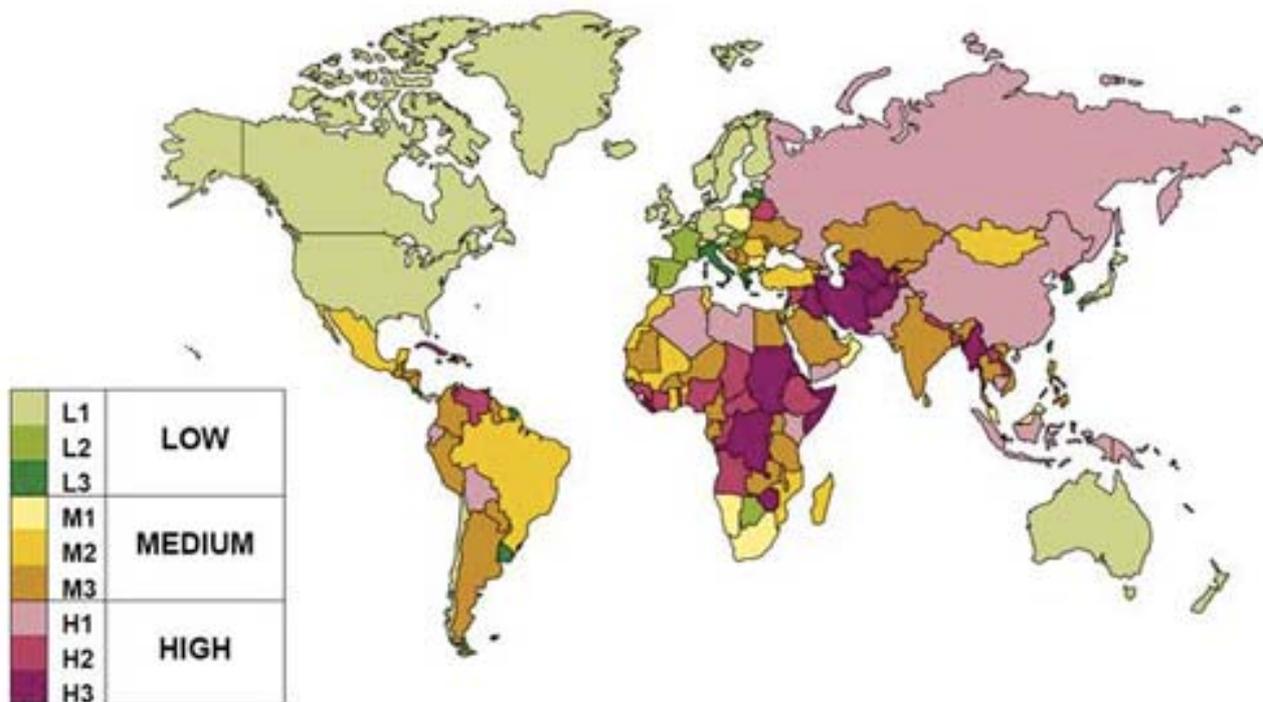


Tesina di Finanza Aziendale Internazionale

Prof. Rizzini Renato

a.a 2010/2011

ANALISI DEL RISCHIO PAESE



A cura di:

Carraro Riccardo

Marchi Enrico

Reffo Nicola

SOMMARIO

INTRODUZIONE	3
1. IL RISCHIO PAESE	3
1.1 UN PO' DI STORIA	3
1.2 UN QUADRO CONCETTUALE	5
1.3 LA DEFINIZIONE DI RISCHIO PAESE	6
1.4 CLASSIFICAZIONE DELLE FONTI DEL COUNTRY RISK	8
2. FONTI INFORMATIVE	12
2.1 GLOBAL COUNTRY RISK RANKING	13
2.2 AGENZIE DI RATING	14
2.3 ISTITUTI SOVRANAZIONALI	15
3. STRUMENTI DI ANALISI: DALLE VARIABILI FONDAMENTALI AI <i>RATING</i>	16
3.1 RIFLESSIONI SULLE VARIABILI QUALITATIVE	17
3.2 RIFLESSIONI SULLE VARIABILI QUANTITATIVE	19
3.3 DALLE VARIABILI AGLI INDICI	20
3.4 INDICI ECONOMICI	21
3.5 INDICI COMPOSITI	23
3.6 APPROCCI POSSIBILI	24
4. "SACE": METODOLOGIA VALUTATIVA DEL RISCHIO PAESE	34
5. UN APPROCCIO OPERATIVO	39
5.1 I CDS	40
5.2 ALCUNI GRAFICI	41
BIBLIOGRAFIA	45

INTRODUZIONE

Nell'approccio al tema del 'rischio paese' ci siamo subito accorti della vastità del tema e delle miriadi di fonti da cui è possibile trovare informazioni sulla questione. Digitando in Google le due parole la ricerca trova circa 285000 risultati; se cerchiamo invece 'country risk' il motore di ricerca ci elenca circa 60 milioni di risultati, segno questo che il tema è già materia di fitte indagini e su di esso si è già discusso e si discute parecchio. Nel nostro lavoro quindi, per quanto i limiti di tempo ci impediscano di effettuare una ricerca a livello globale, abbiamo deciso di procedere nel seguente modo: introduciamo innanzitutto il tema cercando di inquadrarlo anche nel contesto storico e dando qualche definizione per lo più generale. Nella seconda parte vedremo invece quali sono gli 'operatori' nel mercato che valutano il rischio di default dei vari paesi e il loro modo di operare, ciò che abbiamo definito 'fonti informative'. Nella terza parte ci addentriamo nell'argomento e iniziamo a capire come questo rischio viene calcolato, quali sono gli indicatori, come si costruiscono gli indici. Ci concentreremo poi per lo più su SACE, una realtà a noi vicina, sulla quale abbiamo reperito sufficienti informazioni riguardo il suo operato; menzioneremo altre agenzie di rating internazionali dalle quali il modello di SACE prende spunto. Analizzeremo anche l'approccio di qualche istituto di credito, sempre italiano, al fine di evincere come alla fine dei conti la situazione si presenta al singolo operatore e al singolo investitore che si apprestano a rischiare da una parte il posto di lavoro, dall'altra il loro capitale. Si conclude così quindi la nostra ricerca in quella che abbiamo definito 'sezione operativa' in quanto crediamo che 'alla fine della storia' nella realtà dei fatti è necessario tirare le somme e come sospettavamo e come spesso accade, le belle parole dei testi, trovano una sintesi in pochi indici che espressi nella schermata di un computer danno in tempo reale il 'polso della situazione'.

1. IL RISCHIO PAESE

1.1 Un po' di storia

Nel periodo compreso tra il secondo dopoguerra e l'inizio degli anni '70 l'economia mondiale conobbe un periodo di grande crescita. La situazione si capovolsse il 15 Agosto 71 quando fu dichiarata l'inconvertibilità del dollaro in oro aprendo di fatto per l'economia e la finanza internazionale una nuova epoca. La preoccupazione dei paesi esportatori di greggio, quotato in

dollari, era una svalutazione della moneta americana che poteva sconvolgere i loro futuri piani di investimento fatti su un valore del dollaro ancorato all'oro e quindi solido. Questa situazione portò al primo vero e proprio shock petrolifero tanto che il prezzo al barile passò da circa 3 dollari a circa 11 in appena due anni. Le conseguenze di tale aumento furono molteplici: la bilancia dei pagamenti dei paesi esportatori fece registrare un ampio surplus, mentre quella degli importatori un ampio deficit; il ruolo delle banche internazionali mutò. Esse assunsero la funzione di intermediarie sostituendosi di fatto agli organismi che fino a quel momento avevano erogato ai PVS.

Nel '79 la seconda crisi petrolifera diede il colpo di grazia all'economia mondiale con il petrolio che arrivò a 38 dollari al barile. Da lì in poi gli obiettivi primari divennero la riduzione del tasso d'inflazione e della dipendenza energetica dall'estero. La politica monetaria restrittiva adottata per combattere l'inflazione causò un ristagno della produzione industriale e un appiattimento del PIL. Questa situazione dei paesi industrializzati danneggiò pesantemente i Pvs che subirono gli effetti negativi di una riduzione generalizzata dei prezzi delle materie prime non petrolifere. Altre varie motivazioni contribuirono direttamente o indirettamente ad un collasso di tali proporzioni:

- I già menzionati deficit delle bilance dei pagamenti;
- La necessità dei paesi industrializzati di finanziare le importazioni dei Pvs per sostenere le proprie esportazioni;
- L'andamento del tasso di cambio del dollaro, moneta di riserva, che spinse continuamente la domanda sull'offerta;
- Gli elevati tassi d'interesse sul dollaro che hanno determinato ritmi di capitalizzazione veramente insostenibili;
- L'affacciarsi sul palcoscenico mondiale dei paesi di nuova industrializzazione caratterizzati da basso costo del lavoro, elevate esportazioni, basse importazioni;
- L'errore commesso da alcuni Pvs che hanno dato per scontato il continuo aumento del prezzo del greggio non tenendo conto che i paesi sviluppati avevano già impostato una politica di auto sostentamento energetico così da livellare il prezzo mondiale;
- Le difficoltà dei Pvs vennero amplificate da errori in ambito di politica macroeconomica sia dal lato della domanda sia dal lato dell'offerta.

In questa situazione delineatasi tra gli anni '70-'80 il finanziamento degli squilibri di bilancia dei pagamenti e dei programmi di sviluppo dei PVS venne assunto dalle banche internazionali che si surrogarono pressoché interamente a organismi internazionali quali il FMI e la Banca Mondiale a ciò preposti. Gli anni '70 videro quindi come protagonista la finanza privata che fece da tramite da paesi in deficit e paesi in surplus. Questa intermediazione portò sia vantaggi che svantaggi ;dopo gli shock petroliferi sicuramente ebbe il merito di impedire un collasso dell'economia mondiale. Ma le banche mosse dal desiderio di profitto e di ampliare l'entità dei mezzi intermediati e quindi la dimensione dei propri bilanci assecondarono totalmente la richiesta dei Pvs. Essi infatti preferivano al finanziamento pubblico, che prevedeva dei tetti, quello privato teoricamente senza limiti. Il risultato fu però che l'indebitamento non ebbe come obiettivo il risanamento economico bensì rappresentò soltanto un flusso addizionale di fondi destinato a finanziare uno squilibrio nei conti con l'estero. Certamente in questa situazione alle banche è mancata la consapevolezza dei rischi che si stavano assumendo: rischi di trasformazione delle scadenze e rischi di credito. Le banche si erano comportate in modo avventato, non preoccupandosi sufficientemente né della destinazione dei fondi né di raccogliere adeguate informazioni sui debitori finanziari. Solo successivamente sono corse ai ripari installando sistemi di valutazione del rischio paese e adottando criteri di assunzione dei rischi ben precisi oltre che sistemi di monitoraggio continuo sia dei criteri di valutazione che dei rischi assunti.

1.2 Un quadro concettuale

Nelle crisi finanziarie di 'nuova generazione' l'elemento principale non è legato all'insolvenza, ma alla mancanza di liquidità e a squilibri tra attività e passività, con un peso crescente del settore privato nell'originare o amplificare episodi di vulnerabilità. In quest'ottica le variabili tradizionali hanno un ruolo minore, ma risulta più efficace il cosiddetto "*balance sheet approach*", che si basa sull'analisi delle variabili che compongono lo stato patrimoniale dei diversi attori dell'economia di un paese: *il settore pubblico, il sistema bancario e il settore privato*. Anche in presenza di indicatori macroeconomici relativamente solidi, il rialzo dei tassi di interesse può mettere a rischio la capacità del paese di far fronte alle proprie obbligazioni in caso di disallineamento tra indebitamento a breve e risorse correnti. Allo stesso modo, un elevato indebitamento in valuta estera esporrà il paese a un rischio di insolvenza in caso di svalutazione del tasso di cambio.

Classificare i paesi in base alla loro rischiosità necessita più che mai dell'adozione di un approccio sempre più multidimensionale in cui a fianco del tradizionale rischio di vulnerabilità macroeconomica diventano sempre più critici i fattori legati al sistema operativo, al quadro regolamentare e di competitività dei mercati, ai rischi geopolitici e finanziari. Anche la vulnerabilità macroeconomica deve essere sempre più misurata facendo riferimento non solo a variabili di flusso (ad esempio deficit pubblico) ma sempre più ad indicatori di stock (ad esempio debito e sua composizione) e all'analisi di eventuali disallineamenti nel profilo delle attività e passività dei diversi operatori economici.

