

*Facoltà di Economia*

*Cattedra di Tecnica Bancaria*

*La valutazione del Rischio Paese nell'ambito della  
concessione dei crediti*

*RELATORE*

*Domenico Curcio*

*CANDIDATO*

*Silvia Ferramosca*

*Matricola 142641*

*Anno Accademico 2009/2010*

*Alla famiglia e a Matteo*

*“Vivi ogni piccola gioia della vita  
perché un giorno voltandoti indietro  
ti renderai conto che erano grandi”*

*Jim Morrison*

# Sommario

Introduzione .....	5
1. Definizione di Rischio Paese.....	6
1.1 Che cosa significa “Rischio” quando si parla di “Paese” .....	6
1.2 La definizione di Rischio Paese fornita da Meldrum .....	8
1.3 Le differenti fonti di rischio nell’analisi del Rischio Paese .....	10
1.4 Gli investimenti in cui rileva il Rischio Paese .....	15
2 Il “Sovereign rating” e il ruolo delle Agenzie di rating .....	18
2.1 Cos’è il “Sovereign rating” e chi si occupa di esso.....	18
2.2 Primo gruppo: Global Country Risk Ranking.....	19
2.3 Secondo gruppo: Country credit rating .....	26
3 Trade Finance e Export Credit Agencies .....	42
3.1 Il Trade Finance: definizione, attori e sostegno ai Paesi in via di sviluppo .....	42
3.2 Evoluzione del credito alle esportazioni .....	49
3.2.1 Il credito all’esportazione: contesto operativo delle Export Credit Agencies .....	49
3.2.2 Ruolo, caratteristiche e strategie delle Agenzie di Credito all’Esportazione .....	52
3.2.3 Assicuratori privati ed ECA: cooperazione o competizione?.....	59
3.2.4 Il ruolo delle Export Credit Agencies nelle crisi finanziarie.....	61
3.3 Il credito all’esportazione in Italia: SACE .....	64
3.3.1 La storia di SACE e il credito all’esportazione in Italia.....	64
3.3.2 La valutazione del Rischio Paese in SACE.....	68
3.4 Confronto tra SACE e un competitor europeo: COFACE .....	76
3.4.1 Introduzione .....	76
3.4.2 COFACE: storia e contesto operativo .....	76
3.4.3 Dall’assicurazione del credito all’emissione di rating.....	79
3.4.4 Analisi delle differenze tra SACE e COFACE.....	82
4 Modelli e metodologie di valutazione del Rischio Paese.....	84
4.1 Introduzione .....	84
4.2 Le metodologie quantitative.....	85
4.2.1 Introduzione alle metodologie quantitative.....	85

4.2.2	L'analisi discriminante.....	86
4.2.3	I modelli logit e probit.....	89
4.2.4	I modelli di regressione lineare .....	91
4.2.5	Il multicriteria decision-aid .....	96
4.2.6	Le reti neurali .....	97
4.2.7	Il VaR.....	98
4.2.8	Conclusione.....	100
4.3	Le metodologie qualitative.....	100
4.3.1	Introduzione .....	100
4.3.2	L'analisi degli indicatori sociali e del welfare state nell'ottica del processo di sviluppo del Paese.....	101
4.3.3	L'analisi dei fondamentali della crescita macroeconomica.....	103
4.3.4	L'analisi dell'evoluzione e della struttura dell'indebitamento estero .....	106
4.3.5	L'analisi della situazione del sistema finanziario domestico .....	108
4.3.6	L'osservazione della governance e del problema della trasparenza nella valutazione della stabilità politica .....	108
4.4	Conclusione.....	110
5	Il Rischio Paese oggi: il caso Grecia.....	112
5.1	Introduzione .....	112
5.2	La crisi greca ed il primo salvataggio della storia di un Paese dell'Eurozona.....	112
5.3	La posizione dell'Italia nei confronti della Grecia.....	124
5.4	Il ruolo del Rischio Paese nel crollo greco e la revisione del Patto di stabilità.....	126
	Conclusione.....	130
	Bibliografia .....	134
	Sitografia.....	138

# Introduzione

Il verificarsi, a partire dagli anni '60 – '70, di una serie di profondi mutamenti nello scenario economico mondiale nonché della crescente integrazione dei mercati sulla spinta della globalizzazione, ha determinato il sorgere di una nuova e interessante disciplina: la disciplina del Rischio Paese, che sarà tema centrale del nostro elaborato.

Una definizione univoca di Rischio Paese manca ancora oggi, a causa della varietà di fonti informative che si occupano di tale problema e degli importanti effetti che produce sui differenti tipi di investimento e, soprattutto, sulle scelte degli investitori nei vari Paesi del mondo.

Dopo una presentazione generale dell'argomento nel primo capitolo, scenderemo più nel dettaglio andando a toccare diversi punti interessanti. La valutazione del rischio in esame e la particolare rilevanza che assume nelle Agenzie di rating sarà oggetto del secondo capitolo; nel terzo ci soffermeremo sull'importanza del Rischio Paese quando si parla di assicurazione del credito all'esportazione. Sottolineeremo il diverso modo di affrontare il problema in Italia e in Europa, attraverso un confronto tra l'Export Credit Agency italiana SACE e un'esponente delle concorrenti europee, la francese COFACE.

Infine, dopo aver analizzato nel quarto capitolo le metodologie di valutazione quantitative e qualitative fornite dagli studiosi, cercheremo di attualizzare quanto più possibile il problema del Rischio Paese per capire il ruolo che gioca nell'economia moderna. A tale fine, infatti, analizzeremo le cause e gli eventi principali che hanno caratterizzato la crisi greca, fase dell'economia moderna iniziata nel 2009 e ancora in corso.

# 1. Definizione di Rischio Paese

## 1.1 Che cosa significa “Rischio” quando si parla di “Paese”

Il concetto di Rischio Paese deriva banalmente dall'accostamento di due termini: rischio e Paese. Come gli economisti ci insegnano, il rischio è una variazione delle performance di un'impresa o di un investimento, che può manifestarsi in una perdita o in un guadagno. È d'obbligo precisare però che, quando si parla di rischio, ci si riferisce nella maggior parte dei casi all'impatto negativo, alle perdite cui il rischio si collega.

L'espressione “Rischio Paese” o “Country Risk” ci induce, quindi, a pensare al verificarsi di eventi in un Paese che procurerebbero perdite agli investitori in quel Paese e i primi avvenimenti che la mente ci richiama sono le catastrofi naturali, capaci di annientare letteralmente uno Stato e la sua economia.

Ma il Rischio Paese abbraccia un'area molto più vasta e profonda. Lo studio del Rischio Paese è una disciplina relativamente giovane, che si è sviluppata a partire dagli anni '60 - '70 e ha gradualmente guadagnato l'attenzione di economisti e operatori finanziari, in seguito ai profondi mutamenti dello scenario economico mondiale e alla crescente integrazione dei mercati legata al processo di globalizzazione. Come illustrato efficacemente da Thomas L. Friedman (2005), infatti, negli ultimi decenni il mondo si è “appiattito”, in seguito ad alcuni avvenimenti di carattere epocale quali la caduta dei regimi comunisti, lo sviluppo della tecnologia e la diffusione di internet. Tali eventi hanno consentito a numerose economie emergenti l'accesso alla rete commerciale globale, a flussi di interscambio e risorse finanziarie finora preclusi. Tuttavia, questa “vicinanza” può anche favorire una maggiore instabilità geopolitica (acuita in molti casi dall'aumento della disuguaglianza distributiva) e un crescente rischio di contagio dovuto all'elevata permeabilità delle diverse realtà economiche.

La letteratura su tale tema si avvale di parecchie terminologie e ha generato varie correnti a seconda della definizione su cui si basano, delle fonti di rischio, della natura dell'investimento, della metodologia scelta e del contesto storico. Riferendoci a quest'ultimo punto, negli ultimi quarant'anni gli studi sul Rischio Paese hanno avuto quale base di partenza le crisi che si sono manifestate in campo internazionale:

- a. gli anni 1960 e 1970 sono stati dominati dagli studi sulle società multinazionali e la loro esposizione al rischio politico;
- b. gli anni 1980 sono stati caratterizzati dalle *crisi debitorie* (debt crisis) dei c.d. Paesi emergenti: in questa fase gran parte della letteratura affronta il tema della valutazione della solvibilità (rischio di default) del Paese;
- c. successivamente, in seguito alla crisi del Messico del 1994 e dei Paesi asiatici nel 1997, ha avuto avvio una terza fase denominata “fase delle crisi finanziarie” (financial crisis) che si protrae ancora oggi.

L'evoluzione degli scenari storici - economici tracciata brevemente sopra pone gli analisti di fronte a nuove questioni, non da ultimo relativamente alla natura dei fenomeni che influenzano il profilo di rischio di una determinata attività finanziaria o industriale. Da qui l'importanza di definire il Rischio Paese.

In generale, una società che opera all'estero si trova ad affrontare particolari condizioni operative, e di conseguenza rischi, che possono essere notevolmente diversi da quelli a cui può andare incontro in ambito nazionale. Quello di “Rischio Paese” è un concetto molto ampio che raggruppa tutti questi 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. La particolarità del Rischio Paese risiede nel fatto che si tratta di un concetto dai confini poco chiari, quindi non solo non c'è una definizione universalmente condivisa delle sue caratteristiche, ma le interpretazioni elaborate nel corso degli anni differiscono in maniera anche significativa a seconda dello scopo dell'analisi.

In tale scenario, che potrebbe apparire alquanto ambiguo, accademici e operatori sono concordi su un punto fondamentale: non c'è un generale consenso sull'area di indagine. La difficoltà di ricercare una definizione univoca di “Rischio Paese” viene appunto complicata dall'utilizzo di una varietà di termini, provocando molto spesso confusione. In letteratura quando si affronta il tema del rischio di un investimento estero, i due termini più frequentemente utilizzati sono: “Country Risk” e “Political Risk”. Meno di frequente si trovano i termini “cross-border risk” o “Sovereign Risk”.

Il più datato termine in uso è quello di “*Political Risk*” che appare in molti articoli in campo accademico. Il termine “*Country Risk*” ha iniziato ad essere largamente utilizzato a partire dagli anni 1970, soprattutto con una connotazione fortemente

professionale (in particolare nel mondo bancario). La letteratura sul tema comincia ad avere un forte sviluppo a seguito delle crisi debitorie internazionali negli anni 1980. Desta (1985) osserva: “Gli analisti degli istituti di credito internazionale preferiscono utilizzare il termine ‘country risk’ o ‘sovereign risk’ in contrapposizione al ‘political risk’ ”. Parlare di “Country Risk” infatti significa ricomprendere ogni tipologia di rischio di uno specifico Paese, mentre il “Political Risk” è ristretto esclusivamente ai rischi di natura politica. Moody’s, Agenzia di rating di cui ci occuperemo nei capitoli seguenti dell’elaborato, nel 2002, nel descrivere la storia del c.d. “Sovereign rating” e l’evoluzione nelle metodologie, sottolineava: “... nel 1997 abbiamo cambiato il nome da ‘sovereign ceiling’ a ‘country ceiling’, in quanto il termine ‘sovereign’ risulta ambiguo poiché può indicare a volte il Paese nel suo complesso e talvolta il Governo quale emittente ...”.

Compresa questa “differenza terminologica”, ci appare molto significativa l’impostazione data nell’affrontare il tema della valutazione del Rischio Paese da tre autori di grande rilievo, Michel Henry Bouchet, Ephraim Clark e Beltrand Gros Lambert, nel loro libro “*Country Risk Assessment: A Guide to Global Investment Strategy*” del 2003<sup>1</sup>, su cui baseremo la maggior parte della nostra analisi.

## **1.2 La definizione di Rischio Paese fornita da Meldrum**

Uno sguardo alla letteratura degli ultimi quaranta anni mostra che l’ambito del Rischio Paese, comprendendo un’ampia serie di situazioni differenti, si riferisce sempre al fare affari all’estero e agli specifici rischi che ciò provoca, qualunque sia la fonte di rischio e la natura del settore. Certamente, le caratteristiche particolari di ciascun tipo di investimento o transazione devono essere prese in considerazione. In più, è anche necessario adottare una prospettiva globale perché le fonti di rischio interagiscono tutte tra di loro e forse impattano su più di uno o su tutti i settori dell’economia.

La seguente definizione proposta da *Meldrum* (2002)<sup>2</sup> sembra l’unica che rifletta perfettamente queste caratteristiche:

---

<sup>1</sup> M.H. Bouchet, E. Clark e B. Gros Lambert, “*Country Risk Assessment: A Guide to Global Investment Strategy*”, Wiley Finance, 2003.

<sup>2</sup> Meldrum DH, 2000, “*Country Risk and Foreign Direct Investment*”, Business Economics, Jul., 34, 30 – 7.

*“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 e il Paese in cui viene effettuato l’investimento.”*

Questa definizione presenta il pregio di avere 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 del proprio Paese.

È 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 (attacco terroristico) 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*. Alcuni autori come Robock (1971), Feils e Saback (2000), sostengono la tradizionale visione di rischio che si appoggia sugli studi di *Markowitz* (1959) per il quale il rischio ha origine come scostamento dal tasso di rendimento effettivo dell’investimento rispetto al tasso di investimento atteso. Un’altra corrente teorica, invece, tratta il concetto di rischio alla stregua di una perdita (“negative outcome”) oppure, in alcuni casi, di un evento che possa implicare un ritorno dell’investimento inferiore al rendimento atteso. Tra i capofila di detta seconda teoria troviamo Meldrum (2000), il quale ha impostato tutta la sua teoria sul Rischio Paese basandosi su eventi che hanno un impatto negativo sul tasso di rendimento atteso, Root (1972), Simon (1982), Roy (1994) e Howell e Chaddick (1994).

Sebbene entrambe le definizioni di rischio presentino dei punti di forza e di debolezza, importanti studi condotti da March e Shapira (1987) e da Baird e Thomas (1990) hanno evidenziato come nella pratica gli investitori non siano interessati a valutare il grado di dispersione del rendimento effettivo attorno al valore atteso, ma si preoccupino 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 merito a ciò si consideri il caso dell'impresa che commercializza i propri prodotti in Paesi nei quali è presente una differente unità monetaria; l'impresa non assume alcun provvedimento qualora si attenda un apprezzamento della valuta locale (evento favorevole all'esportatore), invero effettua delle operazioni di copertura sul tasso di cambio se prevede un deprezzamento della valuta del Paese di destinazione delle merci (evento sfavorevole in quanto il credito in valuta locale ha un valore inferiore se convertito nella moneta del Paese dell'esportatore). Inoltre, Estrada (2000) e Reuer e Leiblein (2000) hanno enfatizzato l'utilità dell'approccio *Downside Risk* per lo studio dei mercati dei Paesi emergenti. Infine gli studi condotti da Aggarwal (1989), Harvey (1995) e Bekaert (1998) hanno dimostrato che la distribuzione di tassi di rendimento di investimenti condotti a livello internazionale presentano di regola un'elevata asimmetria che impedisce l'approccio classico media-varianza a favore di metodologie differenti come appunto il metodo del Downside Risk.

Ad eccezione del lavoro molto sperimentale condotto da Meldrum, una teoria del Rischio Paese deve ancora essere formulata. Fino ad ora la letteratura ha semplicemente lavorato sull'assunzione implicita che, in un dato Paese, squilibri in campo economico, sociale e politico porterebbero ad un aumento del rischio di investirvi.

Quindi, come già detto, a causa della molteplicità delle fonti di rischio, della complessità delle loro interazioni e delle varietà delle scienze sociali coinvolte, una teoria del Rischio Paese ancora manca.

### **1.3 Le differenti fonti di rischio nell'analisi del Rischio Paese**

Un secondo punto di vista considerato in letteratura riguarda le *differenti fonti di rischio* afferenti al processo di analisi del Rischio Paese. Per alcuni autori, come Zenoff (1967), Aliber (1975), Baglini (1976) e Feils e Saback (2000), il Rischio Paese si identifica

interamente con il rischio politico in quanto esso trae origine da discutibili politiche assunte dalle Istituzioni governative. Lo studio del Rischio Paese nasce infatti come disciplina diretta a valutare e misurare il rischio politico, tanto che per diversi anni i termini Rischio Paese e Rischio Politico erano considerati come perfetti sostituti.

Solamente a partire dagli studi di Gabriel (1966) e Stobaugh (1969), e proseguiti da Robock (1971), il concetto di Rischio Paese ha iniziato ad assumere un suo significato proprio, ove il rischio politico rappresentasse una porzione, sebbene significativa, di detto rischio. In questa seconda visione del Rischio Paese aderiscono, oltre al sopraccitato Robock, pure studiosi come Root (1972), Haendel (1975), Rummel e Heenan (1978). La concezione più ampia di Rischio Paese è inoltre in linea con i più recenti contributi teorici, anche alla luce degli ultimi eventi internazionali che hanno messo in luce come anche fatti non attinenti alle decisioni politiche possano compromettere il livello di rischio di un Paese.

Un esaustivo studio relativo all'analisi delle *fonti* che afferiscono al Rischio Paese nell'analisi più globale (Environmental instability) è attribuibile a Meldrum<sup>3</sup>. 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

Per quanto riguarda il 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.).

---

<sup>3</sup> Meldrum DH, 2000, opera citata.

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 macroeconomica 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 nel 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 soliti 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 e 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 investimento. Trattasi di tutti quei rischi che afferiscono le transazioni internazionali condotte dall'impresa e la gestione del business. Dobbiamo 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 alcuni casi, avere luogo per eventi indipendenti all'impresa (protesta contro la politica economica del Governo o rinnovo del contratto collettivo nazionale).

Il Rischio di trasferimento è il 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.

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 diversi 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 (il cui 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 tassi 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 e il tasso di cambio della valuta alla data della costituzione dell'investimento, al netto degli oneri sostenuti per la stipulazione dell'operazione di hedging.

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. È 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 tensioni 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).

Il Rischio di merito creditizio rappresenta il 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 (vedi capitolo 2).

Il 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.

#### 1.4 Gli investimenti in cui rileva il Rischio Paese

Altro elemento che rileva 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: investimenti stranieri diretti, finanziamenti a privati a breve termine, finanziamenti allo Stato a breve termine, 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 (vedi paragrafo precedente). A tale proposito si consideri quanto riportato nella tabella che segue<sup>4</sup>.

<b>Fonti di rischio</b>	<b>Investimento Diretto</b>	<b>Finanziamento ad imprese a BT</b>	<b>Finanziamento allo Stato a BT</b>	<b>Finanziamento allo Stato a MLT</b>
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

<sup>4</sup> Fonte: DH Meldrum; "Country Risk and Foreign Direct Investment", 2000.

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 sopracitati.

Secondo la pratica professionale e la maggior parte degli studi effettuati, vengono distinti *tre tipologie di investimenti*:

- a) investimenti esteri diretti (foreign direct investment – FDI);
- b) finanziamenti bancari (commercial bank loans);
- c) investimenti in portafoglio.

Gli *esportatori* potrebbero essere considerati una quarta tipologia di investitori, anche se raramente sono considerati quale gruppo a sé, in quanto i rischi che assumono possono essere molto simili a quelli corsi dalle società di assicurazione dei crediti all'esportazione o dalle banche commerciali (e rientranti pertanto nella categoria b.)

Gli studiosi dei rischi afferenti agli *investimenti stranieri diretti*, tra cui Root (1968), Rummel e Heenan (1978), Brewer (1981), Stevens (1997) e Alon e Martin (1998), hanno cercato di fornire delle risposte a questa domanda: “Dove è più conveniente stabilire l'impianto produttivo?”. Qui si incrociano rischi generali del Paese, ma anche rischi c.d. microeconomici.

L'analisi concernente gli investimenti in portafogli e i finanziamenti bancari si basa prevalentemente sulla determinazione del *rischio di default del Paese*. Su questo argomento si sono cimentati autori quali Frank e Cline (1971), Feder e Just (1977), Nagy (1977) e Morgan (1986). Anche le Agenzie internazionali di rating attribuiscono il rating alle emissioni obbligazionarie degli Stati sovrani, come descritto più approfonditamente in seguito.

La costruzione di un portafoglio internazionale di titoli trae origine dagli studi di Markowitz, estendendo il contributo apportato da quest'ultimo ai mercati internazionali. Gli studi di Grubel (1968), Levy (1970), Lessare (1973) ed Erranza (1977) hanno

dimostrato come la segmentazione dei mercati e la differente correlazione sussistente tra i tassi di rendimento dei diversi mercati permettano un'ampia diversificazione del rischio, riuscendo a ridurre anche porzioni di rischio non eliminabili se la costruzione del portafoglio riguardasse titoli di un solo mercato (rischio sistematico).

Fatta la distinzione tra le varie tipologie di investimenti in cui rileva il Rischio Paese, nel capitolo seguente ci soffermeremo sul concetto di “Sovereign rating”, già citato nel primo paragrafo del presente capitolo tra i termini utilizzati quando si parla di rischio di investimento estero. Inoltre, analizzeremo e definiremo il ruolo delle Agenzie di Rating nella valutazione del Rischio Paese.

## **2 Il “Sovereign rating” e il ruolo delle Agenzie di rating**

### **2.1 Cos’è il “Sovereign rating” e chi si occupa di esso**

Partendo dalla distinzione tra “Sovereign rating” e “Country Risk”, di cui già abbiamo trattato nel precedente capitolo (paragrafo 1.1), ora ci proponiamo di puntualizzare il ruolo che il Sovereign rating assume per quelle società o operatori, comunemente individuati come Agenzie di rating, che si occupano con diverse finalità e modalità del Rischio Paese.

Dobbiamo precisare che risulta molto difficile marcare una linea netta tra il concetto di “Country Risk” e quello di “Sovereign rating”. Nel descrivere infatti le metodologie e gli indicatori utilizzati dalle Agenzie di rating confrontati con i metodi e gli indici in uso dalle Società specializzate che si occupano di Rischio Paese, si comprende come molti siano gli elementi comuni.

Le Agenzie di rating si occupano di fornire agli investitori istituzionali, alle banche commerciali ed ai mutuatari sul mercato internazionale dei capitali indicazioni sulla solvibilità di un Paese attraverso il già citato Sovereign rating: questo esprime un giudizio sintetico sulla capacità dell’emittente (in questo caso lo Stato) di rimborsare le sue obbligazioni.

Il *rating* mira a fornire una visione complessiva del rischio relativo quando si affrontano decisioni di investimento estero. L’obiettivo di queste metodologie di rating è di classificare i Paesi in funzione del loro grado di rischio. Dato che è molto più difficile stimare un livello di rischio relativo piuttosto che un livello di rischio assoluto, una volta che un rating è stato stabilito, è più semplice per un manager internazionale determinare un appropriato tasso di rendimento richiesto da confrontare con quello di investimenti simili esistenti in altri Paesi.

L’approccio del rating è ampiamente usato dai professionisti, poiché permette loro di quantificare, di valutare, o di stabilire alcuni limiti a seconda del livello di Rischio

Paese. Ci sono tante metodologie di rating quante sono le entità di rating, a seconda dei differenti tipi di investimento e delle varie fonti di rischio.

Come detto nel capitolo precedente, poiché non esiste una teoria completa del Rischio Paese, tutte queste metodologie sono puramente empiriche. Molte di esse sono derivate da una lista di controllo (checklist) predeterminata. Esse fanno affidamento su valutazioni quantitative e/o indicatori qualitativi che forniscono un punteggio più o meno esplicito. Questi punteggi sono poi tradotti in un rating.

Tali metodologie possono essere divise in due gruppi cui corrispondono altrettanti gruppi di soggetti che si occupano di Rischio Paese: un primo cluster di società specializzate che prende in considerazione qualsiasi modalità di investimento estero e pertanto esamina tutte le possibili fonti di Rischio Paese; l'obiettivo prefissato dagli studiosi appartenenti a questo gruppo è quello di realizzare un *Global Country Risk Ranking*. Esiste, inoltre, un secondo gruppo di operatori che si focalizzano esclusivamente sul debito e pertanto vanno a determinare il *Country Credit Rating*.

Gli investitori obbligazionari internazionali e le banche commerciali così come i mutuatari potenziali nei mercati dei capitali internazionali sono il loro target principale.

## **2.2 Primo gruppo: Global Country Risk Ranking**

Il seguente paragrafo tratta delle metodologie di classificazione globale (global ranking) che mirano a sviluppare un approccio olistico al Rischio Paese. Questi sistemi valutano il clima di investimento generale per ogni tipo di investitore straniero e classificano i vari Paesi sulla base del loro rispettivo grado di rischio. Questo approccio è sviluppato da imprese specializzate nel classificare il Rischio Paese e dalle Agenzie di credito all'esportazione (di cui ci occuperemo approfonditamente nel capitolo seguente).

Le imprese specializzate nella classificazione includono molti Paesi nella loro analisi. Esse valutano il grado di rischio per ognuno di esso, stabiliscono una classifica e poi vendono la loro ricerca a terzi. Loro clienti sono soprattutto imprese con operazioni o investimenti all'estero che vogliono misurare il rischio del loro business.

Di seguito presentiamo alcune di queste società che svolgono ormai da alcuni decenni tale attività:

- Business Environment Risk Intelligence (BERI)

- Nord Sud Export (NSE)
- Political Risk Service (PRS)
- The Economist Intelligence Unit (EIU)
- Agenzie di credito all'esportazione (Export credit agencies).

Il *Business Environment Risk Intelligence* o *BERI*, fondato nel 1966, è un organismo che produce tre volte l'anno il suo servizio di Business Risk (BRS). L'indice del BERI copre circa cinquanta Paesi, è disponibile sin dalla metà degli anni 1970, ed è il risultato combinato della valutazione del rischio politico, del rischio delle operazioni commerciali poste in essere nel Paese analizzato e della qualità della valuta.

Il rischio politico viene calcolato da un gruppo di cento esperti nell'ambito delle scienze diplomatiche e politiche, a cui è chiesto di valutare dieci variabili socio - politiche divise in tre categorie: cause interne di rischio, cause esterne e cause sintomatiche.

*Le cause interne di rischio politico* prendono in considerazione:

- Frazionamento del sistema politico e del potere;
- Mentalità (diffusione della xenofobia, del nazionalismo, della corruzione, del nepotismo, della propensione ai compromessi ...);
- Frazionamento del linguaggio, etnico e religioso, valutando il potere di ciascuna fazione;
- Condizioni sociali, inclusa la densità della popolazione e la distribuzione della salute;
- Misure restrittive e coercitive di detenzione del potere;
- Organizzazione e solidità delle forze al potere.

*Le cause esterne di rischio politico* sono:

- Dipendenza e/o importanza da un potere ostile maggiore;
- Influenze negative delle forze politiche regionali.

*Sintomi del rischio politico* sono:

- Conflitti sociali come scioperi, dimostrazioni e violenze in piazza;
- Instabilità costituzionale, assassini e azioni di guerriglia.

Gli esperti valutano ciascuna variabile attribuendo un punteggio che va da zero (che corrisponde al livello più elevato di rischio), a sette punti (rischio più basso), e sommano il totale. Oltre 30 punti possono poi essere addizionati alla cause interne o esterne di modo che il massimo punteggio arrivi a cento, secondo la seguente scala:

- a) 0 – 39 = Rischio proibitivo
- b) 40 – 54 = Rischio elevato
- c) 55 – 69 = Rischio moderato
- d) 70 – 100 = Rischio basso

Il rischio derivante dalle operazioni commerciali analizza il generale trend degli affari, valutando il mondo economico e regolamentare, osservando anche le eventuali discriminazioni poste in essere contro i business stranieri. Vengono valutati quindici indicatori (continuità nella politica, crescita economica, convertibilità della moneta, costo del lavoro/produttività, crediti a breve termine, prestiti a lungo termine e capitale di rischio, applicazione dei contratti, apertura all'investimento e al profitto straniero, grado di privatizzazione, bilancia dei pagamenti, comunicazione e trasporti, ritardi nella burocrazia, servizi e contratti professionali), a cui viene attribuito un punteggio tra zero (condizioni accettabili) e quattro (condizioni migliori); vengono poi assegnati diversi pesi di modo che la somma risulti pari a cento.

La qualità della moneta di uno Stato viene valutata dal BERI come prodotto di una serie di variabili analizzate al fine di giudicare la capacità del Governo di mantenere la convertibilità della propria valuta. I fattori tenuti in considerazione sono: il sistema legale (che pesa per il 20%), la generazione di divise estere (30%), l'accumulazione di riserve interne (30%) e la valutazione del debito estero (20%).

Il punteggio finale lo si ottiene come media ponderata dei precedenti tre indici, ed esprime un giudizio che va da sconsigliare qualsiasi tipo di investimento, al solo commercio, alla qualità dell'investimento.

Il *Nord Sud Export o NSE* è un organismo francese fondato nel 1981 che dall'anno successivo pubblica bimestralmente informazioni su cento Paesi sviluppati e, una volta all'anno, un giudizio complessivo di Rischio Paese. L'NSE produce due tipi di valutazioni finali: una per indicare le potenzialità di un mercato per un possibile investitore straniero, l'altra è il tradizionale rating di un Paese sovrano. I parametri che vengono presi in considerazione per la valutazione dei rischi sono:

1. Rischio finanziario del Paese;
2. Rischio del mercato finanziario;
3. Rischio politico;

4. Rischio dell'ambito d'affari (qualità del business per le imprese e l' "ospitalità" di un Paese).

Queste macro aree di indicatori includono circa sessanta indici, di cui quarantatre di natura quantitativa, valutati con un punteggio da zero (peggiore) a sette ( migliore).

La valutazione data dal NSE varia a seconda del tipo di investitore estero: esportatore o diretto investitore. Infatti, mentre il primo è maggiormente interessato ad un'ottica di breve termine ed è più concentrato sul rischio di credito e sui ritardi nei pagamenti, il secondo ricerca una stabilità politica maggiore e valuta secondo un'ottica di medio lungo termine.

In virtù di queste considerazioni i pesi alle variabili vengono attribuiti in maniera diversa. Per gli esportatori il posto nella classifica è dato per il 30% dal parametro 1, per il 40% dal parametro 2, per il 10% dal parametro 3 e per il 20% dal parametro 4. Invece, per gli investitori diretti il posto si basa sulle seguenti percentuali: 10%, 30%, 30% e 30% per il rispettivi parametri.

Una volta valutato, il Paese viene collocato in una delle seguenti sette classi di rischio:

- 1) Pericoloso (0 – 159 punti)
- 2) Molto alto (160 – 269 punti)
- 3) Alto (270 – 319 punti)
- 4) Abbastanza alto (320 – 379 punti)
- 5) Moderato (380 – 429 punti)
- 6) Basso (430 – 539 punti)
- 7) Molto basso (540 – 700 punti)

Poi, l'NSE traduce queste classificazioni in raccomandazioni in termini di margine per gli esportatori, e di premio per il rischio oltre il tasso di rendimento interno del Paese domestico per gli investitori diretti.

Il metodo del NSE si focalizza solo sulle condizioni presenti, al fine di stimare il livello di rischio. Infine, l'NSE stesso sottolinea che questo rating di Rischio Paese non deve essere preso come uno strumento a sé, ma deve essere analizzato unitamente al rating delle opportunità del Paese, il quale è sviluppato in parallelo dall'impresa.

Il *Political Risk Services* o *PRS* è un Gruppo americano nato negli anni 1970, che si occupa soprattutto di previsioni sul rischio politico a 18 mesi e a 5 anni. Le analisi

vengono svolte sulla base del tipo di investimento che si vuole effettuare all'estero, e prendono in considerazione tre tipologie di rischio: quello dovuto ai trasferimenti finanziari, quello che legato all'investimento diretto all'estero e quello attinente con le esportazioni.

Come prima cosa, gli esperti guardano a una serie di diciassette variabili, e valutano l'attuale grado di rischio o restrizioni (attuale livello base) su una scala a quattro unità:

- 0 = basso rischio
- 1 = rischio moderato
- 2 = alto rischio
- 3 = rischio molto alto.

Questi fattori di rischio sono divisi in previsioni a 18 mesi e previsioni a 5 anni, e sono descritte di seguito.

I criteri rilevanti per le previsioni a 18 mesi sono:

- Tumulti
- Restrizioni di capitale
- Discriminazione fiscale
- Restrizioni sul rimpatrio di profitti, dividendi e investimenti di capitale
- Restrizioni alle operazioni, soprattutto per quanto riguarda la qualità dell'ambiente operativo di business
- Controlli sui cambi
- Barriere tariffarie
- Altre barriere alle importazioni
- Ritardi nei pagamenti
- Espansione fiscale e monetaria
- Politiche di lavoro
- Debito estero.

Per le previsioni a 5 anni, oltre ai dodici criteri precedenti, bisogna prendere in considerazione altri cinque elementi:

- Tumulti (con un orizzonte temporale di 5 anni)
- Restrizioni agli investimenti
- Restrizioni al commercio

- Problemi economici domestici
- Problemi economici internazionali.

In secondo luogo, gli esperti cercano di identificare i tre regimi politici che con più probabilità saranno al potere, rispettivamente con un orizzonte di 18 mesi e di 5 anni. Poi, essi valutano l'impatto potenziale di ognuno dei tre possibili regimi politici sui diciassette precedenti criteri descritti prima. Per ogni variabile, gli esperti devono prevedere come il suo grado di rischio sarà modificato dal regime preso in considerazione. Essi quantificano questo cambiamento in base alla seguente regola:

- - 1.0 = meno rischio
- - 0.5 = leggermente meno rischio
- + 0 = stesso rischio
- + 0.5 = leggermente più rischio
- + 1.0 = più rischio.

Questi numeri sono ponderati con la probabilità che si verifichi il regime in questione e poi aggiunti al livello di base attuale di rischio.

Infine, per ognuno dei tre tipi di investimento precedentemente identificato (rischio dovuto ai trasferimenti finanziari, rischio legato all'investimento diretto all'estero e rischio attinente alle esportazioni), il PRS si focalizza su un preselezionato numero di criteri rilevanti.

Una delle principali caratteristiche distintive del metodo del PRS è che esso prima anticipa i possibili regimi politici futuri, e solo dopo stima l'impatto potenziale di ogni regime sulle variabili predeterminate.

