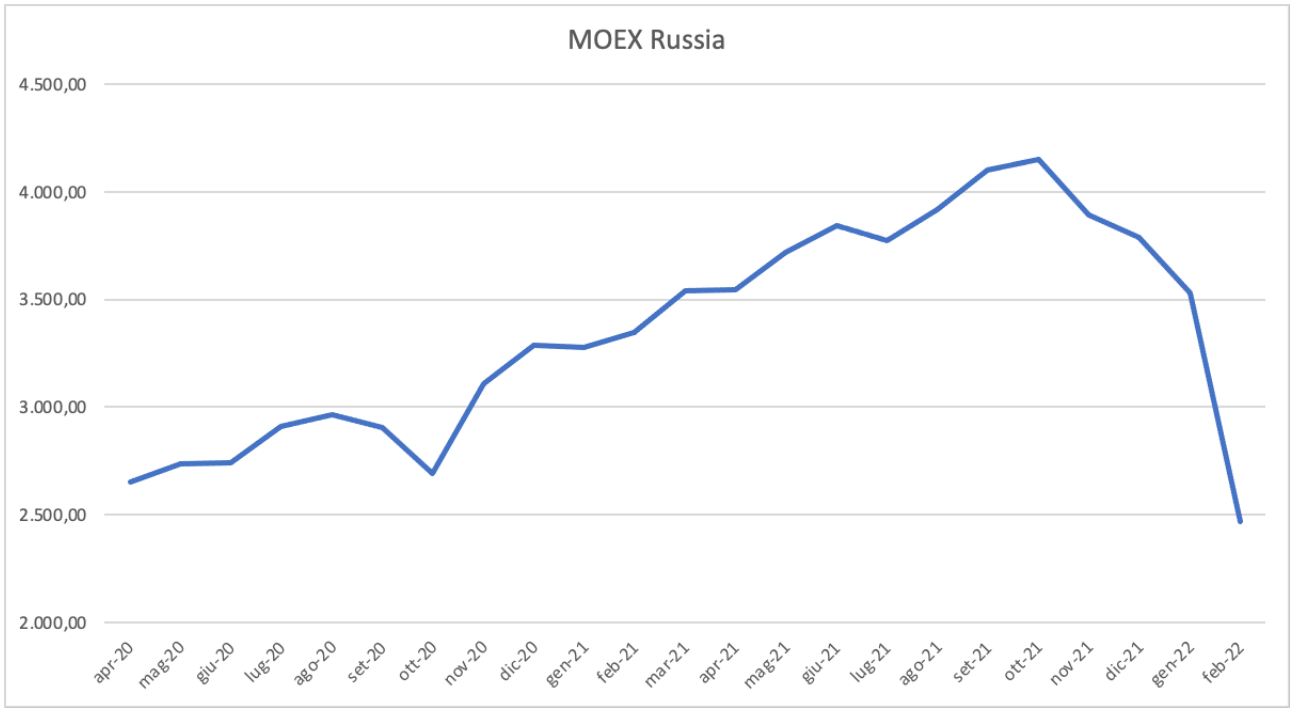


Figura 23 Andamento indice MOEX Russia. Fonti: Yahoo finance.

Il paese più vasto del mondo ha un'economia basata sui ricavi da materie prime, e i suoi cittadini da sempre percepiscono il rublo come una valuta debole.
L'incertezza ha peggiorato il tasso di cambio del rublo, portando i cittadini e le imprese a cercare di accumulare contante, possibilmente in una valuta affidabile.
Nell'ottica di trovare una divisa più stabile e sicura, il panorama della crisi russa ha fornito terreno per uno <<stress test>> delle criptovalute, in particolare il Bitcoin, il maggiore tra i cosiddetti <<stablecoin>>, ha rappresentato per poco tempo un possibile canale alternativo per fuggire dalle sanzioni e al blocco dello Swift, anche se per ora l'effetto è molto debole. Uno dei principali motivi per cui questo canale è di complicata applicazione è l'elevata sorveglianza sulle transizioni in blockchain.
La presidentessa della Banca di Russia Elbora Nabiullina, in protezione del rublo, ha pianificato di raddoppiare i tassi di interesse al 20 percento,

introducendo controlli sui capitali. Questo però ha accelerato l'inquietudine, aggravando la crisi.
Il rublo è infatti ai minimi storici rispetto al dollaro e all'euro, risentendo delle sempre più pressanti sanzioni occidentali. Per un dollaro orano occorrono circa 150 rubli, contro i circa 70 di fine anno mentre per un euro ne occorrono 167.
Nonostante la Russia stia dando prova di riuscire a ripagare in tempo gli interessi sul debito estero, risulta necessario sottolineare che l'atteggiamento delle istituzioni internazionali è, ovviamente, ostile.

