

## Differenze di rating fra prestiti sovrani in moneta nazionale e in valuta estera<sup>1</sup>

Nel corso dell'ultimo decennio per le agenzie di rating è divenuta prassi corrente assegnare agli emittenti sovrani una valutazione sul debito in moneta locale, oltre a quella sui prestiti in valuta. Il rating in moneta nazionale è spesso più elevato, rispecchiando la presunta maggiore capacità e disponibilità dei governi a onorare i prestiti denominati nella propria moneta. Tuttavia, non sempre i due rating sono diversi e, quando lo sono, gli scarti variano da un caso all'altro.

È probabile che tali differenze assumano implicazioni sempre più importanti per l'evoluzione dei mercati globali dei capitali. Numerosi governi si sono prefissati l'obiettivo di sviluppare mercati obbligazionari in moneta locale in alternativa agli afflussi di capitali esteri<sup>2</sup>, e l'attribuzione di rating differenziati sul debito in moneta locale e in valuta estera – agendo sulle preferenze degli investitori e sulla determinazione dei prezzi di mercato – è destinata a rafforzare il perseguimento di questo obiettivo. Le differenze di valutazione potrebbero inoltre acquisire rilevanza alla luce del crescente impiego dei rating a fini regolamentari.

Il presente saggio esamina innanzitutto l'evoluzione delle due tipologie di rating sovrani. La valutazione del debito in moneta locale è stata introdotta più di recente, in linea con la più recente comparsa di mercati obbligazionari in moneta locale. Vengono poi analizzate la frequenza e la dimensione degli scarti fra i due rating. Dall'indagine emergono non soltanto divergenze a livello di mutuatari, ma anche sorprendenti differenze tra le stesse agenzie, a riprova di un'ampia disparità di vedute soprattutto in merito alla valutazione dei rischi associati alle obbligazioni in moneta locale.

### Evoluzione dei rating in moneta locale e in valuta estera

La valutazione di mutuatari sovrani costituisce un settore in rapida espansione nell'attività delle agenzie di rating. Nel 1985 soltanto 17 paesi disponevano di

Cresce la richiesta di rating sovrani ...

---

<sup>1</sup> Le opinioni espresse dall'autore in questo saggio non rispecchiano necessariamente quelle della BRI.

<sup>2</sup> Ad esempio, sebbene il recentissimo Asian Bond Fund abbia iniziato a investire in titoli denominati in dollari, le banche centrali dell'Est asiatico studieranno l'eventualità di estendere il suo mandato d'investimento alle obbligazioni in valuta locale. Cfr. EMEAP (2003).

un rating per l'indebitamento sui mercati internazionali dei capitali<sup>3</sup>, nella maggior parte dei casi pari ad AAA, mentre i governi finanziariamente meno solidi ricorrevano al canale bancario o ad operazioni di "private placement" (tabelle 1 e 2). Tuttavia, da allora i mutuatari sovrani con più basso merito di credito si sono rivolti sempre più spesso ai mercati obbligazionari, e nell'ultimo decennio l'assegnazione di nuovi rating è stata particolarmente frequente.

Inizialmente i nuovi rating sovrani erano per lo più riferiti al debito in valuta estera, dal momento che i governi non sembravano avvertire particolari necessità di una valutazione su quello in moneta nazionale. Oggi, tuttavia, una quota sempre maggiore di paesi dispone anche di rating in moneta locale, il che rispecchia probabilmente la volontà di accrescere la base di investitori per le passività emesse in tale denominazione<sup>4</sup>. Negli ultimi otto anni 47 nuovi paesi hanno ricevuto un rating in valuta estera (pari al 45% dei soggetti sovrani valutati), contro i 72 (oltre due terzi del totale) cui sono stati assegnati rating in moneta locale. Questi ultimi si sono sviluppati in modo talmente rapido da avere ormai interamente colmato il ritardo su quelli in valuta; il numero di paesi che hanno ottenuto una valutazione del debito in moneta locale è oggi pressoché equivalente a quello dei paesi con rating in valuta estera.