La *Economist Intelligence Unit* o *EIU* è stata fondata nel 1949 e ha un metodo che consiste nel dare una risposta a 77 domande predeterminate, sia qualitative che quantitative. Il risultato prevede un punteggio massimo pari a cento (rischio maggiore), e viene suddiviso in cinque classi che vanno dalla A (rischio più basso) ad E (rischio più alto). Le categorie di rischio che vengono analizzate sono quattro: rischio politico, rischio della politica economica, rischio della struttura economica, rischio di liquidità, e vengono combinate per ottenere un indicatore unico attraverso la loro ponderazione con i pesi rispettivamente pari al 22%, al 28%, al 27% e al 23%. Contrariamente all'approccio del BERI o del PRS, ma molto più similmente all'approccio adottato dal NSE, l'EIU usa solo

dati storici e stime attuali di esperti. Basa la sua valutazione sulla situazione esistente, senza cercare di predire l'evoluzione dei parametri rilevanti.

Il rischio politico, più difficilmente stimabile, include valutazioni qualitative sulle modalità di trasferimento del potere, sulla violenza politica, sull'inattività istituzionale, sulla corruzione della burocrazia, sulla trasparenza del sistema politico etc.

Gli indicatori utilizzati per definire il rischio della politica economica sono, tra gli altri, l'andamento dell'inflazione, del rapporto debito pubblico sul PIL, le barriere al commercio, il controllo del capitale da parte dello Stato, l'attitudine agli investimenti etc.

Per valutare il rischio della struttura economica di un Paese, l'Economist Intelligence analizza la crescita dell'economia e del risparmio e la struttura del debito (debito/esportazioni, tasso di interesse/esportazioni etc.).

Infine, per l'analisi delle liquidità vengono osservate le riserve monetarie dello Stato, le date di rimborso delle obbligazioni e di stacco delle cedole, la quantità di moneta semiliquida (M2), il grado di dipendenza dalle entrate e la politica degli investimenti in entrata.

Al termine dell'analisi si ottiene uno *score* o punteggio e un giudizio di rating (lettera):

- Band A (0 – 20 punti): nessun problema di natura economico – finanziaria, buon livello di democrazia;
- Band B (21 – 40 punti): gli aspetti di natura politica devono essere tenuti sotto osservazione;
- Band C (41 – 60 punti): queste economie sono spesso in difficoltà persistenti ma controllabili, con squilibri di natura interna ed esterna. Un eventuale investimento va tenuto sotto controllo;
- Band D (61 – 80 punti): economie caratterizzate da seri problemi politici, caratteristiche rinegoziazioni del debito. Un investimento va valutato molto attentamente;
- Band E (81 – 100 punti): comprende Paesi che si trovano in grande deficit, con problemi di natura fiscale e spesso soggetti ad azioni di guerra civile o di cambiamenti politici. Il rischio politico è generalmente molto elevato.

## 2.3 Secondo gruppo: Country credit rating

In questo paragrafo analizziamo i metodi dei rating del credito di un Paese, i quali mirano a valutare la capacità e la propensione di un dato Paese emittente di onorare le sue obbligazioni finanziarie. Il rischio di credito di un Paese può essere definito, in questa sede, come un rischio specifico generato perché l'emittente del debito è di un Paese diverso rispetto al prestatore.

Anche se potremmo trovare alcune divergenze tra le imprese che si occupano di rating per quanto riguarda cosa esattamente esse valutano, tutti questi metodi affrontano il debito da una prospettiva globale e, inoltre, tutte devono includere la nozione di Rischio Paese nel loro processo analitico.

Fra i principali e maggiormente diffusi metodi di valutazione del Rischio Paese, come si è potuto notare dall'indicazione dell'operato degli organismi precedentemente visionati, vi è l'analisi macroeconomica degli indicatori di benessere, crescita, sviluppo, debitori, di liquidità e di insolvenza. L'analisi di questi indicatori e la loro combinazione in un modello quali – quantitativo insieme a variabili politiche conducono, tipicamente, alla formulazione di un *rating Paese* sulla falsa riga di quelli formulati dalle principali società che assegnano alle emissioni sovrane dei Paesi un indicatore del merito creditizio. Le Agenzie di rating si occupano proprio di fornire agli investitori internazionali in bond, alle banche commerciali e ai mutuatari sul mercato internazionale dei capitali, indicazioni sulla solvibilità di un Paese attraverso il Sovereign rating, un giudizio sintetico sulla capacità e sulla volontà dell'emittente di rimborsare le sue obbligazioni.

Le tre più importanti Agenzie di rating riconosciute a livello mondiale sono *Moody's Investor Service*, *Fitch Investor Service* e *Standard&Poor's*. Queste ultime, chiamate anche le “*tre sorelle*”, si occupano del Sovereign Credit Rating, ovvero della valutazione della capacità e della volontà di un Governo di ripagare i propri debiti in accordo con i termini in scadenza.

Le origini di società di questo tipo vengono fatte risalire all'Ottocento: sull'onda della crisi finanziaria del 1837 Luis Tappan fondò la prima agenzia di credito mercantile con lo scopo di valutare l'affidabilità finanziaria dei principali mercanti attivi sulla piazza. Nel 1859 l'agenzia venne rilevata da Robert Dun che pubblicò una lista dei mercanti attivi sulla piazza, corredata da una valutazione di affidabilità, come del resto era già stato fatto

dall'analoga agenzia fondata nel 1849 da John Bradstreet. Le due agenzie si fusero nel 1933 con il nome di Dun & Bradstreet, diventando proprietarie, nel 1962, del “Moody's Investor Service”. John Moody fu il primo a estendere l'attività di rating ai titoli obbligazionari, pubblicando nel 1909 le prime valutazioni dei titoli emessi dalle compagnie ferroviarie negli Stati Uniti; a partire dal 1910 il campo di indagine si estese alle società pubbliche e ai titoli industriali. Il 1916 fu l'anno di pubblicazione dei primi rating della Poor's Publishing Co., mentre nel 1922 quelle della Standard Statistics Co., che nel 1941 diedero origine alla “Standard & Poor's”.

L'elenco delle più autorevoli Agenzie di rating oggi operanti comprende 10 nomi: Moody's Investor Service (USA,1909), Fitch Investor Service (USA,1922), Standard & Poor's (USA,1923), Canadian Bond Rating Service (Canada,1972), Thomson Bank Watch (USA,1974), Japanese Bond Rating Service (Giappone,1975), Dominion Bond Rating Service (Canada,1977), IBCA Ltd. (UK,1978), Duff & Phelps Credit Rating (USA,1980), Japanese Credit Rating Agency (Giappone,1985), Nippon Investor Service Inc. (Giappone,1985).

Per attribuire un efficace giudizio di solvibilità di uno Stato, le Agenzie internazionali di rating prendono in esame una serie di indicatori di natura politica, economica e finanziaria, che sono sia di natura quantitativa che di natura qualitativa, e come tali più difficilmente stimabili in maniera oggettiva. Le informazioni raccolte vengono poi rielaborate attraverso metodologie matematico-statistiche proprie di ciascuna Agenzia, dando luogo ad una classifica decrescente che va, generalmente, dalla massima fiducia nelle istituzioni all'inadeguatezza economico-finanziaria.

Per il nostro lavoro si ritiene molto utile l'approfondimento delle metodologie di rating delle Agenzie perché ci consentirà di poter prendere in considerazione anche le *matrici di transizione*. Un recente studio di Moody's (2003), infatti, sottolinea come il comportamento degli Stati in termini di probabilità di variazione del rating e di default nell'arco di tempo compreso tra il 1985 e il 2002 sia stato molto simile a quello dei corporate per i quali le serie storiche sono statisticamente più significative. Sulla base dell'evoluzione nel tempo del rating assegnato a ciascun Paese sovrano, è possibile determinare la probabilità che, lungo un certo arco temporale, un Paese che ha ottenuto un certo rating possa “migrare” verso un altro rating o, nei casi più critici, addirittura andare in default. È possibile determinare una matrice di transizione che riporta le probabilità del

verificarsi di questi eventi lungo un periodo di tempo considerato. Tale matrice di transizione riporta, sulle righe il rating iniziale e sulle colonne quello finale. Ciascuna casella della matrice, nata dall'incrocio di una riga con una colonna, indica la probabilità che il rating iniziale (la riga) sia mutato nel rating finale (la colonna). L'evento più probabile rimane quello che, nell'arco di tempo considerato, il merito del credito non sia mutato, e quindi i numeri più grandi stanno sulla diagonale principale della matrice.

Procediamo ora con un'analisi più dettagliata sull'operatività sviluppata da ciascuna Agenzia di rating.

### **Fitch Investor Service**

Fitch Investor Service, Agenzia americana nata nel 1922, copre circa ottanta Sovereign rating, con l'obiettivo di valutare la capacità e la volontà di ciascun Paese di ripagare i propri debiti. Durante il processo di attribuzione del rating, Fitch si concentra prima sulla posizione assunta dal *debito estero*: l'esatto ammontare, la sua natura e come può essere rimborsato. Una volta che uno stato emittente di titoli richiede la valutazione di Fitch, questi invia un questionario, largamente standardizzato ma con alcune parti appositamente create per comprendere le peculiarità di ciascun Paese, col quale vengono richieste informazioni sull'indebitamento e sulla visione che l'emittente ha della sua capacità di rimborsare il debito. Le risposte al questionario costituiscono le basi per una successiva intervista che verrà effettuata da due country analysts in un paio di settimane. Durante questo periodo vengono analizzati tutti gli indicatori contenuti in una checklist. Tali indici vengono forniti non solo dal Paese, ma sono anche recuperati attraverso un'indagine presso gli organismi internazionali (Fmi, FAO, UNICEF...) e si riferiscono almeno ad una serie storica di cinque anni e a due di previsione, di cui uno è solitamente l'anno in cui l'analisi si sta svolgendo.

Riportiamo di seguito la lista completa dei dati richiesti per l'attribuzione del Sovereign rating:

❖ **Fattori demografici, educazionali e strutturali:**

- Tasso di crescita della popolazione;
- Distribuzione dell'età e tasso di dipendenza;
- Popolazione urbana come percentuale sul totale;
- Dettagli significanti sulle minoranze etniche, religiose e linguistiche;

- Numero e percentuale della popolazione eleggibile frequentante scuola secondaria o educazione superiore;
- Ogni altra indicazione relativa all'educazione, confrontata con i parametri internazionali;
- Qualità della vita, misurata dal PIL pro capite e dalla spesa unitaria per consumi, di cui entrambe le misure a parità di potere d'acquisto;
- Distribuzione del reddito e della salute;
- Livello delle infrastrutture per trasporti e telecomunicazioni, con annesse le principali piante;
- Mortalità infantile, aspettativa di vita e sviluppo dei servizi sanitari;
- Dotazione di risorse naturali incluso il risultato delle riserve di minerali e di combustibili;

❖ Analisi del mercato del lavoro:

- Ampiezza, sviluppo storico e revisionale del totale della forza lavoro;
- Occupazione come percentuale sulla forza lavoro, ripartizione tra maschi e femmine, tempo pieno e part-time;
- Occupazione per settori, sulla percentuale del totale, e cambiamenti che si sono susseguiti;
- Disoccupazione per sesso, età, regione, forma di occupazione e durata (più di sei mesi e più di un anno);
- Lo sviluppo del sistema di pagamenti e dei guadagni, il livello nominale degli stipendi orari nel settore pubblico e in quello privato;
- Il tasso di imposta medio e marginale a carico del datore di lavoro sullo stipendio pagato al lavoratore;
- Qualsiasi politica dei redditi che interessa lo sviluppo degli stipendi, della previdenza sociale;
- La densità e i giorni di lavoro persi per rivendicazioni da parte dei sindacati;
- Descrizione delle principali influenze nella determinazione dei salari;

❖ Struttura della produzione e commercio:

- PIL nominale e reale;
- Composizione del PIL per settori (agricoltura, costruzioni, artigianato, estrazioni e altri);

- Implicazioni nella produttività conseguite in seguito a cambiamenti nella struttura dell'occupazione adesso rispetto a cinque anni fa;
  - La percentuale di consumo di benzina sul PIL;
  - Le percentuali di importazioni ed esportazioni sul PIL e l'andamento revisionale;
  - Importazione ed esportazione di beni di uso frequente, segnalando qualsiasi categoria che superi il 5% del totale;
  - Importazioni ed esportazioni per area geografica;
- ❖ Dinamismo del settore privato:
- Tasso di crescita di nuovi business e loro fallimento;
  - Percentuale e andamento dei lavoratori autonomi;
  - Percentuale dell'economia sviluppata dal mercato e dal settore privato;
  - Capitale fisso per settore e cambiamento annuo;
  - Tasso di rendimento sul capitale impiegato per i vari settori;
  - Valutazione dell'ammontare del capitale e del suo andamento per settore di affari;
  - Analisi della concorrenza e della concentrazione di settore;
  - Spesa in ricerca e sviluppo e qualsiasi altro brevetto di nuove attività;
  - Stima dell'ammontare del bene pubblico e ogni progetto di privatizzazione con le rispettive procedure;
  - Descrizione del metodo di privatizzazione;
- ❖ Bilancia della domanda e dell'offerta:
- Domanda aggregata come percentuale sul PIL, indicando gli importi per beni e quelli per servizi;
  - Domanda aggregata come percentuale sul PIL, incluse esportazioni di beni e servizi;
  - Spesa domestica lorda come percentuale sul PIL, inclusi consumi, formazione del capitale lordo fisso, costituzione di riserve;
  - Bilancia del commercio con l'estero di beni e servizi in percentuale sul PIL;
  - Risparmio interno lordo come percentuale sul PIL;

- Cambiamento percentuale annuo della spesa per consumi, della spesa del Governo (valuta e capitale), formazione del capitale fisso lordo;
- Ripartizione del risparmio lordo nazionale tra assistenza, Governo e settore pubblico quale percentuale sul PIL;
- Ripartizione dell'investimento domestico lordo tra pubblico e privato come percentuale sul PIL;

❖ Bilancia dei pagamenti:

- Descrizione e analisi del livello e della crescita dell'esportazione di beni e servizi in totale e per categoria; analisi simile per l'importazione di beni e servizi;
- La spaccatura tra valute convertibili e non convertibili;
- La bilancia commerciale;
- Livello e crescita del tasso di esportazione e di importazione di servizi, guardando sia i dati aggregati che le categorie rilevanti;
- Le principali modalità di trasporto; il reddito proveniente da investimenti e da turismo;
- Trasferimenti privati e ufficiali;
- Esportazioni ed importazioni in termini unitari come indicatori del livello di commercio;
- Ammontare in valuta corrente della valuta propria, dei dollari come percentuale sul PIL;
- Analisi del flusso di capitale a lungo termine specificando creditori, debitori e capitale;
- Analisi del flusso di capitale a breve termine (debiti di durata pari a un anno o meno);
- Analisi comparativa del vantaggio in commercio con una stima sullo sviluppo delle esportazioni relative a un mercato nazionale esistente e del trend delle importazioni come percentuale sulla domanda interna;
- Stima dell'elasticità del reddito e del prezzo delle importazioni ed esportazioni;
- Stima del prestito dei residenti e altri investimenti oltreoceano;
- Errori ed omissioni;

- Movimentazione delle riserve;
- ❖ Analisi dei vincoli di sviluppo a medio termine:
  - La miglior stima del tasso naturale di disoccupazione e di quello reale;
  - La miglior stima del trend della crescita del PIL, misurato tra un andamento ciclico e un altro;
  - Qualsiasi altro indicatore di produzione rilevante;
  - La differenza tra il PIL reale e quello potenziale;
  - Il calcolo del tasso garantito di sviluppo del PIL quando la bilancia dei pagamenti rimane in linea con gli apporti di capitali di lunga durata;
  - Stima del tasso di crescita e del suo sviluppo o regressione;
- ❖ Politica macroeconomica:
  - Obiettivi della politica monetaria, l'impegno nel raggiungimento e nel mantenimento della stabilità dei prezzi, qualsiasi indipendenza data dalla banca centrale;
  - Il trend degli indicatori dell'inflazione, incluso l'indice dei prezzi al consumo, il deflatore del PIL, qualsiasi misura di prezzi intermedi, spese del settore pubblico e dettagli su qualsiasi controllo diretto sui prezzi;
  - Descrizione delle recenti pressioni sulla valuta, obiettivi nei cambiamenti della politica dei tassi, e la risoluzione di qualsiasi misura di prezzi intermedi, spese del settore pubblico e dettagli su qualsiasi controllo diretto sui prezzi;
  - Tasso di interesse di breve e di lungo termine;
  - L'andamento del tasso di cambio, incluso l'indice dell'effettivo tasso nei confronti delle principali valute;
  - Previsione sull'andamento della crescita della moneta sia in senso stretto che in senso lato e l'espansione del credito nazionale, con la stima della velocità del tasso di crescita;
  - L'andamento della politica fiscale e i suoi obiettivi di breve e lungo termine, l'andamento del debito pubblico sul PIL, e la netta posizione del settore pubblico;
  - Una stima dei ricavi della burocrazia, la differenza tra le entrate provenienti dalle imposte dirette e da quelle indirette;

- Spese per imposte e per sicurezza sociale come percentuale sul PIL;
  - Andamento della spesa pubblica includendo tutti i maggiori elementi di analisi come una stima sull'eventuale pro ciclicità della spesa per l'assistenza o altre categorie;
  - Risorse da cui provengono i finanziamenti: monetari e non monetari, finanziamenti interni o ricorso a capitali esteri;
  - Indicazione della ripartizione del debito nazionale tra le diverse categorie di finanziatori sia in termini nominali che in percentuale sul PIL;
- ❖ Commercio e politica degli investimenti esteri:
- Le principali misure adottate per controllare le importazioni nei diversi settori (quote, tariffe, barriere tariffarie ...);
  - Tariffa media applicata ai diversi manufatti e stimata rispetto all'effettivo grado di protezione ottenuto;
  - Descrizione del regime di importazione agricola e relative imposizioni fiscali;
  - Entità dei sussidi all'esportazione e ogni altra misura di aiuto;
  - Politica attuata verso la liberalizzazione commerciale;
  - Politica volta all'investimento estero, inclusa ogni proibizione all'investimento in un settore o in una particolare regione e le procedure per il disinvestimento;
  - Controllo sul ritorno dei capitali dall'estero: interessi, profitti, dividendi, procedure per il disinvestimento;
  - Qualsiasi differenza positiva o negativa sul regime di tassazione applicato per gli investitori stranieri, incluso il portafoglio di investimenti esteri;
  - Ammontare dell'investimento estero per tipologia (capitale, investimento estero diretto, debito), suddiviso per regione geografica e per settore;
- ❖ Settore banca e finanza:
- Analisi della tipologia del prestito bancario per tipo di istituzione e destinazione settoriale;
  - Requisiti attuali e prospettici per l'ottenimento di un prestito presso il settore pubblico e quello privato;

- Descrizione delle politiche del credito, dei requisiti per le riserve, del controllo del credito, della politica dei tassi e dei risconti;
- Descrizione delle principali caratteristiche del sistema bancario e della sua regolamentazione prudenziale, incluso il livello del capitale depositato e non investito dalle banche;
- Valutazione del mercato dei capitali domestico, incluso la portata della liquidità, prendendo la capitalizzazione del mercato come percentuale sul PIL sia per il mercato del capitale che per quello del debito;

❖ Attività esterne:

- Riserve della banca centrale in oro, valuta estera, e maturità degli investimenti;
- Rapporto delle riserve mensili e andamento futuro previsto;
- Attività estere del sistema bancario;
- Attività estere del settore pubblico come crediti all'esportazione e prestiti;
- Settore privato non bancario;

❖ Passività esterne:

- Descrizione della strategia di debito del Governo;
- Restrizioni legali sui prestiti concessi dal Governo e da altri organismi;
- Descrizione su come il Governo centrale controlla il mercato del credito;
- Ripartizione del debito estero per tipologia di prestito (privato, pubblico, finanziario, non finanziario);
- Ripartizione del debito estero per tipologia di creditore;
- Debito estero netto;
- Passività estere nette;
- Una scheda sulla modalità di ammortamento e sulla valuta con la quale verranno rimborsati i debiti;
- Proporzione del debito legata ad un tasso di interesse variabile;
- Annotazione delle recenti emissioni di bond, il loro tasso, la scadenza, il prezzo, le date di godimento delle cedole;
- Debito estero e suo tasso di interesse calcolato come percentuale sulle esportazioni di beni e servizi e sul PIL;

- Tasso di interesse netto e netto dell'investimento;

❖ Politica:

- Descrizione della Costituzione e delle relazioni tra le principali istituzioni;
- Descrizione delle parti politiche, della base di supporto e di elettorato, percentuale dei voti, della stabilità dei supporti;
- Una tabella sulle date di elezione per tutti i livelli di Governo;
- Grado di consenso sulla politica macroeconomica e microeconomica da parte di tutte le fazioni politiche;
- Effettivo perseguimento delle strategie programmatiche del Governo;
- Successione del potere;
- Spiegazione razionale per ogni riforma economica, in particolare quelle finanziarie;
- Dimensione, crescita e importanza dell'esercito;
- Descrizione delle principali alternative in politica nei confronti dei gruppi sociali;
- Descrizione della struttura legale per la proprietà privata e per la stesura dei contratti;
- Descrizione dell'efficacia del sistema di tassazione;
- Breve curriculum vitae dei principali attori del quadro politico;

❖ Posizione internazionale:

- Obiettivi di politica estera e strategia;
- Appartenenza ad organizzazioni internazionali incluso qualsiasi accordo commerciale regionale;
- Andamento delle relazioni con Fondo Monetario Internazionale;
- Relazioni coi Paesi confinanti;
- Valutazione di tutti i trattati per la sicurezza interna ed esterna;
- Relazioni con l'Unione Europea, con gli Stati Uniti e con il Giappone.

Le informazioni fornite agli analisti di Fitch, come si può desumere dalla check list sopra riportata, riguardano principalmente tre grosse aree di analisi: dati di natura macroeconomica sulla popolazione, sul lavoro, e sul commercio, per descrivere in maniera generale il Paese; dati sul settore bancario e su quello finanziario per comprendere

l'ammontare delle risorse monetarie e la loro gestione; infine, dati di politica per valutare la stabilità del Governo e l'attendibilità del suo operato.

Fitch segue un processo a tre fasi. Inizia valutando il debito dell'impresa come se fosse collocato nel Paese con il rating più alto possibile (AAA). Poi, valuta le caratteristiche del Paese e il loro specifico impatto sull'impresa e il loro ambiente operativo. Infine, si focalizza sul problema specifico del cambio in valuta estera (rischio di trasferimento).

Fitch fornisce sia rating a breve che a lungo termine, per i quali ha sviluppato due differenti modelli. I rating a breve termine si riferiscono a previsioni relative ad un periodo inferiore ai 12 mesi e sono molto più focalizzati sul problema della liquidità. Con essi si presta molta più attenzione al livello di riserva in valuta estera comparato alle importazioni, così come alla prospettiva di improvvise e rapide fuoriuscite di capitale. I rating a lungo termine si riferiscono a un orizzonte temporale di un anno e oltre. Si dividono in *investment grade* per cui la probabilità di default è molto bassa, e *speculative grade* che indica una probabilità molto più consistente di pericolo.

### **Standard&Poor's**

Questa Agenzia di rating, anch'essa americana e nata negli anni Venti, copre circa novanta Sovereign rating, da essa indicati come la “*valutazione della capacità di ogni Governo e la sua compiacenza al rimborso del debito pienamente e in tempo*” (Standard&Poor's 2002). L'approccio di S&P's al rating è sia di tipo quantitativo che di tipo qualitativo, sia di breve termine (un anno) che di lungo termine (ottenuto stressando lo scenario operativo su un orizzonte temporale di cinque anni), ed è basato sull'analisi di una lista di dieci indicatori: 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. Ogni gruppo di indici è graduato da uno a sei, ma non esiste un sistema predeterminato di pesi.

La tabella seguente mostra alcuni degli indicatori valutati da Standard&Poor's nell'attribuzione del Sovereign rating, suddivisi per le diverse categorie di analisi.

<i>Rischio politico</i>	<ul style="list-style-type: none"> <li>-Forma di Governo e adattabilità alle istituzioni politiche</li> <li>-Estensione della partecipazione popolare</li> <li>-Regolamentazione nella successione della leadership</li> <li>-Grado di consensi relativamente agli obiettivi di politica economica</li> <li>-Integrazione nel commercio mondiale e nel sistema finanziario</li> <li>-Rischi relativi alla sicurezza interna ed esterna</li> </ul>
<i>Reddito e struttura economica</i>	<ul style="list-style-type: none"> <li>-Standard di vita, salari e redistribuzione del reddito</li> <li>-Economia di mercato e di non-mercato</li> <li>-Risorse in dotazione e grado di diversificazione</li> </ul>
<i>Prospettive di crescita economica</i>	<ul style="list-style-type: none"> <li>-Misura e composizione del risparmio e degli investimenti</li> <li>-Tassi e modello di crescita economica</li> </ul>
<i>Flessibilità fiscale</i>	<ul style="list-style-type: none"> <li>-Operazioni generali del Governo e budget totale di bilancio</li> <li>-Competitività del carico fiscale e flessibilità nella modificazione della tassazione</li> <li>-Pressione fiscale totale</li> </ul>
<i>Carico del debito pubblico</i>	<ul style="list-style-type: none"> <li>-Assetto finanziari totale del Governo</li> <li>-Debito pubblico e carico d'interesse</li> <li>-Composizione corrente e struttura del debito pubblico</li> <li>-Tendenze del sistema pensionistico</li> <li>-Passività</li> </ul>
<i>Stabilità dei prezzi</i>	<ul style="list-style-type: none"> <li>-Andamento del tasso di inflazione</li> <li>-Tasso di crescita del circolante e del credito</li> <li>-Politiche cambiarie</li> <li>-Grado di autonomia della Banca Centrale</li> </ul>
<i>Flessibilità della Bilancia dei Pagamenti</i>	<ul style="list-style-type: none"> <li>-Impatto sui conti esteri delle manovre di politica fiscale e monetaria</li> <li>-Struttura del conto corrente</li> <li>-Composizione del flusso di capitale</li> </ul>
<i>Debito estero e liquidità</i>	<ul style="list-style-type: none"> <li>-Dimensione e composizione corrente del debito estero</li> <li>-Importanza e influenza delle Banche e di altri istituti pubblici e privati nella gestione dei conti pubblici</li> <li>-Livello, struttura e carico del servizio del debito</li> <li>-Andamento passato di servizio del debito</li> <li>-Livello e composizione delle riserve pubbliche</li> </ul>

Fonte: Standard & Poor's

Gli attuali indicatori economici e finanziari, analizzati da soli, non determinano la classificazione. Occorre disporre, tra l'altro, di una nutrita serie storica di dati. Per questo S&P's raccoglie le informazioni per un periodo considerato ragionevole, pari a circa 3 -5 anni.

Come si evince dalla tabella soprastante, si possono individuare tre aree fondamentali di analisi su cui si concentra questa Agenzia nella sua valutazione di rating per un Paese: lo sviluppo dell'economia, del mercato e del sistema sociale; la modalità con la quale uno Stato può, direttamente o indirettamente, influenzare il pagamento di un debito da parte di un ente nazionale; i fattori che possono diminuire la probabilità di interventi statali.

Solitamente, Standard&Poor's assegna rating più alti al debito in valuta locale rispetto a quello che assegna al debito in valuta estera. Questa discrepanza dipende soprattutto dalla scarsità di riserve in valuta estera rispetto alle passività estere, e dalla difficoltà nell'assicurare i finanziamenti in valuta estera. Inoltre assegna rating a breve termine e a lungo termine. L'orizzonte a breve termine di solito è inferiore a un anno, mentre il rating a lungo termine si riferisce ad un orizzonte temporale di cinque anni.

## **Moody's**

Moody's Investor Service è la prima Agenzia di rating ad essere stata fondata negli Usa nel 1909 ed è considerata la leader del settore. Secondo la sua esperienza, nello spiegare le crisi ci si scontra con uno o più dei seguenti aspetti: mancanza di disciplina fiscale, insufficiente disciplina monetaria, sopravvalutazioni della moneta, bolle immobiliari, inadeguatezza del sistema legale, corruzione del Governo e del sistema legale, eccessive intromissioni del Governo nel settore privato, mercato dei capitali sottosviluppato e deregolamentato, legami troppo stretti tra banche e settore industriale privato, fragilità del sistema finanziario, problemi di azzardo morale, inadeguata disciplina del mercato, assenza di una cultura del credito, inadeguatezza della trasparenza finanziaria.

L'approccio al rating scelto da Moody's prevede l'esplicita differenziazione tra rating sul debito in valuta nazionale e quello in valuta estera. La valutazione del primo si concentra sulla capacità del Governo di ripagare le obbligazioni in valuta nazionale, e conseguentemente non è legato a eventuali restrizioni nella politica dei cambi. La valutazione del debito in moneta estera ha a che vedere, invece, con un altro Paese, e

pertanto vengono valutati anche altri fattori tra cui l'interazione sociale, la dinamica politica e sociale, come anche tutte le basi economiche, andando in particolare a definire il debito estero, confrontando l'indebitamento dei diversi Paesi, e investigando sulla natura del debito a breve termine.

Nella valutazione Sovereign rating, Moody's sottolinea come il processo non possa essere guidato prevalentemente da indici e statistiche, perché questi sono fondati su esperienze passate, che non possono predire il futuro ma che danno una spiegazione sul passato. Ecco che diventa estremamente importante il ruolo del Comitato di valutazione, e soprattutto la qualità delle persone che vi lavorano, che devono interpretare i dati economici, finanziari e politici in modo appropriato e il più oggettivamente possibile.

L'approccio analitico per la valutazione di un Paese prende in considerazione cinque famiglie di indicatori: il quadro istituzionale, i principali indicatori economici, le prestazioni relative al bilancio dello Stato, il profilo del debito, la struttura del Governo e l'andamento della politica.

Il gruppo di valutazione si occupa prima di tutto del *quadro istituzionale* per capire come questo operi e intervenga ad eventuale sostegno delle imprese in crisi; tali interventi dipendono dalla costituzione vigente, dalla fazione politica, dal sistema fiscale.

Gli *indicatori economici* sono di primaria importanza e costituiscono anche un efficace supporto per conoscere la performance del Governo in tema di fisco, la sua capacità a generare profitti e, in ultimo, la sua capacità di rimborso del debito. La valutazione viene fornita cercando di stressare le condizioni economiche negative che si verificano nei periodi di recessione economica, secondo un approccio valutativo "through the cycle".

Per quanto riguarda la *finanza pubblica*, il primo obiettivo di Moody's è quello di valutare la struttura dei finanziamenti ottenuti dal Governo, il suo potere di tassazione, la capacità di creare dei budget affidabili, l'accentramento o il decentramento a livello di istituzioni. Una volta analizzata la struttura del sistema finanziario, si deve valutare la sua performance, cioè la capacità di coprire i costi operativi dello Stato incluso il rimborso dei debiti, e una previsione dei finanziamenti o della ricontrattazione dei debiti necessari.

Moody's, come le altre Agenzie di rating, prende in considerazione una serie di indicatori che vengono richiesti direttamente ai Governi, o che vengono raccolti presso i principali organismi internazionali, come la Banca Mondiale, gli istituti nazionali di

statistica e che vengono poi autonomamente rielaborati dagli analisti. Tra i principali indici si trovano:

- *Struttura economica di un Paese*: PIL, numero della popolazione, PIL pro capite, PIL nominale, tasso di inflazione, tasso di disoccupazione, investimento lordo/PIL, risparmio lordo pubblico/PIL, tasso nominale e reale di esportazione di beni e servizi, tasso nominale e reale di importazione di beni e servizi, tasso netto di esportazione/PIL, apertura dell'economia (esportazioni + importazioni/PIL);
- *Finanza pubblica*: entrate/PIL, spesa pubblica/PIL, bilancia dei pagamenti/PIL, debito/PIL, interessi sul debito/ricavi globali del Governo, debito estero/totale debito;
- *Pagamenti esteri e livello del debito*: tasso effettivo di cambio, costo relativo del lavoro, valuta corrente, bilancio attuale/PIL, debito estero, debito estero/PIL, investimenti netti/PIL, posizione degli investimenti internazionali/PIL, ammontare delle riserve ufficiali;
- *Indicatori monetari, di liquidità e di vulnerabilità*: credito nazionale, credito nazionale/PIL, M2/riserve ufficiali, tasso del debito per servizi, indicatori di vulnerabilità esterna appositamente attuati da Moody's, tasso di liquidità, tasso di dollarizzazione.

Dall'analisi sulle principali Agenzie di rating è emerso che gli indicatori utilizzati per l'attribuzione del rating ad un Paese possono essere riassunti in due categorie principali: quelli che analizzano aspetti politici e sociali, e quelli che valutano l'aspetto economico. Il primo gruppo si suddivide in indici per individuare i rischi interni (efficacia della politica, corruzione, instabilità politica, tensioni interne o conflitti..) e in quelli volti all'individuazione dei rischi esterni (conflitti esterni e influenza da Paesi esteri). Per quanto riguarda l'aspetto economico, questo viene analizzato attraverso la focalizzazione su due macro categorie di indicatori di rischio: quella riguardante l'economia domestica (/livello di sviluppo economico, reddito procapite, crescita del PIL, investimenti/PIL, inflazione, politica monetaria e fiscale, solidità del sistema bancario), e quella dell'equilibrio esterno, a sua volta scomponibile in indici riguardanti il debito (composizione, storia dei default, debito per servizi..) e indici concernenti la bilancia dei pagamenti (commercio, tasso di crescita delle esportazioni, accesso al mercato dei capitali ...).

Se risulta particolarmente “semplice” distinguere tra Paesi ad alto rischio (“Non – investment grade” o “Non – rated”) e Paesi a basso rischio economico – finanziario (“Investment Grade”), è molto difficile quando ci si trova nel comparto intermedio attribuire in maniera efficace il corretto livello di Rischio Paese. Bisogna inoltre considerare il fatto che alcuni Paesi influenzino in modo determinante il comportamento e il trend di sviluppo di un’intera area geografica e degli Stati che a tale area appartengono. Per questo motivo risulterà conveniente effettuare l’analisi suddividendo i Paesi in macro aree geografiche.

Terminato l’approfondimento che ciascuna Agenzia di rating merita, nel capitolo seguente ci soffermeremo ad analizzare le Agenzie di credito all’esportazione che abbiamo annoverato tra le società del primo gruppo e definiremo meglio l’ambito in cui esse operano. Inoltre, esamineremo nel dettaglio l’attività svolta dall’Agenzia di credito all’esportazione italiana, SACE, mettendola anche a confronto con una rappresentante delle società europee che svolgono lo stesso lavoro, COFACE (francese).