5.5 L'impatto e le conseguenze finanziarie della guerra

Attualmente la guerra in Ucraina non ha scatenato terremoti sui mercati finanziari internazionali. Purtroppo, però, risulta difficile immaginare una rapida soluzione della crisi. Le sanzioni applicate alla Russia stanno generando un effetto boomerang e la crescita economica mondiale è minacciata dall'effetto di quest'ultime e dall'inflazione.
Date le maggiori relazioni con il mondo russofono, in Europa la caduta delle borse è risultata più marcata (10-11 per cento) rispetto agli altri indici nel mondo, soprattutto nel settore bancario, quello più esposto. Gli indici azionari americani e asiatici hanno mostrato una lieve perdita, al contrario di quelli europei.
Il dollaro, l'oro e le sopra citate criptovalute, si sono leggermente rafforzati, in qualità di beni rifugio. La borsa russa, dopo una violenta caduta iniziale, è chiusa dal 25 febbraio.
Sberbank, la più importante banca del paese, quotata sulla borsa di Londra, ha registrato una perdita di valore delle proprie azioni pari al 90 per cento del loro valore, destino simile è toccato a Gazprom e Rosneft.
Solo nel lunedì 21 marzo è prevista la riapertura agli scambi, anche se limtitata ai soli scambi di titoli di Stato federali russi, su cui non si è materializzato il predetto default.
La ripresa agli scambi sarà sostenuta dalla Banca centrale che comprerà bond al fine di stabilizzare la volatilità.
L'effetto negativo sull'Europa, dovuto al forte aumento dei prezzi di tutte le materie prime, soprattutto quelle energetiche, è destinato a perdurare con forti ripercussioni sull'inflazione.
L'incertezza e il terrore giocano un ruolo fondamentale rallentando gli investimenti e di conseguenza il PIL. La dipendenza energetica dell'Europa è un punto caldo della situazione, il vecchio continente probabilmente pagherà

un prezzo più alto degli Stati Uniti, oramai energeticamente autosufficienti. Nello scenario attuale, caratterizzato da un aumento dei prezzi che dipende da fattori di offerta sui quali si ha scarsa influenza e da una rallentata, se non bloccata, crescita economica, la politica monetaria si trova in una complicata situazione. Inoltre, l'enorme debito pubblico ereditato dalla lotta alla pandemia e le nuove ed inattese spese militari per la difesa necessitano di una risposta in termini di politica fiscale forte e coesa tra gli stati membri.

5.6 La risposta dell'Europa, in particolare di Germania, Francia e Italia

Dopo aver bloccato il progetto del gasdotto denominato <<Nord Stream 2>>, che trasporta il gas proveniente dalla Russia all'Europa occidentale, il cancelliere tedesco Olaf Scholz annuncia una revisione profonda della politica estera e di sicurezza tedesca. Attraverso questa revisione apre la strada ad un aumento della spesa militare, arrivando a richiedere un'integrazione della Costituzione tedesca per permettere la nascita di un fondo da 100 miliardi di euro destinato alla modernizzazione dell'Esercito tedesco. Nel manifesto elettorale di Emmanuel Macron si ritrovano indizi sul ritorno alla naturale politica francese, dove lo Stato si fa guida e indirizzo in tutte le attività strategiche del Pese, ovvero: Difesa, industria, catena agroalimentare, con il fine di raggiungere la sempre più desiderata autonomia strategica su scala europea.
Anche il governo italiano ha approvato l'aumento delle spese militari, che si avvicinano al 2 per cento del PIL.
Questo sembra essere il trend che il momento storico, ovvero la pandemia e il recente conflitto nel cuore dell'Europa, sta imponendo alla classe dirigente di questi paesi. L'aspetto positivo potrebbe risiedere nella lungimiranza del governo tedesco. Infatti, contemporaneamente all'aumento delle spese militari, il governo tedesco, probabilmente grazie alla forte presenza dei Verdi nella coalizione di governo, ha approvato un lo stanziamento di nuove risorse, 200 miliardi di euro, per l'accelerazione della transizione energetica con l'obiettivo di ridurre sempre di più la dipendenza da Mosca. La <<corsa agli armamenti>> e la necessità di aumentare l'indipendenza energetica, anche ricorrendo all'accensione di impianti obsoleti come sta avvenendo in Italia con le centrali a carbone, probabilmente porteranno a conseguenze gravissime, specialmente tenendo conto della nascosta, ma pur sempre presente, crisi climatica.