La letteratura sul tema del Rischio Paese è molto ampia ed abbraccia aree di analisi talvolta molto differenti tra loro: accademici ed operatori sono concordi che non esiste un generale consenso sull'area di indagine. La difficoltà di ricercare una definizione univoca viene ulteriormente complicata dall'utilizzo di una varietà di termini. I due termini più frequentemente utilizzati sono "country risk" e "political risk". Il più datato dei due è il secondo che abbiamo citato; il termine "country risk" invece ha iniziato ad essere largamente utilizzato a partire dagli anni '70. Infatti la letteratura sul tema inizia ad avere un forte sviluppo dalle crisi debitorie degli anni '80. Come osserva Desta (1985), gli analisti di tutto il mondo sono concordi nell'utilizzare la terminologia "country risk" che comprende ogni tipologia di rischio di uno specifico paese.

La crescente globalizzazione dei mercati finanziari e la delocalizzazione delle attività produttive verso le economie emergenti hanno portato una profonda trasformazione del contesto operativo internazionale. Negli ultimi anni è notevolmente aumentata nelle nostre imprese la percezione dell'importanza di una corretta valutazione e di una efficiente gestione dei rischi connessi con i vari percorsi di internazionalizzazione. Agli operatori di mercato si pongono nuove sfide e di conseguenza anche l'analisi del rischio risente di queste trasformazioni: la valutazione di questi rischi non può limitarsi all'esame degli indicatori economici tradizionali, ma deve prendere in considerazione altre possibili fonti di instabilità che possono ripercuotersi sulla capacità di pagamento del debitore. Infatti dalla semplice esportazione si è passati alla realizzazione di impianti chiavi in mano, al trasferimento di tecnologie produttive o alla realizzazione di reti commerciali: il semplice 'vendere' si è evoluto nel tempo. Oggi giorno è difficile avere a che fare con strumenti e termini di pagamento sicuri: i finanziamenti e i dilazionamenti rendono necessaria un'attenta analisi dei rischi.

1.3. La definizione di rischio paese

In generale, una società che si trova ad operare all'estero si trova ad affrontare particolari condizioni operative che possono essere notevolmente diversi da quelli a cui può andare incontro in ambito nazionale. 'Rischio Paese' è quindi un concetto molto ampio che raggruppa molti elementi e include le fonti di potenziali difficoltà che possono insorgere nello svolgimento di attività economiche all'estero, rispetto alle transazioni svolte sul mercato interno. Si tratta di un concetto dai confini poco chiari per cui non esiste una definizione universalmente valida e condivisa da tutti.

Tra le varie definizioni di Rischio Paese rinvenibili in letteratura la più esaustiva ci sembra quella fornita da **Meldrum** (2000):

“Per Rischio Paese si intende l'insieme dei rischi che non si sostengono se si effettuano delle transazioni nel mercato domestico ma che emergono nel momento in cui si effettua un investimento in un Paese estero. Detti rischi sono prevalentemente imputabili alle differenze di tipo politico, economico e sociali esistenti tra il Paese originario dell'investitore ed il Paese in cui viene effettuato l'investimento”.

Questa definizione presenta il pregio di presentare dei **connotati molto ampi**, adattandosi alle diverse modalità di investimento e ricomprendendo tutte quelle aree di rischio che si manifestano nel momento in cui si effettua un investimento al di fuori dal proprio Paese.

E' bene sottolineare come tutti oggi siano concordi che non esistono **Paesi privi di rischio**, in quanto anche i Paesi economicamente più avanzati evidenziano un proprio livello di rischiosità.

Dopo l'11 settembre 2001 ci si è resi conto che il quadro dei Paesi a rischio deve essere modificato, e che vi devono essere inclusi Paesi un tempo considerati luogo di investimento sicuro: oggi, dal punto di vista del Country risk manager, anche i Paesi economicamente e socialmente più avanzati possono essere temporaneamente bloccati da eventi paralizzanti. Tra i fattori locali di rischio per un singolo Stato, ma anche per l'**area geografica** in cui questo si trova, si dovranno allora includere ad esempio, oltre alla stabilità del regime di governo, allo sviluppo economico, alla distribuzione del reddito, all'ammontare del debito estero, all'apertura dei mercati finanziari, ecc., anche i rischi di rivendicazioni sociali interne e quelli legati alla politica estera di una Nazione, che può impattare sul rischio di attentati di natura politico -religiosa.

Un problema molto importante e che ha dato luogo a numerose dissertazioni accademiche riguarda la definizione di **rischio**.

Nella pratica gli investitori non sono interessati a valutare il grado di dispersione del rendimento effettivo attorno al valore atteso, ma si preoccupano nel misurare la **probabilità per cui il rendimento effettivo risulti essere inferiore all'obiettivo prefissato**, prendendo di conseguenza tutti quei provvedimenti diretti ad evitare tali eventi. In altre parole essi non considerano come rischio tutta la parte che invece di prevedere una perdita rappresenterebbe un surplus di guadagno atteso.

1.4 Classificazione delle fonti del country risk

Un esempio di studio e di classificazione delle fonti del Country Risk

Un esaustivo studio relativo all'analisi delle fonti che afferiscono al Rischio Paese nell'analisi più globale (Environmental instability) è attribuibile a Meldrum. Meldrum suddivide i possibili eventi rischiosi in sei differenti famiglie:

- ◆ Rischi economici
- ◆ Rischi di trasferimento
- ◆ Rischio derivante dalla fluttuazione del tasso di cambio
- ◆ Rischio di localizzazione geografica
- ◆ Rischio derivante dal merito creditizio governativo
- ◆ Rischio politico

Rischio Economico

La famiglia dei rischi economici può essere scomposta in due sottogruppi a seconda che il rischio influenzi l'intero Paese nella sua generalità (**rischi macroeconomici**) ovvero influenzano esclusivamente l'investimento compiuto (**rischi microeconomici**).

I **rischi macroeconomici** hanno origine da variazioni in sede di determinazione della politica economica (aumento della pressione fiscale, tagli nella spesa pubblica, allungamento dell'età pensionabile) o da eventi congiunturali (crescita del tasso di inflazione o di disoccupazione, ecc.).

Sebbene i rischi macroeconomici presentino un impatto sull'intera economia, essi non necessariamente hanno un impatto negativo sull'investimento compiuto. Taluni investimenti possono addirittura trarre un beneficio dal deterioramento della situazione macroeconomia del Paese in cui sono localizzati: si pensi per esempio alla svalutazione della valuta locale che può essere un evento catalizzatore per la crescita delle quote di mercato nei mercati esteri di riferimento (la svalutazione della moneta del Paese di origine del fornitore favorisce le

esportazioni in quanto rende più conveniente la merce espressa nella valuta del Paese di destinazione).

Allo scopo di valutare gli effetti di variazioni congiunturali sul Rischio Paese si è solito analizzare il livello degli investimenti statali (investimenti espressi in percentuale sul PIL), la politica fiscale (aliquote fiscali applicate, modalità di tassazione) ed il livello di indebitamento del Paese (deficit/PIL, debito pubblico/PIL e fonti di finanziamento pubbliche). Oltre alla leva fiscale si deve tenere inoltre conto alla politica monetaria ed alla crescita economica, al grado di apertura agli investimenti esteri ed alla regolamentazione vigente che può influire sullo sviluppo economico (eventuali limitazioni alla proprietà privata, grado di regolamentazione delle attività private e dimensione del mercato nero).

I **rischi microeconomici** sono rappresentati da tutti quegli eventi che non emergono a livello nazionale ma che colpiscono la singola impresa o il singolo investimento⁸. Trattasi di tutti quei rischi che afferiscono le transazioni internazionali condotte dall'impresa e la gestione del business. Preme evidenziare come alcuni rischi che sono tipicamente associati alla famiglia dei rischi microeconomici non sempre traggono origine da un'errata decisione strategica dell'impresa. Per esempio, l'esercizio del diritto di sciopero, che provoca disagi all'impresa, può essere indetto a seguito di una scelta manageriale non condivisa dalle maestranze (mobilità di una parte della forza lavoro o trasferimento dell'attività produttiva in un altro Paese), ma può, in taluni casi, avere luogo per eventi indipendenti all'impresa (protesta contro la politica economica del Governo o rinnovo del contratto collettivo nazionale).

Rischio di trasferimento

Trattasi del rischio che il Governo del Paese in cui si vuole effettuare un investimento estero decida di approvare una legge che sancisca la **restrizione dei movimenti di capitale**. La restrizione dei capitali può comportare delle grosse difficoltà nel rimpatriare i profitti, nella forma di dividendi o di interessi, maturati sul capitale investito in un Paese estero. Inoltre, poiché il Governo può modificare la legge sulla restrizione dei capitali in qualsiasi momento, detto rischio è associabile a qualsiasi tipo di investimento. Il livello di rischio di trasferimento viene di norma misurato in base alla possibilità di convertire la propria valuta nella valuta del Paese in analisi: tanto più è difficile convertire la valuta, tanto più è probabile che sussistano alcune forme di restrizione alla libera circolazione dei capitali.

Rischio derivante dalla fluttuazione del tasso di cambio

Il **rischio di fluttuazione del tasso di cambio** misura la probabilità che si manifesti una variazione sul tasso di cambio sfavorevole all'investitore. Detta tipologia di rischio può rappresentare due differenti eventi: una variazione inattesa sfavorevole del tasso di cambio in un Paese in cui è presente il regime di tassi di cambio variabili ed il passaggio dal regime di cambi fissi (in cui il rapporto di cambio è fissato per legge e non è pertanto soggetto a variazioni) ad un regime di cambi variabili. La fluttuazione del tasso di cambio deve essere misurata tenendo conto dell'orizzonte temporale dell'investimento: nel breve e brevissimo periodo (intraday) i tassi di cambio sono soggetti a continue variazioni per effetto delle operazioni condotte dai currency traders, mentre nel medio – lungo periodo il trend del rapporto di cambio è guidato dai fondamentali del Paese. Tale rischio può essere in molti casi neutralizzato attivando delle apposite operazioni di hedging che permettono di definire il prezzo a termine della valuta e di conseguenza anche l'eventuale perdita o utile su cambi maturata come differenza tra il prezzo a termine della valuta ed il tasso di cambio della valuta alla data della costituzione dell'investimento, al netto degli oneri sostenuti per la stipulazione dell'operazione di hedging.

Rischio di localizzazione geografica

Il **rischio di localizzazione geografica** considera la particolare **ubicazione** del Paese. Un Paese che non presenta particolari sintomi di rischiosità interna può evidenziare dei caratteri di pericolosità se analizzato alla luce della sua particolare **posizione geografica**. E' il caso di quei Paesi che sono confinanti con aree a rischio e che pertanto risentono dell'instabilità dell'area di appartenenza. Il rischio può derivare da tensione più o meno latenti con i Paesi confinanti (si pensi a tale proposito ai difficili rapporti esistenti tra l'India ed il Pakistan, in particolar modo per quanto concerne la suddivisione dell'area del Kashmir) o, dalla confinanza con un Paese "scomodo" che fa accrescere l'instabilità di tutta l'area (la presenza di eventi bellici in un Paese porta a delle ripercussioni anche sui Paesi vicini). Il livello di rischio di localizzazione geografica è inoltre influenzato dall'appartenenza o meno del Paese ad un'istituzione sopranazionale, come l'Organizzazione delle Nazioni Unite o l'Unione Europea. L'appartenenza ad una particolare istituzione impone solitamente il perseguimento di alcuni fini comuni e la salvaguardia di alcuni diritti inviolabili, mitigando in tal modo il livello di rischio complessivo. Nel caso di istituzioni sopranazionali con preminenti fini economici, l'appartenenza del Paese è vincolata al rispetto di alcuni parametri di bilancio, che ne garantiscono la maggiore stabilità economica (si pensi al caso dei Paesi

dell'Unione Europea aderenti all'area euro che debbono sottostare ai parametri di Maastricht che impongono un rigido controllo della spesa pubblica allo scopo di preservare un sostanziale equilibrio tra le economie dei diversi Paesi).