La crescita della domanda di rating in moneta locale presenta sorprendenti analogie con quella dei rating in valuta che l'aveva preceduta: in entrambi i casi si è assistito a un graduale inserimento dei mutuatari di qualità inferiore nella gamma dei soggetti valutati. Se in un primo tempo erano soprattutto mutuatari della fascia AAA a richiedere un rating in moneta nazionale, in seguito è stata la domanda dei prenditori meno quotati ad

... specie in valuta locale ...

... con l'inserimento di mutuatari di qualità inferiore

Nuovi rating sovrani in moneta locale e in valuta estera		
	In valuta estera	In moneta locale
	Numero di paesi	
Fino al 1985	17	0
1986–1990	22	3
1991–1995	19	31
1996–2000	36	60
2001–2003	11	12
<b>Totale</b>	<b>105</b>	<b>106</b>

Nota: si considerano provvisti di rating i paesi che nel periodo erano valutati da almeno una delle tre principali agenzie. Gli Stati Uniti hanno ricevuto un rating in valuta estera solo nel 1992.

Fonti: Fitch Investors Service; Moody's Investors Service; Standard & Poor's. Tabella 1

<sup>3</sup> In effetti, le agenzie di rating si avvalevano di questa prerogativa già negli anni venti, e nel 1929 erano circa 50 i paesi che erano stati valutati da Moody's. Durante la grande depressione, tuttavia, l'attività sui mercati obbligazionari internazionali si è notevolmente indebolita, per poi cessare quasi del tutto dopo la seconda guerra mondiale.

<sup>4</sup> Un'altra spiegazione addotta per l'accresciuta richiesta di rating in moneta locale è l'aumento delle operazioni strutturate, che consentono di isolare gli elementi di rischio tipici del debito in valuta, quali i rischi di convertibilità e di trasferimento valutario.

Qualità creditizia dei nuovi rating sovrani		
	In valuta estera	In moneta locale
	Valore mediano	
Fino al 1985	AAA	...
1986–1990	A+	AAA
1991–1995	BB+	AA–/A+
1996–2000	BB	BBB
2001–2003	BBB	BB

Nota: si considerano provvisti di rating i paesi che nel periodo erano valutati da almeno una delle tre principali agenzie.

Fonti: Fitch Investors Service; Moody's Investors Service; Standard & Poor's. Tabella 2

aumentare costantemente; a partire dal 2001 il valore mediano dei rating assegnati è pari a BB, al disotto dell' "investment grade" (tabella 2).

Nella maggioranza dei casi, i regolamenti che rimandano alle valutazioni di agenzie specializzate non fanno in genere distinzioni tra rating in valuta e in moneta nazionale. Laddove esistono eccezioni, queste riservano un trattamento di favore ai rating e/o alle passività in moneta nazionale. Ad esempio, nell'ambito del metodo standard previsto dal Nuovo Accordo di Basilea sul capitale, nel caso di esposizioni in valuta verso banche multilaterali di sviluppo i cui rischi di convertibilità e di trasferimento valutario siano "considerati dalle autorità nazionali di vigilanza come (...) mitigati de facto", ai fini della ponderazione del rischio potrà essere impiegato il rating in moneta nazionale in luogo di quello in valuta estera<sup>5</sup>.

### Scarto tra rating in moneta nazionale e in valuta

Le differenze tra rating in moneta nazionale e in valuta esistono ...

Le agenzie di rating assegnano spesso alle obbligazioni sovrane una valutazione in moneta nazionale più elevata rispetto a quella in valuta estera. Tale scarto trova di norma giustificazione nella capacità del governo di tassare e disporre di un'attività in moneta nazionale, capacità generalmente ritenuta maggiore che non nel caso di attività in valuta. Inoltre, se per rimborsare passività in valuta il soggetto sovrano deve ricorrere al mercato dei cambi, per onorare le proprie obbligazioni a denominazione locale esso può emettere moneta (cfr., ad esempio, Fitch Investors Service, 2003).