In effetti l’allocazione delle risorse in armamenti ed il terrore di un conflitto alle porte d’Europa, distolgono lo sguardo da una minaccia enorme come quella del cambiamento climatico.
Le agenzie di rating, in particolare Moody’s, stanno implementando nei loro modelli di rating sovrano un sistema di valutazione dell’impegno sociale e ambientale degli Stati sovrani (ESG). Vengono incorporati rischi come la dipendenza da fonti di prodotti di idrocarburi; infatti, la transizione ecologica impone costi elevati alle economie basate su processi con elevate emissioni di CO2. Rimandare gli investimenti nella transizione ecologica e l’allocazione di risorse in progetti diversi potrebbe dunque portare ad un probabile susseguirsi di downgrade per gli Stati sovrani, peggiorando la loro capacità di richiedere crediti esteri.

5.7 Le previsioni del mercato

Nonostante la settimana passata sia stata la migliore settimana per le Borse dal novembre 2020, lasciando trapelare un certo ottimismo tra gli investitori per i colloqui di pace tra Russia e Ucraina, gli analisti di mercato allarmano gli investitori riducendo ogni giorno le previsioni sul PIL ed alzando quelle sull’inflazione. Anche i mercati si stanno settando su scenari di rallentamento economico, con un forte rischio della stagflazione: mix di elevato costo della vita e bassa crescita economica.
L’Europa è l’epicentro di questa crisi geopolitica, ma anche gli Stati Uniti si stanno avvicinando ad un fenomeno finanziario che solitamente prelude alla recessione economica. Infatti, i rendimenti dei titoli di Stato a breve termine stanno per raggiungere i tassi dei titoli a lungo termine. Dagli anni Sessanta ad oggi tutte le recessioni sono state anticipate da questo fenomeno, ovvero l’inversione della curva dei tassi.