Rischio di merito creditizio

Un'ulteriore importante fonte che caratterizza il Rischio Paese è quella relativa al grado di solvibilità dello Stato sovrano. Tale tipologia di rischio è particolarmente percepita dagli investitori istituzionali che investono nelle emissioni obbligazionarie governative. Sono sorte negli anni numerose agenzie che si propongono di definire il livello di rischio dello Stato sovrano attraverso l'emissione del cosiddetto "Sovereign Rating". Al giudizio di rating assegnato dall'Agenzia indipendente è associato un determinato livello di probabilità di default. Tanto maggiore è la probabilità di default associata all'emissione governativa, tanto più elevato sarà lo spread applicato al tasso di interesse. Per ulteriori considerazioni si rinvia a quanto riportato in seguito.

Rischio politico

La categoria del rischio politico riguarda tutte quelle decisioni assunte dal legislatore che possono compromettere il buon esito dell'investimento. Nella classe del rischio politico rientra anche il rischio bellico. Un particolare evento riconducibile al rischio politico riguarda la possibilità che il legislatore emetta un atto di espropriazione confiscando l'investimento compiuto. Sebbene la confisca del bene risulti essere un evento che non si verifica oramai più nella maggior parte dei Paesi industrializzati ed in Via di Sviluppo, anche se esiste ancora un minimo rischio di espropriazione in quei Paesi ove si registra un forte consenso nei confronti del nazionalismo, è tipico che i Governi dei diversi Paesi varino delle politiche che, allo scopo di tutelare l'economia locale, disincentivano l'investimento estero attraverso l'imposizione di onerosi carichi fiscali o attraverso l'emissione di una ferrea regolamentazione che non rende più conveniente l'investimento. Un esempio tipico di politica a tutela della produzione locale è quella varata dagli Stati Uniti, che ha introdotto i dazi sull'importazione dell'acciaio, rendendo meno conveniente la vendita di detto minerale nel mercato americano da parte delle imprese europee. L'introduzione dei dazi, sebbene sia un provvedimento criticato da molti economisti, è uno strumento che spesso viene utilizzato dalle autorità politiche al fine di tutelare la produzione locale. Un altro esempio di provvedimenti normativi che hanno turbato la libera concorrenza è quello relativo alla consistente politica di sovvenzionamenti all'agricoltura varata dall'Unione Europea. Attraverso tale

politica di sovvenzioni è stata incentivata la produzione agricola comunitaria che, sebbene sia meno conveniente rispetto a quella di alcuni Paesi extraeuropei come l'Argentina, ha beneficiato dei contributi commercializzando i propri prodotti ad un prezzo estremamente competitivo.

Dalla descrizione sopra riportata, emergono una vastità di fonti di rischio da considerare. L'impostazione più coerente che ci sembra più utile per partire nello studio del Rischio Paese è l'indagine della **natura e tipologia dell'investimento**.

Secondo Meldrum (2000) gli investimenti esteri possono essere suddivisi in **quattro categorie**: a) investimenti stranieri diretti; b) finanziamenti a privati a breve termine, c) finanziamenti allo Stato a breve termine; d) finanziamenti allo Stato a medio – lungo termine. Il contributo apportato da Meldrum è stato quello di indicare la sensibilità per ciascuna modalità di investimento alle diverse fonti di rischio descritte in precedenza. A tal proposito si consideri quanto riportato nella tabella che segue:

Fonte di rischio	Investimento diretto	Finanziamento ad imprese a BT	Finanziamento allo Stato a BT	Finanziamento allo Stato a MLT
Economico	Elevato	Basso	Basso	Basso/Moderato
Trasferimento	Moderato	Elevato	Elevato	Moderato
Tasso di Cambio	Elevato	Variabile	Variabile	Elevato
Locazione	Elevato	Moderato	Basso	Moderato
Merito creditizio	Basso	Basso	Elevato	Elevato
Politico	Elevato	Basso	Moderato	Elevato

Al variare della tipologia di investimento, mutano i fattori che influenzano prevalentemente il rischio: per esempio il merito creditizio dello Stato sovrano è un elemento imprescindibile per gli investitori istituzionali interessati ad investire nelle emissioni obbligazionarie del Paese, mentre interessa in misura bassa l'impresa intenzionata a realizzare all'estero uno stabilimento produttivo.

Dalla tabella si evince come gli investimenti caratterizzati da orizzonti temporali più lunghi presentino un'elevata sensibilità ad un maggior numero di fonti di rischio in quanto al protrarsi dell'investimento aumenta la probabilità che si verifichi uno degli eventi di rischio sopraccitati.

2. FONTI INFORMATIVE:

Al fine di conoscere il rischio paese è innanzitutto il caso di distinguere tra rischio paese in senso lato e *rating* sovrano, ossia capacità di un paese di far fronte ai debiti contratti. I due concetti sono difficilmente separabili e anzi la loro parentela è strettissima, tanto che l'espressione "rischio paese" li può coprire entrambi; tuttavia, facciamo notare come esistano nel mondo società specializzate nel dare informazioni su tutte le possibili fonti di rischio, mentre altre si focalizzano sulla capacità del paese di far fronte al suo debito. Notizie utili possono giungere, infine, da istituzioni sovranazionali.

2.1 Global Country Risk Ranking

Le società appartenenti a questo gruppo si occupano di fornire una graduatoria fra i paesi, basata sulla rischiosità complessiva derivante dall'operarvi. Vediamone alcune:

- BERI (Business Environment Risk Intelligence): costruisce un indice relativo a una cinquantina di paesi risultante dalla valutazione del rischio politico, del rischio commerciale e dalla "correttezza" del tasso di cambio;
- CRG (Control Risk Group): analizza mensilmente oltre 140 paesi dal punto di vista del rischio politico, economico e finanziario;
- NSE (Nord Sud Export): è un istituto francese che pubblica informazioni su base bimestrale riguardo a 100 paesi sviluppati. Una volta all'anno consegna un report sul rischio paese composto da un *rating* sulla sua capacità di onorare il debito abbinato a considerazioni sulle sue opportunità di sviluppo valutate alla luce tanto del rischio finanziario quanto dell'apertura agli investimenti esteri;
- PRS (Political Risk Service): specializzato nelle valutazioni relative al rischio politico;
- EIU (The Economist Intelligence Unit): compila una scheda paese basata su 77 indicatori ottenuti a partire da variabili sia qualitative che quantitative appartenenti a 4 macroclassi, a ciascuna delle quali viene assegnato un peso usato per determinare un indice sintetico unico il cui punteggio massimo (massimo rischio) è 100. In base al punteggio ottenuto, il paese in questione sarà inserito in una classe contraddistinta da una lettera, da A ad E, che indica un rischio via via crescente.
- Agenzie di credito all'esportazione: queste agenzie, pubbliche o a partecipazione statale, si incaricano di favorire gli scambi internazionali. Per l'Italia l'istituzione di riferimento è

SACE, la cui attività operativa è approfondita nella parte finale dell'opera. SACE aderisce a un accordo stipulato in ambito OCSE basato su uno schema comune di classificazione, approfondito nella sezione relativa all'attività delle istituzioni sovranazionali.

2.2 Agenzie di rating

Queste agenzie sono specializzate nell'analisi macroeconomica della situazione di uno stato, basata su variabili qualitative e quantitative e integrata da valutazioni socio-politiche, al fine di determinare a) La **capacità** del paese di far fronte al servizio del debito e b) la sua **volontà** di farvi fronte. Le agenzie più note in questo campo sono le "tre sorelle", Fitch, Moody's e Standard & Poor's. Come vedremo, queste considerazioni economiche, finanziarie e politiche si traducono in graduatorie decrescenti relative all'affidabilità di un debito sovrano.

Benchè il *modus operandi* delle tre "sorelle" sia abbastanza simile (così come i loro giudizi, solitamente), si possono ravvisare alcune peculiarità. Ad esempio, Fitch attribuisce un'importanza capitale alla situazione del debito estero: ammontare, natura e piani di rimborso. Le sue valutazioni discendono dalle risposte date agli analisti di Fitch da un paese che chiede di essere esaminato. Gli esperti richiedono informazioni su tre ambiti principali: la situazione generale del paese, le condizioni del sistema bancario e l'efficienza della macchina politico-amministrativa.

Gli esperti di Moody's assegnano il loro *rating* a partire da indicatori appartenenti a cinque famiglie: quadro istituzionale, *performance* economica, stato della finanza pubblica, stabilità politica e profilo del debito. Riguardo a quest'ultima classe di indici, giova ricordare che Moody's prevede l'esplicita distinzione fra debito in valuta nazionale e in valuta estera, dal momento che il primo non sarà influenzato da politiche restrittive sul mercato dei cambi mentre il secondo sì. Naturalmente si avvale di indici sia qualitativi che quantitativi, ma tiene a sottolineare che la statistica non basta e che è cruciale l'abilità dell'analista nell'interpretare i dati. Secondo Moody's infatti molti casi di *default* originano da cause profonde rilevabili solo *ex-post* dai dati numerici "puri", prevedibili soltanto con un'attenta indagine qualitativa riguardo al grado di corruzione del governo, all'efficienza della giustizia, al livello di intromissione del governo nel settore privato e al grado di trasparenza finanziaria.

Le analisi di Standard & Poor's si fondano su 10 indicatori, ricavati a partire da variabili qualitative: il rischio politico, la struttura economica e quella del reddito, le prospettive di crescita dell'economia, la flessibilità fiscale, il carico del debito pubblico, le passività contingenti e quelle fuori dal budget, la stabilità monetaria, la liquidità esterna, il carico del debito estero del

settore pubblico e di quello privato. Il risultato è elaborato sia per il breve termine (un anno) sia per il lungo (cinque anni). La capacità di pagare i debiti ovviamente è fondamentale, ma l'impressione è che gli analisti di S&P attribuiscono rilevanza ancora maggiore alla buona volontà del governo.

2.3 Istituzioni sovranazionali

All'operato di queste istituzioni che potremmo definire "specializzate" si affiancano le valutazioni espresse da una moltitudine di organismi sovranazionali:

- UNDP (United Nations Development Programme): produce periodicamente un rapporto sullo sviluppo umano relative a 189 paesi appartenenti all'ONU, analizzandoli sotto 3 punti di vista: area geografica di appartenenza, reddito pro capite e tasso di sviluppo umano. L'analisi produce 5 indicatori: l'indice di sviluppo umano, il tasso di povertà umana 1 (paesi in via di sviluppo), il tasso di povertà umana 2 (paesi OCSE), l'Indice di sviluppo di genere e l'Indice di Empowerment di Genere (questi ultimi due sono relativi alle pari opportunità uomo-donna);
- BANCA MONDIALE: monitora 208 paesi con oltre 30000 abitanti secondo la bellezza di 575 indici suddivisi in 5 macroclassi: popolazione, ambiente, economia, mercati interni e collegamenti con l'estero. Le economie vengono classificate secondo 2 criteri: il reddito nazionale lordo pro capite e il grado di indebitamento;
- UNCTAD (United Nations Conference on Trade And Development): si pone come obiettivo l'evoluzione e l'integrazione nell'economia mondiale dei paesi in via di sviluppo. La sua analisi coinvolge 195 paesi, suddivisi in sviluppati (USA, Gran Bretagna, Unione Europea) ed emergenti (sostanzialmente tutti gli altri). Gli indicatori utilizzati nella valutazione di ciascun paese appartengono a 7 macroclassi: volume del commercio internazionale, prezzi delle commodities scambiate, struttura del commercio internazionale per regione geografica, struttura del commercio internazionale per prodotto, scambio internazionale di servizi, finanza internazionale, indicatori di sviluppo (buona parte dei quali legati al PIL);
- ICRG (International Country Risk Guide): indaga sulle condizioni di rischio in 140 paesi del mondo usando una ventina di macroclassi di indicatori. Come vedremo in un esempio riportato nel paragrafo "Metodologie di Analisi", le sue valutazioni si basano su un punteggio assegnato a ogni indicatore, ciascuno dei quali si vede a sua volta attribuito un "peso" che esprime la sua importanza relativa secondo gli analisti di ICRG.
- FMI (Fondo Monetario Internazionale): è l'organismo preposto alla vigilanza sul funzionamento del sistema monetario internazionale e sugli scambi che hanno luogo fra i

paesi membri. A tal fine monitora le politiche economiche seguite dagli stati, così come i loro sistemi bancari, le concessioni di prestiti, l'andamento delle borse, la redditività e la tipologia degli investimenti. Particolare attenzione è riservata a ciò che accade nei mercati dei paesi in via di sviluppo.