... ma possono essere limitate da vincoli di politica monetaria

In base a tale ragionamento, eventuali vincoli alla facoltà di emettere moneta tenderebbero a ridurre le giustificazioni all'origine di tali differenze di rating. Un esempio tipico al riguardo sono quei soggetti sovrani, quali Panama ed El Salvador, che impiegano valute di altri stati. Anche i paesi dell'area dell'euro costituiscono un caso particolare: la delega della politica monetaria alla BCE ha infatti notevolmente attenuato le distinzioni tra debito in moneta

<sup>5</sup> Cfr. Comitato di Basilea (2003). L'Accordo conferisce inoltre alle autorità nazionali di vigilanza la facoltà generale di applicare ponderazioni di rischio persino inferiori alle esposizioni bancarie a fronte di passività in moneta locale emesse da soggetti sovrani o banche centrali (a condizione che tali passività siano finanziate nella stessa moneta), facoltà che non è invece prevista per le passività in valuta estera.

nazionale e in valuta<sup>6</sup>. Più in generale, gli ingenti costi politici spesso associati a elevati livelli di inflazione dovrebbero dissuadere dall'emettere moneta, e quindi limitare l'applicabilità di tale argomento per giustificare gli alti rating in valuta locale.

Un'altra possibile eccezione è rappresentata dai paesi le cui emissioni in valuta estera sono esigue se rapportate al debito totale in essere. Nell'analizzare l'esposizione di un paese, dopotutto, uno dei principi basilari postula che il rischio sovrano dipende in ogni caso dalla disponibilità, nonché dalla capacità, di rimborsare il debito. Qualora l'onere sia tutto sommato modesto, il governo potrebbe plausibilmente fare uno sforzo aggiuntivo per evitare di incorrere in una inadempienza sulle obbligazioni in valuta. Proprio le dimensioni relativamente contenute delle emissioni internazionali dei paesi emergenti nei primi anni ottanta spiegherebbero perché i casi di insolvenze in quel periodo siano stati piuttosto limitati, nonostante i diversi programmi di ristrutturazione dei prestiti bancari.

### Distribuzione degli scarti per categoria di rating

Un altro fattore che influenza le dimensioni dello scarto è di natura puramente tecnica: nella simbologia adottata dalle agenzie non esiste rating superiore ad AAA (Aaa). Risulta pertanto impossibile distinguere il merito aggiuntivo che un credito in valuta quotato AAA potrebbe acquisire se fosse denominato in moneta nazionale. Inoltre, il rating di paesi valutati AA+ può aumentare soltanto di un grado ("notch"), e così via. Di conseguenza, gli scarti dovrebbero farsi più pronunciati e frequenti man mano che il rating scende da AAA ad AA, che è quanto in effetti si osserva (tabella 3).

Scarti per categoria di rating (S&P)			
Rating in valuta estera	Nessuna differenza	Rating in moneta nazionale superiore di un grado	Rating in moneta nazionale superiore di oltre un grado
		Numero di paesi	
AAA	17	0	0
AA	8	2	0
A	4	5	8
BBB	0	3	9
BB	3	8	6
B	9	4	3

Nota: i rating si riferiscono alla categoria generale designata dalle lettere; ad esempio, AA ricomprende i crediti con rating AA+, AA e AA-.

Fonte: Standard & Poor's. Tabella 3

<sup>6</sup> Pur adottando approcci diversi quanto all'opportunità di innalzare i rating in valuta estera o abbassare quelli in moneta nazionale, in fase di transizione alla moneta unica tutte le principali agenzie di rating hanno eliminato o ridotto gli scarti esistenti tra le due valutazioni per i paesi dell'area dell'euro (per ulteriori approfondimenti, cfr. McCauley e White, 1997).

Lo scarto tende a essere massimo nella categoria BBB

Sembra inoltre che gli scarti raggiungano un picco nella categoria intermedia BBB. Ad esempio, secondo le valutazioni di Standard & Poor's, all'interno di tale categoria le obbligazioni in moneta nazionale dei tre quarti dei governi valutati presentano un rating di due o più gradi superiore a quello del debito in valuta estera. Per contro, il vantaggio relativo delle obbligazioni in moneta nazionale risulta decisamente minore per i paesi al disotto della qualità bancaria che non per quelli al disopra di tale livello. Il profilo "a gobba" della distribuzione degli scarti per categorie di rating è evidente anche nelle valutazioni delle altre agenzie.