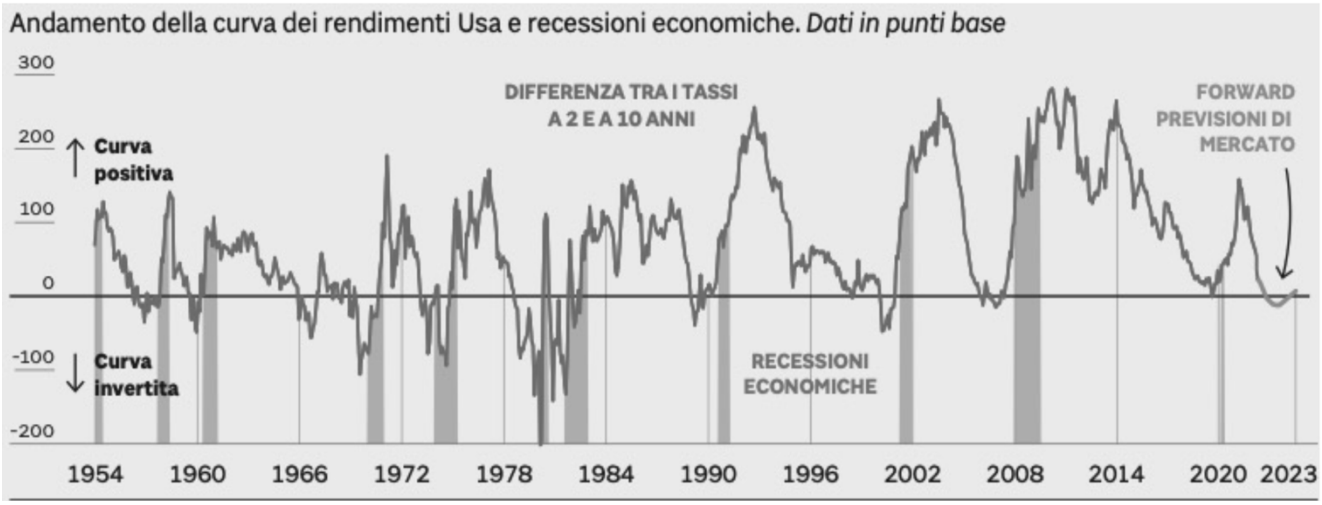


Figura 24 Fonti: Bloomberg, Il Sole 24 ore.

Ovviamente si tratta esclusivamente di previsioni, dato che le variabili imponderabili sono troppe. Possono essere però inseriti dei punti fermi.
La notizia negativa è che qualunque sia l'impatto economico di questa guerra, l'Europa ne subirà le maggiori conseguenze. Attualmente però la situazione non è critica, infatti ad esempio si può citare la stima di JP Morgan, che se anche il petrolio arrivasse a 150 dollari al barile e ci restasse per l'intero trimestre, la crescita economica globale del 2022 calerebbe dalle previsioni pre-guerra di 4,1 per cento allo 0,9 per cento. Dunque, la recessione tecnica è probabile, ma c'è qualche probabilità di evitarla.
Lo shock sta colpendo tutti, ma in modo asimmetrico. L'Europa è la vittima più colpita, escludendo Ucraina e Russia. Infatti, le borse europee sono ancora in rosso dallo scoppio della guerra (-6% Milano, -2,3% Parigi, -1,5% Francoforte), mentre quelle statunitensi sono abbondantemente in positivo (+4,8% Wall Street e +6% Nasdaq). Inoltre, il rafforzamento del dollaro evidenzia il fatto che l'Europa è più penalizzata e che gli Stati Uniti si attendono maggiori rialzi da parte della FED. Anche l'indice della volatilità o indice della <<paura>> sulla borsa di New York è intorno ai 25 mentre sulla Borsa tedesca supera i 30.
Ma il mercato oltreoceano non è immune dalla crisi economica in arrivo. Le previsioni di una recessione aumentano, causate da un mix tra guerra, pandemia, inflazione e stretta monetaria. L'andamento della curva dei tassi, cioè la differenza tra i rendimenti dei titoli di Stato a 2 anni e quelli a 10 anni, mostra movimenti allarmanti.
Stanno infatti salendo i tassi a 2 anni, adeguamento alla stretta della Fed, ma molto meno quelli decennali, appunto per la previsione di lungo periodo del rallentamento dell'economia. Inoltre, i tassi <<Forward>> indicano che presto la curva si potrebbe invertire. Se dovesse accadere sarebbe un segnale ben

preciso, dato che dagli anni Sessanta ad oggi ogni recessione è stata anticipata da questa inversione della curva dei tassi.
Il mercato obbligazionario Usa lancia messaggi molto negativi, al contrario i mercati azionari e gli economisti sono meno pessimisti. Le stime sul Pil calano ogni giorno, ma tutt'ora è previsto un 2022 complessivamente in crescita. Lo affermano la Bce che stima un +3,7% per l'Eurozona e la Fed con un +2,8% per gli Usa. Le stime di crescita vengono confermate anche da banche di affari.