## 3 Trade Finance e Export Credit Agencies

### 3.1 Il Trade Finance: definizione, attori e sostegno ai Paesi in via di sviluppo

Nel precedente capitolo abbiamo incluso le Agenzie di Credito all'esportazione in quel gruppo di imprese che si occupano di valutare il clima di investimento generale per ogni tipo di investitore straniero e di classificare i Paesi sulla base del loro rispettivo grado di rischio. Ma dobbiamo precisare che le *Export Credit Agencies* (o ECA) si distinguono dal resto del gruppo in quanto esse si occupano prevalentemente di offrire servizi finanziari come il supporto indiretto all'attività di esportazione e investimento estero e giocano un ruolo di rilievo nel sostenere il commercio internazionale e nell'incanalare flussi di risorse verso Paesi in via di sviluppo.

Dobbiamo poi sottolineare che il supporto indiretto, ossia le assicurazioni e garanzie sul credito alle esportazioni, è uno degli strumenti principali del Trade Finance. Il *Trade Finance* o "*finanza al commercio*" entra in gioco quando si parla di commercio internazionale. Quest'ultimo nella forma più semplice prevede che due soggetti entrino in contatto: un'impresa che vende all'estero i propri prodotti e una che li acquista. Lo scambio di beni è regolato da un contratto che ne definisce le condizioni e tra queste la più comune è la pratica del differimento dei pagamenti.

Infatti il Trade Finance si riferisce al credito commerciale e a tutti i servizi connessi, quali i prestiti per finanziare acquisti, i pagamenti anticipati da parte dei compratori e, appunto, i pagamenti dilazionati. A questi servizi si aggiunge il supporto indiretto alle esportazioni di cui si occupano le Export Credit Agencies e di cui tratteremo in maniera più approfondita nel paragrafo seguente di questo capitolo.

Il credito al commercio porta benefici a entrambi i Paesi coinvolti. Da un lato si offrono supporto finanziario e servizi per promuovere le esportazioni e dall'altro si assicurano ai compratori risorse altrimenti non disponibili per sviluppare le proprie attività.

Abbiamo tre tipi di credito al commercio:

- Credito alle esportazioni (modello base);
- Credito fornitore;

- Credito acquirente.

Il credito alle esportazioni è il modello più semplice di commercio internazionale. L'esportatore cede merci e/o servizi all'importatore, il quale lo ricambia con un pagamento in contanti. Il ruolo delle banche in questo caso è limitato alla risoluzione dei pagamenti e al trasferimento dei documenti che attestano il passaggio di proprietà delle merci che può aversi al momento dell'imbarco o alla consegna/accettazione da parte del cliente. In questo caso l'esportatore si assume tutti i rischi di pagamento e di accettazione.

Il quadro appena descritto rappresenta lo schema più semplice di credito all'esportazione, ma spesso le banche hanno un ruolo più rilevante. Infatti, il mezzo di pagamento più utilizzato (soprattutto se la controparte risiede in uno Stato con un elevato livello di rischio Paese) è la *lettera di credito documentario* (LC o credito documentario) che rappresenta una forma di tutela dell'esportatore che non si aveva nello schema precedente.

Il credito documentario è uno strumento finanziario nel quale la banca emittente si impegna al pagamento di un determinato importo alla presentazione di documenti conformi ai termini e condizioni stipulate nel documento di credito. La banca dell'importatore (banca emittente) emette la lettera di credito su richiesta dell'importatore (ordinante) e diventa responsabile verso la banca dell'esportatore per il trasferimento della somma indicata. Il ruolo della banca dell'esportatore cambia a seconda che la lettera di credito venga confermata o meno. Nel caso in cui quest'ultima non confermi la lettera di credito documentario, essa (banca confermante) si assume il rischio di pagamento, dopo aver acquisito tutte le informazioni necessarie alla valutazione del rischio chiedendo anche garanzie all'istituzione finanziaria verso cui vanterà un credito.

Nonostante il credito documentario sia molto diffuso, negli ultimi anni si è avuto un progressivo declino nell'uso di questo strumento a causa della sempre più veloce riduzione dei tempi di trasporto (in alcuni casi inferiori a quelli burocratici necessari per le lettere di credito documentario) e degli elevati costi di gestione amministrativa.

Il credito alle esportazione, nelle sue varie forme, è volto a mettere le imprese esportatrici in condizione di offrire agli acquirenti o committenti esteri delle dilazioni di pagamento a condizioni e tassi di interesse vantaggiosi favorendo l'esportazione di determinati beni e servizi. Quando queste condizioni si verificano, per l'esportatore si apre la possibilità di mitigare i rischi legati al mancato pagamento delle rate del credito dilazionato tramite specifici strumenti assicurativi.

Le operazioni di assicurazione del credito all'esportazione si distinguono nei sopraccitati credito fornitore e credito acquirente.

Il credito fornitore prevede che in cambio di un premio, l'esportatore ha la possibilità di assicurarsi sia contro i rischi commerciali (per esempio: fallimento della controparte, inadempimento) sia contro i rischi politici (per esempio: confisca, impossibilità di trasferire valuta estera, guerra civile) con una polizza assicurativa. Tali polizze sono emesse sia da assicuratori privati sia da agenzie legate al settore pubblico (Agenzie di Credito all'esportazione). Il meccanismo del credito fornitore è usato sia per crediti con scadenza a breve termine (fino a 12 mesi) sia per quelli con scadenza a medio lungo termine.

Il credito acquirente è un meccanismo che si appoggia su un contratto internazionale di vendita di merci o servizi a cui è collegato un finanziamento. In parallelo alla vendita, la banca del Paese esportatore emette un prestito a favore della banca del Paese importatore o dell'importatore e paga la somma prevista nel contratto di vendita dell'esportatore. La banca del Paese importatore o dell'importatore ripagherà il debito secondo i termini stabiliti dalla banca del Paese esportatore o dell'esportatore. A sua volta la banca del Paese importatore o dell'importatore riavrà i soldi dall'importatore ma rimarrà responsabile del pagamento nei confronti della banca del Paese esportatore o dell'esportatore. In questo caso l'Export Credit Agency emette la sua polizza direttamente a favore della banca creditrice. Quest'ultimo tipo di credito al commercio si usa soprattutto per dilazioni a medio lungo termine.

Analizzati gli strumenti di credito al commercio a disposizione dei soggetti coinvolti in operazioni commerciali internazionali, dobbiamo sottolineare come mercati e istituzioni si siano sviluppati per aiutare le aziende nel gestire al meglio i rapporti finanziari e i rischi di pagamento quando commerciano con l'estero. Da qui sono nate banche commerciali, uffici appositamente dedicati nelle imprese, banche multilaterali di sviluppo, assicuratori e riassicuratori privati e soprattutto le Agenzie di Credito all'esportazione.

Le *banche commerciali* sono parte essenziale del credito all'esportazione. I servizi che offrono vanno dalla consulenza all'offerta di completi piani di finanziamento. Infatti da sempre si ritiene che gli istituti finanziari specializzati riescano a gestire in modo più efficiente le operazioni di credito rispetto agli uffici interni delle aziende. I servizi possono

essere proposti sia dalla banca del Paese importatore sia da quella del Paese esportatore, separatamente o congiuntamente.

I servizi di Trade Finance offerti dalle banche si possono suddividere in:

- Finanziamento alle esportazioni
- Export Factoring

Il *finanziamento alle esportazioni* attraverso l'emissione di un credito è legata tradizionalmente al conferimento di garanzie da parte del beneficiario. Nel credito alle esportazioni il debitore ha sempre a disposizione una garanzia. Il credito vantato verso l'importatore può essere affidato alla banca per ottenere un anticipo del prezzo delle merci, anche se la banca spesso richiede un'assicurazione contro i rischi commerciali e politici prima di procedere al trasferimento di denaro. L'esportatore può così ricevere subito fino al 70-80% del valore del contratto.

L'*export factoring* ha come obiettivo la gestione efficiente dei crediti commerciali. Anche in questo caso la logica economica spiega l'esternalizzazione di un'attività non caratteristica delle aziende esportatrici: la gestione del credito. Solo poche grandi imprese hanno sviluppato competenti divisioni interne per gestire queste operazioni.

Le banche offrono anche consulenza alle piccole e medie imprese (PMI) sull'internazionalizzazione e le guidano nell'assegnazione e nell'utilizzo di fondi pubblici (nazionali, comunitari o internazionali), pratiche che richiedono competenze e professionalità specifiche spesso non disponibili nelle PMI. Non raramente la gestione di alcune pratiche può essere affidata direttamente alle banche. Anche la ricerca e la stipula di polizze di copertura del rischio possono essere richieste alle banche come servizi. In talune circostanze, le ECA hanno risposto autorizzando la vendita diretta di polizze da parte delle istituzioni bancarie. Questa soluzione è efficace poiché le ECA raramente dispongono di una rete di vendita capillare in grado di offrire servizi alle piccole medie imprese.

Quando si studia l'attività bancaria di credito al commercio, ci si confronta con una certa scarsità di dati. Diversi autori per fornire una stima correlano l'attività di finanziamento all'export con l'emissione totale di crediti bancari. Secondo questo approccio, il volume mondiale dei finanziamenti alle esportazioni emesso da banche commerciali è annualmente cresciuto dell'11% (media) dal 1980 al 2002. Tuttavia il valore dei finanziamenti alle esportazioni segue storicamente un andamento ciclico e subisce forti fluttuazioni.

Per quanto riguarda le *imprese*, sia le aziende esportatrici attraverso accordi di dilazione di pagamento, sia quelle importatrici con il pagamento anticipato, offrono direttamente finanziamenti alle esportazioni. Di solito questi rapporti assumono la forma dello sconto per pagamento anticipato, ma in sostanza sono assimilabili al prestito in quanto vi è un implicito tasso di interesse.

Il vantaggio comparato di un intervento diretto delle imprese risiede nelle informazioni che queste dispongono sulle controparti commerciali. Questa motivazione si rafforza nel caso di rapporti di fornitura continuativi. Infine, risulta difficile misurare il volume del credito alle esportazioni erogato dalle imprese poiché non esistono database completi. Comunque, il volume dei finanziamenti al commercio erogati dalle imprese segue la stessa tendenza di crescita rilevata nei crediti erogati dal sistema bancario. Lo sviluppo economico dei Paesi emergenti ha spinto infatti entrambe le forme di finanziamento.

Le *banche multilaterali di sviluppo* sono state particolarmente attive in questi ultimi anni nell'ideare le "*Trade Finance facilities*". Queste sono dei programmi preparati come supporto ai grandi progetti infrastrutturali (orizzonte di medio – lungo periodo) finanziati dalle Istituzioni Finanziarie Internazionali (IFI). Le recenti crisi finanziarie hanno però richiamato l'attenzione di queste organizzazioni verso piani a breve termine utili ad arginare momentanee crisi di liquidità.

Gli *assicuratori e riassicuratori privati* si occupano del cosiddetto supporto indiretto al commercio estero, ossia dell'assicurazione ai finanziamenti al commercio. Nel mercato (sia nel segmento assicurazioni che riassicurazioni) troviamo Export Credit Agencies pubbliche e operatori privati. Le principali aziende sono riunite nell'Unione di Berna, un'associazione internazionale di categoria con sede a Londra. Gli obiettivi dell'organizzazione sono la creazione di un forum per promuovere principi e regole comuni, lo scambio di informazioni e la promozione della cooperazione fra i membri.

Non è possibile formulare una definizione precisa per le *Agenzie di Credito all'esportazione*. All'interno di questo eterogeneo gruppo si trovano infatti aziende e istituzioni profondamente diverse: in alcuni casi le Export Credit Agencies sono dipartimenti ministeriali e in altri società per azioni con elevati livelli di autonomia.

Sembra pertanto opportuno limitarsi a definirle come "*organizzazioni che forniscono servizi finanziari a supporto di attività commerciali e di investimento*". Le ECA

sono principalmente aziende di assicurazione (o riassicurazione) e in alcuni casi delle banche di export-import presenti in modo capillare nel sistema finanziario globale. Tutti i Paesi avanzati e molti Paesi in via di sviluppo, infatti, possiedono oggi un'Agenzia di credito alle esportazioni.

Agenzie di Credito all'esportazione e assicuratori privati offrono prodotti in grado di mitigare i rischi connessi ai pagamenti internazionali. Le due grandi macrocategorie di rischio da cui si viene tutelati sono il rischio politico ed il rischio commerciale. Una seconda classificazione distingue le assicurazioni sui crediti a breve termine (dove gli operatori privati sono più attivi) da quelle sui crediti di medio e lungo termine (dove le ECA giocano ancora un ruolo dominante). I clienti sono esportatori, importatori, banche e istituzioni finanziarie che offrono servizi alle esportazioni.

Un altro aspetto da tenere in considerazione quando si parla di finanziamenti all'esportazione è il luogo verso cui essi si dirigono e ci preme sottolineare come essi si indirizzino geograficamente sia verso i Paesi OCSE sia verso i Paesi emergenti (non OCSE).

Mentre il primo gruppo comprende i Paesi avanzati, il secondo è rappresentativo dei Paesi in via di sviluppo (PVS) e delle economie in transizione. Le differenze fra i due principali aggregati di Paesi sono ampie e riguardano il rischio connesso alle operazioni creditizie, gli strumenti finanziari disponibili e in generale le caratteristiche del "business environment".

Abbiamo avuto modo di notare nel tempo come la finanza al commercio possa essere uno strumento importante per lo sviluppo economico di un Paese grazie al suo impatto positivo sul commercio. Il commercio ricopre infatti un ruolo vitale soprattutto nell'economia dei Paesi in via di sviluppo raggiungendo anche una quota superiore al 50% del PIL. La definizione di politiche di promozione degli scambi e delle esportazioni è considerata una priorità nei piani di riduzione della povertà delle Nazioni Unite e delle principali istituzioni internazionali. I crediti alle esportazioni forniscono inoltre la liquidità necessaria alle imprese per acquistare beni intermedi e sviluppare la produzione, favorendo altresì la crescita delle esportazioni.

Inoltre la finanza al commercio sembra essere l'unico strumento, per le imprese dei Paesi in via di sviluppo, attraverso cui acquisire risorse di capitale. Infatti, dati i rischi in cui si incorre investendo nei Paesi classificati come "Non – investment grade" o "Non –

rated”, solo le banche sono disposte ad erogare prestiti; invece le aziende dei Paesi sviluppati hanno accesso a fonti di capitale diversificate.

Le aziende importatrici dei Paesi a medio reddito, invece, pur non avendo accesso a tutte le fonti di finanziamento, hanno gli elementi fondamentali richiesti dalle banche internazionali per aprire linee di credito al commercio. La crescente importanza delle reti di produzione internazionale e lo sviluppo dell’outsourcing hanno favorito tale estensione del credito. Le aziende che ottengono questi finanziamenti operano spesso in settori orientati alle esportazioni e sono inserite nelle già citate reti di produzione internazionale.

I Paesi più poveri (come Bangladesh, Laos e Uzbekistan) hanno la percentuale maggiore di importazioni finanziate con il credito alle esportazioni. Quest’ultimo dato riflette la missione di molte Export Credit Agencies: favorire l’export in Paesi ad elevato rischio.

Le stime della Banca Mondiale indicano che circa il 2,2% delle importazioni dei Paesi “Investment Grade” è assicurato, mentre la percentuale cresce al 4% per i Paesi “Non – Investment Grade”. Le categorie “Investment Grade” e “Non – Investment Grade” sono definite da Moody’s sulla base delle principali caratteristiche politico-economiche, come abbiamo già detto nel capitolo precedente (paragrafo 2.3).

Cina, Brasile e Indonesia sono i Paesi che in valore assoluto hanno ricevuto negli ultimi anni il maggiore volume di finanziamenti al commercio. I Paesi altamente indebitati sono invece esclusi dall’accesso ai finanziamenti alle esportazioni.

Possiamo notare attraverso uno studio approfondito dei dati storici come il volume del finanziamento al commercio verso i Paesi in via di sviluppo sia cresciuto con rapidità in particolar modo negli anni Novanta: gli impegni delle banche commerciali sono quadruplicati, mentre l’esposizione delle Export Credit Agencies e degli assicuratori privati è cresciuta di un terzo. Tuttavia le recenti crisi finanziarie hanno rallentato i flussi della finanza al commercio, soprattutto data la facilità di queste crisi a diffondersi in tutto il sistema (effetto contagio).

I recenti accadimenti hanno convinto gli studiosi e gli addetti ai lavori ad aprire un dibattito su quali siano gli strumenti migliori e sui piani operativi da porre in essere nei periodi di crisi. In particolare la proposta di un intervento congiunto delle banche di sviluppo e delle Agenzie di Credito all’esportazione è sotto i riflettori.

## **3.2 Evoluzione del credito alle esportazioni**

### **3.2.1 Il credito all'esportazione: contesto operativo delle Export Credit Agencies**

Il seguente paragrafo vuole illustrare e spiegare i cambiamenti avvenuti negli ultimi anni nel credito alle esportazioni e il ruolo ricoperto dai diversi attori nella gestione del cambiamento.

Prima di iniziare la nostra analisi è doveroso precisare che la raccolta dei dati sui finanziamenti al commercio è problematica. I principali operatori del mercato, banche ed Export Credit Agencies, sono restii a pubblicare informazioni dettagliate, data la sensibilità di queste ultime e la competizione internazionale. Le organizzazioni internazionali (OCSE) e le associazioni di settore (Unione di Berna) non forniscono serie storiche precise e i dati pubblicati spesso si riferiscono solo ai Paesi membri. Nonostante si rilevino errori e mancanze nelle serie, nel complesso i dati raccolti sono ritenuti sufficienti a costruire un quadro esauriente del finanziamento al commercio negli ultimi 20 anni.

Le stime del Fondo Monetario indicano che il 90% del commercio internazionale avviene sulla base di pagamenti in contanti o con crediti a breve termine, mentre il rimanente 10% attraverso pagamenti a medio lungo termine.

Negli anni Ottanta e Novanta il commercio è cresciuto annualmente a un ritmo superiore al 6% (rispettivamente il 6,2% fra il 1986-1995 e il 6,5% fra il 1996 ed il 2005), facendo registrare una performance più che positiva, se si considera che nel periodo in esame si sono verificati avvenimenti quali la crisi asiatica e la tragedia dell'11 settembre 2001. In particolare nel 2001 il volume del commercio internazionale fa rilevare una diminuzione ma già nel 2002 la crescita riprende e nel 2003 essa si attesta intorno al 4,9%. Il 2004 si è rivelato inoltre un anno eccezionale per il commercio mondiale (che ha fatto registrare una crescita del 9,9%) grazie all'aumento della domanda nei Paesi asiatici e nelle grandi economie in transizione e alla ripresa statunitense.

La stimolo alla crescita del commercio, forse per la prima volta, è partito dai Paesi in via di sviluppo (PVS) e ha portato non poche novità nel mercato dei finanziamenti al commercio e nel mercato assicurativo che ne copre i rischi essendo la finanza al commercio sempre stata legata alle esportazioni dei Paesi europei e degli Stati Uniti.

Benché questi ultimi e in generale i Paesi OCSE ancora abbiano la parte nel leone negli scambi internazionali, i grandi Paesi emergenti come la Cina e più recentemente l'India sono ora in grado di influenzare direttamente l'economia internazionale.

Gli anni Novanta sono stati caratterizzati da una fase di forte crescita economica e di espansione del commercio internazionale. Di conseguenza alcune politiche economiche e le stesse attitudini dei governi sono cambiate sotto i colpi della cosiddetta "globalizzazione". Infatti buona parte delle autorità pubbliche hanno promosso processi di liberalizzazione e privatizzazione. D'altro canto negli anni Novanta per un numero sempre crescente di Paesi è stato possibile integrarsi nel sistema economico internazionale. Contemporaneamente però il numero e le dimensioni delle crisi finanziarie è aumentato. Tutto questo ha avuto un impatto rilevante sul finanziamento al commercio e sui principali attori.

Negli ultimi venti anni e in particolare negli anni Novanta è stata rilevata dagli esperti della Banca Mondiale una trasformazione del mercato dell'assicurazione ai finanziamenti al commercio che spinge ad interrogarsi sul ruolo delle Agenzie di Credito all'esportazione nella finanza internazionale.

I mutamenti registrati possono sintetizzarsi in:

- Un incremento delle perdite nei portafogli delle aziende e delle ECA legate prima alla crisi del debito degli anni Ottanta e successivamente alle crisi finanziarie degli anni Novanta;
- Un forte sviluppo e un progressivo allargamento del settore privato sia come cliente che come erogatore di finanziamenti al commercio.

Nello specifico le trasformazioni avvenute possono essere maggiormente approfondite secondo vari punti di vista:

- la geografia: intere regioni (ad esempio l'Africa Sub-Sahariana) e grandi Paesi (come Iraq e Paesi ex – URSS) hanno perso l'accesso ai mercati internazionali per periodi più o meno lunghi. I Paesi partecipanti all'iniziativa Heavily Indebted Poor Countries (HIPC) sono stati di fatto esclusi dall'erogazione di nuovi prestiti/garanzie sull'acquisto di merci;
- la ristrutturazione del debito: le numerose crisi del debito hanno favorito accordi di ristrutturazione/cancellazione sotto l'egida del Club di Parigi (debiti contratti con agenzie pubbliche o coperti da garanzia pubblica) e del Club di Londra (debiti

contratti con le banche internazionali) e anche molti dei debiti commerciali garantiti dalle Export Credit Agencies sono stati ristrutturati. Queste azioni hanno favorito la crescita dei debitori privati rispetto ai clienti istituzionali ed il ridursi del valore delle garanzie sovrane come collaterale;

- gli strumenti finanziari: i titoli di stato sono lo strumento di indebitamento sovrano oggi maggiormente utilizzato, mentre il peso dei prestiti tradizionali con o senza garanzia si è invece ridotto notevolmente. I finanziamenti al commercio hanno per anni rappresentato una delle maggiori voci nei conti dei governi dei Paesi emergenti, ma negli anni novanta molti PVS hanno preferito emettere bond o prodotti strutturati sui mercati internazionali per finanziare le proprie spese. L’offerta di debito sovrano ad alto rendimento è oggi infatti ancora inferiore alla domanda degli investitori internazionali e nonostante il richiamo alla prudenza che ha seguito le crisi finanziarie la richiesta di questa tipologia di titoli è molto ampia. Questi cambiamenti hanno ridotto il ruolo delle garanzie sovrane favorendo il passaggio verso il settore privato, che diviene il principale cliente;
- Il rischio commerciale: le tendenze di mercato indicano una sempre maggiore domanda di copertura dei rischi della controparte e una diminuzione per la copertura del rischio politico. Lo sviluppo dell’ambiente politico internazionale vede infatti una riduzione dei classici rischi politici (esempio: espropriazione) nei principali mercati emergenti. Crescenti sono invece i rischi commerciali e quelli legati al mercato internazionale delle valute;
- lo sviluppo del project financing: privatizzazioni, “public private partnership” (PPP) e nuove politiche pubbliche hanno ridotto lo spazio delle agenzie governative e delle garanzie sovrane. L’attività di molte ECA si è concentrata nella partecipazione a grandi progetti di finanza strutturata (esempio: Blue Stream per SACE) e a grandi contratti di forniture tecnologiche nei settori aerospaziale, difesa e telecomunicazioni (esempio: Boeing per US Ex-Im Bank e Airbus per alcune società europee);
- la disciplina internazionale: gli accordi firmati in sede WTO (World Trade Organization) e OCSE hanno modificato la disciplina del supporto alle esportazioni e della gestione pubblica delle ECA. In particolare viene richiesto per queste ultime l’obiettivo del pareggio di bilancio;

- la competizione internazionale: la competizione nel mercato dell'assicurazione ai finanziamenti al commercio è diventata globale e non avviene più solo fra sistemi Paese ma anche all'interno del sistema Paese. Banche ed ECA operano in mercati dove la competizione è sempre più elevata: società di factoring, assicuratori privati e istituzioni finanziarie sono entrati nel mercato offrendo nuovi prodotti e opportunità alle imprese. Oggi gli assicuratori privati sono responsabili di circa il 50% nei nuovi impegni nel mercato della copertura dei rischi sul finanziamento al commercio;
- lo sviluppo tecnologico: le innovazioni tecnologiche e soprattutto le applicazioni legate all'e-commerce promettono cambiamenti nella gestione dei crediti e delle assicurazioni al credito.

In conclusione si può affermare che ci sono promettenti opportunità di sviluppo nel settore e fra queste si evidenzia:

- uno sviluppo sostenuto nei Paesi emergenti e negli Stati Uniti (dove il mercato è poco sviluppato se confrontato con quello europeo);
- un ampliamento della gamma dei prodotti offerti: ad esempio si sono aggiunti la gestione del credito, il credit enhancement, i prodotti finanziari;
- l'evoluzione di internet e del commercio elettronico.

Queste opportunità sono anche sfide da vincere e le Agenzie di Credito all'esportazione devono imparare a sfruttare al meglio le risorse e i vantaggi che possiedono per vincere la concorrenza e restare sul mercato.

### **3.2.2 Ruolo, caratteristiche e strategie delle Agenzie di Credito all'Esportazione**

Analizzato il contesto in cui le Export Credit Agencies si trovano ad operare, ci sembra opportuno trattare della nascita di questi istituti assicurativi, le caratteristiche del business delle assicurazioni, le diverse strategie adottate dalle diverse ECA nelle crisi finanziarie e il ruolo che esse dovrebbero avere.

La prima Export Credit Agency, l'Export Credit Guarantee Department (ECGD), fu creata nel 1919 dal Governo inglese, con lo scopo di sviluppare le esportazioni britanniche

verso la Russia. Altre ECA furono fondate negli anni '20 e '30, ma la maggior parte iniziò la propria attività solo dopo la seconda guerra mondiale.

Con lo sviluppo del sistema capitalistico e grazie all'integrazione economica internazionale, un numero sempre maggiore di Paesi si è dotato di Agenzie per la promozione delle esportazioni tanto che oggi quasi ogni Stato dispone di una ECA. Alcune di queste organizzazioni sono di recente istituzione, mentre altre vantano una storia molto lunga. Lo sviluppo dei mercati internazionali ha però modificato il contesto originale nel quale le Agenzie di Credito all'esportazione operavano così da aprire un dibattito sul loro modus operandi.

Le ECA possono essere raggruppate in base ad alcune caratteristiche:

- Relazione con il Governo nazionale: dipartimenti ministeriali, enti pubblici, società autonome controllate dallo Stato e società private che operano per conto del Governo;
- Conduzione dell'attività con criteri commerciali o non commerciali;
- Mercati coperti: breve termine/medio lungo termine; Paesi OCSE/ Paesi non – OCSE;
- Prodotti offerti: assicurazione ai finanziamenti al commercio, assicurazioni agli investimenti esteri, crediti all'esportazione, servizi di factoring e gestione del credito; servizi finanziari; servizi informativi e di rating;
- Rischi coperti: rischio commerciale e rischio politico;
- Dimensioni: volume d'affari, esposizione e premi.

Originariamente gli obiettivi affidati dai governi alle Export Credit Agencies erano la promozione delle esportazioni e l'internazionalizzazione delle imprese.

Tradizionalmente l'intervento pubblico nella finanza al commercio era così giustificato:

- a) Creazione di posti di lavoro;
- b) Miglioramento della bilancia dei pagamenti;
- c) Soluzione di un caso di “fallimento di mercato”;
- d) Difesa delle imprese nazionali contro pratiche distorsive della concorrenza attuate da Governi stranieri.

A queste argomentazioni si aggiungono due nuove motivazioni emerse negli anni Novanta:

- a) Fronteggiare l'instabilità nei mercati finanziari nel ruolo di prestatori di ultima istanza;
- b) Finanziare i Paesi in via di sviluppo con prestiti a tasso di mercato.

In Europa ed America si sta dibattendo sull'effettiva necessità di un intervento pubblico nella finanza al commercio. Gli anni Novanta hanno infatti aperto prepotentemente la strada ad alcuni giganti privati dell'assicurazione, che oggi si dividono il mercato occupando anche le zone tradizionalmente presidiate dalle Export Credit Agencies. I Governi di cultura anglosassone hanno risposto limitando al minimo indispensabile l'attività pubblica e vendendo le divisioni operanti sui segmenti "marketable". In Germania e Francia la gestione delle attività di interesse pubblico è stata affidata a campioni nazionali, mentre altri Paesi, fra cui l'Italia, hanno invece deciso di mantenere ECA operative su tutti i segmenti di mercato.

Passiamo ora a definire gli strumenti utilizzati nel business delle assicurazioni ai finanziamenti commerciali, essi sono: premi, recuperi, indennizzi e flussi di cassa.

I *premi* sono l'ammontare totale pagato dagli assicuratori durante l'anno come prezzo della polizza assicurativa.

I *recuperi* sono l'ammontare totale (capitale più interessi) ripagato dai debitori durante l'anno nei casi in cui un indennizzo è già stato erogato dall'Export Credit Agency.

Gli *indennizzi* sono l'ammontare totale pagato dall'ECA durante l'anno a causa della copertura assicurativa dei non pagamenti occorsi al cliente.

I *flussi di cassa*, infine, sono la somma dei premi e dei recuperi al netto di indennizzi e costi amministrativi. Questi ultimi sono un indicatore del miglioramento economico – finanziario delle Export Credit Agencies che dipende da fattori quali:

- la normalizzazione della posizione debitoria di molti Paesi che sono usciti dal processo di ristrutturazione del Club di Parigi;
- il raggiungimento di cifre significative nelle attività di recupero crediti;
- la revisione delle politiche sui premi così da riflettere sistematicamente i rischi assunti.

Le Agenzie di Credito all'esportazione, inoltre, si sono dotate delle strutture e delle capacità necessarie per gestire le complicate fasi del *project financing* (PF) conquistandosi la possibilità di giocare un ruolo di primo piano. L'introduzione del project financing tra le attività svolte dalle Export Credit Agencies è dovuta al fatto che le banche commerciali,

per ridurre gli alti rischi legati ad investimenti in Paesi emergenti, hanno chiesto alle Export Credit Agencies di impegnarsi con un approccio innovativo rispetto alle attività tradizionali. In risposta a questa necessità, le ECA si sono evolute e oggi sono in grado di partecipare attivamente anche alle fasi di stipulazioni dei contratti offrendo anche servizi di supporto e consulenza.

Le caratteristiche delle operazioni di project financing si distinguono dall'attività classica delle Agenzie di Credito all'esportazione in quanto la fattibilità del progetto (ossia la capacità di generare flussi di cassa nel medio lungo periodo), e non la solidità del debitore, diventa l'elemento principale di rischio. L'allargamento a questo campo di attività ha richiesto dunque la creazione di nuove strutture ad hoc: le analisi di fattibilità (finanziaria, ambientale e ecc.) e la gestione delle molteplici relazioni con banche, sponsor, imprese di costruzione, esigono una partecipazione attiva a tutte le fasi di negoziazione e strutturazione del progetto. La presenza nel project financing, e specialmente in alcuni grandi progetti, è diventata di grande importanza per alcune ECA ricoprendo un peso notevole nel bilancio aziendale.

Analizzando poi il mercato dell'assicurazione del credito si può notare come attualmente esso sia concentrato soprattutto nelle mani di tre gruppi: Euler Hermes (Germania), Atradius (Olanda - Germania) e COFACE (Francia), che coprono circa l'80% del mercato, come evidenziato nel grafico sottostante (figura 3.1).

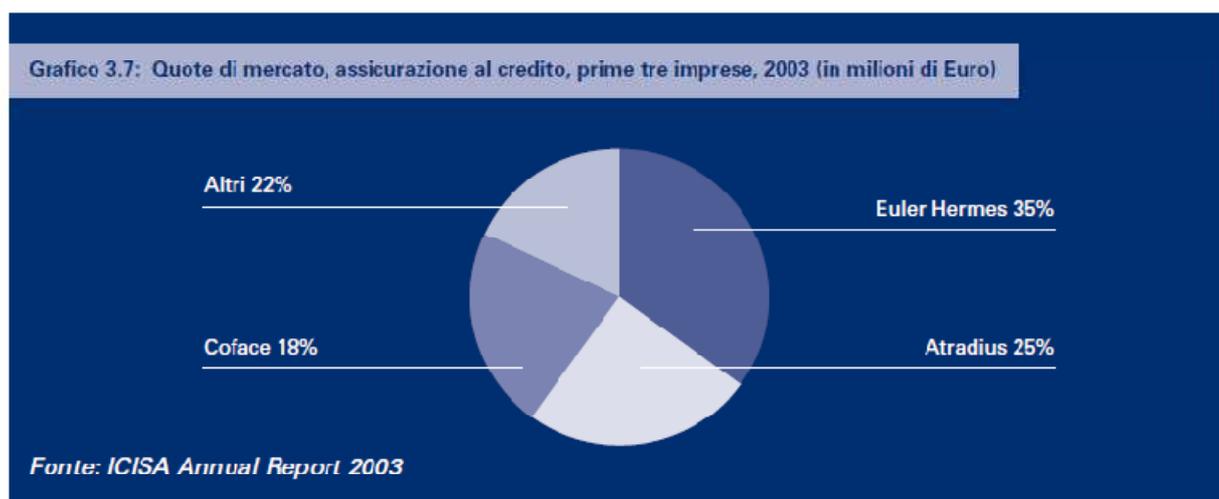


Figura 3.1: Quote di mercato dell'assicurazione del credito.

Euler Hermes occupa stabilmente la prima posizione controllando più di un terzo del mercato (35%). Al secondo posto troviamo il gruppo olandese Atradius che grazie a numerose acquisizioni ha ampliato costantemente le sue attività tanto da raggiungere una quota del 25%. Terza è COFACE con il 18%.

Caratteristica che accomuna le tre leader nel settore è che il loro campo operativo è orientato al breve termine; questo ci permette di capire perché le Export Credit Agencies tradizionali come ECGD e SACE non compaiono in questo gruppo: la mancata presenza si spiega con il fatto che queste non operano nel segmento del breve termine dove gran parte del fatturato (quasi il 90% del mercato delle assicurazioni sul commercio estero) viene generato, operano anzi nel segmento del medio – lungo termine.