I motivi per cui gli scarti mostrano quest'ultima peculiare caratteristica non sono immediati. Se le disparità fossero in qualche modo collegate alle richieste degli emittenti di ottenere un rating di qualità bancaria per le passività in moneta nazionale, sarebbero da attendersi scarti maggiori al livello BB (in valuta estera), il che non trova conferma nei dati. La spiegazione fornita da Standard & Poor's è che i paesi a basso rating incorrono in rischi – come forti tensioni sociali e politiche – che, in caso di inadempienza sulle obbligazioni in valuta, pregiudicherebbero anche la loro capacità di onorare le passività in moneta nazionale (Standard and Poor's, 2002).

### Episodi di insolvenza su passività sovrane con rating

Nel migliore dei mondi possibili si potrebbe ricorrere ai dati sulle insolvenze per verificare se in passato i debiti con rating in moneta locale siano

Insolvenze su obbligazioni sovrane con rating, per mutuatario				
	In valuta estera	In moneta nazionale	Importo totale <sup>1</sup>	Osservazioni
	Anno dell'insolvenza (rating attribuito all'epoca)			
Argentina	2001 (Caa3)	2001 (Caa3)	\$82,3 miliardi	Insolvenza simultanea
Ecuador	1999 (B3)	1999 (B3)	\$6,6 miliardi	Insolvenza in valuta un mese prima di quella in moneta locale
Moldova	2001 (B3) 2002 (Caa1)	.	\$145 milioni	Rating solo su debito in valuta estera
Pakistan	1998 (Caa1)	.	\$750 milioni	Rating solo su debito in valuta estera
Perù	2000 (Ba3)	.	\$4,9 miliardi	Insolvenza solo su debito in valuta estera
Russia	1998 (B1)	1998 (B2)	\$73,4 miliardi	Insolvenza in moneta locale una settimana prima di quella in valuta
Ucraina	1998 (B3) 2000 (Caa1)	.	\$1,4 miliardi \$1,1 miliardi	Rating solo su debito in valuta estera
Uruguay	2003 (B3)	.		Rating solo su debito in valuta estera
Venezuela	.	1998 (B3)	\$270 milioni	Insolvenza solo su debito in moneta locale

<sup>1</sup> Comprende il debito in valuta e in moneta locale, espresso al cambio vigente al momento o in prossimità dell'insolvenza.

Fonte: Moody's Investors Service (2003a). Tabella 4

effettivamente risultati più sicuri, come spesso si suppone. Tuttavia, dato che i rating sovrani sono decollati solo sul finire degli anni ottanta, e che più in generale il numero dei soggetti sovrani è limitato, i precedenti storici in materia di insolvenze su obbligazioni con rating sono piuttosto scarsi. Dal 1985 Moody's Investors Service ha rilevato solo nove episodi di questo tipo, tutti verificatisi a partire dal 1998 (tabella 4); di questi, soltanto in cinque casi il debito era quotato *sia* in valuta estera *sia* in moneta nazionale all'epoca dell'insolvenza.

Limitati casi di insolvenza sui debiti con rating

Dal ristretto campione esaminato non emerge alcuna relazione uniforme tra valuta di denominazione del debito e probabilità di insolvenza<sup>7</sup>. In un solo caso (Perù) questa ha interessato unicamente il debito in valuta estera, mentre in un altro (Ecuador) essa si è verificata prima sul debito in valuta e soltanto in un secondo tempo sui prestiti in moneta locale. All'opposto, il Venezuela si è rivelato inadempiente sul solo debito in moneta nazionale, mentre in Russia l'insolvenza sulle passività in rubli ha preceduto quella sul debito in valuta. Infine, in occasione della maggiore insolvenza sovrana mai registrata sinora, quella dell'Argentina, le insolvenze sono state simultanee.