- OCSE (Organizzazione per la Cooperazione e lo Sviluppo Economico): l'OCSE conta 30 stati membri (quelle che definiremmo "economie mature") e ha rapporti con altri 70. Nell'effettuare le sue valutazioni non opera solo paese per paese, ma li raggruppa anche in 5 macrozone (totale OCSE, G7, Europa OCSE, UE, area Euro) e li analizza secondo una serie di indicatori strutturali – popolazione, disponibilità di case, PIL, investimenti, disoccupazione, ecc... – abbinati a un *pool* di indicatori di breve termine.

Al fine di minimizzare le distorsioni informative, in ambito OCSE è stato stipulato un accordo basato su uno schema comune di classificazione dei paesi in 8 categorie (0-7) dove 0 rappresenta un rischio di *default* trascurabile, 7 rappresenta un rischio massimo. Il processo di analisi degli stati, raggruppati per aree geografiche, si articola in due fasi:

- a) il CRAM (Country Risk Assessment Model), fondato su variabili quantitative, prende in considerazione indicatori finanziari (debito estero/PIL, debito estero/export, riserve internazionali) ed economici (inflazione, investimenti, risparmio, possibili vulnerabilità nella bilancia dei pagamenti). Gli indicatori vengono combinati in un unico indice a punteggio (0-100, dove 100 = rischio massimo) da confrontare con le esperienze di pagamento passate (arretrati, indennizzi, ecc...);
- b) Una procedura di aggiustamento qualitativo del risultato svolta considerando variabili trascurate dal modello matematico, quali la situazione socio-politica (disoccupazione, tensioni etnico-religiose, stabilità del governo, credibilità del sistema legale) e le politiche economiche annunciate.

Da questa rapida panoramica possiamo constatare come le fonti informative in tema di rischio paese e *rating* del debito sovrano abbondino. La gamma di indicatori adoperati dalle numerose istituzioni che operano in questo campo sembra infinita, ma tutto sommato possiamo ricondurla a due famiglie: indicatori socio-politici e indicatori economico-finanziari. Tali indicatori sono ricavati a partire da variabili di natura qualitativa o quantitativa; le caratteristiche di variabili e indici, e gli approcci di impiego possibili, saranno trattati più approfonditamente nel prossimo paragrafo.

3. STRUMENTI DI ANALISI: DALLE VARIABILI FONDAMENTALI AI RATING:

Il principale ostacolo che si incontra analizzando il rischio paese consiste nella mancanza di un teoria che individui in modo preciso le variabili capaci di consentire al paese in questione il rimborso dei prestiti nei tempi e modi pattuiti. Inoltre, definire quantitativamente la magnitudo della possibile crisi finanziaria di un paese non è una cosa facile. Generalizzando, possiamo dire che la "crisi", intesa qui come l'incapacità di rimborso, può essere di liquidità o di solvibilità.

Le crisi di liquidità propriamente dette implicano ragionamenti di breve periodo riguardanti la congiuntura economica che il paese si trova ad affrontare, per esempio squilibri nella bilancia commerciale (troppo poco export , troppo import). Se però la crisi di liquidità dovesse diventare una caratteristica strutturale del sistema economico, tale da permanere nel medio-lungo periodo, si parla di crisi di solvibilità.

Un paese può entrare in crisi di liquidità anche a causa del mancato coordinamento temporale tra introiti e oneri derivanti dal debito contratto dal paese stesso al fine di finanziare la sua crescita economica; la crisi diventerà strutturale qualora la redditività degli investimenti avviati mediante questo debito si riveli inferiore al tasso d'interesse concordato col creditore.

Ciò che ci preme adesso è individuare degli strumenti in grado di segnalare per tempo una situazione di sofferenza con un grado di accuratezza accettabile. A tal fine è indispensabile che l'analista individui le variabili giuste, sia quantitative (numeri immediatamente confrontabili) che qualitative (giudizi confrontabili solo per via indiretta).

3.1 Riflessioni sulle variabili qualitative

A prima vista, è abbastanza naturale e comprensibile che un analista spera di poter ricorrere più spesso possibile a indicatori costruiti a partire da variabili numerico-quantitative; tuttavia, in alcuni casi dovrà adeguarsi a ripiegare su valutazioni qualitative, come nel caso di giudizi riguardanti la stabilità politica, l'efficienza amministrativa e le condizioni sociali generali. Di fatto, i dati qualitativi e descrittivi, e le relazioni che vengono compilate a partire dagli stessi, sono indispensabili, anche se innegabilmente risentono di un certo grado di soggettività che ne rende

consigliabile la manipolazione solo da parte di analisti esperti. Come ogni strumento, hanno pregi e difetti. Fra i pregi ricordiamo:

- Indipendenza dai paragoni: queste variabili sono slegate da confronti con analoghe variabili appartenenti a paesi diversi, con un evidente guadagno in termini di obiettività;
- Flessibilità: il fatto che si tratti di strumenti dal discreto tasso di soggettività implica che si possa godere di una certa versatilità di impiego.

Fra i difetti segnaliamo:

- Valutazione soggettiva: come già ricordato, questo è il limite fondamentale cui sono soggetti questi strumenti. Il guadagno in termini di flessibilità è ampiamente compensato dai problemi originati dall'arbitrarietà dalla quale sono affetti;
- Difficile confrontabilità: i giudizi qualitativi non sono immediatamente confrontabili come possono essere, invece, i numeri. Ne consegue che spesso l'analista cerchi di "oggettivare" dati altamente soggettivi, convertendo un aggettivo in una cifra per via indiretta e rendendo meno precisa la valutazione stessa;
- Considerazioni diplomatiche: per un analista l'obiettività è d'obbligo, ma spesso questa esigenza si scontra con le regole del "politically correct" che impongono di non ferire l'orgoglio nazionale altrui, anche a costo di mascherare l'evidenza fattuale. Questo è tanto più vero nel caso di indicatori riguardanti la condizione politico-sociale di un paese straniero. Tale limite non è da sottovalutare, dato che è aggirabile del tutto solo nel caso in cui il rapporto non venga reso pubblico;
- Retrospektività del giudizio: molto spesso le valutazioni sul rischio paese usano il passato come metro di giudizio per il futuro; ciò è tanto più vero per indicatori di tipo qualitativo;
- Lentezza di aggiornamento e resistenza alla revisione: le opinioni sono opinabili per definizione; ne consegue non solo una minore oggettività, ma anche una più lenta capacità di revisione. In alcuni casi il giudizio può essere pervaso da pregiudizi "ideologici" che ne rendono molto difficile la correzione.

E' il caso di ricordare che la soggettività nelle valutazioni può essere ridotta applicando per esempio il famoso metodo Delphi, che nella sua interpretazione classica consiste nel sottoporre

ciascuna variabile all'attenzione di un gruppo di esperti i quali in una prima fase forniscono la loro interpretazione individuale della stessa rimanendo all'oscuro delle impressioni dei colleghi. Successivamente, gli analisti vengono messi al corrente delle impressioni espresse dal resto del gruppo e viene data loro la possibilità, se lo ritengono opportuno, di "correggere il tiro". Il ciclo può essere ripetuto più volte, magari inserendo nelle domande rivolte agli esperti dei "paletti" in grado di standardizzare le risposte. Questo sistema consente, almeno entro certi limiti, di ridurre l'impatto di eventuali valutazioni arbitrarie o pregiudiziali.

3.2 Riflessioni sulle variabili quantitative

Le variabili quantitative sono costituite da dati statistici sulla situazione economico-finanziaria di un paese, sia sul piano interno che su quello dei rapporti con l'estero. In altre parole, si tratta di numeri che rappresentano la situazione esistente nel momento in cui sono stati rilevati. Di conseguenza, questi dati forniscono previsioni accettabilmente accurate solo nel breve termine, mentre nel medio-lungo la loro precisione cala sensibilmente. Anche questo tipo di variabili ha quindi pregi e difetti. Fra i primi ricordiamo:

- Perfetta confrontabilità: le valutazioni quantitative permettono di creare un *rating* che pone immediatamente a confronto paesi diversi sulla base degli indicatori scelti;
- Accessibilità: i dati statistici sono relativamente facili ed economici da ottenere e manipolare;
- Oggettività: questa è forse la migliore qualità esibita da dati quantitativi, perché evita che le valutazioni siano "inquinata" da impressioni soggettive dell'analista;
- Rapidità di revisione: le conclusioni tratte a partire da numeri sono immediatamente aggiornabili (o perlomeno dovrebbero esserlo) qualora la tendenza evidenziata dai numeri stessi dovesse invertirsi o comunque mutare.

Fra i difetti è il caso di ricordare:

- Attendibilità: descrivere una situazione complessa mediante un numero espone inevitabilmente al rischio di semplificare un po' troppo le cose;
- Disomogeneità nella disponibilità dei dati: alcuni dati potrebbero non essere disponibili per tutti i paesi che ci interessa mettere a confronto (si ricorda che nelle valutazioni del rischio

paese la componente relativa è di grande importanza) oppure potrebbero essere resi disponibili in momenti diversi;

- Limitatezza a ciò che è misurabile: le variabili numerico-quantitative non sono in grado di fornire previsioni su fenomeni sui quali non si dispone di dati statistici; di conseguenza, è inevitabile affiancare a variabili qualitative e all'intuito dell'analista.

3.3 Dalle variabili agli indici

Una volta che si è individuato un insieme di variabili giudicate utili alla nostra analisi è necessario costruire degli indici a partire da esse: indici finanziari, indici economici e indici composti, da affiancare a valutazioni sulla situazione socio-politica.

Indici finanziari (o di debito)

Gli indici finanziari delineano la situazione finanziaria futura del paese oggetto di analisi, in particolare forniscono un'analisi del debito distinguendo fra debito pubblico e privato, suddividendolo per scadenze, tassi di interesse e di rinnovo del prestito. E' proprio sull'analisi del debito che si fondano le informazioni ottenute mediante indici di questo tipo; si ottengono così indicatori del grado di indebitamento o della capacità di far fronte al servizio del debito. Vediamone alcuni:

1. Debito estero: è in un certo senso una variabile-indicatore, cioè è il "capostipite" dal quale discendono altri indicatori;
2. Debito Estero / PIL: è una specie di misura della leva finanziaria. Generalizzando, minore è questo rapporto, migliore è la posizione del paese in questione;
3. Debito a Breve / Riserve Valutarie: questo indice ci aiuta a prevedere se un paese avrà difficoltà a pagare i debiti; in particolare, è un utile predittore di crisi di liquidità;
4. Servizio del Debito Estero / Esportazioni: si tratta di un indice di particolare interesse per i paesi in via di sviluppo, i quali vedono nelle esportazioni il principale strumento per ottenere moneta estera. Tale flusso deve essere adeguato al pagamento di interessi e quota capitale, altrimenti il rischio di *default* si fa concreto;
5. Servizio del Debito Estero / Bilancia dei Pagamenti: diffusa variante dell'indice #4;

6. Previsioni sui flussi di capitale in entrata: come detto, si tratta di previsioni, perciò è un indice difficile da costruire e non molto affidabile. Tuttavia può dare indicazioni sullo sviluppo della Bilancia dei Pagamenti utili sia agli investitori che ai *policy makers*;
7. Riserve Internazionali: sono le riserve a disposizione di un paese per coprire i deficit nella Bilancia dei Pagamenti e rappresentano anche uno scudo contro attacchi speculativi rivolti alla moneta nazionale. A volte tale valore è rapportato alle importazioni mensili;
8. Tasso di cambio: forse uno degli indici di rischio paese più potenti. Il “giusto” prezzo della moneta nazionale, determinato sulla base della domanda e offerta, è essenziale al fine di garantire uno sviluppo solido e stabile a una nazione. In particolare, il mantenimento oltre ogni ragionevole limite di un regime di tipo *currency board agreement* (basato ad esempio sul cambio fisso tra valuta domestica e dollari) consente a tutti i detentori di moneta locale circolante un’opzione *call* – cioè un diritto di acquistare a un certo prezzo una certa attività finanziaria – sulle riserve in valuta del paese stesso. E’ intuitivo che una situazione di questo tipo rappresenta una grave minaccia alla stabilità finanziaria del sistema economico interno e amplifica sensibilmente il rischio di *default*.