Il Fondo Monetario (IMF 2001) stima che in Europa il business delle assicurazioni sul breve termine sia effettuato per l'85-95% da assicuratori privati (senza alcun coinvolgimento dei governi nazionali). I gruppi privati tendono inoltre ad assicurare, oltre ai finanziamenti alle esportazioni, anche i crediti domestici, un'area dove le Export Credit Agencies tradizionali non operano.

La suddivisione dei segmenti breve e medio – lungo termine, il primo coperto da assicuratori privati e il secondo dalle Agenzie di Credito all'esportazione, ha caratterizzato l'ultimo ventennio. Negli ultimi anni Novanta però questa ripartizione è venuta meno poiché da un lato le aziende private hanno attaccato il monopolio delle Agenzie di Credito all'esportazione nel lungo termine, dimostrandosi pronte ad assicurare rischi anche superiori ai 10 anni, e dall'altro alcune Export Credit Agencies hanno risposto impegnandosi nel breve termine attraverso “market windows”, ossia concorrendo secondo le regole del mercato in competizione con gli operatori privati.

La disomogeneità fra le Export Credit Agencies e la mancanza di una visione condivisa sul futuro giustificano l'ampio spettro di strategie fino ad ora da esse adottate (vedi figura 3.2). L'impatto delle trasformazioni del mercato negli ultimi anni è stato tanto forte da obbligare le ECA a un ripensamento del “business as usual”.

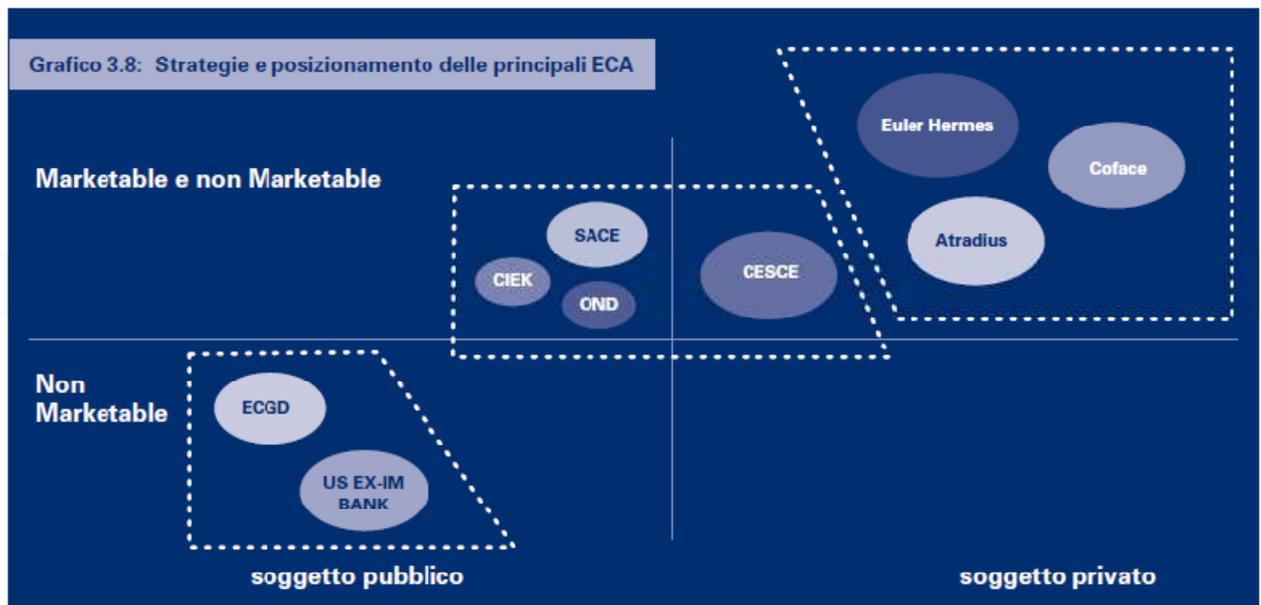


Figura 3.2: Possibili strategie di posizionamento delle ECA.

Come appare dal grafico, alcuni Governi hanno deciso di limitare l'area d'intervento delle Export Credit Agencies al segmento "non – marketable", ossia ai crediti a medio – lungo termine nei Paesi non – OCSE. Le autorità inglesi hanno venduto la divisione breve termine di ECGD ad Atradius e così ha fatto anche il Governo australiano con EFIC. Germania e Francia invece già da anni hanno affidato in outsourcing a campioni nazionali la gestione dei programmi pubblici di assicurazione ai finanziamenti alle esportazioni. Meno chiara la strategia di Spagna, Norvegia e Belgio, dove le rispettive Agenzie di Credito all'esportazione sono state chiamate a operare in tutti i segmenti di mercato. È di recente creazione SACE BT, la controllata dell'ECA italiana SACE che si occupa della copertura assicurativa delle attività di breve termine e di cui ci occuperemo con più attenzione nel paragrafo seguente.

Ci preme ora continuare ad affrontare il tema delle diverse strategie che le varie Export Credit Agencies applicano, utilizzando un modello che analizza le varie scelte strategiche adottate dalle principali ECA attraverso due variabili:

1. mercati coperti: marketable e non marketable
2. tipologia di soggetto: pubblico e privato.

Da questo modello sono risultate tre famiglie che applicano altrettante strategie diverse tra loro. Di seguito proponiamo un elenco delle principali caratteristiche delle tre famiglie di ECA:

- Famiglia 1: Funzione pubblica (US Ex-Im Bank e ECGD)
  - lo Stato mantiene il controllo delle Export Credit Agencies, delle vere agenzie governative;
  - “core business”: medio – lungo termine, Paesi non – OCSE (“non marketable”);
  - Strategie a livello nazionale accordi/partnership internazionali;
  - Privatizzazione del segmento breve termine;
  - Clienti: prevalentemente banche;
  - Settori: difesa, aerospaziale;
  - Esempi: ECGD (UK), US EX-IM Bank e EFIC (Australia).
- Famiglia 2: Leader di mercato
  - Soggetti di diritto privato con azionisti privati (principalmente banche e società di assicurazione);
  - Divisione attività: gestione in outsourcing per conto del Governo delle attività “non marketable” e gestione per conto proprio del business “marketable”;
  - Strategie di fusione/internazionalizzazione;
  - Clienti: imprese (anche piccole – medie imprese) e banche;
  - Settori: beni non strumentali, beni strumentali;
  - Esempi: COFACE, Euler Hermes, Atradius.
- Famiglia 3: Strategie ibride
  - Lo Stato mantiene il controllo delle ECA anche attraverso la maggioranza azionaria. Progressivo ingresso di capitali privati;
  - Strategie a livello nazionale, accordi/partnership internazionali;
  - “Core business”: medio – lungo termine/breve termine, Paesi OCSE e Paesi non – OCSE;
  - Separazione tra attività per conto dello Stato e “market windows”. L’Export Credit Agency controlla società commerciali impegnate nei segmenti “marketable”;
  - Clienti: banche e imprese;
  - Settori: beni strumentali, beni non strumentali, difesa ed aerospaziale;

- Esempi: OND (Belgio) - SACE (Italia) - GIEK (Norvegia) dove lo Stato detiene la totalità delle quote azionarie - CESCE (Spagna) dove, in seguito al progressivo ingresso di capitali privati, lo Stato detiene la maggioranza azionaria.

Da questo modello emerge come alcuni Paesi, prevalentemente di tradizione anglosassone (USA, Regno Unito ed Australia) hanno limitato le attività delle proprie Export Credit Agencies vendendo tutte le attività commerciali agli stessi assicuratori privati. Altri (Italia, Spagna, Norvegia e Belgio) hanno deciso di mantenere in attività le proprie ECA adottando strategie più complesse e in un certo senso ibride. Questi nuovi soggetti, che si muovono fra il settore pubblico e privato, si sono servite delle “market windows” o di società private costituite ad hoc per gestire le attività di breve termine. Con il termine “market windows” si definisce un’area grigia nella quale le Agenzie di Credito all’esportazione pubbliche assicurano i finanziamenti alle esportazioni seguendo le regole di mercato in aperta competizione con le aziende private.

### **3.2.3 Assicuratori privati ed ECA: cooperazione o competizione?**

Guardando a quello che è successo negli ultimi anni è possibile vedere come alcune ECA abbiano iniziato a collaborare con operatori privati: Giek è entrata nel sistema Alliance di COFACE, OND dopo aver condotto le attività di breve termine attraverso una Joint Venture con Euler Hermes ha recentemente creato una propria società dedicata (Ducroire/Delcredere SA.NV). SACE e CESCE, grazie anche alle maggiori dimensioni, stanno sviluppando strategie di crescita indipendenti sulla base della forte presenza nei rispettivi mercati nazionali. Tutte le ECA stanno approfittando del momento relativamente positivo per ristrutturarsi preparandosi alle nuove sfide. L’offerta di polizze on-line è garantita, a diversi livelli, da tutte le organizzazioni nominate. L’allargamento dell’offerta verso la gestione del credito, il factoring e l’emissione di strumenti finanziari è strategia comune a tutte le Agenzie di Credito all’esportazione, anche se gli assicuratori privati godono di maggiore esperienza nel campo.

Il problema di come assicuratori privati ed Export Credit Agencies pubbliche possano competere e cooperare non è ancora stato risolto. Si prevede che dal lato dell’offerta come anche da quello della domanda, il peso del settore privato nel Trade

Finance crescerà ancora e le imprese private diventeranno i principali destinatari dei finanziamenti mentre la domanda proveniente dalle agenzie pubbliche si ridurrà.

La crescente competizione fra Export Credit Agencies e assicuratori privati dovrebbe garantire un incremento nella qualità e nell'efficienza dei servizi offerti. La concorrenza ha infatti favorito strategie di aggregazione e sono state numerose le fusioni nel settore bancario e assicurativo.

Negli ultimi tempi la complessità delle operazioni condotte sul mercato ha favorito una maggiore collaborazione fra gli operatori e in particolare ha condotto ad accordi siglati al fine di condividere il rischio fra assicuratori privati, riassicuratori ed ECA. Nell'ambito dell'Export Credit sono state introdotte, infatti, anche soluzioni propriamente finanziarie come la cartolarizzazione dei crediti in collaborazione con banche internazionali. In particolare queste sono tecniche adottate per la gestione del credito sia da SACE che COFACE (come vedremo meglio nei paragrafi seguenti).

Possiamo notare, quindi, come le sinergie fra gli strumenti finanziari e i prodotti tradizionali del credito al commercio siano aumentate. I principali player sono in grado di offrire un'ampia gamma di servizi che includono la gestione del credito, il factoring e il forfaiting.

Oltre alle forme di collaborazione è cresciuta naturalmente anche la competizione con le istituzioni finanziarie capaci di offrire strumenti derivati per la protezione del rischio. A tal proposito due strumenti possono considerarsi come sostitutivi o complementari dei prodotti assicurativi: i "credit default swap" e gli "asset backed commercial papers".

Uno *swap* è un baratto e, nel caso di un "*credit default swap*", il baratto consiste in questo: la parte A paga periodicamente una somma alla parte B, e la parte B in cambio si impegna a ripagare alla parte A il valore facciale di un titolo C, nel caso il debitore C vada in bancarotta. Insomma, A ha comprato l'obbligazione emessa da C, ma A vuole esser sicuro che C rimborsi il capitale alla scadenza. La finanza ha creato questo strumento di copertura del rischio, e il credit default swap è in effetti come una polizza di assicurazione. Se, per esempio, il valore dei titoli acquistati è di 100 mila euro (facciali), e il credit default swap è di 120 punti base, vuol dire che A deve pagare ogni anno 1200 euro per essere sicuro del rimborso. Questi credit default swap sono quotati in mercati over the counter, e

se il costo dovesse balzare, mettiamo, a 800 punti base, vuol dire che il mercato teme che il debitore C avrà difficoltà a far fronte ai propri impegni<sup>5</sup>.

Un “*asset backed commercial paper*”, invece, è un veicolo di investimento a breve termine simile ad una cambiale, con una maturità che va tipicamente dai 90 ai 180 giorni. Il titolo stesso solitamente è emesso da una banca o da un'altra istituzione finanziaria ed è supportato da asset fisici come i crediti commerciali. Una società o un gruppo di imprese che cercano di accrescere la liquidità possono vendere i crediti ad una banca o ad un altro canale che, a sua volta, li rilascia ai suoi investitori come carta commerciale. La carta commerciale è sostenuta dai flussi di cassa attesi dai crediti. Non appena i crediti sono raccolti, coloro che li hanno incassati sono tenuti a trasmettere i fondi alla banca, che passa poi questi fondi ai titolari della cambiale<sup>6</sup>.

Allo stesso modo non esiste consenso sulla natura che le ECA dovrebbero assumere nel prossimo futuro. La “mission” di queste organizzazioni comprende infatti attività di interesse pubblico come la promozione dell'Export o la difesa contro pratiche sleali adottate da Paesi esteri.

Inoltre è stato fissato nel forum dell'OCSE l'obiettivo del pareggio di bilancio nel medio – lungo termine. I Governi dei Paesi industrializzati non sono più disposti a fornire risorse pubbliche alle Agenzie di Credito all'esportazione e si aspettano bilanci in equilibrio. Contemporaneamente alle ECA sono però richiesti interventi di natura pubblica. La principale contraddizione riguarda il raggiungimento di un ritorno economico operando solo su segmenti “non marketable”, ossia non profittevoli. Difficilmente si può chiedere ad un'azienda di occupare il segmento più difficile e rischioso e di fare profitti. Possiamo considerare la fase attuale ancora come transitoria poiché gli eventi stanno obbligando le ECA a prendere scelte decisive.

### **3.2.4 Il ruolo delle Export Credit Agencies nelle crisi finanziarie**

Lo studio delle crisi finanziarie ha promosso un'analisi approfondita alla ricerca di possibili rimedi e cure. La ripresa delle esportazioni nei Paesi colpiti dalla crisi è risultata essere una condizione necessaria al rilancio dell'economia e la finanza al commercio,

---

<sup>5</sup> Vedi [www.ilsole24ore.com](http://www.ilsole24ore.com).

<sup>6</sup> Vedi [www.ilsole24ore.com](http://www.ilsole24ore.com).

essendo uno dei pochi canali di finanziamento disponibili alle imprese nei Paesi in via di sviluppo, viene a ricoprire un ruolo fondamentale.

I finanziamenti al commercio sono crediti tradizionalmente considerati, con gli investimenti diretti esteri, fra i flussi finanziari più resistenti agli effetti delle crisi. L'esistenza delle merci a garanzia del pagamento, la presenza di vantaggi informativi sullo stato del debitore, i benefici legati al mantenimento di rapporti duraturi con le controparti e le politiche pubbliche a supporto del commercio internazionale giocano a favore della finanza commerciale. L'origine dei finanziamenti rappresenta un'ulteriore elemento positivo: le Export Credit Agencies sono spesso state disposte a correre rischi maggiori rispetto al sistema bancario/assicurativo privato. Anche gli impegni delle ECA sono però diminuiti durante le crisi finanziarie registrando un calo meno marcato rispetto al credito privato e al mercato azionario.

Il declino nell'offerta assicurativa delle ECA non deve essere interpretata come una fuga. Alcuni analisti (tra cui Cline, 2001) considerano la flessione degli impegni come una comprensibile conseguenza della diminuzione della domanda di copertura da parte degli esportatori nei Paesi industrializzati. Ai problemi nel lato dell'offerta si aggiungono gli effetti di una riduzione della domanda di beni importati.

Una forte ed improvvisa riduzione nel credito al commercio può bloccare l'attività economica e in particolare le attività di importazione ed esportazione. La disponibilità di crediti a breve termine diventa un topic centrale e richiama organizzazioni internazionali e nazionali come la Banca Mondiale, il Fondo Monetario, le banche regionali di sviluppo e alcune ECA hanno intrapreso diversi progetti per cercare di trovare soluzioni al problema. In alcuni casi anche banche private sono state coinvolte in questi programmi.

I Governi dei Paesi avanzati hanno incoraggiato e finanziato tali iniziative per mantenere delle linee di credito aperte e con l'obiettivo di offrire un rimedio alle crisi sviluppatesi in importanti economie partner. La riduzione del rischio di contagio ed il ristabilimento della confidenza nel mercato internazionale sono infatti obiettivi primari per l'economia globale.

Diversi economisti hanno indicato la mancata risposta alla domanda di finanziamenti al commercio durante le crisi finanziarie come un caso di fallimento di mercato e così aperto lo spazio a un intervento pubblico.

Non è tuttavia ancora stabilito quale sia la migliore tipologia di intervento e se l'azione debba essere condotta dalle sole Istituzioni Finanziarie Internazionali, dalle ECA o da entrambe. In particolare non sono sufficientemente chiare le conseguenze di un intervento pubblico diretto nel mercato finanziario internazionale.

Il Fondo Monetario Internazionale (IMF 2003) ha suggerito una serie di modifiche per le ECA (“Possible Modification of the Incentive Structure Governing Official ECA”)<sup>7</sup>:

- Adozione di piani speciali per le situazioni di crisi che prevedano la possibilità di una partecipazione ad accordi di condivisione del rischio e l'erogazione di supporto di emergenza all'interno dei piani di aggiustamento previsti per il Paese;
- Definizione di deroghe ai regimi internazionali, e in particolare alle regole sui sussidi del WTO ed al Consensus Arrangement del OCSE, in modo da permettere alle Export Credit Agencies di effettuare operazioni anticicliche;
- Uso di tutti i possibili strumenti di mitigazione del rischio da parte delle ECA (compresi strumenti derivati, garanzie di terzi, collateralized lending e prestiti in valuta locale);
- Promozione di una maggiore trasparenza sulle regole di ristrutturazione del debito all'interno del Club di Parigi.

In diversi casi le ECA hanno già offerto pacchetti finanziari ai Paesi colpiti dalle crisi e spesso in partnership con le principali istituzioni finanziarie internazionali, ma non tutte le Export Credit Agencies sono preparate a coprire, durante le crisi, il gap nei finanziamenti al commercio.

L'intervento delle ECA dovrebbe avvenire nella fase di ripresa, quando nel Paese un programma di aggiustamento strutturale è già entrato in fase di implementazione. Infatti nell'immediato della crisi una forte riduzione della domanda di copertura è normale e giustificato dal punto di vista economico.

Le ECA, collaborando con gli altri attori rilevanti, devono sostenere il nuovo circolo virtuoso ricoprendo un ruolo di “bridge builder”. Questa attività può anche richiedere un'attenuazione dei criteri nell'erogazione di garanzie sui crediti per la quale si suggerisce la sostituzione di politiche generali definite per Paese con un approccio caso per caso.

---

<sup>7</sup> Vedi [www.imf.org](http://www.imf.org).

In ultima analisi la decisione sull'intervento diretto delle ECA rimane politica. Una strategia condivisa dai principali Governi, dato che molti di questi ancora direttamente o indirettamente controllano le ECA, deve essere la base per lo sviluppo di piani di intervento internazionale che prevedano un ruolo attivo per le ECA. L'esperienza e le capacità di intervento di queste ultime costituiscono un patrimonio importante che può e deve essere sfruttato. Le Istituzioni internazionali e i Governi dovrebbero anche ideare un "policy setting" che preveda anche la partecipazione di operatori privati.

In conclusione si rileva l'emergere di nuove opportunità grazie a rapporti di collaborazione (accordi di co-assicurazione, riassicurazione e multi – sourcing) conclusi fra ECA dei Paesi OCSE ed ECA dei Paesi emergenti. Proprio lo sviluppo delle Agenzie di Credito alle esportazioni nei Paesi emergenti, è un fenomeno di sicuro interesse che potrebbe nel medio termine portare cambiamenti non marginali nei flussi dei finanziamenti commerciali.

### **3.3 Il credito all'esportazione in Italia: SACE**

#### **3.3.1 La storia di SACE e il credito all'esportazione in Italia**

Abbiamo già visto come con il passare del tempo e con l'incalzare delle crisi finanziarie, molti Stati abbiano preso la decisione di dotarsi di Agenzie di Credito all'esportazione, tra questi l'Italia che optò per la costituzione di SACE che sta per "*Sezione speciale per l'Assicurazione del Credito all'Esportazione*" (già citata nel paragrafo precedente insieme ad altre ECA).

In questo paragrafo vogliamo approfondire l'analisi dell'Agenzia di Credito all'esportazione italiana, analizzando il suo approccio al Rischio Paese e la metodologia di valutazione utilizzata.

SACE nasce nel 1977 come sezione speciale dell'Istituto Nazionale Assicurazioni (INA) per l'assicurazione del credito all'esportazione. Nel 1998 essa viene trasformata in Istituto (ente economico) e nel 2004 diviene società per azioni controllata al 100% dal Ministero dell'Economia e delle Finanze. Inoltre, sempre nello stesso anno, viene costituita

la SACE BT, così anche l'Italia entra nel mercato dell'assicurazione del credito di breve termine.

Nel 2005 con il Decreto sulla Competitività, si è avuto un ampliamento del perimetro operativo e dei soggetti assicurabili dalle Agenzie di Credito all'esportazione. Nello stesso anno SACE BT acquisisce il 70% di Assicuratrice Edile ("Assedile"), società leader nel mercato delle cauzioni e Moody's assegna a SACE un rating sulla solidità finanziaria pari ad Aa2, con prospettive stabili.

Nel 2006 la Legge Finanziaria del 2007 porta un ulteriore ampliamento dell'area operativa e dei soggetti assicurabili.

Nel 2007 il capitale sociale viene ridotto per un importo pari a 3,5 miliardi di euro e inizia il processo di internazionalizzazione del gruppo: SACE BT acquisisce, congiuntamente a Ducreire Delcredere, il 66% di KUP, società leader nel mercato dell'assicurazione del credito.

Oggi SACE è la protagonista italiana nella gestione del credito, da oltre trent'anni al fianco delle imprese di piccola, media e grande dimensione nella gestione dei rischi con oltre 46 miliardi di euro di impegni per operazioni commerciali e finanziamenti in più di 150 Paesi (vedi figura 3.3).

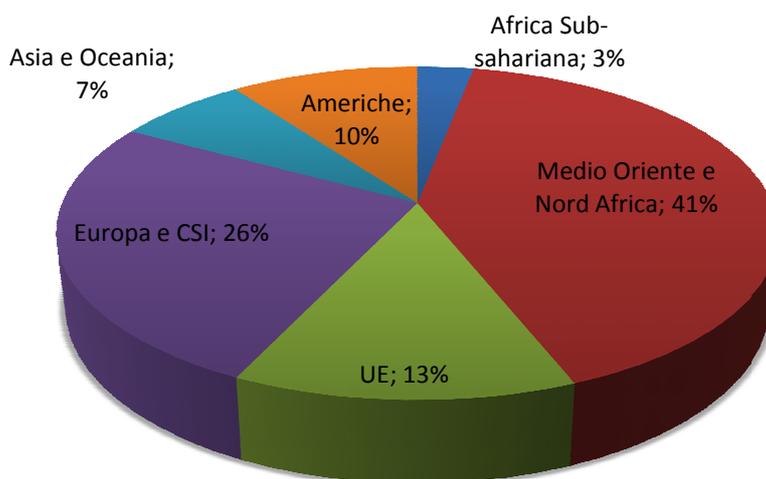


Figura 3.3: Portafoglio di SACE: impegni per area geografica

In quanto società dedicata a fornire strumenti di sostegno all'internazionalizzazione delle imprese italiane, SACE non è stata immune dalle profonde trasformazioni che hanno riguardato il panorama internazionale e la sua attività, ne è stata anzi fortemente coinvolta sotto tutti gli aspetti, inclusi i processi di assunzione dei rischi tra cui l'analisi del Rischio Paese.

Come tutte le *Export Credit Agencies*, infatti, SACE è nata sia come strumento di politica industriale e commerciale, sia allo scopo di fornire protezione agli operatori nazionali in un contesto caratterizzato da mercati finanziari poco sviluppati, da asimmetrie informative e da un sostanziale fallimento del mercato privato.

Le ECA in Italia erano quindi viste come assicuratori di ultima istanza, in quanto i privati non erano disposti a operare in Paesi ad elevato rischio, la cui attività si svolgeva in regime di monopolio e non necessariamente in un'ottica di ricerca del profitto. In particolare, considerato l'elemento di sussidio insito nella loro natura, l'attività assicurativa era fortemente legata al concetto di prodotto locale e di operatore nazionale. Questa impostazione si rifletteva anche nei premi, che in molti casi erano inferiori al minimo richiesto per coprire le perdite attese, mentre l'attività a condizioni di mercato era lasciata agli operatori privati per evitare fenomeni di spiazzamento.

Il quadro operativo tradizionale era quindi caratterizzato dalla presenza di un'impresa nazionale (attiva sovente in settori strategici), che realizzava progetti ad elevato contenuto di merci nazionali in Paesi ad alto rischio, con orizzonti temporali di rimborso di lungo periodo e con controparti sovrane. In caso di *default* del debitore si agiva in ambito Club di Parigi insieme agli altri creditori ufficiali e il focus dell'analisi era incentrato sul rischio sovrano e sul rischio politico.

In seguito alle crisi debitorie degli anni '80 e '90 vi è stata una presa di coscienza a livello OCSE riguardo alla necessità di stabilire delle regole comuni a tutti i membri in materia di credito all'esportazione. Di conseguenza, sono state definite linee guida in materia di premi (con l'obbligo di applicare un livello minimo necessario a raggiungere il *break even*), ambiente, *responsible lending* e lotta alla corruzione.

Nel frattempo, lo sviluppo dei mercati finanziari ha portato ad una maggiore competizione da parte degli operatori privati e alla nascita di nuovi strumenti che facilitano l'accesso al credito da parte dei mercati emergenti, con conseguente marginalizzazione dell'attività di *export credit* che diventa solo una delle opzioni percorribili. Ciò ha creato la

necessità per le ECA di rivedere il proprio ruolo tradizionale, spingendole verso un modello maggiormente orientato al mercato e al profitto (vedi figura 3.4).

**FIGURA I. LO SVILUPPO DELL'ATTIVITÀ DELLE ECA**



Figura 3.4: Lo sviluppo dell'attività delle Export Credit Agencies.

La nuova operatività delle ECA deve conciliare quindi una duplice natura, in primo luogo quella classica di sostegno all'export, che mantiene la propria valenza istituzionale ma a cui si associa una crescente attenzione ai risultati di gestione e all'equilibrio di portafoglio, il tutto in un contesto globalizzato altamente competitivo. L'attività si rivolge quindi a nuovi prodotti e si allarga dall'idea di operatori e merci nazionali a quella di "interesse nazionale", per tenere conto delle esigenze delle imprese nazionali che hanno delocalizzato i propri processi produttivi all'estero.

Il quadro operativo "evoluto" vede quindi imprese che operano a livello multinazionale (spesso tramite controllate estere) per la realizzazione di progetti con elevato contenuto di merci estere ma tecnologia e *know-how* nazionali, sia in Paesi emergenti che nel mercato OCSE in quanto le principali controparti ora sono private, con un peso crescente del *project finance* e delle operazioni *asset-based*.

In questo caso all'analisi del Rischio Paese si associa la valutazione del rischio commerciale e del merito di credito della controparte privata, in base ad un approccio "caso per caso" mirato a evidenziare i punti di forza e di debolezza del singolo progetto.

### **3.3.2 La valutazione del Rischio Paese in SACE**

Esso parte da un presupposto fondamentale legato all'attività della società, che è quella di fornire copertura assicurativa agli esportatori e agli investitori italiani in linea con i mutamenti del mercato di cui si è dato conto nei precedenti paragrafi. Di conseguenza, il fulcro dell'analisi si basa sui diversi effetti che il verificarsi di uno o più eventi legati ai rischi che compongono il Rischio Paese può avere sull'attività economica dell'impresa, in particolare su fenomeni che ostacolino o rendano impossibile l'esecuzione del contratto o il pagamento dello stesso, impediscano i trasferimenti valutari necessari per i pagamenti, causino la moratoria dei pagamenti da parte di debitori sovrani, ovvero l'inadempimento o l'insolvenza dei debitori privati. In quanto assicuratori, l'analisi del Rischio Paese non è mirata a misurare il livello di rischio intrinseco di un determinato Paese, quanto piuttosto a determinare le ripercussioni che tale rischio può avere sull'attività economica dell'investitore o dell'esportatore italiano, in relazione alla tipologia di operazione assicurata.

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.

Le categorie di rischio determinate in sede OCSE misurano la probabilità che un determinato Paese (in particolare il cosiddetto *best buyer*, generalmente identificabile con il debitore sovrano) non onori il servizio del debito nel medio – lungo termine. Esprimono quindi una misura della probabilità di *default* del sovrano e sono per certi versi paragonabili ai *rating* predisposti dalle Agenzie che operano nel settore del *credit assessment* (Moody's Investor Service, Fitch Investor Service e Standard&Poor's), anche

se vi sono alcune differenze sostanziali nelle prerogative di base e nella finalità della classificazione.

I Paesi sono suddivisi in 8 categorie (0-7): la categoria 0 rappresenta un rischio trascurabile e comprende tra gli altri le economie avanzate come Unione Europea, USA, Giappone, ma anche Singapore e Slovenia. All'aumentare delle categorie, il rischio diviene più significativo fino ad arrivare alla categoria 7 che rappresenta il rischio massimo e include ad esempio Argentina, Angola, Zimbabwe, Corea del Nord, Serbia.

La classificazione dei Paesi viene elaborata in ambito OCSE con la partecipazione di tutti gli Stati membri ed è per essi vincolante. L'importanza delle categorie risiede infatti non tanto nell'indicazione sintetica di rischiosità che rappresentano, quanto nel fatto che ad esse è legato il *Minimum Premium Rate* (MPR), ovvero il *premio minimo* che le Export Credit Agencies sono tenute ad applicare per il rischio sovrano a medio – lungo termine.

La classificazione comune e i premi minimi sono stati fissati dai partecipanti all'accordo *Consensus* (l'accordo che regola le attività di credito all'esportazione) per evitare forme di sussidio alle economie nazionali e stabilire un *level playing field*, un punto di partenza condiviso che scorraggiasse la concorrenza sleale in un segmento vischioso, poco profondo e caratterizzato dalla mancanza di *benchmark* quale il mercato a medio – lungo termine.

La metodologia adottata in ambito OCSE prevede l'esame di tutti i Paesi almeno una volta all'anno, con revisioni trimestrali secondo l'area geografica di appartenenza. I Paesi OCSE ad alto reddito (in base alla classificazione della Banca Mondiale) e i Paesi che aderiscono all'area euro sono classificati automaticamente in categoria 0 e sono esclusi dal procedimento.

Il processo si articola in due fasi: l'approccio quantitativo mediante l'applicazione di un modello statistico e l'aggiustamento qualitativo. Il CRAM (*Country Risk Assessment Model*) è il modello che costituisce il punto di partenza della classificazione ed è stato elaborato congiuntamente dagli esperti delle Export Credit Agencies per tenere conto delle peculiarità dell'attività assicurativa. Il CRAM, infatti, include sia indicatori economico-finanziari analoghi a quelli considerati dai principali istituti di ricerca internazionali e dalle Agenzie di *rating*, ma si distingue in quanto considera direttamente l'esperienza di pagamento delle ECA.

Gli indicatori sono valutati singolarmente sulla base di soglie critiche determinate per ognuno di essi. Sono poi combinati in due *score* (0-100%) economico e finanziario, che vengono a loro volta integrati in un unico risultato economico – finanziario mediante una media ponderata i cui pesi variano in base ai valori assunti dai singoli indicatori.

Lo *score* economico – finanziario viene quindi confrontato con quello relativo all'esperienza di pagamento, che viene aggiornata trimestralmente. In questo caso si considerano le componenti dell'esposizione delle ECA (impegni in essere, arretrati e indennizzi) nonché eventuali arretrati verso FMI e Banca Mondiale. In particolare, tra gli indicatori inclusi nel modello vi sono il rapporto tra arretrati e impegni, tra indennizzi e impegni, tra importi pagati e dovuti rispetto agli accordi di ristrutturazione. Gli indicatori selezionati hanno lo scopo di evidenziare l'insorgere di episodi di sinistrosità che denotino l'impossibilità o la riluttanza a pagare da parte del debitore sovrano.

In caso di accordi di ristrutturazione, viene posta particolare attenzione alla *cut-off date* (COD), che rappresenta un importante punto di cesura nel *track record* di un determinato Paese; la presenza di un accordo indica infatti la volontà del Paese di far fronte ai propri obblighi nonostante non sia in grado di rispettare le condizioni contrattuali fissate originariamente.

La *cut-off date* è la data che viene fissata in sede Club di Parigi come punto di riferimento per la ristrutturazione del debito. Le obbligazioni contratte precedentemente alla COD vengono incluse nell'accordo, mentre quelle successive vengono onorate alle scadenze originarie. In tale contesto, tuttavia, viene dato un peso maggiore a eventuali arretrati o indennizzi post COD, in quanto rappresentano non solo un segnale di difficoltà a rispettare gli impegni presi nonostante la ristrutturazione del debito, ma evidenziano che il dissesto finanziario si è esteso anche alle obbligazioni assunte successivamente all'accordo.

Una volta elaborati i due *score* (economico – finanziario e dell'esperienza di pagamento), si perviene al risultato totale del modello: viene assegnata pari importanza alla situazione economica e al *track record* dei pagamenti verso le Agenzie di Credito alle esportazioni e quindi il risultato totale è il peggiore dei due *score*. Esso viene quindi convertito in categorie di rischio dalla 0 alla 7 e costituisce il punto di partenza dell'aggiustamento qualitativo.

La procedura di *aggiustamento qualitativo* ha lo scopo di considerare tutti i fattori non inclusi nel modello (in quanto non quantificabili) che possono avere ripercussioni sul profilo di rischio del Paese. Tra di essi sono importanti in primo luogo la situazione politica, nello specifico la struttura istituzionale, il livello di democrazia e di rappresentanza delle forze di opposizione, la presenza di conflitti interni o nelle aree confinanti. Inoltre, viene valutato il quadro legale e operativo, legato all'adeguatezza e all'indipendenza del sistema legale, al livello della burocrazia e della corruzione, all'apertura e all'atteggiamento nei confronti degli investitori esteri. Un altro aspetto è connesso al contesto sociale, alla disoccupazione, alla presenza di tensioni o rivendicazioni da parte di minoranze etniche o religiose. Infine, viene posto l'accento sulla coerenza delle strategie del Governo, in particolare sulla sostenibilità della politica economica e sulla cooperazione con le IFI. Altri fattori non inclusi nel modello che possono essere oggetto di discussione in sede di aggiustamento qualitativo riguardano la struttura del sistema bancario e finanziario, la sua stabilità e redditività, nonché l'adeguatezza della supervisione da parte delle autorità di vigilanza e l'efficacia nell'evitare fenomeni di contagio in caso di crisi finanziaria. In generale l'aggiustamento in positivo (*upgrading*) rispetto al risultato del modello è limitato ad una sola categoria, mentre il *downgrading* è potenzialmente illimitato.