Non sempre l'insolvenza sul debito in valuta estera si è verificata per prima

## Differenze fra le agenzie di rating

Si notano divergenze sorprendenti tra le varie agenzie per quanto riguarda la frequenza e la misura in cui le obbligazioni in moneta nazionale ricevono una valutazione migliore. In particolare, Moody's tende a favorire il debito in moneta locale molto più raramente di quanto non facciano le altre agenzie: ciò si verifica solo nel 28% dei mutuatari sovrani costituenti il suo universo, contro ben oltre il 50% di S&P e Fitch (tabella 5). Solo in quattro casi Moody's

Differenze tra le agenzie riguardo alla frequenza e alla dimensione degli scarti

Scarti tra rating in valuta estera e in moneta locale			
Differenziale	Moody's	S&P	Fitch
	Numero di paesi		
4 gradi	–	2	–
3 gradi	7	11	3
2 gradi	8	14	20
1 grado	11	22	20
Nessuno scarto	61	43	29
– 1 grado	2	–	1
– 2 gradi	1	–	–
– 3 gradi	0	–	–
– 4 gradi	1	–	–
Totale	91	92	73

Fonti: Fitch Investors Service; Moody's Investors Service; Standard & Poor's. Tabella 5

<sup>7</sup> Il campione è stato costruito in base alla definizione di insolvenza sovrana adottata da Moody's, nonché al numero di rating da questo assegnati. Giacché tali fattori possono variare da un'agenzia all'altra, il campione e le relative osservazioni potrebbero differire da quelli basati sulle evidenze di altre agenzie in termini sia di valutazioni sia di insolvenze.

Differenze medie tra rating sovrani delle principali agenzie			
	Moody's/S&P	Moody's/Fitch	S&P/Fitch
Rating in valuta estera (A)	0,34	0,31	-0,01
Rating in moneta locale (B)	-0,34	-0,33	0,04
(B) – (A)	-0,68	-0,64	0,05

Nota: un valore positivo nelle prime due righe indica che il rating della prima agenzia è più elevato.  
 Fonti: Fitch Investors Service; Moody's Investors Service; Standard & Poor's. Tabella 6

attribuisce un rating più elevato al debito in valuta<sup>8</sup>, adducendo sempre a motivo l'ammontare relativamente modesto dello stock di tale debito rispetto alle riserve ufficiali (Moody's, 2003b,c).

Risultato di queste discrepanze è che i rating in moneta locale di S&P e di Fitch sono in media superiori di circa due terzi di "notch" ai livelli che avrebbero se i relativi scarti coincidessero con quelli di Moody's (tabella 6)<sup>9</sup>. Va da sé che le differenze medie sarebbero persino maggiori se si escludesse dal campione la quindicina di paesi con rating in valuta pari ad AAA.

Il disaccordo tra le agenzie in merito al rating appropriato da assegnare al debito in moneta locale potrebbe valere anche per le loro classifiche dei rischi. Giacché, come del resto affermano le stesse agenzie, i rating andrebbero interpretati come una misura del rischio relativo di inadempienza, il coefficiente di correlazione dei rispettivi ranghi in graduatoria costituisce senza dubbio un più preciso indicatore del grado di consenso tra le agenzie. Dalla tabella 7 si evince che tali coefficienti di correlazione riferiti ai rating in moneta locale sono costantemente inferiori a quelli in valuta. Sebbene le dimensioni ridotte del campione limitino la fondatezza dell'inferenza statistica, i risultati sono

Vi sarebbero inoltre divergenze circa la graduatoria dei rischi in moneta locale

Coefficienti di correlazione dei rating in valuta e in moneta nazionale		
	In valuta estera	In moneta nazionale
Moody's/S&P	0,958	0,937
Moody's/Fitch	0,951	0,926
S&P/Fitch	0,986	0,937

Nota: le correlazioni dei ranghi di Spearman sono calcolate unicamente per i mutuatari sovrani con rating in valuta estera inferiore ad AAA (Aaa).  
 Fonti: Fitch Investors Service; Moody's Investors Service; Standard & Poor's. Tabella 7

<sup>8</sup> Si tratta di India, Libano (scarto di un "notch"), Turchia (due "notch") e Giappone (quattro "notch"). A titolo di confronto, Standard & Poor's non assegna ad alcun mutuatario sovrano un rating in valuta superiore a quello in moneta locale, mentre Fitch lo attribuisce unicamente al Giappone.

<sup>9</sup> Ai fini dei calcoli delle tabelle 6 e 7, i rating sono stati trasformati come segue: AAA (Aaa) = 1, AA+ (Aa1) = 2, B- (B3) = 16.

indicativi di una maggiore disparità di vedute nel caso della graduatoria dei rating in moneta locale<sup>10</sup>.