Questi dati possono essere confrontati coi flussi valutari in entrata effettivamente generati da esportazioni o dal credito ottenuto in caso di difficoltà, concesso ad esempio dal Fondo Monetario Internazionale. In questo modo la situazione finanziaria di un paese risulta delineata con buona precisione. Va ricordato però che questa mole di informazioni non dà necessariamente informazioni univoche: il fatto che un paese stia usufruendo di prestiti da parte del FMI significa che molto probabilmente quel paese sta attraversando un periodo di difficoltà, ma può anche implicare che stia seguendo un programma di risanamento pilotato in grado di aprire prospettive interessanti per un investitore estero.

Questi indici si basano su dati statistici facilmente reperibili e sono relativamente semplici da costruire e interpretare, quindi rappresentano forse lo strumento principe nelle analisi del rischio paese.

3.4 Indici economici

Gli indici economici sono complementari a quelli di debito. Infatti, una crisi finanziaria (cioè, una difficoltà nel servizio del debito) è una manifestazione di una crisi economica di base. Pertanto, gli indici economici si concentrano su variabili quali la crescita del PIL, la sua composizione, il

Prodotto Interno Lordo pro capite. In particolare, a partire dal PIL possono essere costruiti indici interessanti sotto forma di rapporti. Vediamone alcuni:

1. Risparmi Interni / PIL: fornisce un'idea della propensione al risparmio del sistema paese;
2. Investimenti Interni / PIL: sul lungo termine può dare informazioni riguardo alla crescita potenziale del capitale fisso presente nel paese. In particolare, confrontandolo con il precedente indice relativo al risparmio potremo valutare se vi è coerenza fra i due;
3. Risparmi Interni / Investimenti Interni: discende dai due indici precedenti e approfondisce l'analisi relativa alla compatibilità fra investimenti e risparmi. La differenza (il *resource gap*) dovrà essere coperta da fondi di provenienza estera e ci fornirà indicazioni relative alla dipendenza del paese da investimenti stranieri.

Gli indici economici prendono in considerazione anche entità e natura delle esportazioni; fra essi ricordiamo:

1. Tasso di crescita delle esportazioni;
2. Tasso di crescita delle importazioni;
3. Esportazioni / Importazioni (*Terms of Trade*);
4. Bilancia commerciale: si tratta naturalmente di uno degli indici più rilevanti perché fornisce una misura del grado di apertura di un paese al commercio internazionale;
5. Saldo di Conto Corrente (eventualmente rapportato al PIL): deficit o surplus di Conto Corrente sono direttamente associati al livello di riserve in valuta estera e soprattutto alla capacità di onorare il debito.

Molta attenzione deve essere destinata anche alle politiche fiscali monetarie attuate dal paese in questione e dai loro effetti sugli investimenti interni, sul tasso di inflazione (comparato alla crescita della massa monetaria, naturalmente) e sul tasso di interesse reale. Questo approccio d'analisi, che potremmo definire monetarista, si fonda sull'idea che le difficoltà incontrate da un paese nel restituire un prestito originario da una carenza di valuta estera causata da un'eccessiva espansione della massa monetaria nazionale o da un tasso di cambio della moneta nazionale troppo elevato. Perciò, la variabile chiave dell'analisi monetarista risulta essere l'inflazione. Torniamo quindi ai concetti di crisi intesi come incapacità di rimborso del debito, crisi che possono

essere di liquidità o di solvibilità. Nel primo caso, come già accennato, si tratta di difficoltà congiunturali di breve termine, causate da una carenza di valuta estera ma abbinate a investimenti il cui tasso di rendimento supera il tasso di interesse del prestito che li ha finanziati; nel secondo caso, invece, la situazione è più grave in quanto strutturale: gli investimenti non offrono rendimenti tali da ripagare gli interessi pattuiti. Determinare con precisione la redditività dell'investimento rispetto all'onere del debito non è però sempre agevole, e questo è il limite più grave nell'impiego degli indici economici, i quali hanno senz'altro il merito di focalizzare l'attenzione dell'analista su cosa stia alla base di una crisi finanziaria, ma non possono essere utilizzati da soli. E'consigliabile piuttosto impiegarli in un paniere di indici di varia natura.

3.5 Indici Compositi

Spesso le agenzie di *rating* e le banche internazionali ricorrono, nella stima del grado di affidabilità di un paese, all'utilizzo di indici sintetici ottenuti dalla ponderazione di una opportuna rosa di indici giudicati significativi. Si ottiene così uno strumento di facile utilizzo e immediata comparabilità, ma anche in questo caso bisogna fare i conti con alcuni limiti. Nella fattispecie le ambiguità sorgono quando si deve scegliere che indici di base inserire nella rosa che darà l'indice sintetico, e quale peso assegnare a ciascuno. Nemmeno gli indici sintetici, perciò, possono garantire una determinazione del rischio paese indiscutibile, del tutto scevra da ambiguità. In particolare, la situazione socio-politica del paese in esame deve essere valutata perché l'analisi possa dirsi completa, con tutte le menzionate difficoltà derivanti dalla manipolazione di variabili prettamente qualitative.

Aspetti politico-sociali

La commistione fra politica ed economia, che ormai costituisce un binomio indissolubile, fa sì che il profilo di un paese non possa dirsi completo se non si prende in esame anche la sua situazione politico-sociale. In questa sede le variabili qualitative rivestono un'importanza fondamentale al fine di prevedere, ad esempio, se un cambiamento all'interno del sistema politico potrà tradursi in un mutato atteggiamento del paese nei confronti dei debitori e degli investitori esteri. L'analisi del rischio politico riguarda sia la situazione interna che quella internazionale. Riguardo alla prima, i dati che ci interessano sono:

- Forza e stabilità del governo in carica, peso e natura dell'opposizione, maturità del sistema politico, storia del paese;
- Credibilità delle istituzioni, in particolare di quelle deputate al controllo dei mercati, efficienza della Pubblica Amministrazione e della giustizia, fiducia nel libero mercato;
- Conflittualità sociale, etnica e religiosa;
- Indici demografici quali popolazione complessiva e sua composizione (età, sesso, forza lavoro), indice di natalità e di mortalità infantile, disoccupazione e aspettativa di vita;
- Tasso di alfabetizzazione.

Quanto alla situazione internazionale, interessa rilevare:

- Relazioni intessute con il resto della comunità internazionale, in particolare con i paesi confinanti;
- Esistenza di accordi di mutua collaborazione, anche militare;
- Situazione generale dell'area geografica alla quale il paese oggetto di analisi è collocato.

3.6 Approcci possibili

Le metodologie di analisi del rischio paese sviluppatasi nel corso degli anni seguono essenzialmente tre filoni: quello qualitativo, quello quantitativo e quello misto.

Approccio qualitativo

L'analisi qualitativa consiste in una relazione di carattere descrittivo riguardante sia la situazione economico-finanziaria che quella socio-politica del paese.

- A livello economico, interessano sia dati strutturali (dotazione di risorse, potenziale di sviluppo) che congiunturali (PIL, inflazione, consumi, risparmio e investimenti);
- A livello finanziario le informazioni rilevanti riguardano composizione del debito e andamento della bilancia commerciale;
- Sul piano politico ciò che interessa sono il tipo di regime, la sua efficienza e la sua stabilità, i rapporti coi paesi confinanti e le alleanze internazionali
- Sul piano sociale, infine, rilevanti sono il tasso di alfabetizzazione, la distribuzione della ricchezza, la forza del sindacato, il sistema sanitario e il grado di coesione.

E' il caso di ricordare che questo approccio non consente di stilare graduatorie credibili sull'affidabilità di diversi paesi, visto il tipo di variabili sulle quali si fonda.

Approccio quantitativo

Questo approccio si basa su dati statistici: viene creata una *checklist* per mezzo della quale a ciascuna variabile quantitativa viene assegnato un peso che consente la ponderazione di un indice dall'ottima comparabilità (questo approccio consente di creare *ranking*, sia assoluti che relativi, ragionevolmente credibili). Tra i modelli appartenenti a questo approccio, notevole successo hanno riscosso il modello dell'analisi discriminante (modello Z score), il Multi Criteria Decision Making (MCDM) e il clustering.

Analisi discriminante (modello Z score):

Secondo questo criterio la definizione del livello di rischio si basa su uno score raggiunto attraverso analisi del tipo statistico - analitiche. Si tratta di valutare il rischio paese su base empirica, considerato un adeguato numero di variabili scelte mediante apposite procedure matematico - statistiche. Una prima famiglia di analisi statistico-analitiche è quella dei modelli a punteggio, basata sull'analisi discriminante lineare, che costituisce lo strumento statistico maggiormente utilizzato per stimare la funzione che useremo per produrre i punteggi stessi.

La procedura prevede che l'analista individui le variabili più significative (indicate come X_n) e assegni loro i pesi (individuati come C_n) ottimali che consentono di rispettare alcune regole-obiettivo, quali la massimizzazione delle differenze tra le medie dei punteggi delle controparti solventi e le medie di quelle insolventi. Otterremo così una formula di tipo:

$$Z = C_1X_1 + C_2X_2 + C_3X_3 + \dots + C_nX_n$$

L'analisi empirica del campione permette di trovare i coefficienti C_n da applicare; il valore della funzione discriminante rispetto a un certo punteggio individua i punti di cut - off, che delimitano l'area di insolvenza e quella "sicura". Il *range* compreso fra le due rappresenta l'area grigia, ovvero quella "ambigua".

Questo modello presenta però alcuni evidenti difficoltà di applicazione:

1. Determinare dove iniziano le aree “sicura” e “pericolosa” non è agevole e rischia di portare a demarcazioni troppo nette;
2. E’ difficile classificare i paesi appartenenti alla cosiddetta “area grigia”;
3. Può essere difficile costruire un campione coerente dal quale ricavare la formula discriminante;
4. Se da un lato più indicatori vengono inseriti maggiore sarà l’affidabilità del modello, dall’altro andranno definiti sempre più coefficienti o “pesi”, in modo talvolta discutibile e comunque laborioso.

Multi Criteria Decision Making, MCDM

Questo metodo di analisi è stato considerevolmente sviluppato nell’ultimo decennio. Con tale nome viene indicata un’intera serie di strumenti evoluti allo scopo di permettere al *decision maker* di risolvere in modo coerente problemi decisionali caratterizzati da svariati attributi – spesso contraddittori – tenendo conto del grado di importanza di ciascuno.

Il primo fattore a cui bisogna prestare attenzione quando si trattano questo tipo di problemi è che non esiste, in generale, alcuna decisione (o politica) che sia simultaneamente la migliore da tutti i punti di vista; perciò la parola “ottimizzazione” non trova cittadinanza in questo contesto: in contrasto con le altre tecniche della ricerca operativa, i metodi a più criteri non si propongono di trovare la soluzione migliore in assoluto, quanto piuttosto il *best fit* date le condizioni di contesto. Lo sviluppo conosciuto in questi anni da questo tipo di strumenti risponde all’esigenza sempre più pressante di non ricondurre l’analisi del rischio paese a un problema di programmazione lineare ma piuttosto di ripiegare verso strumenti più flessibili.

Il clustering

Il clustering, o “raggruppamento”, è un importante strumento nell’ingegneria ed in altre discipline scientifiche. La *cluster analysis* è stata ideata al fine di creare uno schema di raggruppamento di n oggetti, ciascuno dei quali ha un punteggio in p variabili, in classi che contengano unicamente oggetti simili tra loro. Gli algoritmi elaborati a partire da tali metodi sono innumerevoli per 2 ragioni: anzitutto per necessità, dato che le tecniche di analisi dei gruppi sono largamente usate nei più svariati campi di ricerca (fisica, scienze sociali, economia, medicina, ecc.), in cui la classificazione dei dati disponibili è un momento essenziale nella ricerca di modelli interpretativi della realtà. In secondo luogo per ragioni di fattibilità: l’evoluzione degli strumenti di calcolo

automatico ha consentito infatti di affrontare senza difficoltà la mole di dati necessaria. Per questo motivo anche questi metodi hanno conosciuto un notevole perfezionamento in periodi relativamente recenti.