Nell'ambito della procedura utilizzata da SACE 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 ciascuno delle seguenti dimensioni del Rischio Paese:

- economica;
- politica (nelle sue dimensioni di rischio esproprio, trasferimento e violenza);
- finanziaria;
- operativa.

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 assicurativo 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 da parte delle Nazioni Unite.

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, a situazioni di conflitto come in Sudan o in 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. 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).

L'*apertura con restrizioni* comprende 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 il 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 Fondo Monetario Internazionale, legati ad esempio all'iniziativa HIPC (Heavily Indebted Poor Countries) 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 di durata 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 i Paesi ad alto rischio infine è prevista la *chiusura*. In caso di sospensiva 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 Istituto Finanziario Internazionale, 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 l'operatività 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. Tali progetti sono solitamente caratterizzati da un impegno finanziario molto consistente, cui si associa la presenza di

meccanismi di mitigazione del Rischio Paese (ad esempio nella forma di *escrow account*<sup>8</sup>); considerato, inoltre, che il finanziamento viene ripagato con le entrate generate dal progetto stesso, anche il concetto di debitore perde il suo significato tradizionale. 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 degli *asset* detenuti 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 di 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.

---

<sup>8</sup> Contratto tra due soggetti in base al quale le parti contraenti affidano ad un terzo soggetto il mandato per regolare la compravendita di beni mobili e immobili, ma anche di partecipazioni societarie o rami aziendali. A seguito della stipulazione del contratto di *escrow account*, le parti depositano presso il terzo il bene o il documento oggetto della transazione e il suo controvalore in denaro. Il bene o la somma depositata viene amministrata per conto del depositante fino al momento in cui, al verificarsi di una determinata condizione, sarà consegnata al compratore (vedi [www.businessdictionary.com](http://www.businessdictionary.com)).

Lo scenario economico mondiale ha vissuto negli ultimi decenni una trasformazione radicale che ha portato ad un “appiattimento” delle distanze. Il progresso tecnologico e alcuni fondamentali cambiamenti dell’assetto politico internazionale hanno favorito non solo la globalizzazione e la delocalizzazione produttiva, ma anche uno sviluppo dei mercati finanziari dei Paesi emergenti impensato prima della diffusione delle moderne tecnologie informatiche.

Questa “rivoluzione copernicana” porta con sé anche alcuni elementi di instabilità, poiché in un contesto fortemente integrato la trasmissione delle crisi e gli episodi di contagio possono essere agevolati dalla mancanza di barriere, con effetti deleteri per le economie più deboli; per questo il Rischio Paese acquisisce sempre più importanza.

L’analisi del Rischio Paese è essenziale nel settore dell’assicurazione del credito all’esportazione e per una società come SACE, la cui missione è orientata al sostegno all’internazionalizzazione del sistema economico italiano, in un contesto di trasformazione dell’attività delle ECA verso un modello orientato al mercato. La definizione stessa di Rischio Paese in questo contesto assume una valenza particolare, dal taglio più operativo, volta a esaminare gli effetti che gli elementi di rischiosità peculiari di un determinato Paese possono avere sull’attività economica *cross-border*.

I cambiamenti strutturali del modello di produzione globale e del sistema finanziario brevemente riportati in questo lavoro rendono necessaria l’adozione di una nuova definizione e misurazione del Rischio Paese che tenga conto delle trasformazioni in atto. In questo quadro il concetto di Rischio Paese deve essere interpretato in una nuova ottica, sulla base di un approccio multidimensionale che tenga conto sia dei tradizionali rischi di vulnerabilità macroeconomica (allargati per tenere conto degli squilibri nel *balance sheet* degli agenti economici) sia dei fattori legati al sistema operativo, al quadro regolamentare e di competitività dei mercati, ai rischi geopolitici e finanziari.

## **3.4 Confronto tra SACE e un competitor europeo: COFACE**

### **3.4.1 Introduzione**

Per questioni di praticità in questo lavoro non possiamo confrontare il modo di fare assicurazione del credito in Italia con quello del resto dell'Europa, non potendo mettere sotto esame tutte le Agenzie europee che si occupano di tale attività, a causa carenza di dati dettagliati e di tempo.

Però, ai fini del nostro studio, sembra sufficiente confrontare l'Export Credit Agency italiana, SACE, con una rappresentante del mercato europeo e ci è sembrato più opportuno optare per *COFACE*, assicuratrice del credito in Francia e annoverata tra le leader del settore.

Dopo una breve presentazione della storia della francese COFACE ci soffermeremo ad analizzare il suo ambito operativo e il profondo cambiamento che di recente l'ha riguardata; per concludere ci focalizzeremo sugli elementi in comune e sulle differenze tra le due Agenzie sotto esame.

### **3.4.2 COFACE: storia e contesto operativo**

Il termine COFACE sta per *Compagnie Française d'Assurance pour le Commerce Extérieur* e nasce in Francia nel 1946 come azienda specializzata nell'assicurazione del credito alle esportazioni. Nel 1987 si espande in Italia e nasce COFACE Assicurazioni con il nome *La Viscontea*.

Successivamente, nel 1992, COFACE continua la sua espansione internazionale nel Regno Unito, aprendo la strada ad acquisizioni in Germania (AK COFACE) e Austria (KV COFACE) e costituisce anche la rete di assicuratori del credito chiamata *CreditAlliance*, di cui forniremo qualche cenno in seguito.

Nel 1994 COFACE viene privatizzata e l'anno successivo la rete *CreditAlliance* estende la sua attività all'informazione del credito. Nel 1999 l'Azienda francese amplia la sua offerta di servizi al factoring costituendo AKCF in Germania; nel 2000, poi, lancia le

valutazioni *@rating* (di cui tratteremo in maniera più approfondita in seguito) e due anni dopo Natexis Banques Populaires ne diventa azionista di maggioranza.

Nel 2004 COFACE acquisisce Ort da Reuters, specializzata nel campo dell'informazione sul credito, e combina l'esperienza di questa società con quella di COFACE SCRL per diventare l'azienda leader anche in questo settore. Nel biennio 2005 – 2006 espande la sua attività in Sud-Africa e Israele e amplia l'offerta commerciale nei Paesi in cui è già presente. Il 17 novembre del 2006 crea Natixis, portando in essa le attività bancarie di finanziamento, gestione degli investimenti patrimoniali e i servizi finanziari dei gruppi Banques Populaire e Caisse d'Epargne.

Nel 2007 viene creata la COFACE Holding, che raggruppa tutte le risorse di COFACE e di Natixis; inoltre viene acquisita Dafsaliens, specialista francese nei legami finanziari tra società. L'anno successivo l'Agenzia francese firma un accordo di cooperazione con l'ICIEC (Società Islamica per l'assicurazione degli investimenti e il credito dell'esportazione); così facendo rafforza la sua presenza geografica in Medio-Oriente, Africa e Asia. Nello stesso anno essa lancia un nuovo prodotto: la valutazione aziendale attraverso i rating, fornendo così un'alternativa alle tradizionali Agenzie di rating, di cui abbiamo parlato nel secondo capitolo di questo lavoro.

Nel 2009, a seguito della crisi finanziaria, COFACE attua il “Codice sulla crisi” e successivamente il “Codice II sulla crisi”. Infatti, nonostante la crisi, l'Agenzia di assicurazione del credito francese continua a sostenere le imprese incrementando le garanzie del 14% rispetto al 2008. Sempre nel 2009 COFACE annuncia di voler diventare un'Agenzia di rating a tutti gli effetti, come le tre principali Agenzie anglo-americane, pur limitandosi alle valutazioni aziendali.

Oggi, per essere più vicina possibile ai suoi clienti, COFACE gestisce una rete di sedi e filiali in 67 Paesi (vedi figura 3.5). Inizialmente la sua offerta è stata orientata alla gestione, al finanziamento, alla protezione del suo portafoglio di clienti, consentendo alle imprese di esternalizzare la loro gestione del credito in tutto o in parte, nonché i rischi connessi.

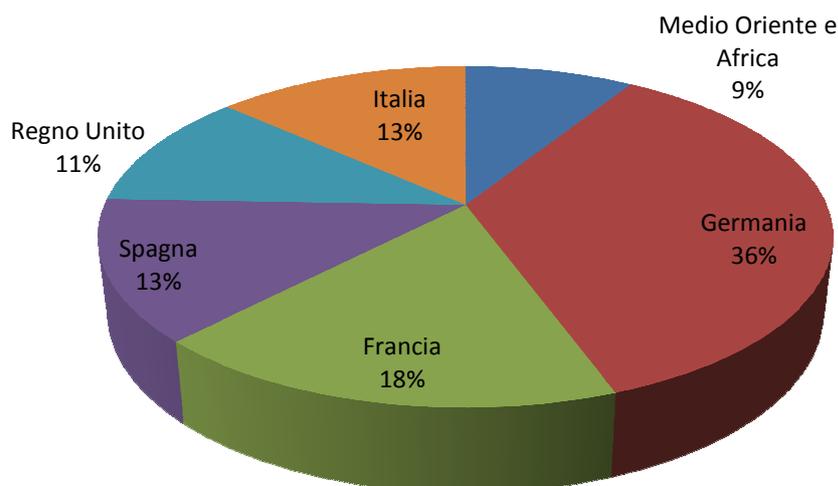


Figura 3.5: Portafoglio di COFACE: impegni per area geografica

A partire dal 1946, COFACE sviluppa il suo servizio di assicurazione del credito a livello internazionale. La sua rete è costituita sulla base delle sue entità locali presenti in tutto il mondo e sulla base dei suoi partner di *CreditAlliance*, organizzazione che raggruppa società di assicurazione del credito, dell'informazione commerciale e società di factoring, che agevolano lo sviluppo di soluzioni di credit management studiate su misura per imprese e banche. Tutte le società che appartengono al gruppo CreditAlliance offrono garanzie e servizi omogenei alle imprese e alle loro filiali locali. Condividono gli stessi strumenti di gestione dei rischi e del recupero, oltre a prodotti comuni.

Come risultato dello sviluppo internazionale, il cliente beneficia del know-how locale delle varie filiali nelle pratiche di assicurazione del credito, con le quali COFACE assicura ai suoi clienti i seguenti servizi:

- *Emissione e rinnovo dei contratti di assicurazione del credito, delle obbligazioni, dei singoli rischi e investimenti*: in tal senso i dipendenti devono proporre ai consumatori solo quei prodotti che siano i più adatti alle loro reali esigenze. Inoltre devono anche fornire sistematicamente una spiegazione chiara e completa dello scopo e della funzione delle coperture assicurative proposte;
- *Gestione dei rischi*: l'analisi, il rating sul rischio e le procedure per prendere decisioni sul credito devono soddisfare standard di professionalità molto elevati. Le decisioni sono prese con tutta l'obiettività richiesta così da non penalizzare né il consumatore né l'impresa. Il trattamento equo dei consumatori è scrupolosamente

rispettato e ogni trattamento di favore è assolutamente proibito. La gestione del rischio non dovrebbe, in nessuna circostanza, distorcere la competizione tra i consumatori; infatti, divulgare qualsiasi informazione riguardante un concorrente a un consumatore, come ad esempio il livello di copertura estesa, è assolutamente proibito;

- *Gestione dei reclami e indennizzi*: ogni decisione collegata agli indennizzi deve essere equa nei confronti dell'assicurato, in particolare nel momento in cui ci sia da interpretare una clausola della polizza. Ogni decisione negativa deve essere giustificata con motivazioni chiare e chiaramente spiegate ai consumatori;

tutto ciò al fine di facilitare gli scambi tra le imprese in tutto il mondo.

### **3.4.3 Dall'assicurazione del credito all'emissione di rating**

Già dalla breve presentazione sulla storia dell'Agenzia di Credito francese, che va dalla sua costituzione fino ai giorni nostri, abbiamo potuto notare come la sua attività si sia distanziata da quella tipica delle Export Credit Agencies.

Infatti nel biennio 2008 – 2009 COFACE ha spostato il centro della sua attività dall'assicurazione del credito alla valutazione delle imprese per mezzo dei rating. Essa, con i suoi rating sul credito, valuta il rischio di credito di un'impresa, e così la sua solidità finanziaria sulla base delle sue forze e debolezze. Per diversi anni COFACE ha emesso i suoi rating sul credito per adempiere alle sue necessità, ed essi riguardavano tutte le imprese e i gruppi (approssimativamente 12000) verso cui aveva un'esposizione significativa connessa al business dell'assicurazione del credito.

La qualità dei rating di COFACE si fonda su un processo di produzione unico che viene messo in atto: esso si basa sulla cooperazione tra gli analisti dell'Agenzia, da un lato, e i sottoscrittori, dall'altro. Gli analisti producono i rating utilizzando i dati sulle imprese, la loro conoscenza dell'ambiente economico e le interviste al management dell'impresa con cui possono entrare in contatto, se necessario. I sottoscrittori, il cui ruolo principale è di decidere e monitorare l'ammontare di garanzia sottoscritta per l'impresa, controllano i rischi grazie alla loro esperienza sul rischio.

Tutte le fasi del processo produttivo sono controllate. La qualità del rating è controllata sistematicamente, su base individuale (analisi “post mortem” in caso di default) e su base statistica (attraverso i crediti commerciali non pagati monitorati da COFACE).

A seguito della crisi, è apparso come il rating del credito di COFACE possa soddisfare i bisogni sia delle istituzioni finanziarie (investitori) che delle imprese valutate con il rating (prenditori di fondi/mutuatari). È anche apparso come il dialogo e la trasparenza sul rating del credito possa solo migliorarne la qualità.

Sempre durante la crisi, inoltre, le Agenzie di rating tradizionali sono state criticate duramente in tutto il mondo e sono state accusate di averne amplificato gli effetti a causa delle loro valutazioni. È emerso, infatti, come gli investitori adesso vogliano un’Agenzia di rating dedicata alla valutazione delle imprese, che abbia una copertura in tutto il mondo, che sia ben conosciuta, affidabile, e i cui interessi siano allineati con i loro. I rating sul credito di COFACE possono soddisfare tutte queste attese.

COFACE emette rating solo su imprese non finanziarie (quindi non su banche, né su compagnie assicurative), e solo su imprese in cui ha un’esposizione consistente connessa al suo business dell’assicurazione del credito: in caso di rating errato, COFACE potrebbe dover indennizzare i suoi clienti assicurati, e in tal caso questi costerebbero molto più delle entrate ottenute dall’attività di rating. Ciò fa sì che i suoi interessi siano completamente allineati a quelli degli investitori.

I rating dell’Azienda francese sono facili da usare: essa, infatti, usa la stessa scala di rating delle Agenzie tradizionali, da AAA a D. Inoltre segue un “Codice di condotta” che rispetta le regole imposte dallo IOSCO<sup>9</sup> e ad essa è stato concesso lo status di Istituzione per la valutazione del credito estero (ECAI) dal regolatore bancario francese (Commission Bancaire) e dal regolatore bancario portoghese, che permettono alle banche di usare le sue valutazioni per monitorare i loro stessi rischi o i prestiti concessi.

Il processo di produzione dei rating di COFACE prevede cinque fasi di cui l’ultima opzionale; di seguito ne proponiamo una descrizione:

- *Prima fase: Raccolta delle informazioni sulle imprese da valutare:*

---

<sup>9</sup> La IOSCO (International Organization of Securities Commissions) è l’organizzazione mondiale delle autorità di vigilanza sui mercati finanziari. I suoi membri cooperano per sviluppare, attuare e promuovere l’adesione agli standard internazionalmente riconosciuti contenuti nei regolamenti che mirano a tutelare gli investitori e a mantenere equi i mercati, attraverso un aumento della trasparenza e della comunicazione.

gli analisti raccolgono costantemente tutte le informazioni disponibili sugli enti da valutare, attraverso fonti pubbliche e private, e attraverso le esperienze di pagamento vissute da COFACE stessa. Inoltre quest'ultima monitora e riapplica in modo costante una propria valutazione, la valutazione @rating, che è una sintesi di tutta la serie di dati disponibili sull'impresa oggetto di analisi. La valutazione @rating determina un rating sul rischio di credito estero che valuta il debito commerciale assicurabile in tutto il mondo e classifica le imprese in conformità con la riforma di Basilea 2. Esso è ottenuto dalla sintesi di una serie di informazioni quali ad esempio l'analisi microeconomica e macroeconomica del Paese di riferimento, le esperienze di pagamento registrate in tutto il mondo, i dati pubblicati dalle società, e le informazioni che quotidianamente gli arbitri raccolgono nel mondo. I rating sul credito e il @rating sono costantemente confrontati. In caso ci sia una discrepanza tra loro su una stessa impresa, le ragioni sono immediatamente analizzate, e la discrepanza corretta.

– *Seconda fase: Contatto con le imprese valutate, analisi del rischio:*

COFACE costituisce con le imprese su cui emette il rating un processo di comunicazione in base al quale impone a se stessa di comunicare i rating e i futuri cambiamenti nei rating stessi, così come le motivazioni che li hanno determinati; e in base al quale le imprese valutate si impegnano a fornire le informazioni necessarie a costituire e aggiornare i rating.

– *Terza fase: Convalida da parte della Commissione del Rating:*

ogni primo rating e ogni cambiamento significativo nei rating è presentato alla Commissione del Rating competente per la regione, per la discussione e la convalida.

– *Quarta fase: Convalida da parte della Linea di Assicurazione del Credito:*

a seconda dell'importanza del cambiamento nei rating e/o dell'importanza dell'impresa valutata, la convalida è compito del Sottoscrittore Senior o della Commissione dei sottoscrittori.

– *Quinta fase opzionale: Arbitrato in caso di disaccordo tra la Linea di Servizio e la Linea di Assicurazione del Credito:*

nel caso in cui entrambe le Linee siano in disaccordo, e il disaccordo non possa essere risolto attraverso una discussione comune, una commissione comune decide il rating. La commissione può essere sia regionale che globale, a seconda dell'ammontare di esposizione al rischio che COFACE ha nei confronti dell'impresa valutata. I membri della commissione sono: nel primo caso i rappresentanti sia della Linea di Servizio che di quella

di Credito; il CEO dell'ente locale di COFACE o il CEO di COFACE, in caso di Assemblea globale.

COFACE rende disponibile alle istituzioni finanziarie interessate, in seguito a una sottoscrizione, un'offerta che include tutti i suoi rating emessi su un certo Paese, su una certa regione o su tutto il mondo. Essa comunica i suoi rating finanziari, ma non i dati, essendo questi in parte confidenziali. Tali rating non sono accompagnati da un report e sono resi disponibili progressivamente, a seconda dei risultati di una serie di controlli di qualità: Paese dopo Paese, e in un Paese, passo dopo passo.

La crisi ha enfatizzato l'importanza per un'impresa di fare affidamento su una terza parte indipendente che possa valutare e certificare la sua solidità finanziaria e COFACE si è dimostrata capace di soddisfare queste attese.

#### **3.4.4 Analisi delle differenze tra SACE e COFACE**

Terminata l'analisi delle caratteristiche di COFACE, possiamo focalizzarci sullo studio delle differenze riscontrabili tra SACE e COFACE.

Innanzitutto la nostra SACE è controllata totalmente dal Ministero dell'Economia e delle Finanze, invece COFACE è un ente privato. Quest'ultima, quindi, riceve di sicuro meno pressioni da parte dello Stato e ciò la rende meno vincolata nel suo operato.

Poi, entrambe sembrano avere come principale interlocutore piccole, medie e grandi imprese, ma con fini diversi: SACE per l'assicurazione del credito, COFACE per la valutazione dei rischi di credito, attività impropria per una Export Credit Agency che però è diventata centrale per l'Agenzia francese.

Inoltre entrambe si occupano di Rischio Paese. SACE però lo ritiene aspetto fondamentale da analizzare in un'azienda in quanto la sua attività principale è quella di fornire una copertura assicurativa ad esportatori ed investitori italiani e il verificarsi di eventi connessi al rischio Paese determinerebbe un differente trattamento assicurativo da applicare. COFACE, al contrario, analizza il Rischio Paese dal punto di vista delle Agenzie di rating. Queste mirano a valutare il livello intrinseco di rischio di un determinato Paese e concentrano la loro attenzione sulla situazione economica, politica ed ambientale del Paese stesso; al contrario COFACE si concentra sul mondo aziendale ma il processo logico

adottato nella valutazione sembra essere lo stesso sia per COFACE che per le Aziende di rating tradizionali.

Altra differenza è che COFACE, rispetto a SACE, si occupa anche dell'informazione del credito. L'Agenzia francese, infatti, possiede una banca dati mondiale condivisa che fornisce informazioni su oltre 50 milioni di aziende e consente alle imprese di misurare la situazione finanziaria dei propri partner commerciali e la loro capacità di rispettare gli impegni assunti. Inoltre è proprio da tale banca dati che hanno origine le valutazioni @rating.

Per concludere, l'ultima differenza che qui vogliamo sottolineare (cui già abbiamo accennato in precedenza), anche se non è l'ultima quanto a importanza, è che: mentre SACE svolge l'attività tipica di un'Export Credit Agency, COFACE nel tempo ha spostato il fulcro della sua attività dall'assicurazione e gestione dei crediti all'emissione di rating e ciò, come abbiamo visto, l'ha portata ad analizzare e valutare l'impatto del Rischio Paese da una prospettiva totalmente diversa rispetto a SACE.

Dopo aver analizzato cosa significa Rischio Paese e chi sono i soggetti e gli enti interessati ad esso e ai suoi effetti, nel capitolo seguente ci dedicheremo allo studio delle metodologie e dei modelli di valutazione, che, come vedremo, si distinguono in qualitativi e quantitativi.

# 4 Modelli e metodologie di valutazione del Rischio Paese

## 4.1 Introduzione

La globalizzazione del commercio mondiale, dei mercati finanziari e della tecnologia ha creato un nuovo ambiente mondiale, pieno di opportunità, ma anche pieno di incertezze e rischi. Gli ultimi vent'anni sono stati interessati da una serie di crisi finanziarie nei mercati dei Paesi emergenti. Tali crisi possono essere di vario tipo e vanno dalla crisi del debito estero (come avvenuto nella maggior parte dei Paesi in via di sviluppo nel triennio che va dal 1982 al 1985), alla crisi del tasso di cambio (come avvenuto in Messico e nella zona della Comunità francese dell'Africa o CFAF<sup>10</sup> nel 1994, in Brasile e in Russia nel 1998, in Argentina e Turchia nel biennio 2001-2002), alla crisi del sistema bancario (come avvenuto nei Paesi asiatici nel biennio 1997-1998) e alle crisi da eccessivo indebitamento (come quella iniziata nel 2008 negli Stati Uniti e poi diffusasi in tutta Europa, i cui effetti si protraggono ancora oggi). Qualunque sia la causa di inizio delle crisi economiche e finanziarie, resta il fatto che molte di esse si concludono con disequilibri nella bilancia dei pagamenti con le conseguenti difficoltà nel servizio del debito. Le altre si materializzano in arretrati protratti, moratorie, rinegoziazioni e ristrutturazioni delle trattative.

Tali crisi sono state e continuano ancora ad essere molto costose sia per i Paesi interessati che per i creditori. Le perdite solitamente sono ingenti e si protraggono nel tempo per le popolazioni locali così come per i detentori di obbligazioni, le banche internazionali e gli investitori stranieri. Inoltre, le connessioni e gli effetti contagio aumentano la vulnerabilità finanziaria degli altri Paesi attraverso una serie di canali di mercato.

Nonostante l'idea convenzionale che i mercati emergenti costituiscano economie altamente volatili, fiscalmente incerte e politicamente fragili, il fatto è che il debito nei mercati emergenti ha avuto un esito migliore rispetto agli altri investimenti nei mercati

---

<sup>10</sup> Nell'Africa orientale ed occidentale 14 Paesi costituiscono una zona monetaria chiamata "Communauté Française d'Afrique" collegata alla Francia dal 1948, e all'Eurozona dal 2002.

sviluppati. Questi Paesi sono simili alle imprese nella fase di start-up. Inoltre, date le modeste opportunità di crescita nei Paesi OCSE, i mercati emergenti forniscono agli investitori opportunità di diversificazione del portafoglio, e agli esportatori opzioni di riequilibrio del mercato. Una valutazione consistente del Rischio Paese è, dunque, un prerequisito per una gestione equilibrata del rischio sia nelle economie avanzate che nelle economie dei Paesi in via di sviluppo.

Il Rischio Paese, come abbiamo già detto, deriva dalla possibilità che un mutuatario di un Paese straniero, un importatore o un partner aziendale sia incapace o restio ad adempiere alle sue obbligazioni contrattuali verso un prestatore straniero, un esportatore e/o un investitore.

Da questa definizione si evince come il Rischio Paese non sia un problema da affrontare solo nei Paesi emergenti, ma anche in quelli sviluppati, e come quindi esso esista qualunque sia il livello di sviluppo economico. Anche i Paesi OCSE possono generare un livello sostanziale di Rischio Paese collegato ai progetti di investimento e ai flussi commerciali. Le barriere al commercio, le leggi ambientali, la competizione sociale, e i tassi di cambio volatili sfidano gli investitori nelle nazioni più avanzate così come nei Paesi emergenti. Dopo l'ampio elenco di rischi che possono rendere volatile un investimento estero, un unico approccio darebbe un'immagine parziale del rischio. Quindi la valutazione di quest'ultimo richiede una combinazione di approcci convergenti fino ad arrivare a due gruppi distinti di metodologie che sono le *metodologie quantitative* e le *metodologie qualitative* di cui ci occuperemo nel dettaglio nei paragrafi seguenti.

## **4.2 Le metodologie quantitative**

### **4.2.1 Introduzione alle metodologie quantitative**

Qui di seguito vogliamo descrivere i principali metodi econometrici e matematici utilizzati comunemente nella valutazione del Rischio Paese. Tali metodologie sono quelle di norma utilizzate negli studi accademici e poi applicate in campo professionale quando si tratta di *quantificare il rischio*.

I modelli quantitativi di cui ci occuperemo in questo elaborato sono:

- l'analisi discriminante;
- i modelli logit e probit;
- i modelli di regressione lineare;
- il multicriteria decision-aid;
- le reti neurali;
- il VAR.

#### 4.2.2 L'analisi discriminante

L'analisi discriminante è una tecnica statistica ottenuta dagli studi di *Edward I. Altman*, nato nel 1941 e professore di finanza alla Stern School of Business di New York e direttore della Research in Credit and Debt Markets del Centro Salomon di New York per gli studi delle istituzioni finanziarie. Ad oggi Altman è il massimo esperto mondiale del rischio di credito. A lui si deve lo sviluppo e l'elaborazione della formula del modello Z-score (di cui ci occupiamo in questo paragrafo), che rende possibile classificare un'osservazione in uno dei diversi raggruppamenti costituiti a priori. Altman, ad esempio, usò questa tecnica per predire la bancarotta delle imprese. Nel caso dell'analisi del Rischio Paese/politico, l'idea è di classificare i Paesi a seconda che siano o meno in procinto di fallire, di espropriare o di fare qualsiasi altra cosa che possa essere percepita come sfavorevole per l'investimento.

La procedura statistica individua le variabili più significative e assegna loro i pesi ottimali che consentono di rispettare alcune regole obiettivo, quali la massimizzazione delle differenze tra le medie dei punteggi delle controparti solventi e le medie dei punteggi delle controparti insolventi, e la minimizzazione della varianza dei punteggi di ognuno dei due gruppi attorno alle proprie medie.

La configurazione di questi modelli rispecchia quella dell'originario lavoro di Altman pubblicato nel 1968<sup>11</sup>, che sulla base di due campioni di 33 aziende manifatturiere insolventi e di altrettante solventi (nel periodo 1946-1965) e di 22 indici di bilancio relativi ad ognuno di essi, individuò 5 indicatori rilevanti ed i pesi ottimali, pervenendo alla seguente funzione di scoring:

---

<sup>11</sup> Altman E. I., *Financial Ratios. Discriminant Analysis and the Prediction of Corporate Bankruptcy*, The Journal of Finance, settembre 1968.

$$\begin{aligned}
Z - score = & 1,2 \frac{\text{capitale circolante}}{\text{capitale investito}} + 1,4 \frac{\text{utile non distribuito}}{\text{capitale investito}} \\
& + 3,3 \frac{\text{risultato operativo}}{\text{capitale investito}} + 0,6 \frac{\text{valore di mercato}}{\text{passività totali}} \\
& + 0,999 \frac{\text{vendite nette}}{\text{capitale investito}}
\end{aligned}$$

Gli elementi del campione risultano tutti di dimensioni medie e vengono selezionati in modo che ad ogni impresa insolvente corrisponda una non insolvente, simile per dimensione ed appartenente al medesimo settore.

Sostanzialmente, sono coinvolte tre fasi:

- 1) Stabilire delle classificazioni di gruppi che si escludono a vicenda. Ogni gruppo è distinto da una distribuzione di probabilità delle caratteristiche;
- 2) Raccogliere dati per ognuno dei gruppi;
- 3) Derivare le combinazioni lineari delle caratteristiche che meglio “discriminano” tra i gruppi. “Meglio” in questo caso, significa la discriminazione che minimizzi la probabilità di errori nella classificazione.

Per semplicità, consideriamo che le due variabili,  $x_1$  e  $x_2$ , siano usate per discriminare due tipi di Paesi: quelli che falliranno a causa del loro debito estero e quelli che non falliranno. Poniamo che  $x_1$  sta per il tasso di crescita del Paese e che  $x_2$  sta per il rapporto tra debiti ed esportazioni. Ora consideriamo la combinazione lineare tra  $x_1$  e  $x_2$ :

$$Z = a_1x_1 + a_2x_2$$

A questo punto il problema è stabilire un criterio e usare dati passati al fine di determinare i valori di  $a_1$  e  $a_2$  che rendono  $Z$  utile come indice di discriminazione tra i membri dei due gruppi.

L’idea, poi, è di minimizzare il numero di errori nella classificazione. Il problema è che le *deviazioni standard* o *variazioni*<sup>12</sup> di  $x_1$  e  $x_2$  dovrebbero essere così grandi che i due gruppi dovrebbero sovrapporsi, tali che alcuni dei Paesi vicini al default avranno uno  $Z$ -score più alto rispetto a quello di Paesi lontani dal default. La zona di sovrapposizione è

---

<sup>12</sup> Il termine *varianza* o *deviazione standard* ( $\sigma^2$ ) indica la variabilità e al tempo stesso il grado di dispersione attorno alla media dei possibili valori che una variabile può assumere.

chiamata *zona di ignoranza* e le classificazioni nella zona di ignoranza hanno una probabilità maggiore di errore, anche se in un modello perfetto, non dovrebbero esserci errori nella classificazione.

Altman individua, poi, un punto di *cut-off* pari, nel suo modello originario, a 2,675. Un valore di *cut-off* è necessario a causa della zona di ignoranza, dove alcuni Paesi in default hanno valori di *Z* più alti rispetto a quelli non in default. Altman, così, arriva ad individuare tre zone o aree, sostenendo che: “le imprese che hanno uno *Z*-score più alto di 2,99 rientrano nella *zona di non fallimento*, mentre le imprese con uno *Z*-score sotto l’1,81 sono comprese nella *zona di insolvenza*. L’area compresa tra 2,99 e 1,81 viene chiamata *zona d’ignoranza* o *area grigia* a causa dell’incertezza della classificazione”.

Successivamente gli studiosi Frank e Cline<sup>13</sup> hanno pubblicato, nel 1971, il primo studio empirico sistematico riguardo la rinegoziazione del debito dei Paesi (c.d. *rescheduling debt*) utilizzando l’analisi discriminante. L’unità fondamentale di analisi considerata è il *country year*. I due autori hanno esaminato i dati di 26 Paesi in un periodo di nove anni, ma, per la mancanza di dati, l’analisi ha riguardato un campione di 145 anni Paese con 13 rinegoziazioni del debito. L’analisi originale includeva otto variabili macroeconomiche e gli autori hanno verificato come tre di questi indici (indice Debito/Trend dell’esportazioni; indice Importazioni/Riserve internazionali, e il reciproco della durata del debito estero del Paese), risultassero significativi per discriminare i Paesi tra i casi di “rinegoziazione” ed i casi di “normale pagamento”.

A partire dagli studi di Frank e Cline, ne sono seguiti molti altri e la lista delle variabili esplicative rilevanti è cresciuta considerevolmente.

Per concludere, ci soffermiamo sulle difficoltà che l’applicazione di un modello di analisi discriminante *Z*-score può portare:

- La discriminazione così accentuata tra Paese “sano” e “non sano” non è così semplice da definire, data la complessità della valutazione di questa tipologia di rischio;
- La costruzione di un campione coerente risulterebbe anche molto complessa (come nel caso delle imprese insolventi del modello di Altman, bisognerebbe avere un numero di Paesi “sani” e “non sani” equivalente);

---

<sup>13</sup> Frank CR and Cline WR, 1971, Measurement of Debt Servicing Capacity: An Application of Discriminant Analysis, *Journal of International Economics*, 1,327-44.

- C'è una certa complessità nell'individuare e discriminare in modo chiaro i Paesi che si trovano nella cosiddetta "area grigia";
- Il numero degli indicatori potrebbe essere un limite per la "gestione efficiente" del modello (più indicatori vengono inseriti più coefficienti devono essere individuati).

Nonostante le difficoltà appena elencate, lo Z-score rappresenta un sistema che permette di attribuire un valore alla struttura patrimoniale, finanziaria e reddituale di un'azienda confrontabile con il valore di altre imprese appartenenti a specifici settori produttivi; pur non essendo l'unica possibilità di valutazione del rischio di fallimento di un'impresa. Lo Z-score è inoltre un sistema che consente agli operatori finanziari di monitorare l'evoluzione di una società e, tramite la definizione di certi limiti, di determinare, la necessità d'intervento sulle imprese finanziate. È infine uno strumento utile anche per le imprese stesse in quanto se implementato all'interno dell'area pianificazione e controllo permette all'azienda di capire come essa viene valutata dagli operatori finanziari e di conseguenza può modificare la sua struttura economica in funzione del risultato rilasciato dallo Z-score.