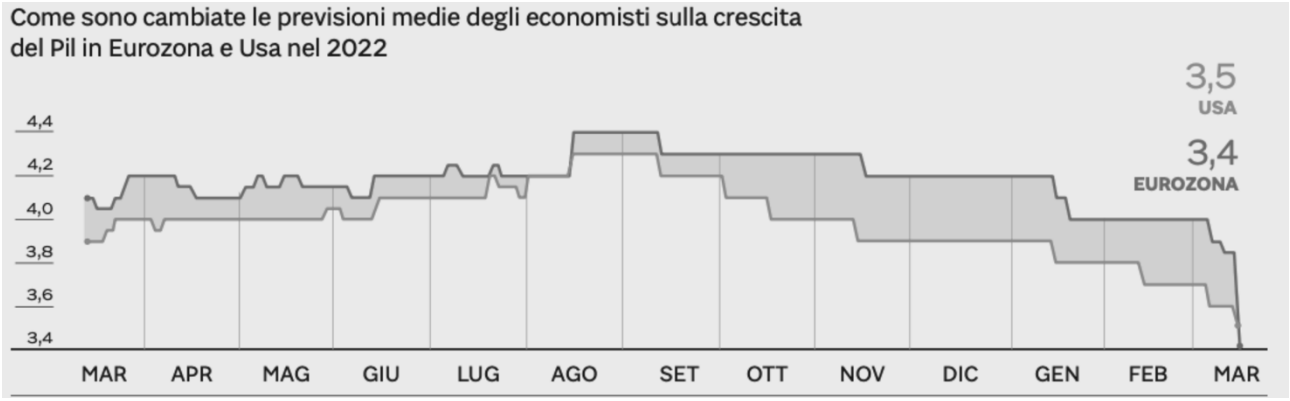


Figura 25 Fonti: Bloomberg.

Bloomberg calcola, facendo la media delle previsioni, una probabilità di recessione al 25% nell'Eurozona e del 20% negli Stati Uniti, dati non particolarmente allarmanti. Seguiranno numerosi aggiornamenti delle stime ed è sempre più probabile un peggioramento drastico.
Le stime sul tipo di shock che servirebbe per portare la crescita a zero, però, migliorano lo stato della situazione. Credit Suisse ha calcolato che se la Russia chiudesse totalmente le esportazioni del gas sottrarrebbe circa il 3 per cento del Pil annuale, se il taglio fosse sostenuto. Dunque, non abbastanza per portarci in recessione nel 2022. Il problema purtroppo è che lo scenario è molto incerto, e il rischio di recessione non è da escludere.
Morgan Stanley ha previsto che la curva dei tassi Usa si invertirà, ma ha aggiunto che a suo avviso non preluderà ad alcuna recessione. Questa volta è diverso.

Bibliografia

Capitolo 1

- *Carmen M. Reinhart, Kenneth S. Rogoff: <<Questa volta è diverso, Otto secoli di follia finanziaria>>; Il Saggiatore 2013*
- *Consob.it educazione finanziaria*
- *BorsaItaliana.it: sito ufficiale della borsa di Milano*

Capitolo 2

- *Carmen M. Reinhart, Kenneth S. Rogoff: <<Questa volta è diverso, Otto secoli di follia finanziaria>>; Il Saggiatore 2013*
- Moody's document: <<Sovereign Ratings Methodology>>
- Standard & Poor's document: << Sovereign Rating Methodology>>
- Carlo Pinzani: << Storia della crisi finanziaria>>; Castelvecchi 2019
- Jean Paul Rabband, Olga A. Rud: Working paper << Does Competition affect truth telling? An Experiment with rating agencies>>; 2018

Capitolo 3

- *Carmen M. Reinhart, Kenneth S. Rogoff: <<Questa volta è diverso, Otto secoli di follia finanziaria>>; Il Saggiatore 2013*
- *Standard & Poor's online database*
- *Rapporto BCE annuale, anni 2006-07.*
- *Bloomberg.com*
- *Fondo Monetario Internazionale: World Economic Outlook (WEO) database*
- *European State Finance Database*
- *Global Development Finance, Banca mondiale*
- *Total Economy Database*

Capitolo 4

- *Carmen M. Reinhart, Kenneth S. Rogoff: <<Questa volta è diverso, Otto secoli di follia finanziaria>>; Il Saggiatore 2013*

Capitolo 5

- *Credit Ratings: Standard & Poor's, Moody's*
- *<<Sui mercati lo spettro della recessione: dai tassi alla volatilità, gli indici di rischio>> Il sole 24 Ore, 21 Marzo 2022, Morya Longo*
- *<<Così la Guerra rivoluziona Francia e Germania>> Il Sole 24 Ore, 20 Marzo 2022, Attilio Geroni*