La classificazione dei metodi di clustering più diffusa è quella basata sul tipo di algoritmo e cioè quella che distingue tra metodi gerarchici e non gerarchici. I primi sono metodi che producono raggruppamenti successivi ordinabili secondo livelli crescenti o decrescenti.

Quando invece l'algoritmo produce un'unica suddivisione dell'insieme di partenza, considerata ottimale rispetto al criterio adottato, la classificazione risultante è non gerarchica.

Tenendo conto del tipo di variabili in gioco, comunque, anche gli approcci quantitativi puri più raffinati risentono di limiti riguardanti in particolare l'incapacità di tener conto di fenomeni non traducibili in numeri.

Approccio misto

Questo approccio deriva dalla consapevolezza del fatto che né i sistemi qualitativi né quelli quantitativi "puri" rispondono adeguatamente all'esigenza di stimare il rischio paese. In questa metodologia, perciò, convivono elementi qualitativi (descrittivi) e quantitativi (statistici). Ad una relazione contenente valutazioni qualitative e redatta secondo schemi standardizzati è perciò affiancata un'analisi statistica in grado, quando possibile, di approfondire e convalidare i giudizi espressi nel rapporto discorsivo. La standardizzazione è necessaria per ovviare almeno in parte alla non comparabilità che di regola affligge le valutazioni qualitative. Si tratta di un buon compromesso, dato che le valutazioni ottenibili risultano di regola:

- Profonde, perché sono frutto dell'esame di un gran numero di variabili di natura molto eterogenea;
- Sistematiche, dal momento che un blocco fisso e standardizzato di variabili è sempre presente al fine di garantire la comparabilità;
- Ragionevolmente oggettive, se alla struttura standardizzata si abbina una rigorosa applicazione del metodo Delphi per ridurre la soggettività delle interpretazioni laddove questa dovesse assumere proporzioni rilevanti.

Come si costruisce un indice composito di rischio paese: l'esempio ICRG

Le tabelle sul rischio paese pubblicate mensilmente dall'International Country Risk Guide (ICRG) possono fornire un'idea di quali siano le variabili qualitative e quantitative tipicamente monitorate da un'agenzia di rating. Per ogni paese ICRG costruisce un indice composito di rischio su base 100 (il rischio è decrescente da 0 a 100). Questo indice è il risultato della media ponderata di altri tre indici, relativi al rischio politico, finanziario ed economico. A loro volta questi tre indici sono il risultato della somma algebrica di una serie di variabili ritenute rilevanti, a ciascuna delle quali viene assegnato un peso. Il massimo punteggio ottenibile dal rischio politico è pari a 100 (ricordiamo che alto punteggio = basso rischio!) mentre quello relativo sia al rischio finanziario che a quello politico è pari a 50. La ragione di ciò risiede nel fatto che secondo ICRG il rischio politico rappresenta la "volontà di pagare", quelli finanziario ed economico invece compongono la "Capacità di pagare". Sempre secondo ICRG, il rischio totale è quindi equispartito fra volontà di pagare e capacità di farlo. E' il caso di sottolineare che questa valutazione, per quanto condivisibile da molti ed espressa da addetti ai lavori di indiscutibile esperienza, resta opinabile. Vediamo ora quali variabili vengono usate per costruire i tre sotto-indici. Tra parentesi riportiamo il peso assegnato a ciascuna variabile dagli analisti dell'ICRG.

RISCHIO POLITICO:

- ✓ Stabilità del governo (12);
- ✓ Condizioni socioeconomiche (12);
- ✓ Profilo di investimenti (12);
- ✓ Conflittualità interna (12);
- ✓ Conflittualità esterna (12);
- ✓ Corruzione (6);
- ✓ Impegno politico dell'esercito (6);
- ✓ Tensioni religiose (6);
- ✓ Tensioni etniche (6);
- ✓ Legalità e ordine pubblico (6);
- ✓ Responsabilità democratica (6);
- ✓ Qualità burocratica (6).

Si noti come le variabili qualitative siano tipicamente adottate per definire il rischio politico. E'altresì curioso rilevare che, in realtà, il punteggio massimo conseguibile dal rischio politico è di 102. Ciò è dovuto al fatto che le variabili politiche, sia "pesanti" che "leggere" sono ritenute individualmente più incisive delle corrispettive economico-finanziarie quindi conseguono un massimo di 12 e 6 punti rispettivamente, contro 10 e 5. L'aggregato, tuttavia, si avvicina il più possibile a 100 per i motivi sopra esposti.

RISCHIO FINANZIARIO:

- ✓ Debito estero totale come percentuale del PIL (10);
- ✓ Servizio del debito estero come percentuale delle esportazioni di beni e servizi (10);
- ✓ Bilancia corrente come percentuale delle esportazioni di beni e servizi (15);
- ✓ Mesi di copertura delle importazioni tramite le riserve valutarie internazionali (5);
- ✓ Stabilità del cambio (10).

RISCHIO ECONOMICO

- ✓ PIL pro capite (5);
- ✓ Tasso di crescita annua del PIL (10);
- ✓ Tasso d'inflazione calcolato su base annua (10);
- ✓ Saldo di bilancio in percentuale del PIL (10);
- ✓ Bilancia corrente come percentuale del PIL (10).

Si noti come i rischi finanziario ed economico siano espressi a partire da variabili quantitative rilevabili statisticamente.

ICRG confronta poi l'evoluzione di ciascuno dei tre indici sopra riportati con i valori relativi ai 12 mesi precedenti, e per ciascuno di essi viene pubblicata una previsione a un anno e a 5 anni, indicando per entrambe un *range* i cui limiti sono dati dal caso migliore e da quello peggiore.

Dagli indici ai rating

A partire dagli indici variamente assemblati le agenzie specializzate ricavano i loro *rating*, ovvero le loro opinioni riguardo ad *ability* e *willingness to pay* per un determinato paese. Queste "sigle", costituite da stringhe di caratteri alfanumerici, esprimono le valutazioni dell'agenzia sia riguardo al prevedibile comportamento di un paese a medio termine sia riguardo al breve. Sostanzialmente,

quindi, i *rating* pubblicati dalle varie istituzioni servono da misura della probabilità di *default* attribuita a un debito sovrano.

Per ogni rischio sovrano, ad esempio, sono quotati da Moody's:

- Un *country ceiling*, ovvero un tetto massimo di valutazione attribuibile a emissioni del paese, per il debito in valuta estera del paese stesso, a breve e a medio termine;
- Un *country ceiling* per i depositi in valuta estera delle banche del paese, anche questo a breve e a medio termine;
- Una valutazione per i titoli del governo a medio termine;
- Una valutazione per il debito in valuta locale del paese, a breve e a medio termine.

Vediamo nel dettaglio i *rating* presenti nella griglia di un'altra agenzia di *rating* (Standard & Poor's) e il loro significato:

INVESTMENT GRADE:

- o AAA : Altissima capacità di onorare gli impegni finanziari e massima fiducia nelle istituzioni politiche ed economiche;
- o AA: Alta capacità, il giudizio è leggermente peggiore del precedente ma di pochissimo;
- o A: Buona capacità, l'affidabilità del paese in questione potrebbe risentire di cambiamenti repentini e pesanti nella congiuntura economica;
- o BBB: Adeguata capacità, soggetta però a variare in caso di mutamenti nelle circostanze;

SPECULATIVE GRADE:

- o BB: Bassa vulnerabilità, indica un basso grado di esposizione alle avversità economiche e finanziarie che possono minare la capacità di onorare i debiti;
- o B: Maggiore vulnerabilità rispetto al *rating* precedente;
- o CCC: Vulnerabilità. Ora il rischio è decisamente maggiore, mutate circostanze politico-economiche avranno un diretto impatto sulla volontà e sulla capacità di onorare i debiti;
- o CC: Alta vulnerabilità;
- o SD: *Selective Default*, il debitore non ha adempiuto ai suoi obblighi una o più volte, limitatamente a una classe di obbligazioni o a uno specifico settore;
- o D: Default, l'inadempienza del debitore è di portata generale.

I simboli + o – aiutano a definire meglio il grado di rischiosità compreso fra AA e CCC.

Il simbolo R identifica un debitore soggetto a una supervisione per i debiti cui deve ancora far fronte.

CLASSIFICAZIONE DI BREVE PERIODO:

- A-1: Alta capacità, altissima se segue un +;
- A-2: Capacità soddisfacente, ma soggetta a sbalzi causati da fattori politico-economici;
- A-3: Adeguata capacità, aumenta la probabilità di modifica delle aspettative al mutare del quadro politico-economico;
- B: Vulnerabile. Le caratteristiche speculative si fanno accentuate, il debitore può far fronte ai suoi impegni ma si nutrono sospetti sulla sua effettiva volontà al riguardo;
- C: Maggiore vulnerabilità, la probabilità di inadempienza è alquanto elevata.

Se comparate, le griglie di *rating* attribuiti dai tre “giganti” della valutazione internazionale risultano assai simili tra loro:

Moody's	S&P	Fitch
Investment grade		
Aaa	AAA	AAA
Aa1	AA+	AA+
Aa2	AA	AA
Aa3	AA-	AA-
A1	A+	A+
A2	A	A
A3	A-	A-
Baa1	BBB+	BB+
Baa2	BBB	BBB
Baa3	BBB-	BB-
Speculative grade		
Ba1	BB+	BB+
Ba2	BB	BB
Ba3	BB-	BB-

B1	B+	B+
B2	B	B
B3	B-	B-
Caa1	CCC+	CCC
Caa2	CCC	CC
Caa3	CCC-	C
Ca	R	DDD
C	SD	DD
	D	D

Balza agli occhi la distinzione fra rischi speculativi e di investimento: quelli *investment grade* consentono un normale investimento non speculativo, quelli *speculative grade* invece presentano rischiosità molto elevata a fronte di un rendimento (potenziale) spesso molto elevato. Passare da un *rating investment* a uno *speculative* è un duro colpo per un paese, dato che molti investitori istituzionali non possono (e sovente non vogliono) operare con titoli quotati meno del minimo livello *investment grade*. Perciò, per quanto il *rating* contenga aspetti soggettivi e discutibili, esso rappresenta un parametro fondamentale in sede di determinazione del prezzo del rischio di credito: peggiore sarà il *rating*, più alti saranno i margini richiesti dai creditori internazionali per comprare titoli o rischi commerciali emessi dal paese in questione.

Per farsi un'idea di quanto seriamente siano prese dai mercati le valutazioni espresse dalle "tre sorelle" del *rating* basta dare un'occhiata al "Sole 24 Ore" di Sabato 29 Maggio 2010, nel quale veniva riportata la notizia del declassamento della Spagna da AAA ad AA+ da parte di Fitch dopo che già Standard & Poor's aveva corretto da AA+ ad AA, ma con un *outlook* – cioè una previsione sul futuro – negativo (Cfr. Allegato).

Un altro importante campo di applicazione del *rating* è quello relativo al coefficiente di ponderazione che verrà applicato agli impieghi verso i singoli prenditori, ossia la percentuale da applicare all'importo del prestito per stabilire quanto questo incida sull'attivo ponderato della banca finanziatrice, e quindi per determinare il rispetto dei coefficienti di patrimonializzazione previsti dagli Accordi di Basilea 2. Nella tabella seguente riportiamo le percentuali applicate a debitori sovrani:

Rating debitori sovrani	Da AAA ad AA	Da A+ ad A	Da BBB+ a BBB	Da BB+ a BB	Da B+ a B	Inferiore a B	Senza rating
	0%	20%	50%	100%	100%	100%	100%

Per una valutazione del rischio di credito dal punto di vista operativo sono importanti anche i *rating* attribuiti da società di valutazione del rischio commerciale, la più famosa delle quali è Dun & Bradstreet (D&B). I suoi giudizi indicano la possibilità di ottenere il pagamento un' esportazione e ritorni da un investimento nel giro di due anni. L'Indicatore di Rischio D&B è un indice sintetico ottenuto dalla media delle valutazioni su quattro sotto-indici di rischio, ciascuno dei quali è ottenuto dall'analisi di una serie di variabili:

- Rischio politico: situazione della sicurezza interna ed esterna, competenza ed efficacia politica;
- Rischio commerciale: rispetto dei contratti, competenza giudiziaria, corruzione;
- Rischio macroeconomico: tasso di inflazione, crescita dell'offerta di moneta, deficit fiscale;
- Rischio esterno: saldo della bilancia commerciale, flussi di capitale, riserve valutarie dimensione del debito estero.