#### 4.2.3 I modelli logit e probit

I modelli *logit* e *probit* rendono possibile modellare le variabili discontinue, cioè, le variabili che assumono un valore pari a 1 o 0. Questi tipi di modelli sono adatti a molti tipi di rischio politico, che spesso hanno risultati o/o: per esempio il Paese fallisce o no, il Paese espropria o no. La variabile dipendente  $y_i$  può così essere definita come:

- $y_i = 1$  se il default (o l'espropriazione) si verifica;
- $y_i = 0$  se il default (o l'espropriazione) non si verifica.

Poniamo, poi, che  $y_i$  sia un vettore di variabili indipendenti  $k \times 1$  e  $a$  un vettore di coefficienti  $k \times 1$ .

Il modello logit assume che la probabilità che  $y_i$  sia uguale a 1 è  $e^{\alpha'x_i}/(1 + e^{\alpha'x_i})$ , che può essere scritta anche come

$$Prob(y = 1) = \frac{e^{\alpha'x_i}}{(1 + e^{\alpha'x_i})}$$

Il modello probit è simile al modello logit tranne per il fatto che usa la distribuzione normale

$$Prob(y = 1) = \int_{-\infty}^{\alpha'x_i} \varphi(t)dt$$

Dove  $\varphi(t)$  rappresenta la funzione di densità per la distribuzione normale.

Uno svantaggio dei modelli logit e probit è che il loro potere di discriminare è molto sensibile vicino al punto medio quando la probabilità è pari a 0,5. Non appena la probabilità si sposta da 0,5, i cambiamenti nelle variabili indipendenti hanno sempre meno impatto sulla probabilità che  $y_i$  sia pari a 1. Questo è vero sia per il modello probit che per il modello logit.

Alla domanda quale modello attualmente dovrebbe essere usato è difficile rispondere. La distribuzione logistica assomiglia a quella normale tranne che per le estremità più grandi. Per mediare i valori di  $\alpha'x_i$  entrambe le distribuzioni danno le stesse probabilità. Per valori molto bassi di  $\alpha'x_i$  la distribuzione logistica tende a dare una probabilità maggiore per  $y = 0$  rispetto alla distribuzione normale e per valori molto alti di  $\alpha'x_i$  la distribuzione logistica da probabilità minori per  $y = 0$ . Inoltre, le previsioni del modello differiscono se il campione contiene pochissimi valori  $y = 1$  rispetto a  $y = 0$  o se ci sono ampie variazioni in una o più delle variabili esplicative. Così, su basi teoriche è difficile sostenere una distribuzione più di un'altra e, in molte applicazioni pratiche, ciò sembra non fare la differenza.

Un modo popolare di usare i modelli logit e probit è di combinare la teoria con la pratica per un insieme di variabili che sono adatte a giocare un ruolo rilevante nell'evento preso in considerazione, e sono anche adatte a stimare il modello e poi a vedere quali variabili sono effettivamente statisticamente significanti. Il modello stimato, poi, può essere usato per prevedere eventi politici.

La conclusione degli studi condotti sui modelli logit e probit, a seconda dei Paesi inclusi nel test e del periodo preso in considerazione, è che ci sono molte variabili che possono spiegare la rinegoziazione del debito. Qui sta il problema con questi modelli: gli effetti delle variabili esplicative possono essere diversi da Paese a Paese e cambiare nel tempo, quindi è difficile interpretare i risultati e i modelli hanno dimostrato di essere inaffidabili.

I modelli logit e probit descritti sopra sono solitamente privi di una forte base teorica per essere applicati al Rischio Paese/politico. Essi usano una metodologia che prevede la stesura di una lista di variabili che la teoria e la pratica suggeriscono potrebbe avere un'influenza sul fenomeno in questione e poi si testa se esse entrano nel modello come variabili esplicative. Questa procedura non è limitata ai modelli logit e probit, infatti è applicata anche nei modelli di regressione lineare.

#### 4.2.4 I modelli di regressione lineare

I *modelli di regressione lineare* consentono di rappresentare una dipendenza asimmetrica, infatti spesso tale modello viene utilizzato per descrivere un legame di causa ed effetto. In base alla dipendenza asimmetrica, il valore assunto da una delle due variabili coinvolte dipende da quello assunto dall'altra variabile. Possiamo dire, allora, che il livello di Rischio Paese in un determinato Paese dipende, ad esempio, dalla situazione economica del Paese stesso (e come sappiamo non solo).

Un modello di regressione lineare può essere utilizzato per spiegare le variazioni di una variabile di interesse in funzione di un'altra variabile che ha la capacità di influenzarla.

Le finalità di tale modello sono due: quella tipica di ogni modello, cioè quella di descrivere e interpretare fenomeni di interesse; e poi quella di prevedere, appunto, cosa succede ad una variabile al variare dell'altra.

Nel modello in esame si distingue fra la *variabile dipendente*  $Y$  e la *variabile indipendente*  $X$ . L'obiettivo è quello di spiegare il valore della variabile dipendente in funzione di quello assunto dalla variabile esplicativa o indipendente. In generale, il legame tra  $Y$  e  $X$  non è una relazione esatta, quindi, per un dato valore  $x$  di  $X$ , è possibile considerare una distribuzione di valori della  $Y$ . Pare evidente, di conseguenza, come l'attenzione si sposti sulla loro media.

Pertanto, nel modello di regressione lineare si assume che ci sia un legame lineare e quindi il valore atteso della  $Y$  si trova sulla *retta di regressione* (figura 4.1), la cui equazione è:

$$E[Y|X = x] = \alpha + \beta x.^{14}$$

---

<sup>14</sup> Il simbolo  $E$  in statistica sta ad indicare il valore atteso.

Il parametro  $\alpha$  costituisce l'intercetta del modello, ossia il valore atteso della  $Y$  quando  $X=0$ , infatti

$$\alpha = E[Y|X = 0].$$

Il parametro  $\beta$ , invece, è il *coefficiente angolare* o *pendenza* della retta di regressione ed esprime la variazione che subisce il valore atteso della  $Y$  per una variazione unitaria della variabile esplicativa  $X$ .

Infatti, il valore atteso della  $Y$ , quando  $X = x + 1$ , è dato da

$$E[Y|X = x + 1] = \alpha + \beta(x + 1),$$

sicché

$$E[Y|X = x + 1] - E[Y|X = x] = \alpha + \beta(x + 1) - (\alpha + \beta x) = \beta$$

Quando  $\beta$  è positivo la relazione tra  $Y$  e  $X$  è crescente, quindi un incremento di  $X$  induce una variazione positiva nella media della variabile  $Y$ . Se invece  $\beta$  è negativo, la relazione è decrescente e un incremento della variabile  $X$  induce una riduzione nella media della variabile  $Y$ .

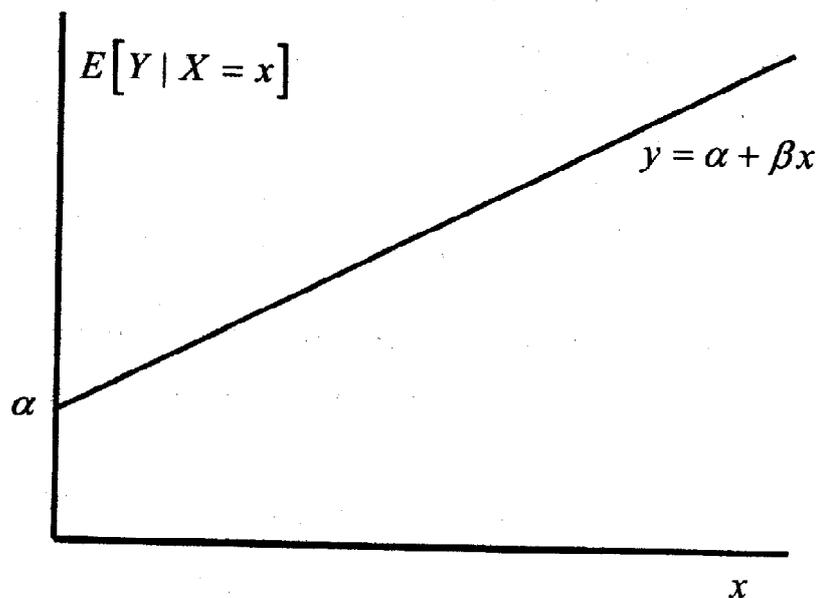


Figura 4.1: Retta di regressione.

Dato che la relazione tra la variabile dipendente e la variabile indipendente non è esatta, il valore che assume la  $Y$ , quando  $X = x$ , quasi certamente non si trova sulla retta di regressione ma piuttosto in un suo intorno.

Indicando con  $y_i$  la variabile casuale che descrive i valori che assume la  $Y$ , quando  $X = x_i$ , si ottiene il *modello di regressione*

$$y_i = \alpha + \beta x_i + \varepsilon_i.$$

Il termine  $\varepsilon_i$  rappresenta il *termine di errore*, una variabile casuale che rappresenta lo scarto della  $y_i$  rispetto al suo valore atteso. I motivi per cui nel modello si tiene conto di un termine di errore si basano innanzitutto sul fatto che vi è la variabilità del comportamento umano, elemento che non si può in alcun modo tralasciare. Ci saranno infatti alcuni individui che agiranno in un modo e altri che agiranno in un altro. Inoltre, la relazione tra  $Y$  e  $X$  non può essere esaustiva. Nel nostro caso, infatti, il Rischio Paese non dipende solo dalla situazione economica del Paese preso in considerazione, ma anche dalla situazione politica, ambientale e finanziaria dello stesso. Queste variabili omesse confluiscono nel termine di errore. Infine possono esservi errori nella misurazione delle variabili o la relazione fra il valore atteso della  $Y$  e la  $X$  può non essere perfettamente lineare e quindi, come abbiamo già detto, il valore che assume  $y_i$  si colloca nell'intorno della retta di regressione.

Il modello di regressione si basa sulle seguenti ipotesi:

- ✓ Il valore atteso degli errori è nullo per qualsiasi valore  $x_i$  di  $X$ <sup>15</sup>;
- ✓ Gli errori hanno tutti la stessa varianza  $\sigma^2$  per qualunque  $x_i$  (*omoschedasticità*)<sup>16</sup>;
- ✓ Gli errori corrispondenti a diversi valori di  $X$  sono incorrelati<sup>17</sup>;
- ✓ La  $X$  è una variabile deterministica.

Le ipotesi hanno delle implicazioni sulla distribuzione della variabile dipendente. L'ultima ipotesi in cui si afferma che la variabile esplicativa  $X$  è deterministica implica che la  $y_i$  sia costituita dalla somma di una componente deterministica  $\alpha + \beta x_i$  e una variabile casuale

---

<sup>15</sup> In formule:  $E[\varepsilon_i] = 0$ , per qualunque valore di  $i$ .

<sup>16</sup> In formule:  $Var(\varepsilon_i) = \sigma^2$ , per qualunque  $i$ .

<sup>17</sup> In formule:  $Cov(\varepsilon_i, \varepsilon_j) = 0$ , per qualunque  $i \neq j$ .

$\varepsilon_i$ . Infatti i valori  $x_i$  della variabile esplicativa sono fissati e  $\alpha$  e  $\beta$  sono parametri, quindi costanti.

La componente deterministica coincide con il valore atteso di  $Y_i$ . Infatti si ha:

$$E[Y_i] = E[\alpha + \beta x_i + \varepsilon_i] = E[\alpha + \beta x_i] + E[\varepsilon_i] = \alpha + \beta x_i,$$

poiché  $E[\alpha + \beta x_i] = \alpha + \beta x_i$ , per la prima ipotesi  $E[\varepsilon_i] = 0$ . Il valore atteso della  $Y_i$  si trova, quindi, sulla retta di regressione.

Inoltre, secondo l'equazione scritta sopra, la variabile dipendente  $Y_i$  e la variabile casuale di errore  $\varepsilon_i$  hanno la stessa distribuzione, fatta eccezione per il valore atteso. La loro distribuzione è illustrata nella figura 4.2, dove i valori che assumono le variabili casuali  $Y_i$  ed  $\varepsilon_i$  sono indicati rispettivamente con  $y_i$  ed  $e_i$ .

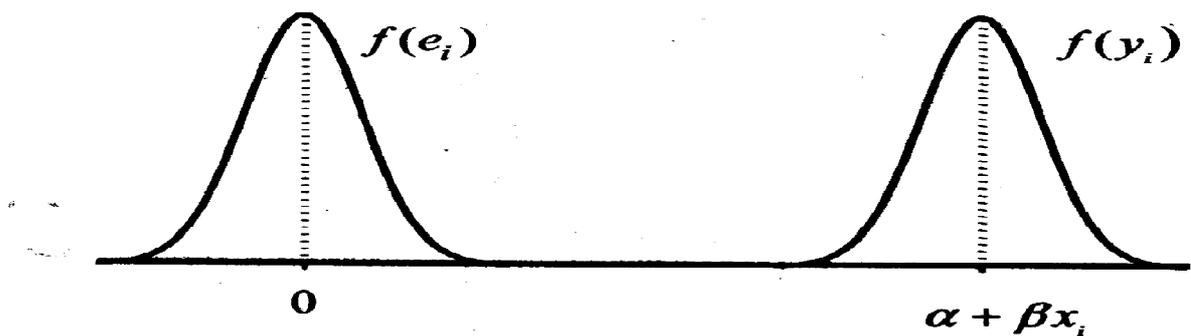


Figura 4.2: Distribuzione di  $Y_i$  ed  $\varepsilon_i$ .

Poiché la forma delle distribuzioni di  $Y_i$  e di  $\varepsilon_i$  è la stessa, possiamo sostenere con certezza che queste due variabili hanno la stessa varianza  $\sigma^2$ .

Poi, se  $\varepsilon_i$  ed  $\varepsilon_j$ , corrispondenti ai valori  $x_i$  e  $x_j$  della variabile esplicativa, sono incorrelati, lo sono anche i corrispondenti  $y_i$  e  $y_j$ , quindi

$$Cov(Y_i, Y_j) = Cov(\varepsilon_i, \varepsilon_j) = 0^{18}$$

<sup>18</sup> Il simbolo *Cov* sta ad indicare il termine *covarianza*. Essa riguarda l'associazione tra due variabili e fornisce la misura di quanto le due variabili variano assieme, ovvero la loro dipendenza.

per qualunque  $i \neq j$ . Ciò significa che le variabili  $Y_i$  e  $Y_j$ , che sono ottenute aggiungendo un termine costante alle variabili  $\varepsilon_i$  ed  $\varepsilon_j$ , hanno la stessa covarianza di  $\varepsilon_i$  ed  $\varepsilon_j$ . La distribuzione delle variabili  $Y_i$  intorno alla retta di regressione è illustrata nella figura 4.3.

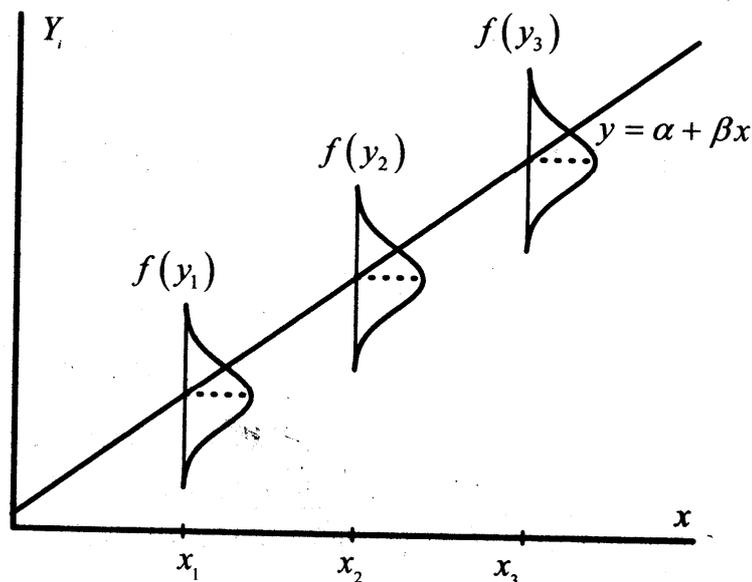


Figura 4.3: Modello di regressione.

Le ipotesi del modello consentono un'agevole trattazione della teoria del modello di regressione, tuttavia devono essere verificate con cautela quando il modello è applicato a dati reali. Vi sono casi, infatti, in cui la seconda ipotesi è particolarmente restrittiva. In un modello di regressione che spiega il consumo individuale in funzione del reddito, la variabilità dei consumi in corrispondenza di redditi non elevati è piuttosto moderata in quanto gran parte del reddito è utilizzato per soddisfare i bisogni primari. Tuttavia se aumenta il reddito, aumenta anche la possibilità di scelta dell'individuo sul livello dei consumi, sicché il consumo individuale presenta una maggiore variabilità in corrispondenza di redditi elevati. Anche quando le unità statistiche sono costituite da diverse aree geografiche o hanno diverse caratteristiche (ad esempio azienda di piccola, media e grande dimensione), è probabile che vi sia eteroschedasticità.

Inoltre, l'ipotesi di incorrelazione può risultare particolarmente restrittiva, soprattutto quando i dati sono costituiti da serie storiche. Nell'errore confluiscono le variabili omesse dal modello; pertanto se le diverse osservazioni sono rilevate in tempi

successivi è probabile che le variabili omesse relative a periodi consecutivi siano correlate generando un fenomeno noto come *autocorrelazione* degli errori.

L'ipotesi che la variabile esplicativa sia deterministica è generalmente soddisfatta quando i dati sono il risultato di esperimenti di laboratorio o di sperimentazioni cliniche. Può risultare, invece, poco verosimile in applicazioni su dati economici e sociali, dato che spesso il ricercatore non è in grado di controllare alcune variabili di mercato (come ad esempio i tassi di interesse) e dato che tali variabili variano spesso nel tempo.

Infine, l'ultima ipotesi del modello di regressione lineare da commentare è quella che assume una relazione lineare fra il valore atteso della variabile dipendente e la variabile esplicativa. In effetti non si tratta di un'ipotesi particolarmente restrittiva: relazioni di tipo non lineare spesso possono essere rese lineari trasformando opportunamente le variabili.

#### **4.2.5 Il multicriteria decision-aid**

Il multicriteria decision-aid, indicato con l'acronimo inglese MDCM, è un modello che è stato sviluppato soprattutto nell'ultima decade. Con questo termine si indica una serie di strumenti evoluti ed impiegati allo scopo di permettere al "decision maker" di risolvere, in modo coerente e ponderato, problemi decisionali caratterizzati da svariati attributi, spesso contraddittori, tenendo conto di essi e della loro influenza.

Il primo fattore a cui bisogna prestare attenzione quando si tratta questo tipo di problemi è che non esiste, in generale, alcuna decisione (soluzione o azione) 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 "multicriteria" non ricercano la soluzione "oggettivamente migliore". L'evoluzione che tali algoritmi hanno subito descrive esattamente questo aspetto: l'aggregazione delle informazioni disponibili in un unico criterio (allo scopo di riportarsi ad un tipico problema di ottimizzazione) è stata progressivamente contestata e sostituita da metodi più flessibili e meno matematicizzati.

Infatti, il metodo multicriteria fornisce strumenti a supporto delle decisioni che servono come linea guida per portare a termine la valutazione, in tal modo si rende più

facile e più veloce giungere alla decisione finale. La decisione finale, tuttavia, è ancora basata interamente sul giudizio dell'analista.

Da un punto di vista puramente teorico-economico, la decisione può essere descritta in termini di teoria delle preferenze. Ciò significa determinare una funzione di aggregazione, che, in effetti, è una funzione di utilità, e classificare le possibili decisioni in base ai valori assunti da tale funzione.

Nella valutazione del Rischio Paese attraverso il multicriteria decision-aid, infatti, si parte scegliendo un campione di Paesi localizzati in diverse parti del mondo e un certo numero di indicatori, come il PIL pro capite o il debito totale rispetto al PIL. In una metodologia come il MDCM il numero degli indicatori (attributi) ed il numero dei Paesi scelti può essere "illimitato". Grande punto di forza del metodo è pertanto la sua flessibilità.

La fase successiva consiste nell'applicare un algoritmo che porta alla costituzione di una matrice decisionale. Infatti, risultato di questa metodologia è un *ranking* (classifica) dei Paesi del campione prescelto a seconda del livello di rischio crescente.

#### 4.2.6 Le reti neurali

Le reti neurali sono un'alternativa alla stima non-parametrica. Esse traggono le loro motivazioni da fenomeni biologici e sono popolari presso i professionisti. Per dare un'idea di come funzionano, consideriamo una variabile in output  $Y$  che è collegata non linearmente a un insieme  $n$  di variabili in input  $x_i$  come segue:

$$y = \left( \sum_{i=1}^n \beta_i x_i - \mu \right)$$

$$f(u) = \begin{cases} 0 & \text{se } u \geq 0 \\ 1 & \text{se } u < 0 \end{cases}$$

Secondo questa formula, ogni input è ponderato per un coefficiente  $\beta$  e sommato a tutti gli altri input. Se la somma ponderata è maggiore di una certa soglia, indicata con il simbolo

$\mu$ , le reti neurali sono attivate attraverso una funzione di attivazione  $f(u)$ . Altrimenti esse rimangono inattive.

Il modello può essere generalizzato per includere valori continui di  $y$ , ad esempio, lasciando  $f(u)$  uguale alla distribuzione logistica. Possono essere introdotte ulteriori complicazioni aggiungendo strati nascosti e unità ignote. In tal caso ci troviamo di fronte a ciò che è chiamato *multiplayer perceptron*. Altri tipi di reti neurali sono le funzioni a base radiale, che prima erano usate per risolvere problemi di interpolazione, e la *projection pursuit regression* (PPR), che è una tecnica statistica per analizzare un insieme di dati ad alta dimensionalità guardando alla loro proiezione a bassa dimensionalità. Infatti, c'è un lungo elenco di modelli e molti livelli di complessità.

Le reti neurali sono applicate nei processi di apprendimento che rendono possibile approssimare le funzioni non lineari. Un problema con le reti neurali, tuttavia, è che non ci sono procedure generalmente accettate per scegliere l'architettura della rete così come la definizione della funzione di attivazione, il numero di strati nascosti, etc. Tuttavia, i parametri della rete si ottengono tipicamente dalla minimizzazione della somma degli errori al quadrato. È anche difficile fare un test di prova.

#### 4.2.7 Il VaR

Ultima metodologia di cui vogliamo occuparci in questa sede è quella del *Value at Risk* o *VaR*. Il VaR è una stima, con un dato livello di confidenza (solitamente pari al 95% o 99%), della perdita potenziale in un investimento in un certo orizzonte temporale, solitamente un giorno.

Il concetto di Value at Risk è molto interessante perché è coerente con il paradigma media-varianza<sup>19</sup> e racchiude in un'unica misura statistica tutte le possibili perdite di portafoglio, in un periodo di tempo breve, dovute ai “normali” movimenti del mercato.

Esso è diventato popolare argomento di discussione tra i dirigenti e i tesorieri aziendali così come nelle istituzioni finanziarie, e compare tra i requisiti di capitale per il rischio di mercato richiesti dalla Banca per gli Insediamenti Internazionali (BIS) dal 1998.

---

<sup>19</sup> Paradigma proposto da Henry Markowitz (*Portfolio selection. Journal of Finance* 7, 1952 N°1: 77-91) per cui la composizione del portafoglio ottimale dipende dal valore atteso e dalla matrice di varianza-covarianza del vettore dei rendimenti attesi.

Per una definizione formale del VaR poniamo che  $c$  rappresenti il livello di confidenza e  $\delta V$  il cambiamento nel valore del portafoglio in un dato periodo. Il VaR può essere, quindi, scritto come

$$Prob[\delta V \leq -VaR] = 1 - c$$

Ad esempio, supponendo che il VaR sia di 20 milioni di euro e il livello di confidenza sia del 99%, con un orizzonte temporale di 10 giorni,  $Prob[\delta V \leq -\text{€}20\text{milioni}] = 1 - 0.99 = 0.01$ . Tale risultato significa che c'è una probabilità dell'1% che il portafoglio perda 20 milioni di euro o più nei prossimi 10 giorni.

Il VaR è calcolato assumendo normali condizioni di mercato, ciò significa che condizioni estreme di mercato non sono considerate. Esse sono, in effetti, considerate separatamente.

Molti approcci al calcolo del VaR assumono una distribuzione normale e logaritmica insieme dei sottolineati parametri di mercato. Per periodi di tempo breve, è anche consuetudine assumere che i cambiamenti attesi nel prezzo della variabile sia zero.

Il metodo del VaR può essere applicato a portafogli con un solo titolo o a portafogli con due titoli; inoltre nel tempo sono stati sviluppati molti altri metodi di calcolo del VaR. Ad esempio Hull e White (1998) suggeriscono di aggiungere i dati storici su ogni variabile di mercato e la volatilità corrente. Altri approcci cercano di sviluppare algoritmi più efficienti per l'ottimizzazione del portafoglio che minimizzi il VaR.

I metodi alternativi di calcolo del VaR più importanti sono il *bootstrapping* e le *simulazioni Monte Carlo*. Sono usate quando il portafoglio contiene strumenti non lineari come le opzioni e sono interessanti perché sono applicate in molte aree di decisione del mondo finanziario ed economico. Mentre le simulazioni Monte Carlo sono basate sulla creazione di numeri casuali distribuiti normalmente per ottenere le distribuzioni di probabilità e le stime sul rischio, il metodo bootstrapping usa i movimenti del prezzo di titoli reali. Quest'ultimo metodo prevede la raccolta di dati giornalieri sui titoli del portafoglio per un periodo di tempo relativamente lungo. La popolarità del bootstrapping è dovuta all'osservazione ben documentata che le distribuzioni dei cambiamenti giornalieri in molte variabili di mercato non sembrano essere normali.

È chiaro che il VaR, come misura del rischio, è “performante” tanto quanto la stima della probabilità usata per calcolarlo. Quando la misura è accertata, è uno strumento

potente di gestione del rischio; altrimenti è inutile. Il problema è che non c'è un metodo per calcolare il VaR che si sia dimostrato superiore agli altri.

Per concludere, uno dei problemi legati a tale metodologia è che tale misura del rischio non è *sub additiva*, ciò significa che, dati due portafogli A e B potrebbe valere che  $Var(A+B) > VaR(A) + VaR(B)$ . Questo risultato significa che la diversificazione di portafoglio non diminuisce il rischio.

#### **4.2.8 Conclusione**

Dall'analisi delle metodologie quantitative è emerso come nessuna di esse sia perfetta nella sua interezza, ed è per questo motivo che con il tempo gli studiosi hanno pensato di integrare i risultati dei modelli quantitativi con fattori derivanti da analisi di tipo qualitativo. Proprio di quest'ultimo aspetto ci occuperemo nel paragrafo seguente.

### **4.3 Le metodologie qualitative**

#### **4.3.1 Introduzione**

Le analisi qualitative mirano a valutare gli elementi economici, finanziari e socio-politici che possono influenzare le prospettive di ritorno di un investimento in un Paese estero. Invece di focalizzarsi su una serie di rapporti (ratios), indici o rating che si suppone riducano una situazione complessa in un'unica figura, l'analisi qualitativa affronta le strutture del processo di sviluppo di un Paese per far luce sulle sottostanti forze e debolezze.

Come abbiamo già sottolineato nella conclusione del paragrafo precedente, un approccio esclusivamente quantitativo alla valutazione del sistema di un Paese e del rischio per un investitore estero risulta essere troppo riduttivo e incapace di portare a risultati assoluti. Le principali carenze di un approccio esclusivamente quantitativo sono soprattutto le seguenti:

- Due Paesi con simili indicatori finanziari possono prestare differenti strutture socio-economiche;

- Molto spesso i dati quantitativi non sono disponibili in tempo, o sono incompleti o sbagliati o distorti;
- L'interpretazione degli indicatori può essere considerata eccessivamente difficile e spesso presentare segnali contraddittori;
- I fattori del rischio non possono essere rappresentati tramite un metodo uniforme. Il giudizio di rating o il livello di Rischio Paese attribuito devono essere uno strumento utile per prendere delle decisioni, supportato da un'analisi più qualitativa integrata di tutti questi elementi.

Questi sono i motivi per cui una valutazione complessiva del Rischio Paese richiede un'attenta considerazione della situazione macroeconomica complessiva e della situazione sociale. Chiaramente non bisogna incorrere nell'errore di ignorare totalmente i dati numerici; questi ultimi devono essere considerati, invece, come gli input che alimentano un'analisi tesa ad evidenziare la struttura economica, socio-politica, finanziaria ed istituzionale del processo di sviluppo di un Paese.

Solitamente un buon approccio qualitativo porta a report sul Rischio Paese completi che affrontano i seguenti cinque elementi:

1. L'analisi degli indicatori sociali e del welfare state nell'ottica del processo di sviluppo del Paese;
2. L'analisi dei fondamentali della crescita macroeconomica;
3. L'analisi dell'evoluzione e della struttura dell'indebitamento estero;
4. L'analisi della situazione del sistema finanziario domestico;
5. L'osservazione della governance e del problema della trasparenza nella valutazione della stabilità politica.

#### **4.3.2 L'analisi degli indicatori sociali e del welfare state nell'ottica del processo di sviluppo del Paese**

L'obiettivo dell'investimento all'estero nei Paesi in via di sviluppo è di raggiungere tassi di profitto più alti rispetto a quelli raggiungibili nei mercati più maturi. L'altro lato della moneta, ovviamente, è il Rischio Paese. A meno che l'investimento, lo scambio o il prestito siano orientati al breve termine, le imprese estere tengono sotto controllo i trend di lungo periodo nei Paesi emergenti, e quindi anche le prospettive di sviluppo e le possibilità

di mercato. Non c'è possibilità di mercato senza crescita e non c'è sviluppo senza crescita economica. Lo sviluppo, tuttavia, è più di un aumento o caduta delle economie nazionali. La crescita è una precondizione per lo sviluppo auto sostenibile così come per un ampliamento delle scelte delle persone.

Tuttavia, l'evoluzione del PIL annuo cattura solo in piccola parte le prospettive di sviluppo a lungo termine di un Paese. Di conseguenza, sviluppo significa crescita economica insieme a quelle condizioni che lo rendono auto sostenibile. Queste condizioni includono: legittimità democratica, istituzioni robuste e stabili ed una efficiente gestione degli affari pubblici; tutti elementi riconducibili ad un *welfare state*<sup>20</sup> efficiente. Il termine *welfare state* trova traduzione in italiano nell'espressione *stato di benessere*, usata per indicare uno stato nel quale il potere organizzato è deliberatamente utilizzato nello sforzo di modificare il gioco delle forze del mercato in almeno tre direzioni: primo, garantendo agli individui e alle famiglie un reddito minimo indipendentemente dal valore di mercato del loro lavoro o della loro proprietà; secondo, riducendo il grado di insicurezza mettendo gli individui e le famiglie in grado di affrontare determinate contingenze sociali (malattia, vecchiaia, disoccupazione) che altrimenti condurrebbero a crisi familiari e individuali; terzo assicurando che a tutti i cittadini senza distinzione di status o classe sia offerto il migliore standard possibile in relazione ad una determinata gamma di servizi sociali; tutto ciò in vista del raggiungimento dello sviluppo sociale ed economico del Paese.

Gli elementi fondamentali per costruire una base solida per lo sviluppo, infatti, sono: un ambiente favorevole che possa permettere l'accesso all'educazione, alla nutrizione e ai servizi sanitari e di previdenza sociale, la libertà di culto e la libertà politica, e un senso di partecipazione alle decisioni; tutti obiettivi che il *welfare state* persegue.

Questi criteri, che sembrano molto distanti rispetto agli obiettivi di rendimento degli investimenti e di servizio del debito, costituiscono, tuttavia, le basi principali per la valutazione del Rischio Paese.

Ad esempio, c'è una correlazione tra gli indicatori di sviluppo umano misurati dall'UNDP<sup>21</sup> ed il Rischio Paese. Se uno osservasse infatti alcuni Paesi che presentano indicatori di sviluppo umano che registrano parametri con soglie di pericolosità secondo gli standard dell'UNDP, come Zambia, Romania, Zimbabwe, Bulgaria, Kenya, ecc. non ci

---

<sup>20</sup> Emmanuele F. M. Emanuele, *Il terzo pilastro. Il non profit motore del nuovo welfare*. Edizioni scientifiche italiane, 2008.

<sup>21</sup> United Nations Development Programme.

sono dubbi che questi non possono rappresentare mercati attrattivi, con l'eccezione di alcune nicchie. Dall'altra parte ciò non è necessariamente vero per un Paese ad esempio come Cuba, che rispetto ad indici di sviluppo robusti (aspettativa di vita, accesso ai servizi sanitari e all'istruzione) è considerato un Paese ad alto rischio.

La Banca Mondiale, poi, mira a racchiudere le prospettive di sviluppo in un cosiddetto "diamante di sviluppo" che raffigura quattro indicatori socio-economici per un dato Paese e li confronta con la media di un gruppo di Paesi situati in una determinata regione. Questi indicatori comprendono l'aspettativa di vita, l'accesso all'acqua potabile, il PIL pro capite e l'iscrizione alla scuola primaria. La crescita della popolazione e l'aspettativa di vita sono dati fondamentali per valutare il Rischio Paese. Una popolazione stabile o in declino non migliora le prospettive di mercato a lungo termine. Un rapido aumento della popolazione, invece, esercita una pressione sul budget del Governo e sulle infrastrutture del Paese; e genera anche un aumento nella domanda di servizi sociali. L'aspettativa di vita è una buona illustrazione della qualità complessiva dell'ambiente favorevole di un Paese per lo sviluppo sostenibile. Esso illustra anche l'impegno del Governo ad adottare una strategia a favore dei bisogni fondamentali dell'uomo.

Dall'analisi dei quattro indicatori emerge come il ruolo dello Stato sia quello di fornire una struttura istituzionale favorevole allo sviluppo e come tale attività debba essere valutata dagli analisti del rischio. Parte del lavoro di coloro che fanno previsioni e di coloro che formulano le strategie nelle aziende è di individuare i trend di lungo termine che sono radicati negli indicatori basilari sociali e di sviluppo.