## Conclusioni e implicazioni

I rating sul debito in moneta nazionale, introdotti piuttosto di recente, acquisteranno una crescente importanza con lo sviluppo dei sottostanti mercati obbligazionari. Numerosi policymaker ritengono infatti che tali mercati possano fornire una garanzia contro la volatilità dei flussi di investimento in valuta estera, e che pertanto andrebbero ulteriormente potenziati (BRI, 2001 e FMI, 2003). Proprio in quest'ottica si inseriscono varie iniziative regionali.

Le agenzie di rating riservano spesso un trattamento relativamente favorevole alle obbligazioni in valuta nazionale, nel presupposto che per onorare tali passività i mutuatari sovrani possono di norma ricorrere all'imposizione fiscale o – più drasticamente – all'emissione di moneta. Tale trattamento preferenziale potrebbe servire a incoraggiare lo sviluppo di mercati per le obbligazioni locali, sia accrescendo l'accettazione degli strumenti in valuta nazionale da parte del mercato sia abbassando i requisiti patrimoniali regolamentari, laddove questi sono calcolati in base ai rating.

Tuttavia, come documentato nel presente studio, gli scarti tra rating in valuta estera e in moneta nazionale sono tutt'altro che uniformi fra le principali agenzie, a riprova di sorprendenti disparità di giudizio. Una delle agenzie considerate tende ad attribuire minore importanza al fatto che il debito sia denominato in moneta locale, assegnando anzi in alcuni casi un rating migliore alle passività in valuta. Allo stesso tempo, dalle statistiche emerge uno scarso consenso tra agenzie per quanto riguarda in particolare la graduatoria dei rischi collegati alle obbligazioni in moneta locale.

Alla luce dell'evoluzione dei mercati globali dei capitali e della relativa scarsità di dati sulle inadempienze sovrane, una diversità tra politiche di rating è in certa misura naturale e persino positiva. Tuttavia, essa potrebbe altresì essere indicativa di un ulteriore grado di incertezza su quale sia l'appropriata distinzione da operare tra obbligazioni in moneta nazionale e in valuta estera in termini di rischiosità. Nuove ricerche basate su dati di mercato potrebbero far luce sulla misura in cui gli investitori valutano tale incertezza.

## Riferimenti bibliografici

Banca dei Regolamenti Internazionali (2001): "The development of bond markets in emerging economies", *BIS Papers*, n. 11, Basilea, giugno.

Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria (2003): *Documento a fini di consultazione: Nuovo Accordo di Basilea sui requisiti patrimoniali*, Banca dei Regolamenti Internazionali, Basilea, 29 aprile.

---

<sup>10</sup> Nella statistica z per la verifica dell'ipotesi nulla di un'assenza di differenze nelle correlazioni dei ranghi in graduatoria, p assume un valore inferiore a 0,01 per la coppia S&P/Fitch, mentre è pari a 0,116 per Moody's/S&P e a 0,156 per Moody's/Fitch.



Executives' Meeting of East Asia-Pacific Central Banks and Monetary Authorities (2003): "EMEAP central banks to launch central bank fund", *Comunicato stampa*, 2 giugno.

Fitch Investors Service (2003): Presentazione presso il Daiwa Securities Japan Symposium, febbraio.

Fondo monetario internazionale (2003): "Local securities and derivatives markets in emerging markets: selected policy issues", *IMF Financial Markets Quarterly*.

McCauley, R. e W. White (1997): "The euro and European financial markets", *BIS Working Papers*, n. 41, Basilea, maggio; disponibile anche in P. Masson, T. H. Krueger e B. G. Turtelboom (ed.), *EMU and the international monetary system*, FMI, Washington, 1997, pagg. 324–388.

Moody's Investors Service (2003a): *Sovereign bond defaults, rating transitions, and recoveries (1985–2002)*, febbraio.

Moody's Investors Service (2003b): *India: analysis*, febbraio.

Moody's Investors Service (2003c): "Japan: a rating agency perspective", *Special Comment*, febbraio.

Standard & Poor's (2002): *Sovereign credit ratings: a primer*, aprile.