L'Indice di Rischio D&B delinea sette categorie, da DB1 a DB7, che esprimono un rischio crescente e, quindi, consigliano una sempre maggiore cautela nel controllo del rischio sovrano. Le sette categorie sono a loro volta suddivise in quattro settori (esclusa la DB7) contraddistinti da lettere dalla a alla d, esprimenti gradi di rischio via via leggermente maggiori. La classe DB1 non attiva alcun allarme, mentre la DB7 comprende paesi troppo rischiosi per potervi svolgere un'attività di business "su basi commerciali".

Come accennato in precedenza, *rating* Standard & Poor's SD o D (o equivalenti) indicano situazioni nelle quali un debitore è venuto meno all'adempimento dei suoi obblighi. Tali situazioni vanno al di là della semplice insolvenza giuridica, infatti vi sono inclusi tutti i casi nei quali vi siano ristrutturazioni di debiti, tese a evitare il *default* giuridico, in seguito alle quali al creditore viene offerto un pacchetto di garanzie diverso e tale da diminuire l'obbligazione finanziaria del debitore. E' questo il caso, ad esempio, della conversione di obbligazioni non ancora scadute in altri titoli di debito di minor importo, con scadenza più lunga o emessi in divisa diversa dall'originale. Inoltre, è

considerato *default* anche l'esborso di capitale o interessi in ritardo, ma durante il periodo di grazia, perché comunque il pagamento non è stato effettuato al momento pattuito.

Riportiamo ora un esempio pratico relativo a come opera SACE:

4 "SACE": METODOLOGIA VALUTATIVA DEL RISCHIO PAESE

In passato l'analisi di Rischio Paese concentrava la sua attenzione sul *rischio sovrano* (capacità o volontà di pagamento di un paese). Le crisi finanziarie degli anni '90 hanno sorpreso gli analisti e gli economisti portando a riconsiderare: settore privato, business environment e sistema finanziario.

In SACE, la valutazione del rischio paese si distingue in tre fasi principali:

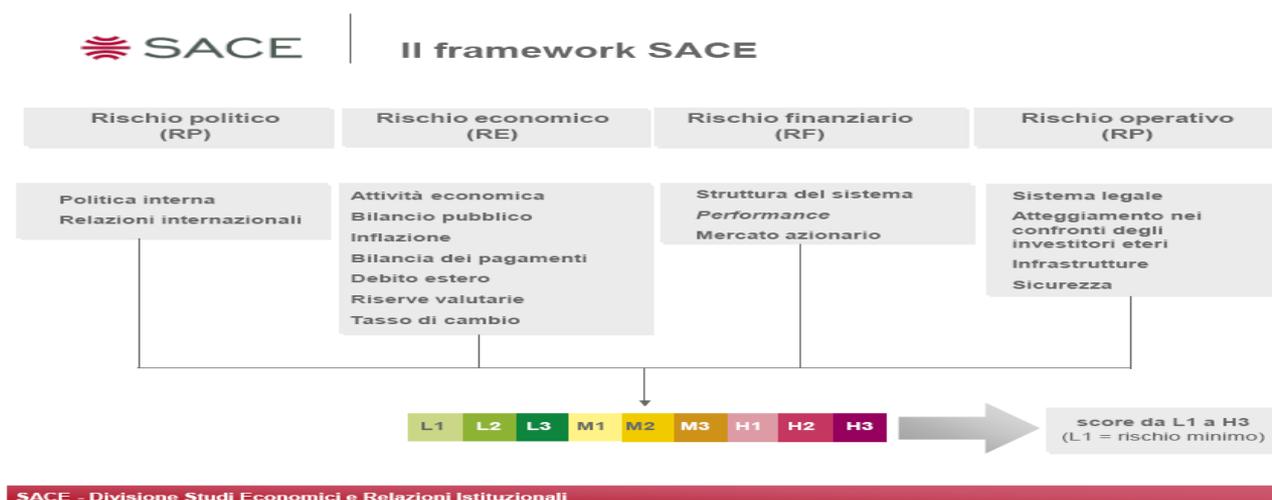
- la determinazione della categoria di rischio sulla base di un modello sviluppato in sede OCSE ;
- l'integrazione del rating OCSE con analisi qualitative sui rischi economici, politici, finanziari e operativi di ciascun paese ;
- l'articolazione delle condizioni di assicurabilità.



Per quanto riguarda il primo punto, è stata già descritta in precedenza la classificazione delle categorie di rischio OCSE e relativa metodologia CRAM (Country Risk Assessment Model), la quale concentra l'attenzione su: situazione economica, finanziaria, esperienza di pagamento e variabili qualitative.

Focalizziamo ora l'attenzione sulla valutazione interna di Sace che prende in considerazione: rischio economico, politico, finanziario e operativo.

Le informazioni contenute nel *rating* derivante dal processo descritto sono integrate da una valutazione qualitativa del **livello** di rischio (alto, medio, basso) e dell'**outlook** dello stesso (positivo, stabile, negativo) per le varie dimensioni di rischio.



Sulla base di queste valutazioni viene definito un profilo di rischio sintetico che combina livello e outlook dei rischi. Questo indicatore sintetico è utilizzato nella valutazione dell'affidabilità del paese accanto a ciascun indicatore settoriale che possa essere di particolare rilievo (ad esempio l'indicatore di rischio politico in un paese a forte conflittualità).

Le **condizioni di assicurabilità** indicano l'atteggiamento di SACE verso ciascun paese, cioè i termini ai quali SACE è disposta ad operare in un determinato mercato. Se da un lato le categorie sono fissate in ambito OCSE e sono comuni a tutti i membri, nella scelta delle condizioni di assicurabilità vi è completa libertà e non vi sono particolari vincoli, al di fuori di eventuali provvedimenti a livello internazionale che vietino gli scambi commerciali con un paese, quali ad esempio un embargo o sanzioni da parte delle Nazioni Unite. Ogni ECA può quindi definire e calibrare il proprio atteggiamento assicurativo in base all'esperienza di pagamento, alle strategie di penetrazione commerciale e all'importanza di determinati mercati di sbocco. Naturalmente il grado di apertura è commisurato al rischio paese e ci si può attendere la presenza di maggiori restrizioni in paesi classificati in categorie elevate. Tuttavia, non necessariamente i paesi di categoria 7 sono posti in sospensiva, in quanto vi possono essere casi in cui ad un elevato rischio si associa la disponibilità ad assicurare una determinata tipologia di operazioni, a condizione che il premio associato sia sufficientemente elevato da coprire le perdite attese. È importante sottolineare inoltre che la categoria 7 è molto eterogenea e comprende realtà molto differenti tra loro, da paesi isolati dalla comunità internazionale come la Corea del Nord e il Myanmar, o caratterizzati da situazioni di conflitto come il Sudan o la Costa D'Avorio, a paesi che presentano una situazione economica

fragile o hanno registrato un default del debito ma mantengono condizioni operative relativamente adeguate, come Argentina, Bielorussia, Serbia o Angola (vedi Appendice). In questi ultimi casi è possibile ipotizzare una cauta apertura, preferibilmente per operazioni di importo contenuto o che presentino elementi di mitigazione del rischio.

Per quanto riguarda la definizione delle condizioni di assicurabilità di SACE, la valutazione dei rischi si basa su un'analisi quantitativa analoga a quella sviluppata in sede OCSE, a cui si associa un approfondimento qualitativo volto a evidenziare particolari aspetti di rischiosità dal punto di vista politico, economico, bancario, legale e operativo.

In base ai risultati dello studio del rischio paese, le tipologie di atteggiamento assicurativo sono le seguenti: **apertura**, **apertura con restrizioni** e **chiusura**. L'apertura riguarda i paesi industrializzati e alcuni paesi emergenti che non presentano aspetti di rischiosità particolarmente rilevanti (ad esempio, Cina, Russia, Emirati Arabi Uniti). In questo caso l'accento si sposta sull'esame delle controparti; tuttavia, anche in assenza di restrizioni le operazioni vengono valutate singolarmente e, qualora il merito di credito delle controparti fosse ritenuto inadeguato, possono essere applicate restrizioni particolari correlate al singolo progetto (ad esempio richiedendo particolari garanzie o riducendo la percentuale di copertura assicurativa).

L'atteggiamento di apertura con restrizioni riguarda paesi ai quali sono associate cautele legate alla situazione politica o economica (ad esempio Iran, Argentina, Venezuela). Le restrizioni includono le limitazioni per controparte, importi, durate e percentuale di copertura. Nel primo caso si pongono dei limiti all'attività in relazione alla natura del debitore (sovrano, banca, o corporate) con le quali SACE è disposta a operare. In generale quello relativo al debitore sovrano è considerato il migliore rischio del paese e in passato l'assicurabilità delle controparti private era subordinata all'apertura per il rischio sovrano. Tuttavia, in caso di presenza di divieti all'indebitamento da parte del FMI – legati ad esempio all'iniziativa HIPC (Heavily Indebted Poor Country) di cancellazione del debito – l'operatività con le controparti sovrane non è consentita in quanto SACE è tenuta al rispetto delle indicazioni OCSE in materia di *responsible lending*. Di conseguenza, ove possibile verrà esplorata la presenza di controparti private affidabili o verranno preferite operazioni strutturate. Le limitazioni di importo si concretizzano in limiti all'assunzione di nuovi impegni verso un determinato paese. Tali restrizioni hanno il duplice scopo di segnalare cautela in mercati nei quali SACE non ha esperienza o, al contrario, di limitare l'esposizione in paesi verso i quali la domanda assicurativa è molto sostenuta e la concentrazione degli impegni elevata, per evitare eccessivi squilibri nel portafoglio complessivo. Le restrizioni nelle durate

riguardano le dilazioni massime di pagamento previste; in alcuni casi in cui l'esperienza verso un determinato paese sia limitata, saranno preferibili operazioni con profilo a breve-medio termine, per consentire di stabilire un *track record* adeguato. Infine, la riduzione della percentuale di copertura (di norma il 95% del valore del contratto per il rischio politico) può essere utilizzata come strumento di mitigazione del rischio, ma tale restrizione viene applicata caso per caso a singoli progetti e non a livello di paese.

Per i paesi ad alto rischio è infine prevista la chiusura. In caso di sospensione l'operatività tradizionale non è consentita; tuttavia, possono essere considerati progetti che presentino elementi di mitigazione del rischio paese (operazioni strutturate, project finance, asset-based), operazioni finanziate da IFI, da altre ECA o da Banche Regionali di Sviluppo, nonché gli investimenti esteri.

Al monitoraggio continuo si aggiunge un approccio ad hoc in occasione di progetti rilevanti, allo scopo di analizzare le prospettive di particolari settori o la solidità di un determinato debitore. In quest'ottica le dinamiche del rischio paese si affiancano e si integrano con la valutazione delle controparti, nell'ambito complessivo del processo di assunzione del rischio. È questo il caso delle operazioni di finanza strutturata o di *project financing*, che esulano dall'operatività più standardizzata. Di conseguenza, si rende necessario uno studio approfondito volto non tanto a determinare il livello di rischiosità generale del paese, ma ad evidenziare gli aspetti che possono direttamente ripercuotersi sul progetto. In particolare, verranno analizzati gli effetti sulla redditività dell'operazione di criticità legate all'imposizione di restrizioni valutarie, alla svalutazione del cambio, all'aumento o alla diminuzione dei prezzi delle materie prime utilizzate o prodotte, all'andamento del settore a livello nazionale e mondiale.

L'approccio caso per caso è indispensabile anche nelle valutazioni relative alla polizza investimenti: in questo caso l'accento si sposta sugli elementi di rischiosità che possono avere effetti sulla titolarità e sull'integrità delle attività detenute all'estero. Verrà posta quindi particolare attenzione al rischio politico, inteso sia come presenza di conflitti e scontri nell'area interessata dall'investimento, sia come esistenza di episodi di esproprio (reale o strisciante), nazionalizzazione o altri provvedimenti delle autorità del paese che impediscano il pieno godimento dei diritti di proprietà o il rimpatrio di capitali e profitti. Anche l'adeguatezza e l'indipendenza del sistema legale, nonché l'atteggiamento nei confronti degli investitori esteri, costituiranno importanti elementi di valutazione. In tale contesto acquista particolare rilevanza l'adesione del paese agli

accordi internazionali in merito alla tutela degli investimenti e la possibilità di appellarsi all'arbitrato internazionale in caso di dispute.