### **4.3.3 L'analisi dei fondamentali della crescita macroeconomica**

Tale analisi mira a prendere in considerazione buona parte, se non tutte, le variabili che alimentano od ostacolano il processo di sviluppo economico, includendo le seguenti aree di indagine: riforme istituzionali, politica monetaria e di budget, apertura commerciale, risorse di finanziamento, intermediazione finanziaria, sostenibilità della bilancia dei pagamenti, etc. La minaccia più importante è la capacità del Paese di preservare la crescita sostenibile. Una crescita eccessiva, sia che riguardi la spesa, il debito, l'offerta di moneta, il PIL, gli investimenti, o il credito domestico, genera bolle e squilibri costosi che richiedono degli aggiustamenti.

La crisi della crescita può derivare da elementi esogeni o endogeni che influenzano ognuna di queste variabili. L'approccio qualitativo o "strutturale" affronta le relazioni tra l'economia domestica e l'ambiente internazionale come una fonte di forza e/o debolezza per la crescita del Paese.

I contributi nella letteratura da parte degli economisti sulle cause della crescita economica di un Paese sono numerosi: si pensi ad esempio a Quesnay, ai Fisiocratici e ad Adam Smith nel XVIII secolo, a David Ricardo e a Thomas Malthus nel XIX secolo, a Marx e a Keynes, e a tutti i modelli sviluppati successivamente fino ai giorni nostri.

Con diversa enfasi, la crescita è stata a lungo considerata un sottoprodotto dell'accumulazione del capitale e della produttività dei fattori. Confrontandoci con una serie di crisi finanziarie ed economiche nel XX secolo, tuttavia, la teoria economica ha dovuto adattare la sua struttura analitica per affrontare una dura realtà: i cicli di crescita sono interrotti da brusche oscillazioni negli output, nell'occupazione, nella liquidità e nel welfare nel suo complesso.

Ciò che vorremmo fare ora in questo paragrafo è illustrare i modelli costituiti per l'analisi delle crisi finanziarie che hanno investito diversi Paesi nel corso degli ultimi decenni.

I modelli sono distinti in:

- Modelli di prime generazione: si focalizzano sugli squilibri di bilancio che si manifestano in deficit di budget, che causano la perdita delle riserve monetarie internazionali, fino a che il Governo diventa incapace di difendere il regime dei cambi fissi. Krugman (1979) si è occupato di tale tipologia di crisi, aggiungendo il ruolo del finanziamento monetario dei deficit di budget come elemento che potrebbe indurre un eventuale collasso del regime dei cambi fissi. Questo approccio è coerente con le crisi del debito degli anni 1980 e con la crisi del sistema monetario europeo dell'inizio degli anni 1990.
- Modelli di seconda generazione: analizzano l'impatto degli alti tassi di interesse reali come strumento politico di difesa della parità del tasso di cambio in un contesto di attacco speculativo e di crollo delle riserve. Le percezioni di mercato e i trasferimenti di portafoglio sono le variabili chiave dietro i livelli delle riserve e il deprezzamento del tasso di cambio. Questi modelli sono utili per analizzare la crisi del Messico del 1995 e la crisi russa del 1998.

- Modelli di terza generazione: sviluppati da personalità quali Krugman (1999), Radelet e Sachs (1998). Si focalizzano sul ruolo dell'intermediazione finanziaria e sui flussi di capitale speculativi a breve termine come causa delle crisi. Krugman enfatizza il *moral-hazard*<sup>22</sup>, problema connesso alle garanzie implicite del Governo sulle banche domestiche non regolamentate, che porta ad avere prezzi dei beni gonfiati. Radelet e Sachs enfatizzano il ruolo del panico finanziario che deriva dai flussi di capitale estero su larga scala nei sistemi finanziari sottosviluppati. Il panico finanziario è un prodotto dell'equilibrio negativo in cui i creditori privati con crediti a breve termine subito ritirano i loro prestiti da mutuatari solventi, dal momento che non c'è un prestatore di ultima istanza.
- Modelli di seconda generazione aggiustati: nati dagli studi di Williamson (2002) sugli *equilibri multipli*, nei quali i fondamentali economici risultano influenzati dalle attese di mercato che diventano fattori decisivi/decisionali. Williamson sostiene che la possibilità di avere equilibri multipli deriva dai fondamentali nel range “intermedio”, portando in tal modo ad attacchi speculativi che rendono la situazione macroeconomica “protesa” verso la crisi. Gli equilibri multipli, poi, dipendono dalla psicologia del mercato e sono:
  - a. “Equilibrio non buono”, cioè default, quando si verificano congiuntamente contaminazione regionale ed attacchi speculativi;
  - b. “Equilibrio buono” che si ha quando si garantisce il servizio del debito e si acquisisce la possibilità di accedere al mercato dei capitali. Tale situazione si verifica quando si ha un miglioramento della credibilità e l'assistenza del Fondo Monetario Internazionale.

---

<sup>22</sup> Il *moral-hazard* o *azzardo morale* è una forma di opportunismo post-contrattuale, che può portare gli individui a perseguire i propri interessi a spese della controparte. In microeconomia l'azzardo morale influisce sull'efficienza, perché i benefici extra ottenuti da coloro che pongono in essere gli atti opportunistici sono spesso inferiori ai costi loro associati e sostenuti dalla controparte. Gli incentivi al comportamento inappropriato rappresentano un problema nella misura in cui le possibilità di controllo o prevenzione siano scarse o eccessivamente costose. In macroeconomia il problema si manifesta, ad esempio, nel momento in cui gli operatori si sentono incentivati ad intraprendere comportamenti eccessivamente rischiosi, qualora essi possano preventivare una significativa probabilità che i costi associati ad un eventuale esito negativo ricadano sulla collettività, o su altri operatori o categorie di operatori. Ad esempio, una politica di intervento delle autorità per salvare imprese a rischio di fallimento potrebbe indurre gli operatori a finanziare progetti eccessivamente rischiosi, nell'ottica di realizzare i benefici in caso di successo e di affidarsi all'intervento dello Stato in caso contrario.

#### 4.3.4 L'analisi dell'evoluzione e della struttura dell'indebitamento estero

L'analisi dell'evoluzione e della struttura dell'indebitamento estero si concentra sull'insolvenza, la liquidità e il livello di indebitamento estero. Anche se l'elemento più visibile della crisi dei mercati emergenti è la sospensione del servizio del debito o, nella peggiore delle ipotesi la pura inadempienza, le cause della crisi del debito sono ancora complesse e oggetto di dibattiti accademici. In particolare, i policy makers e gli economisti di tutto il mondo si concentrano su domande molto importanti quali:

- 1) Qual è la relazione tra crescita interna del Paese e debito estero?
- 2) L'indebitamento estero è un elemento transitorio ma necessario per una crescita sostenibile di lungo termine? E qual è l'effetto quantitativo del debito sulla crescita?
- 3) Oltre a quale livello di indebitamento si generano squilibri? Una riduzione dell'indebitamento rimane uno degli elementi principali per la ripresa economica e per l'accesso al mercato?

La teoria economica suggerisce che il debito estero è un fenomeno temporaneo che integra i risparmi domestici, supera il gap tra risorse e investimenti e accelera il processo di crescita verso la fase di decollo dello sviluppo sostenibile.

L'approccio convenzionale sostiene che finché i Paesi indebitati investono i flussi di capitale in entrata in investimenti produttivi con alti tassi di rendimento, e senza shock avversi considerevoli, la crescita dovrebbe aumentare e generare ricavi da utilizzare per ripagare il debito nei tempi previsti.

Due approcci teorici diversi si occupano di predire il rischio di default. Uno considera il default come derivante dal deterioramento involontario della capacità del Paese debitore di servire il suo debito. L'altro, invece, vede la rinegoziazione (o la sospensione del pagamento) del debito estero del Paese come una scelta razionale presa dal debitore sulla base di una valutazione dei costi e benefici della rinegoziazione o della sospensione del pagamento del debito.

La probabilità di default può aumentare per tre ragioni:

1. Il debito non è usato come si dovrebbe ma, ad esempio, è usato per finanziare il consumo di spesa corrente e/o il buco nero del deficit di budget del Governo, o il

debito è riciclato nei costi delle banche internazionali attraverso la fuga dei capitali;

2. La composizione del debito, in termini di maturità, valuta o tassi di interesse, è tale che il Paese debitore diventa altamente vulnerabile agli shock esterni e alle crisi attraverso una contrazione delle disponibilità di capitale per il rifinanziamento o attraverso condizioni finanziarie più severe collegate alle fluttuazioni dei tassi di interesse o agli alti spread;
3. Il Paese è soggetto a *eccesso del debito*, per cui il debito accumulato è maggiore della capacità di rimborso del Paese e ciò sfiducia gli investitori domestici e gli esportatori, così come i creditori esteri.

Importante per l'analisi del rischio è la valutazione del livello di crescita massima del debito, al di là del quale una crisi diventa più probabile. Ciò richiede di misurare l'indebitamento estero e l'estensione dell'eccesso di debito, cosa che è più difficile che guardare l'ammontare nominale del debito accumulato. La prima cosa da fare è calcolare gli indicatori macroeconomici come il PIL o le riserve ufficiali, anche se tali indicatori non sono sufficienti di per sé a valutare le debolezze finanziarie di un Paese. Così la seconda priorità è quella di misurare il carico "reale" del debito attraverso il suo *valore attuale netto o VAN*<sup>23</sup>. La terza è quella di focalizzarsi sui flussi di debito rispetto allo stock di debito. La quarta priorità è di analizzare il volume e la stabilità dei flussi netti e dei trasferimenti netti, cioè, l'ammontare del finanziamento che è effettivamente disponibile nell'economia del Paese per finanziare le importazioni chiave, gli investimenti in infrastrutture e i rimborsi del debito.

Infine, l'analista del rischio deve affrontare la struttura del debito al fine di valutare l'impatto delle condizioni finanziarie dei flussi di capitale sulla capacità di rimborsare il debito (per quanto riguarda creditori, debitori, tassi flessibili/fissi, valuta, maturità) ci fornisce la "qualità" e la sostenibilità dell'accesso al mercato da parte del Paese.

Le istituzioni che si occupano di analizzare la "qualità" del debito sono il Fondo Monetario Internazionale e l'Istituto di Finanza Internazionale, che si occupano delle relazioni tra il volume e le cause dei bisogni di debito del Paese, così come l'accesso al mercato da parte del Paese e l'impatto immediato e duraturo sul debito in sospeso.

---

<sup>23</sup> In questo contesto, il VAN è una misura che prende in considerazione il fatto che una parte significativa del debito estero è contratta a un tasso di interesse inferiore a quella di mercato.

#### **4.3.5 L'analisi della situazione del sistema finanziario domestico**

Per tale analisi è molto importante esaminare:

- I fattori di efficienza e di sviluppo dei mercati dei capitali;
- Le legislazioni specifiche e i regolamenti;
- Il ruolo delle Istituzioni e delle Autorità di vigilanza.

Le crisi del debito che nel tempo si sono susseguite hanno dimostrato la validità di quanto sostenuto da Ragnar Nurkse, e cioè che “bisogna produrre il capitale a casa”. La formazione di capitale domestico è la forza chiave dietro lo sviluppo di ogni Paese, e le istituzioni finanziarie domestiche hanno l'importante ruolo di facilitare questo processo. Esse sono il canale chiave tra i risparmi (da un'ampia varietà di fonti) e gli investimenti produttivi, e la loro efficienza istituzionale è un fattore chiave della crescita economica sostenibile di un Paese.

#### **4.3.6 L'osservazione della governance e del problema della trasparenza nella valutazione della stabilità politica**

L'ultimo elemento da considerare per quanto riguarda l'analisi qualitativa è la valutazione della stabilità politica, con particolare attenzione all'aspetto della corruzione. Sempre più spesso si legge e si sente parlare di *governance*, un argomento che ha assunto particolare importanza nella letteratura accademica a partire dal 1960.

È un problema che è stato affrontato dai filosofi greci, da Montesquieu e da Tocqueville e può essere definito come “*tutti i valori che guidano la regolamentazione e la finalità ultima dell'esercizio del potere nelle Istituzioni private e pubbliche*”. Essa include problemi come la trasparenza, un'amministrazione solida ed efficiente, l'attendibilità del Governo nell'uso dei fondi pubblici, il ruolo della legge e il coinvolgimento del popolo.

Anche se la governance sembra essere un concetto onnicomprensivo, la corruzione può essere usata come strumento per minarne le fondamenta. La Banca Mondiale e il Fondo Monetario Internazionale danno la seguente chiara e breve definizione di corruzione: “*è l'abuso del potere pubblico per ottenere benefici privati*”; riferendosi, ad esempio, a privilegi e compensi illeciti.

Ai fini dell'analisi del rischio Paese definiamo la corruzione come “*il potere, da parte delle agenzie pubbliche ufficiali, di chiedere denaro al fine di scambiare privilegi discrezionali pubblici con guadagni privati, in una relazione padrone-cliente*”.

La corruzione è sintomo di istituzioni profondamente corrotte nel settore pubblico di un Paese ed è un fenomeno collegato al ritmo elevato dei cambiamenti sociali collegato ad uno sviluppo nelle istituzioni quasi pari a zero. La mancanza di trasparenza, infatti, nella struttura legale, regolamentare e contabile, così come nei processi, crea delle scappatoie soprattutto nelle società in veloce cambiamento. La liberalizzazione economica e le riforme del settore pubblico riducono le opportunità di corruzione, dato che quest'ultima riconosce un premio all'abilità di eludere le burocrazie locali e di ottenere privilegi da funzionari di Governo onnipotenti.

Ai fini del nostro lavoro ciò che più ci interessa quando affrontiamo il problema della corruzione è capire come essa si colleghi allo sviluppo sociale ed economico, ma soprattutto come si colleghi alle crisi economiche e finanziarie.

Disponiamo di un'estesa letteratura economica che ha come argomento la corruzione e lo sviluppo, che è come dire che c'è un piccolo accordo su come definire, misurare e valutare precisamente la corruzione e il suo impatto sui cambiamenti economici e sociali. A tale proposito possiamo individuare tre approcci teorici al problema.

Il primo considera la corruzione come un ingrediente “normale” del veloce cambiamento nelle società più arretrate. Governance debole e corruzione, infatti, sono contemporaneamente presenti nelle economie dei Paesi in via di sviluppo.

Il secondo approccio considera la governance come una scelta politica. La consapevolezza e il rispetto per il welfare pubblico, qualunque sia il grado di modernizzazione del Paese, influenza il processo di cambiamento sociale. Questo approccio considera che è l'intersezione tra valori morali e comportamenti socio-economici che conta. In termini pratici, sostiene che la corruzione può essere incoraggiata o scoraggiata da donatori, mercati dei capitali, e istituzioni internazionali.

Il terzo approccio si riduce ad osservare il ruolo, positivo o negativo, della corruzione nello sviluppo economico, da un punto di vista pratico e ponendosi alcune domande come, ad esempio: la corruzione è utile al processo di sviluppo, almeno nel breve termine? A tal proposito gli studiosi si dividono. Un gruppo sostiene che la corruzione è positiva come “*grease at wheels*” (letteralmente in italiano come “*il grasso alle ruote*”)

delle rigide strutture sociali istituzionali; l'altro considera la corruzione come un'allocazione sub ottimale delle risorse e sostengono che la globalizzazione dei mercati dei capitali e la trasmissione istantanea delle informazioni possano solo servire a peggiorare la situazione.

La governance, la corruzione e l'attendibilità delle politiche di Governo sono collocati in un'area relativamente nuova e vagamente definita dell'analisi del Rischio Paese.

Purtroppo il nuovo ambiente economico ha cambiato la struttura delle relazioni tra i Paesi e, all'interno del Paese, tra lo Stato, il settore privato e i cittadini. Nonostante l'attenzione maggiore dedicata alla governance, gli analisti del Rischio Paese ancora si focalizzano sullo Stato visto come attore omogeneo nell'allocazione di beni e servizi. Si dedica ancora poca attenzione al potere di competizione che agisce all'interno dello Stato così come a quegli attori transfrontalieri che ne sfidano la supremazia; nello specifico ci riferiamo alle imprese globali, alla mafia, alle organizzazioni criminali multinazionali, alle istituzioni sovranazionali, etc.

La corruzione è il sottoprodotto di uno Stato che non vuole perdere la sua legittimità tradizionale, la sua integrità territoriale e il suo controllo dell'offerta di moneta. È il sintomo di un sistema istituzionale rigido che è incapace di muoversi verso un ruolo nuovo di conduttore e regolatore delle forze di mercato. In quanto tali la corruzione e la cattiva governance sono elementi essenziali da considerare nella valutazione del Rischio Paese.

#### **4.4 Conclusione**

Dall'analisi delle metodologie quantitative e qualitative emerge chiaramente come l'uso disgiunto di esse non porti a risultati soddisfacenti.

I metodi qualitativi permettono di cogliere quegli elementi che le valutazioni quantitative, basate solo su numeri e statistiche, non riescono a considerare. È per questo che tutti i soggetti che si occupano di Rischio Paese, dalle Agenzie di rating alle Export Credit Agencies, si servono sia di modelli quantitativi che di fattori di giudizio elaborati da esperti. Ciò anche perché lo sviluppo dei mercati e il comparire sulla scena economica dei

Paesi in via di sviluppo rende necessario avere quante più informazioni possibile su cui basare le proprie valutazioni.

Portata a termine la descrizione delle metodologie quantitative e qualitative di valutazione del Rischio Paese, nel prossimo capitolo, che conclude il nostro lavoro, cercheremo di aggiornare quanto più possibile il problema del Rischio Paese, analizzando il ruolo che esso ha avuto e ha ancora adesso nella crisi greca iniziata nel 2009 e ancora in corso.

## 5 Il Rischio Paese oggi: il caso Grecia

### 5.1 Introduzione

A conclusione del nostro lavoro, ci sembra opportuno cercare di attualizzare quanto più possibile il concetto che ha attraversato tutti i temi affrontati finora: il Rischio Paese, e abbiamo deciso a tale scopo di soffermarci sulla crisi che ha investito la Grecia subito dopo le elezioni del 4 ottobre 2009.

Ci sembra utile al raggiungimento del nostro obiettivo ripercorrere tutti gli avvenimenti salienti della crisi greca, dalle origini fino agli eventi più recenti, per arrivare a capire qual è il ruolo che il Rischio Paese ha giocato e sta giocando in essa.

### 5.2 La crisi greca ed il primo salvataggio della storia di un Paese dell'Eurozona

Le elezioni del 4 ottobre 2009 incoronarono nuovo leader della Grecia il socialista *George Papandreou*, vincitore con 160 deputati su 300 e dieci punti di vantaggio sui rivali del conservatore *Kostas Karamanlis*. Proprio in questo clima di speranza, quando i greci confidavano che un tale cambiamento avrebbe “riportato il sorriso alla Grecia”<sup>24</sup>, il 9 ottobre arrivò l’inaspettata comunicazione da parte del Governo entrante che il rapporto deficit – PIL era balzato dal 6% previsto al 12,7%, e che il debito statale sarebbe salito al 120% del PIL. Inoltre, la Grecia si trovava nella condizione di non avere i fondi necessari a rimborsare l’eccessiva quantità di bond emessi per finanziare lo Stato, le cui scadenze, ad aprile e a maggio, erano ormai imminenti.

Questa fu una rivelazione sconvolgente, figlia delle grandi menzogne in cui il Paese era vissuto per anni, della mancata trasparenza del Governo precedente e delle cifre dell’ufficio statistico greco truccate per anni.

Dieci giorni dopo, Moody’s prese la decisione di mettere sotto esame il rating di Atene, a seguito degli avvenimenti che avevano riguardato non solo la città ma la nazione

---

<sup>24</sup> Vedi A.Micuzzi, “In sette mesi dalla festa all’incubo”, *Il sole 24 ore*, 6 maggio 2010.

intera. Ciò fu un campanello d'allarme per l'Unione Europea che da quel momento iniziò a tenere sotto controllo gli sviluppi della situazione.

Di lì a poco, Papandreou dovette abbandonare il piano di stimolo economico da 3 miliardi di euro che aveva preparato per risollevare la nazione e, per di più, il 5 novembre annunciò un bilancio di austerità per il 2010, volto a salvare il Paese dal fallimento ed a ridurre il deficit al 9,1%.

Tale scenario finì, come prevedibile, per allarmare i mercati finanziari, lasciando spazio ad una serie di attacchi da parti degli speculatori. La speculazione fece sì che il prezzo dei titoli di stato crollasse e gli spread con i bund tedeschi iniziassero ad allargarsi. A questo punto l'Europa fece il primo piccolo passo per tentare di bloccare l'attacco speculativo sui mercati: il commissario *Joaquin Almunia* affermò che la Commissione Europea era pronta ad assistere il Governo greco nel mettere a punto un programma di risanamento e di riforme complessivo.

Purtroppo tale manovra non fu sufficiente ed a portare ulteriore scompiglio l'8 dicembre 2009 ci fu il primo taglio dei rating da parte di Fitch che da "A-" scese a "BBB+" con outlook negativo.

Nonostante la questione si stesse complicando, Papandreou dichiarò di non voler chiedere alcun aiuto all'Unione Europea né tantomeno al Fondo Monetario Internazionale, fiducioso del fatto che la Grecia ce l'avrebbe fatta da sola e avrebbe ridato fiducia ai mercati. Infatti annunciò l'imminente taglio del 10% delle spese del welfare, l'abolizione dei bonus per i manager delle banche pubbliche e un'imposta del 90% per quelli privati; e ancora la riforma del fisco e delle pensioni. Tutto ciò perseguendo l'obiettivo, annunciato l'11 dicembre, di riportare il deficit sotto il 3% in quattro anni.

Nonostante ciò, il 16 dicembre Standard&Poor's tagliò il rating sul debito sovrano a lungo periodo da "A-" a "BBB+" e anche Moody's qualche giorno dopo lo fece, abbassando il rating a lungo termine del Paese da "A1" ad "A2" con outlook negativo. Tali accadimenti non fecero altro che allarmare ancora di più l'Ue, che temeva il diffondersi della crisi agli altri Paesi dell'Eurozona; tanto che iniziò a valutare seriamente la possibilità di soccorrere lo Stato ellenico e di fornire un immediato finanziamento di importo pari a 25 miliardi di euro.

Iniziarono, inoltre, a circolare le cifre di cui avrebbe avuto bisogno la Grecia per risollevarsi. Infatti, dal ministero delle Finanze filtrò l'ipotesi di 54 miliardi di euro. Fu

così che l’Fmi decise di inviare una missione ad Atene in vista di un possibile prestito e Bruxelles decise di insediare in modo permanente un tecnico di Eurostat, ufficio di statistica dell’Unione, nel board dell’istituto di statistica greco.

Il 2 febbraio 2010 Papandreou informò il popolo dell’impiego di misure più forti, tra cui una nuova manovra che prevedeva il congelamento di tutti i salari pubblici, l’aumento dell’età pensionabile e nuove tasse sui carburanti. Da qui iniziò una lunga serie di scioperi che, purtroppo, si sarebbero ripetuti con frequenza.

A questo punto il commissario Joaquin Almunia, già citato prima, iniziò a parlare di “rischio contagio” e l’Unione Europea non poté più fingere di non essere interessata alla critica situazione della Grecia. Iniziò così a mettere a punto misure di sostegno, ma nei comunicati ufficiali non c’era ancora traccia di numeri. Difatti, il Consiglio Europeo dei capi di Stato e di Governo di febbraio, dominato da Angela Merkel e Nicolas Sarkozy, riaffermò che i Paesi di Eurolandia hanno una responsabilità che impone a tutti loro ordine nelle finanze pubbliche e che per garantire la stabilità dell’Eurozona si possono, anzi, si devono prendere misure coordinate tra gli Stati membri. In tale sede, inoltre, discutendo di ciò che stava accadendo in Grecia, si precisò come essa non avesse ancora richiesto alcun sostegno finanziario; lasciando intendere che per ora l’Ue non doveva ritenersi obbligata a fornire aiuti finanziari.

Gli scioperi e le manifestazioni contro il piano di austerità si protrassero per tutto il mese di marzo e nell’Eurogruppo qualcosa iniziò a muoversi. Da un lato la Francia, appoggiata dall’Italia, espresse il proprio consenso a favore di un piano di aiuti per salvare la Grecia dal default, in quanto consapevole che il fallimento dello Stato greco avrebbe avuto un impatto pesante sulla moneta unica e sul sistema bancario dell’Eurozona. Infatti le banche francesi, svizzere, greche e tedesche, nell’ordine, erano e sono i soggetti più esposti al debito sovrano greco. Dall’altro lato, invece, la Germania, pur consapevole dei disastri che il fallimento della Grecia avrebbe prodotto, fu intransigente nel sostenere che il Governo ellenico avrebbe dovuto cavarsela da solo. Alla fine, il 25 marzo, dopo settimane di polemiche e indiscrezioni, in particolare sul ruolo che il Fondo Monetario Internazionale avrebbe dovuto ricoprire nella missione di salvataggio, Francia e Germania trovarono un accordo sul piano di aiuti, su cui ottennero l’approvazione di tutta Eurolandia. L’intesa prevedeva un sistema coordinato di aiuti in cui sia l’Ue che l’Fmi avrebbero fatto la loro parte. Dobbiamo sottolineare, comunque, come la Grecia non avesse ancora chiesto

ufficialmente aiuto. L'accordo, quindi, stava solo a garantire che nel caso in cui l'avesse fatto le due istituzioni sarebbero state pronte a svolgere il loro compito.

Atene colse subito l'occasione e, quattro giorni dopo aver incassato l'accordo di Ue e Fmi sugli aiuti, precisamente il 29 marzo, effettuò una nuova emissione di titoli di stato a sette anni per cercare di ottenere la liquidità necessaria a far fronte agli impegni di aprile, in una situazione che sembrava più favorevole. L'offerta fu pari a 5 miliardi di euro contro una domanda di 7 e con un tasso di interesse pari al 5,9%, un costo di finanziamento troppo alto, soprattutto se si pensa che la domanda fu solo pari a 7 miliardi. La Grecia si trovò, quindi, a dover far fronte a tassi troppo elevati che avrebbe potuto sostenere solo nel breve termine. Dobbiamo, però, sottolineare come senza l'intesa Ue la Grecia avrebbe avuto maggiori difficoltà a tornare sul mercato e non sarebbe riuscita a reperire la liquidità necessaria a ripagare i titoli prossimi alla scadenza.

Poco dopo il quasi fallimento dell'emissione di bond del 29 marzo arrivò un'altra giornata nera per Atene. Il 7 aprile la speculazione tornò a farsi sentire, scatenata dalla titubanza del Governo Papandreou ad accettare gli aiuti di Fmi e Ue, a causa dei dissidi all'interno del Governo stesso. Atene vide salire contemporaneamente il rendimento dei suoi titoli, lo spread sui bund tedeschi e i credit default swap (Cds) a livelli record (come dimostra la figura sottostante).



Figura 5.1: Andamento dei CDS sul debito sovrano greco a 10 anni.<sup>25</sup>

In un mercato tanto volatile, la causa di questo nuovo attacco speculativo furono i quattro giorni di chiusura per le vacanze pasquali che permisero il diffondersi di numerose indiscrezioni di stampa sui tentativi di modificare i termini dell'eventuale intervento di aiuti dell'Ue e dell'Fmi. L'Agenzia Market News International, difatti, citando fonti anonime del Governo di Atene, rivelò che la Grecia, preoccupata delle dure condizioni che l'Fmi avrebbe preteso in cambio degli aiuti, decise di voler modificare l'accordo siglato al summit UE di febbraio per evitare il contributo del Fondo.

Nonostante la pronta smentita da parte del ministro delle Finanze greco Papaconstantinou, altre indiscrezioni contribuirono ad agitare i mercati. Si diffuse, infatti, la voce (non confermata) che Eurostat avesse scoperto, dall'esame dei dati sul deficit pubblico, che il rapporto deficit pubblico – PIL fosse pari al 14% anziché al 12,7%, come comunicato ufficialmente da Atene. Così, i prezzi dei bond decennali greci iniziarono a precipitare, tanto da spingere il rendimento al 7,1%, livello massimo mai raggiunto da

<sup>25</sup> Fonte Datastream.

quando il Paese aveva adottato l'euro (vedi figura 5.2); e l'euro continuò a perdere terreno nei confronti del dollaro.

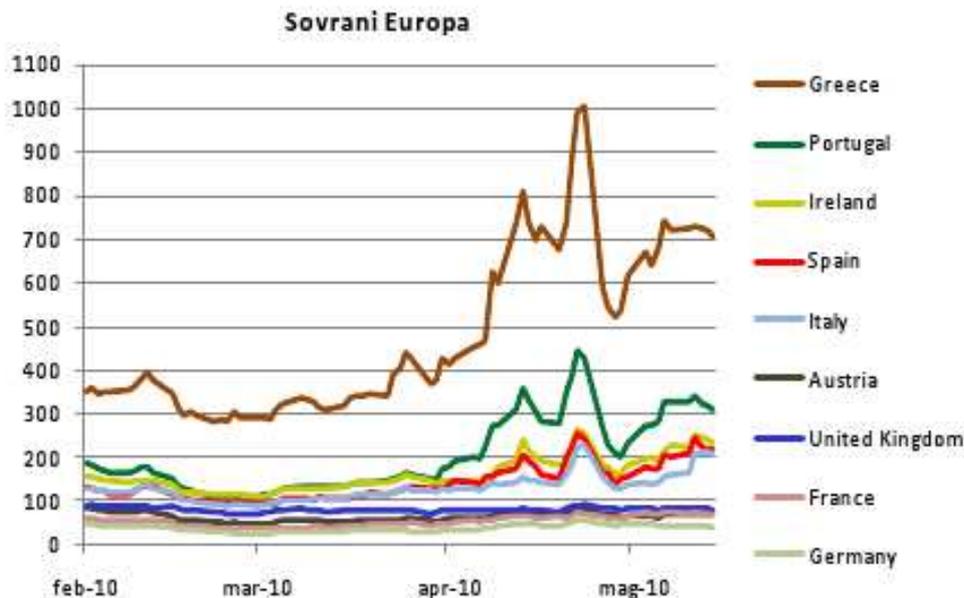


Figura 5.2: Confronto tra i maggiori Paesi europei dei trend dei CDS sul debito sovrano.

Gli squilibri nei mercati e le continue sommosse nelle piazze spinsero Papandreou a chiedere consultazioni con l'Unione Europea e il Fondo Monetario Internazionale sul piano di aiuti. Questa sarebbe stata la prima mossa verso il primo salvataggio della storia di un Paese dell'Eurogruppo. L'atto di Papandreou si dimostrò l'unica cosa da fare, poiché i rischi di non controllare più la situazione stavano aumentando, dato l'aumento delle spese per interessi e la parallela riduzione delle entrate fiscali per il calo del PIL previsto per l'anno 2010. Perciò, il 15 aprile, il ministro Papaconstantinou inviò una lettera sia a Bruxelles che a Washington per discutere dei meccanismi di aiuto con Ue e Fmi nel caso in cui la Grecia avesse chiesto l'intervento finanziario.

Il 21 aprile la missione Ue – Fmi prese il via con l'arrivo ad Atene dei rappresentanti delle autorità, ma, mentre tutti credevano che l'inizio delle trattative avrebbe protetto un po' dagli attacchi degli speculatori, le condizioni del debito greco continuarono a peggiorare ed il pericolo di effetto contagio iniziò ad aumentare. Infatti le tensioni sul debito sovrano si estesero anche al Portogallo, alla Spagna, all'Irlanda e persino alla Germania, dove un'asta di titoli tedeschi trentennali non fu sottoscritta per intero.

Ad aggravare ulteriormente la situazione ci fu un altro annuncio da parte di Eurostat in cui si diceva che bisognava realmente rettificare il deficit greco dal 12,7% al 13,6% del PIL. Questa fu la molla che fece schizzare i tassi delle obbligazioni decennali al 9% e lo spread con il bund tedesco a livelli storici mai registrati, oltre ad abbattere l'euro fino a un minimo di 1,3260 sul dollaro. Per di più Moody's decise di abbassare il rating del Paese da "A2" ad "A3", con possibilità di ridurlo ancora nel caso in cui se ne fossero verificate le condizioni.

Tutti gli accadimenti che finora abbiamo ricordato, alla fine indussero la Grecia, il 23 aprile 2010, a chiedere il primo aiuto nella storia dell'Eurozona; ammettendo il fallimento di una classe dirigente che aveva dissestato irresponsabilmente i conti pubblici favorendo evasione e corruzione. Lo spiacevole compito toccò al Presidente Papandreou, che in un discorso televisivo chiese formalmente l'attivazione del piano di aiuti Ue – Fmi per tornare all'Europa non solo come moneta ma soprattutto ai suoi ideali di giustizia sociale, equità fiscale e stabilità economica. Le nuove speranze della Grecia incontrarono già il primo ostacolo in una telefonata da parte del cancelliere Angela Merkel che, a proposito della richiesta greca, sottolineò che prima di ricevere gli aiuti il Parlamento di Atene avrebbe dovuto approvare il pacchetto di misure di austerità deciso dai Paesi soccorritori e dall'Fmi e che gli aiuti da parte della Germania sarebbero arrivati solo se la stabilità della moneta unica fosse stata compromessa nel suo complesso dalla situazione della nazione ellenica.

Possiamo spiegare la chiusura della Germania in base al fatto che essa fu molto influenzata dalle imminenti elezioni che si sarebbero avute nel Nord – Reno Vestfalia. Possiamo sostenere che Angela Merkel si lasciò abbondantemente influenzare dall'opinione negativa che i tedeschi avevano sulla Grecia e sul comportamento menzognero che tenne nei confronti dei suoi partner europei, e portò avanti fermamente la sua rigida posizione a sfavore della concessione degli aiuti della Grecia per ottenere e mantenere consensi.

Se ciò non bastasse, a far salire la tensione alle stelle fu l'ulteriore taglio del rating greco da parte di Standard&Poor's. In un colpo solo l'Agenzia declassò di tre livelli il debito greco, riducendo i titoli di stato al rango di "junk bond" o "titoli spazzatura". Il ministro Papaconstantinou si trovò, allora, obbligato a dichiarare che il Paese non avrebbe più potuto rivolgersi al mercato che ormai aveva perso totalmente la fiducia nei confronti

delle istituzioni greche. Gli aiuti dai Paesi dell'Ue più forti economicamente e dall'Fmi diventarono indispensabili e ancora più urgenti, tanto che subito quest'ultimo riprese il suo negoziato con la Commissione Europea circa le condizioni, la durata e le modalità di soccorso alla Grecia.