L'atteggiamento assicurativo complessivo (che comprende le condizioni di assicurabilità, le categorie di rischio OCSE e le valutazioni su livello e outlook dei singoli fattori che compongono il rischio paese) costituisce il punto di partenza del processo di valutazione di ogni operazione assicurata. La valutazione del rischio paese – seppure incentrata sugli strumenti di analisi macroeconomica tradizionale – ha tuttavia lo scopo tangibile di fornire un sostegno all'attività di assunzione dei rischi e mantiene quindi un approccio sostanzialmente pragmatico.

Gli eventi generatori di sinistro considerati da SACE possono essere di natura politica o commerciale.

Eventi generatori di sinistro di natura politica:

- ✓ Espropriazioni ed atti d'imperio;
- ✓ Moratoria generale disposta dal governo del Paese estero;
- ✓ Mancato trasferimento valutario causato da eventi politici o economici;
- ✓ Fluttuazione dei tassi di cambio a causa di disposizioni legali adottate nel paese debitore;
- ✓ Embargo;
- ✓ Guerre, catastrofi naturali e disordini civili.

Eventi generatori di sinistro di natura commerciale:

- ✓ Insolvenza di diritto o di fatto (concordato preventivo e giudiziale, ecc.) del debitore e/o del garante;
- ✓ Inadempimento puro e semplice dell'obbligazione contrattuale da parte del debitore o del garante;
- ✓ Risoluzione, sospensione o revoca del contratto commerciale o rifiuto arbitrario dell'acquirente di
accettazione delle merci o/e servizi.

A titolo di esempio alleghiamo due schede paese reperibili sul sito web di SACE, relative a due nazioni facenti entrambe parte dell'ex-Jugoslavia e che oggi sono valutate molto diversamente: una molto bene (Slovenia), l'altra assai male (Serbia). Cfr. Allegato.

5. SEZIONE OPERATIVA

Benché l'utilizzo di questo approccio che porta alla formulazione di un *rating* e della relativa probabilità di *default* sia molto diffuso e si sia dimostrato efficace in molte occasioni, tuttavia è chiaramente insufficiente e non può essere l'unico strumento che le imprese e le banche utilizzano per la valutazione del rischio paese. Al di là dei limiti oggettivi mostrati, ad esempio, durante la crisi asiatica, allorquando i *ratings* sovrani non riuscirono a catturare tempestivamente il deterioramento del merito di credito di alcuni paesi e di molti nomi *corporates*, vi è anche il fatto che banche ed imprese devono confrontarsi con il mercato che, attraverso i prezzi e le quotazioni esprime il proprio parere circa la maggiore o minore rischiosità di questo o quel prestatore. Proprio la necessità di tenere conto del giudizio del mercato, che spesso diverge, per le ragioni più diverse, dal giudizio che i modelli teorici danno circa il merito di credito di un prestatore, porta all'utilizzo di misure alternative della probabilità di default calcolate implicitamente dai prezzi espressi dal mercato. Nell'ambito del *country risk* lo strumento principe per la misura di questa probabilità di *default* implicita nei prezzi di mercato è il differenziale di rendimento (*spread*) tra un'obbligazione considerata rischiosa e un'altra priva di rischio – tipicamente un titolo del Tesoro americano o europeo con *duration* paragonabile a quella del titolo rischioso che si sta considerando.

A dispetto della semplicità e dell'efficacia di questa stima della probabilità di *default* implicita nelle quotazioni di mercato, anche questo approccio presenta dei limiti. In aggiunta al fatto che ad esempio non tutti i paesi emergenti sono anche emittenti di debito, occorre notare come le crisi debitorie o finanziarie in generale dei paesi sovrani sono spesso innescate o, comunque, intimamente collegate a crisi di altri settori quali, ad esempio quello bancario domestico che figura quasi sempre tra i principali creditori del paese in difficoltà.

In questa ultima sezione ci siamo quindi prefissi l'obiettivo di analizzare come un comune istituto di credito (una banca locale) si tutela contro il rischio paese. Siamo andati da loro chiedendo informazioni sul tema e il risultato della chiacchierata è il seguente.

Questa banca, e crediamo le banche di tutto il mondo in generale, necessitano di dati aggiornati costantemente e non si possono permettere di aspettare notizie che giornalmente escono sui quotidiani economici oppure attendere stime: 'esse sarebbero già vecchie', ci hanno

risposto. Necessitano di un qualcosa che rappresenti un punto di equilibrio sul mercato e che sia la sintesi delle aspettative di tutti gli operatori. I CDS, per l'appunto, che nella nostra ricerca non erano emersi, sono per i dipendenti dell'ufficio titoli di questa banca, il consenso che loro cercano. Il prezzo che il mercato è disposto a pagare per assicurarsi contro il rischio di default di un determinato paese oppure di una determinata società viene sintetizzato in questo indice che è una sorta di sommatoria di aspettative, di saperi, di retroscena che noi tutti non possiamo sapere. Ecco come allora essi sono considerati dei buoni indicatori del polso di un paese e il loro andamento indica in maniera pressoché buona cosa ci si può attendere nei giorni a seguire.

A titolo esemplificativo abbiamo richiesto alcuni grafici usati da questi operatori che poi mostreremo dopo aver dato una definizione tecnica di cos'è un CDS.

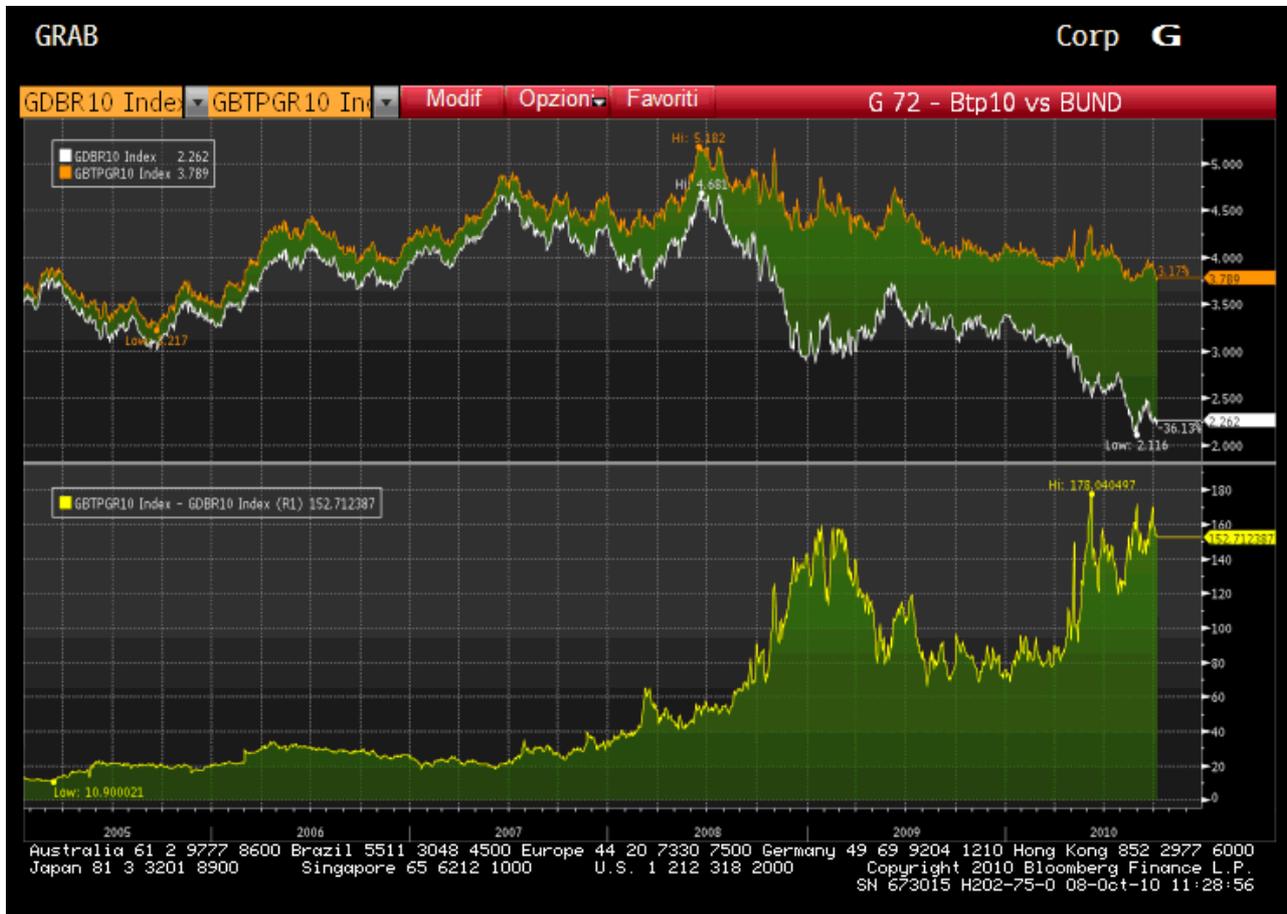
5.1 Definizione di CDS (Credit Default Swap)

Un CDS (acronimo di **Credit Default Swap**) è un **derivato creditizio finanziario** che si pone l'obiettivo di passare il rischio di credito da un soggetto verso un altro, dietro il pagamento di un premio periodico. Per alcuni aspetti, un **CDS** risulta pertanto simile al concetto di "un'assicurazione contratta dal creditore contro il rischio di fallimento del soggetto debitore". Una buona **definizione di CDS** deve ricordare che questo genere di **derivato è una delle forme di contratto finanziario più diffusa al mondo**. Non esiste una scadenza fissa per questo genere di contratti (la scadenza dipende cioè da quanto stabilito nel contratto), ma lo standard attualmente presente sul mercato prevede una durata di 5 anni. Il **prezzo del CDS** è variabile e dipende dal rischio di fallimento del debitore percepito durante la stipula del contratto. Questo spiega perché in caso di dubbi di solvibilità del debitore il **prezzo dei CDS** può salire notevolmente: durante la recente crisi finanziaria i CDS su molti debiti sovrani nazionali di paesi in difficoltà finanziarie hanno dimostrato questo principio dimostrando una grande **volatilità** nei propri prezzi di riferimento. Proprio per questi motivi, l'andamento di molti **CDS** viene osservato con attenzione dagli **analisti** e dagli **operatori finanziari** come parametro di misura del **rischio finanziario** dei mercati.

Concludiamo la nostra trattazione con alcuni grafici rappresentanti i CDS di alcuni paesi e con 2 schede paese elaborate da SACE di Slovenia e Serbia.(vedi allegati)

5.2 Alcuni Grafici

Differenziale BTP10 vs Bund



Differenziale attuale a 1,52%

IRLANDA:4,48%



GERMANIA: 0,37%



ITALIA:1,91%



PORTOGALLO: 4,19%



GRECIA: 7,50%



SPAGNA:2,25%



BIBLIOGRAFIA E SITOGRAFIA

AA. VV., *Il Rischio Paese, determinazione, rilievo, applicazioni*, Università degli Studi di Trieste, 2004.

http://www2.units.it/complex/Rischio_Paese.pdf

AA. VV., *Condizioni di assicurabilità*, SACE, Divisioni Studi Economici e Relazioni Istituzionali, 24 settembre 2010

Banca Intesa, *Il rischio paese: metodi di valutazione e di mitigazione per banche e imprese*
Servizio Studi e Ricerche, Settembre 2003

Borio C., Packer F., *Analisi dei Nuovi Orientamenti in Materia di Rischio Paese*, Rassegna trimestrale BRI, Dicembre 2004.

http://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt0412ita.pdf

Emanuele B., Lorenza C., *L'analisi del rischio paese: Approccio di SACE*, SACE, Maggio 2007

Garioni G., *Pmi e finanziamenti per l'internazionalizzazione*, IPSOA

Lanza A., Lorenza C., *Il rischio paese*", SACE, 31 gennaio 2006

Piantoni M., *Il Rischio Paese*, Banche e Banchieri, Volume 18, Fascicolo 9, 1991

Ribeiro R.D., *Country Risk Analysis*, GWU – IBI – Minerva Program, 2001.

www.gwu.edu/~ibi/minerva/spring2001/renato.ribeiro.pdf

www.sace.it