I mercati, ovviamente, non rimasero immobili a seguito delle vicende appena menzionate, anzi, come potevamo aspettarci, si mossero al ribasso.

Sebbene la difficile trattativa stesse lentamente prendendo la strada verso il raggiungimento di un accordo, i mercati sembravano ancora non essere soddisfatti; tanto che il 28 aprile le borse chiusero ancora una volta negativamente in Portogallo, in Italia, in Germania, in Inghilterra e in Francia, dando adito a coloro che si preoccupavano dell'effetto contagio.

Ci sorge spontaneo, allora, interrogarci sul perché di tale atteggiamento del mercato, dato che, anche se lentamente, in quei giorni l'accordo Ue – Fmi sembrava concretizzarsi sempre più. La risposta è semplice: i mercati credevano che la Grecia, pur ricevendo gli aiuti, non sarebbe stata in grado di risolvere i gravi problemi di fondo che avevano indebolito il Governo e soprattutto di rispettare le stringenti condizioni imposte dai Paesi soccorritori e dal Fondo Monetario Internazionale.

Nello stesso giorno, un altro evento sconvolse la scena: la Germania, dopo aver bloccato per settimane i prestiti di Atene, dichiarò di essere pronta a partecipare all'operazione di salvataggio e di essere disposta ad accelerare le trattative. Angela Merkel aveva finalmente ammesso che prolungare l'attesa avrebbe solo influito negativamente sull'euro e decise per tale ragione di aiutare il Governo Papandreou, ma solo se avesse accettato l'ambizioso programma di risanamento contenuto nell'accordo.

Papandreou non poté lasciarsi sfuggire l'occasione e subito iniziò le negoziazioni con l'Fmi, la Commissione Europea e la Bce per arrivare ad un pacchetto di politica economica attraverso cui ridurre il deficit pubblico.

Notizie certe circa il contenuto del programma di aiuti e il piano di austerità si ebbero a partire dal 4 maggio. Il pacchetto di aiuti prevedeva un prestito triennale da parte dei Paesi dell'Unione Europea e da parte del Fondo Monetario Internazionale da 110 miliardi di euro, che avrebbe permesso alla Grecia di finanziarsi senza ricorrere al mercato per 18 mesi. L'Ue si sarebbe accollata un finanziamento complessivo da 80 miliardi di euro, mentre l'Fmi un finanziamento complessivo da 30 miliardi di euro. Secondo gli

accordi presi dai ministri dell'Eurogruppo (come possiamo vedere nella figura 5.1), il prestito doveva essere erogato in 12 tranches, di importo variabile, in tre anni. Il tasso applicato sarebbe stato del 5% circa per la parte europea e a tasso variabile per quella dell'Fmi che, secondo gli esperti, avrebbe dovuto tradursi in un tasso equivalente a breve.

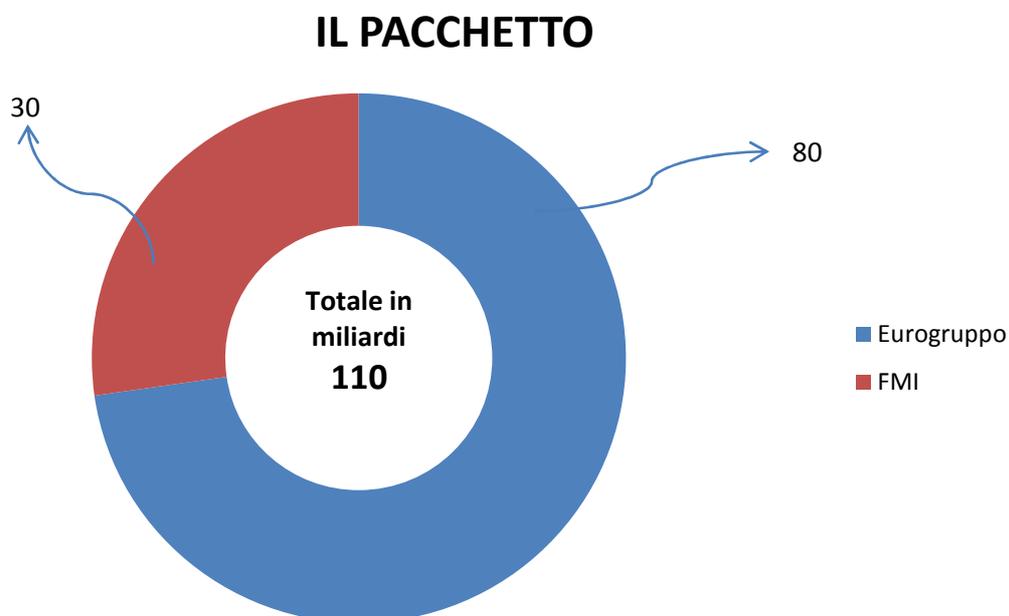


Figura 5.1: Rappresentazione grafica del finanziamento triennale salva – Grecia.

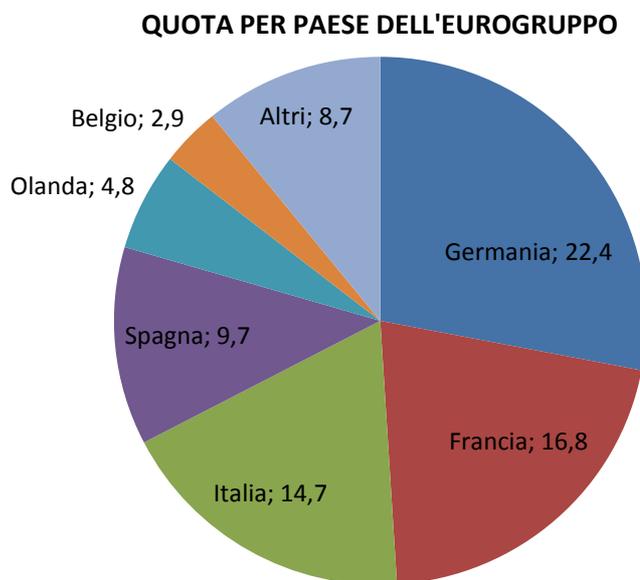


Figura 5.2: Rappresentazione della quota per Paese dell'Eurogruppo.

Ci sembra doveroso ora fornire una spiegazione del motivo per cui l'importo del finanziamento lievitò da 25 a 110 miliardi di euro. L'importo iniziale di 25 milioni si riferiva alle imminenti esigenze del Governo greco e, successivamente, dati gli sviluppi sempre più negativi della crisi, si giunse alla conclusione che fosse necessario organizzare un piano di aiuti triennale di importo molto superiore e subordinato al rispetto di determinate condizioni. Possiamo ritenere con certezza che il ritardo nell'intervento da parte dell'Unione Europea e del Fondo Monetario Internazionale fu una delle cause principali di tale aumento di importo.

Scendendo più nello specifico, la particolare condizione per l'erogazione di ogni tranche fu quella di verificare, di volta in volta, se la nazione ellenica avesse rispettato o meno gli impegni di rigore presi. Il controllo puntuale si sarebbe concluso con la stesura di un rapporto trimestrale da parte di Ue e Fmi e su tale base i ministri finanziari dei Paesi soccorritori avrebbero deciso se sbloccare o meno i fondi.

Altra particolare condizione posta nell'accordo fu che nessun Paese avrebbe dovuto perdere dall'operazione di salvataggio della Grecia. Quindi, chi in quel momento si fosse trovato a raccogliere sul mercato a un tasso superiore al 5%, come il Portogallo, avrebbe dovuto essere compensato dai partner della differenza secondo la rispettiva quota contributaria. Ciò significa che, siccome quasi tutti i Paesi avrebbero tratto profitto dai prestiti che avrebbero raccolto per poi dirottare i fondi sulla Grecia, visto che avrebbero lucrato sulla differenza tra il rispettivo tasso di raccolta e quello fisso che avrebbero applicato ad Atene, i loro utili avrebbero potuto essere in parte destinati a coprire le perdite di uno o al massimo due Paesi che avrebbero potuto trovarsi in situazione sfavorevole.

Per quanto riguarda il piano di austerità, Papandreou si impegnò ad intervenire sulle pensioni, sui dipendenti statali e sulle tasse. La manovra sulle tasse per prima cosa riguardò l'IVA, che sarebbe salita al 23%; inoltre, le tasse su carburanti, sigarette e alcolici, già aumentate a marzo, sarebbero salite ancora del 10%. Sui dipendenti statali il Presidente intervenne congelando gli stipendi fino al 2014, abolendo tredicesima e quattordicesima per gli stipendi superiori a 3000 euro e per gli stipendi inferiori a tale somma comunque le mensilità aggiuntive non avrebbero potuto superare i 1000 euro di importo. Le pensioni sarebbero state tagliate in modo da riflettere il salario medio dell'intero periodo lavorativo e non quello finale. In più, l'età pensionabile, precedentemente fissata a 65 anni per gli uomini e 60 per le donne, sarebbe stata collegata alle aspettative di vita ed il periodo

contributivo minimo per avere diritto alla pensione sarebbe stato gradualmente aumentato da 37 anni a 40 anni entro il 2015; e il ricorso alla pensione anticipata sarebbe stato ridotto con l'obiettivo finale di vietarla al di sotto dei 60 anni.

Tutte le misure elencate sopra, seppure sarebbero servite a garantire alla Grecia i fondi necessari a ripagare l'eccessiva quantità di bond prossimi alla scadenza, non fecero altro che accrescere l'insoddisfazione del popolo greco che si trovava ingiustamente a pagare per le colpe commesse dalla classe dirigente. Difatti, all'indomani dell'annuncio delle nuove misure di austerità, i greci scesero in piazza a protestare e molte altre volte l'avrebbero fatto.

Dopo due giorni di scontri violenti, il 7 maggio arrivò la notizia che il piano di austerità per ottenere i 110 miliardi di euro era stato approvato dal Parlamento greco con 172 voti a favore su 296 presenti. Si apriva un nuovo capitolo della storia greca e di tutta l'Europa.

Terminata l'esposizione dei fatti salienti della crisi greca, ci preme ora precisare che gli effetti della crisi stessa non si manifestarono solo sui mercati finanziari, ma anche sui *flussi degli investimenti diretti esteri* verso il Paese, come dimostra la figura sottostante.

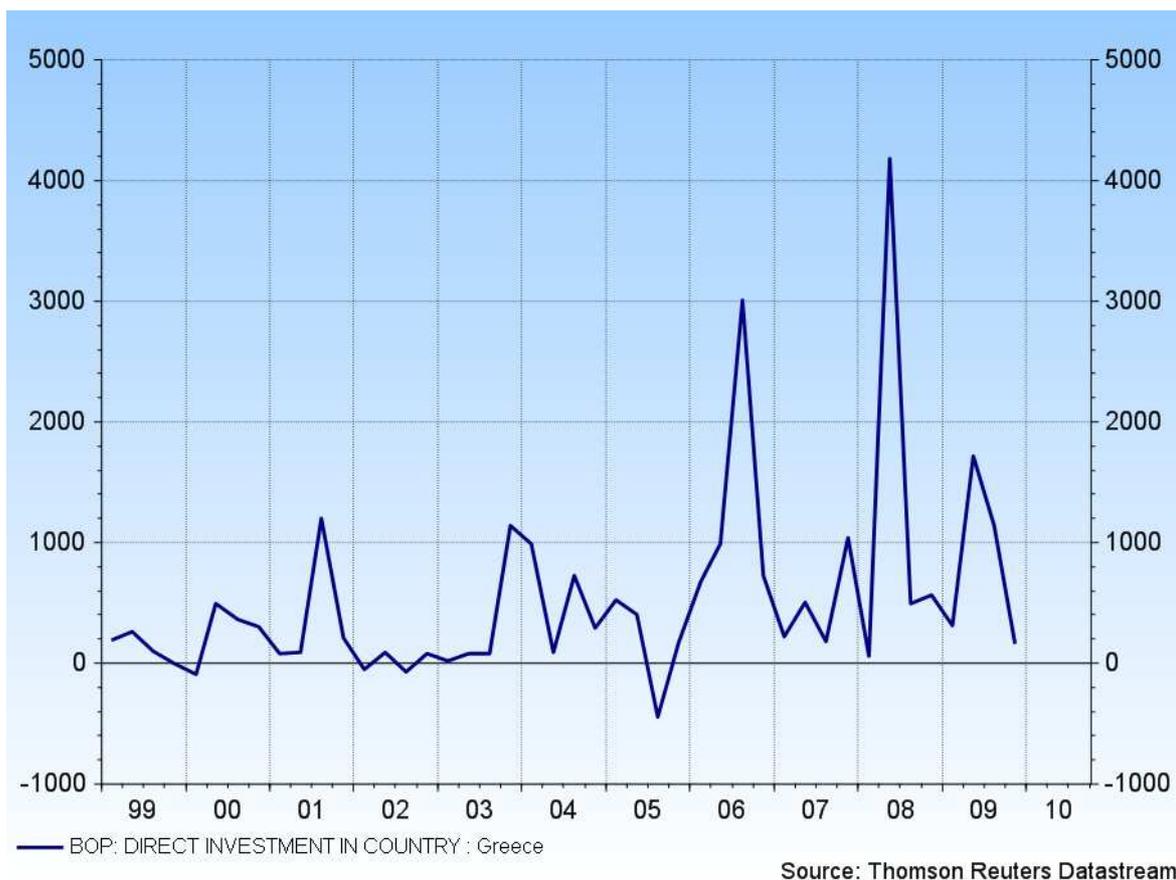


Figura 5.3: Andamento degli IDE verso la Grecia dal 2004 ad oggi.<sup>26</sup>

In questo breve spazio dedicato a tale argomento, concentreremo l'attenzione sul periodo che va dallo scoppiare della crisi finanziaria odierna (2008) ai giorni nostri (2010), in quanto l'obiettivo che qui ci poniamo è cercare di capire qual è stato l'impatto che la crisi ha avuto e ha ancora sull'afflusso di investimenti diretti esteri verso il Paese ellenico; tenendo conto anche dell'intervenire della crisi greca nel 2009 a peggiorare la situazione.

Sappiamo che la Grecia, a partire dagli anni '90, si era imposta come tramite verso le economie emergenti delle regioni limitrofe (dai Balcani al Caucaso) e, perciò, aveva attirato l'attenzione dei capitali europei, americani e giapponesi, facendo registrare un trend complessivamente positivo agli investimenti diretti esteri verso il Paese, con picchi nel 2001, nel 2006 e nel 2008.

Il primo picco del 2001 si può far coincidere con l'ingresso della Grecia nell'Eurogruppo, che permette al Paese di aprirsi in maniera impensata ai rapporti con l'estero; il picco del 2006 coincide invece con un periodo economico positivo e soprattutto con un costante

<sup>26</sup> Fonte Datastream.

aumento della competitività della nazione nei mercati internazionali; infine, il picco del 2008 deriva da un periodo di crescita sostenuta che va dal 2003 al 2007 e si arresta con l'insorgere della crisi.

L'unico calo drastico che si è avuto nel periodo che va dal 1999 ai giorni nostri (come emerge dal grafico soprastante), si è registrato nel 2005 e le cause possono essere attribuite alla cattiva gestione delle opportunità di apertura con l'estero da parte del Governo conservatore di Karamanlis, il Presidente a cui, come sappiamo, è stata attribuita la responsabilità dello scoppiare della crisi greca del 2009.

Tornando, ora, al periodo che precede la crisi finanziaria del 2008, dobbiamo sottolineare come, nel passaggio dal 2007 al 2008, la Grecia avesse fatto registrare una variazione percentuale molto positiva degli IDE, pari al +214,2%<sup>27</sup> a seguito del periodo di crescita che aveva attratto capitali dall'estero. Questo scenario roseo dal punto di vista dell'afflusso di foreign direct investments fu immediatamente ribaltato dall'insorgere della crisi del 2008 che indusse una variazione negativa nei flussi in entrata di FDI pari al -21,4% nel passaggio dal 2008 al 2009<sup>28</sup>.

Alla Grecia, quindi, sembrava toccare la stessa sorte degli altri Paesi mediterranei, che a seguito della crisi hanno visto passare il loro livello complessivo di FDI in entrata da 39,1 miliardi di euro a 32,3 miliardi di euro nel 2009<sup>29</sup>.

A questo punto, pur non avendo ancora a disposizione i dati sull'afflusso di investimenti diretti esteri relativi al 2010, possiamo sostenere con certezza che il trend tenderà ad evidenziare una lenta ripresa positiva, dovuta al piano di aiuti che, come abbiamo visto, mira a risollevare l'economia greca ed a consentire al Paese di riconquistare la fiducia da parte degli investitori stranieri.

### **5.3 La posizione dell'Italia nei confronti della Grecia**

Giunti a questo punto della trattazione, ci sembra interessante osservare quale è stata la politica adottata dall'Italia nel sostenere la Grecia in difficoltà.

---

<sup>27</sup> Istituto nazionale per il Commercio Estero, *Aggiornamento al I semestre 2009*, Grecia.

<sup>28</sup> Istituto nazionale per il Commercio Estero, *Aggiornamento al II semestre 2009*, Grecia.

<sup>29</sup> F. Zallio, "Investimenti diretti e cooperazione istituzionale nella regione euro-mediterranea", *Paralleli in cooperazione con German Marshall Fund of the United States*, giugno 2010.

Il nostro Paese, già dalla prima metà di aprile, dichiarò di essere pronto ad avviare in qualsiasi momento il percorso normativo – legislativo che avrebbe consentito al Tesoro di erogare un prestito alla Grecia entro i primi quindici giorni di maggio, mese in cui sappiamo che effettivamente ottenne la prima tranche di aiuti.

A dispetto dell’atteggiamento di chiusura portato avanti dalla Germania, l’Italia e il ministro Tremonti si mostrarono sempre pronti a garantire solidarietà alla Grecia, e non per uno slancio di umanità. Le motivazioni su cui si fondò la posizione di Tremonti furono esclusivamente derivanti da un ragionamento economico secondo il quale: “Se la casa del vicino va a fuoco devi aiutarlo. Sennò l’incendio arriva a casa tua”<sup>30</sup>, come affermato dallo stesso ministro italiano. Ciò stava a significare che lasciare la Grecia in balia della sua crisi avrebbe sicuramente portato al default dello stato ellenico. Ciò avrebbe inflitto un duro colpo a molte banche europee che, come abbiamo già detto, erano e sono molto esposte ai titoli del debito sovrano greco; senza contare l’impatto estremamente negativo che si sarebbe avuto sulla moneta unica che sarebbe scesa molto rispetto al dollaro.

L’Italia fece la sua parte impegnandosi a garantire un primo finanziamento di 5,5 miliardi di euro su un totale di 14,8 miliardi, con un decreto-legge del ministero dell’Economia che stabiliva con quali modalità il Tesoro avrebbe erogato in tempo reale il finanziamento alla Grecia. Con il meccanismo messo in atto il Tesoro si garantiva un’ampia flessibilità, in modo tale da poter lasciare invariato il calendario delle aste dei titoli di stato. In più, non si prevedeva la partecipazione della Cassa depositi e prestiti al finanziamento, dato che quest’ultima agisce come privato anche se con finalità di interesse generale pubblico, ed è quindi fuori dalla pubblica amministrazione.

Tremonti, poi, intenzionato a non agire da solo e ad attendere che fosse la Grecia a lanciare l’SOS, il 4 maggio, nell’attesa, contattò i big italiani del credito (Intesa Sanpaolo, Unicredit e Mps) per sondarne la disponibilità a finanziare, in tutto o in parte, il primo contributo italiano da 5,5 miliardi di euro per il piano salva – Grecia. L’idea di Tremonti, infatti, era quella di utilizzare un Tremonti – bond al contrario. In questo caso, infatti, sarebbero stati gli istituti a anticipare il contante e ciò avrebbe consentito all’Italia di finanziare la Grecia senza incidere sul bilancio dello Stato e senza provocare un impatto negativo sui ratios patrimoniali dei gruppi bancari che proprio in quei mesi stavano migliorando.

---

<sup>30</sup> Vedi R. Parietti, “Atene alza bandiera bianca: «Subito gli aiuti di Ue e Fmi». E Tremonti bacchetta la Germania”, *Il Giornale*, 24 aprile 2010.

Il prestito fu erogato il 18 maggio a condizioni vantaggiose per l'Italia. Secondo quanto abbiamo potuto leggere sui giornali, il tasso di interesse di cui la Grecia si caricò era pari al 5% contro un costo della raccolta per l'Italia attorno al 2%. Ciò avrebbe garantito al nostro Paese la stabilità del suo deficit.

A dimostrazione del fatto che l'Italia, e soprattutto Tremonti, non si sbagliava abbiamo una comunicazione del 22 agosto da parte della Commissione europea. In essa la Commissione espresse la sua approvazione verso gli “impressionanti sforzi” di consolidamento compiuti dal Governo di George Papandreou. Le misure adottate, infatti, sembrarono e sembrano tuttora in linea con gli obiettivi di risanamento fissati per il 2010 di ridurre il deficit pubblico dal 13,6% all'8,1%; a dispetto di quanto sostenuto in origine da dotti premi Nobel e da sapienti luminari dell'economia i quali pensavano che la Grecia non ce l'avrebbe fatta.

#### **5.4 Il ruolo del Rischio Paese nel crollo greco e la revisione del Patto di stabilità**

Lo scopo che volevamo raggiungere esponendo in questa sede le cause e il procedere della crisi greca era quello di evidenziare qual è stato il ruolo assunto dal Rischio Paese in essa.

Come abbiamo avuto modo di capire, sarebbe un errore annoverare il Rischio Paese tra le cause scatenanti della crisi che ha investito la Grecia, ma ci sembra di poter affermare che successivamente sia diventato una componente importante, come spiegheremo di seguito.

La causa principale della crisi in esame è stata, come già detto in precedenza, la presenza di un debito pubblico eccessivamente elevato rispetto alla capacità di rimborsare i titoli a scadenza e di garantire gli interessi ad essi connessi. Situazione di cui si è venuti a conoscenza quando ormai era troppo tardi per evitare tutti gli avvenimenti sfavorevoli che poi si sono verificati.

Sotto il profilo del Rischio Paese, le Agenzie di rating, prima dello scoppiare della crisi, classificavano la Grecia nella categoria dei Paesi a basso rischio e le Export Credit

Agencies la collocavano tra i Paesi senza restrizioni. Ciò a testimonianza di come il vecchio Governo fosse riuscito a mascherare bene la vera entità del debito pubblico.

Il Rischio Paese è entrato in gioco subito dopo le dichiarazioni sulle reali condizioni di indebitamento della nazione ellenica, lasciando emergere un altro grande problema che attanaglia l'economia globale moderna: l'eccessivo potere delle Agenzie di rating. Infatti i mercati, ricevuta la notizia dai tagli dei rating da parte delle cosiddette "tre sorelle", Moody's, Standard&Poor's e Fitch, sono impazziti e da lì è iniziata la lunga serie di eventi sfavorevoli che hanno peggiorato la già precaria stabilità della Grecia.

Le Agenzie di rating hanno sicuramente la loro responsabilità per quanto riguarda il tracollo della nazione ellenica. Essa giace sul fatto che i loro pesanti giudizi assumono ormai troppo spesso il valore di vere e proprie sentenze. I mercati sono esageratamente dipendenti dai voti di tali Agenzie, e soprattutto sembrano non tenere conto degli errori in cui esse sono incorse in passato. Tali errori, invece, confermano l'idea che bisognerebbe prendere i rating per quello che sono: delle valutazioni espresse da illustri Agenzie che non devono essere confuse con la verità assoluta, che spesso ha dimostrato di essere diversa.

Di recente, proprio per questo motivo, l'Unione Europea, attraverso la Banca Centrale Europea, avrebbe fatto trapelare l'intenzione di porre fine al monopolio delle "tre sorelle" con un ampio sistema di valutazione della solidità finanziaria dei Paesi dell'Eurozona. Ma il nuovo organismo dovrebbe riuscire ad insediarsi in un mercato controllato per il 96% dalle tre concorrenti storiche e soprattutto dovrebbe dare prova della stessa indipendenza vantata da queste. Per di più dovrebbe offrire qualcosa che le tre principali Agenzie non riescono a garantire: l'imparzialità. Sappiamo, infatti, che spesso Moody's, Standard&Poor's e Fitch sono state tacciate di manifestare un'eccessiva compiacenza nel valutare grandi holding. Ad esempio, come noto, nonostante i problemi di Enron fossero a conoscenza di tutti da mesi, il suo rating fu tagliato e scese a livello spazzatura solo quattro giorni prima del default.

Possiamo dunque sostenere con certezza che il ruolo assunto dalle Agenzie di rating nella crisi greca ancora in corso sia stato quello di aver accelerato il procedere degli eventi e di aver ulteriormente aggravato la situazione in cui versava il Paese allarmando i mercati, portando il valore dei bond a livello spazzatura e precludendo, quindi, la possibilità di rifinanziarsi ricorrendo alle aste di titoli.

Da ciò possiamo dedurre che forse le tre leader del mercato dei rating, nell'emettere le loro valutazioni, dovrebbero tener conto maggiormente della loro influenza sui mercati finanziari e ponderare più attentamente i declassamenti di Paesi e imprese per evitare effetti che possano ritorcersi ulteriormente contro il soggetto della valutazione.

Infine, altro aspetto da considerare è che il Rischio Paese, che prima non costituiva un problema per la Grecia, in seguito ai giudizi delle Agenzie di rating diventò un elemento così importante e preoccupante che i Paesi soccorritori dell'Ue e l'Fmi, a garanzia dei loro prestiti, chiesero il perseguimento da parte del Governo Papandreou di un piano di austerità rigido e vincolante. Esso divenne necessario perché i partner europei, come anche l'Fmi, avevano perso totalmente la fiducia nel Governo e nelle istituzioni greche, dato che se avevano imbrogliato una volta sui conti avrebbero potuto farlo di nuovo.

Per concludere ci sembra importante sottolineare come il tema della trasparenza, a seguito dell'atteggiamento del Governo greco, sia tornato a far discutere, e possiamo ritenere che sia per questo che già a partire da maggio di quest'anno l'attenzione dei giornali si sia spostata dalla situazione greca alla necessità di revisionare il concetto di Patto di stabilità e di rafforzare il Governo economico dell'Unione Europea.

Fino ad oggi il Patto di stabilità mirava esclusivamente a controllare i bilanci pubblici, cosa che la crisi greca ci ha confermato essere poco efficace, dato che alcune voci di bilancio sono caratterizzate da eccessiva soggettività e che è possibile nascondere i grandi numeri del debito pubblico, proprio come ha fatto il Governo Karamanlis.

Dopo due mesi di trattative, il nuovo Patto di stabilità europeo sembra segnare una rottura rispetto al passato. Il 29 settembre 2010 è stato adottato un pacchetto di proposte legislative che sembrano modificare radicalmente il Patto precedente, con l'obiettivo di aumentare la sorveglianza sulle politiche economiche e di bilancio degli Stati membri; rivolgendosi soprattutto ai Paesi europei con i debiti pubblici più elevati, attraverso l'inasprimento delle sanzioni.

Il risultato raggiunto è stato figlio dello scontro tra due fazioni: da una parte la Germania, appoggiata da Olanda, Svezia, Finlandia, commissario dell'Ue e Presidente della Bce, mirava ad ottenere un Patto super – blindato contro i rischi di violazione o gli squilibri che riguardino il debito o il deficit o comunque lo si voglia chiamare. Dall'altra parte, l'Italia, la Francia, la Slovacchia e il Belgio erano contrarie a misure troppo

stringenti: l'Italia e il Belgio perché caratterizzate da un eccessivo indebitamento, la Francia e la Slovacchia perché poco favorevoli a discipline inflessibili.

Il Patto alla fine approvato dalla Commissione Europea prevede una maggiore attenzione, come già detto, al debito pubblico degli Stati. Si chiederà, inoltre, agli Stati membri che hanno un rapporto debito – PIL superiore al 60% di ridurlo ogni anno di un ventesimo della differenza tra il livello raggiunto e il limite stabilito. Se questo obiettivo non dovesse essere raggiunto, si applicherebbe la procedura per deficit eccessivo e le corrispondenti sanzioni. Quanto a queste ultime, il sistema delle sanzioni sarà più penalizzante, rendendole preventive oltre che correttive.

In conclusione possiamo affermare che la nuova strada intrapresa dall'Unione Europea sembra distaccarsi nettamente dalla prassi del passato. L'abbandono di un atteggiamento di compiacenza, che spesso volte aveva caratterizzato l'operato dell'Ue, lascia il posto ad una più attenta sorveglianza. Essa sicuramente favorirà anche la prevenzione di fatti come quelli verificatisi a seguito della crisi greca e forse, nel futuro, in Europa si sentirà meno parlare di Rischio Paese.

## Conclusione

Abbiamo avuto modo di sottolineare all'inizio del nostro lavoro come la disciplina che si occupa del Rischio Paese sia abbastanza giovane; sappiamo, infatti, che lo studio del rischio in esame nasce a partire dagli anni '60 – '70 del Novecento. Ed è proprio per questo motivo che, a nostro avviso, manca ancora una letteratura economica ampia al riguardo.

Si parla dell'argomento in documenti degli organismi internazionali, in editoriali di illustri studiosi di economia, nei giornali e nelle riviste economiche, ma pochi sono i testi in cui compiutamente ed interamente si analizza il tema. Uno dei pochi è il lavoro di Bouchet, Clark e Gros Lambert, intitolato "*Country Risk Assessment: A Guide to Global Investment Strategy*", cui ci siamo riferiti per fondare le basi del nostro lavoro e di cui abbiamo condiviso l'impostazione di analisi.

Seppure una nutrita letteratura sul Rischio Paese ancora manchi, abbiamo avuto modo di notare come nella realtà, invece, il fenomeno oggetto del nostro lavoro sia ampiamente presente. Lo abbiamo constatato quando ci siamo accostati ad analizzare ciò che ha riguardato la Grecia negli ultimi mesi, a partire dalle elezioni governative del 2009.

Abbiamo deciso, allora, di approfondire lo studio di questa fase dell'economia moderna, pur sapendo che essa non è ancora conclusa e che per tale ragione avremmo potuto incontrare non poche difficoltà nella trattazione, data la continua evoluzione dei fatti. Le motivazioni che stanno alla base di questa scelta sono riconducibili alla circostanza che, sebbene non sia stata la causa scatenante della crisi greca, il Country Risk ha assunto un ruolo importante nel peggiorare la situazione sempre più precaria del Paese stesso. Ciò perché, come abbiamo sottolineato in precedenza, le valutazioni sempre più negative di Fitch, Moody's e Standard&Poor's hanno spinto l'acceleratore verso il peggioramento della crisi.

Sappiamo che le Agenzie di rating si occupano di fornire agli investitori istituzionali, alle banche commerciali ed ai mutuatari sul mercato internazionale dei capitali indicazioni sulla solvibilità dei Paesi oggetto della loro analisi attraverso l'emissione dei Sovereign rating. Questi ultimi, poi, esprimono solo un "giudizio" sintetico sulla capacità dell'emittente di rimborsare le sue obbligazioni e, quindi, sono lungi dal fornire un'istantanea certa del futuro esito dell'investimento effettuato da un operatore economico. La realtà, però, ci dimostra come invece coloro che si avvalgono dei rating

emessi dalle Agenzie suddette spesso siano eccessivamente dipendenti da tali valutazioni e per questo finiscano con interpretarle erroneamente come vere e proprie sentenze.

L'analisi della situazione in cui versa attualmente la Grecia, pertanto, ci ha permesso di porre sotto la nostra attenzione un'altra problematica di grande attualità: la crescente influenza sui mercati finanziari vantata dalle Agenzie di rating leader del settore e cioè da quelle che comunemente vengono chiamate le "tre sorelle", Fitch, Moody's e Standard&Poor's.

L'unica soluzione che, a nostro avviso, potrebbe ridurre l'eccessiva importanza delle valutazioni delle Agenzie di rating, si fonda sul fatto che le Agenzie stesse dovrebbero rivedere il loro "modus operandi". Con ciò non intendiamo dire che i rating emessi da Fitch, Moody's e Standard&Poor's siano errati e che quindi esse dovrebbero rivedere le metodologie di valutazione di cui si avvalgono, ma solo che dovrebbero ponderare maggiormente le decisioni di far migrare un Paese da un livello di rating a un altro. Questo perché sappiamo che tali migrazioni producono, a volte, come il caso della Grecia ci dimostra, un'eccessiva agitazione dei mercati finanziari che finisce poi con il penalizzare ancora di più il Paese o l'impresa in difficoltà, accelerandone il processo di crisi.

Altro motivo per cui il Rischio Paese rileva nel caso della Grecia è che i Paesi soccorritori dell'Unione Europea, così come il Fondo Monetario Internazionale, prima di acconsentire ad aiutare lo Stato ellenico con un piano da 110 milioni di euro, hanno chiesto la sottoscrizione di un rigido piano di austerità da parte del Governo Papandreou.

Questa è una chiara dimostrazione di come il Country Risk sia diventato molto rilevante in un Paese come la Grecia e soprattutto per quei Paesi che con essa si confrontano, tanto da spingerli a chiedere delle garanzie impegnative a copertura del loro credito di salvataggio.

Tale argomento ci ricollega ad un'altra branca dell'economia interessata dal problema del Rischio Paese: il Trade Finance. L'analisi del Trade Finance o finanza al commercio ci ha portato nel nostro elaborato ad analizzare il mondo dell'assicurazione dei crediti all'esportazione, attività che è nata a partire dallo sviluppo del commercio internazionale e con il procedere incessante della globalizzazione. Il Rischio Paese, infatti, è una tematica di cui ci si interessa nel momento in cui si investe in un Paese diverso da quello di origine e per tale ragione si cerca di ottenere una copertura da eventuali perdite

attribuibili alle differenze di tipo politico, economico, sociale e legislativo che si riscontrano con il Paese estero, come ci insegna la definizione comunemente accettata di Meldrum, secondo la quale *“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 e il Paese in cui viene effettuato l’investimento.”*

A questo punto dobbiamo evidenziare che abbiamo incontrato una certa difficoltà nel reperire dati sui finanziamenti al commercio, dal momento che i principali operatori sul mercato, banche ed Export Credit Agencies, sono restii a pubblicare informazioni dettagliate, data la sensibilità di queste ultime e la competizione internazionale. Difficoltà nell’accedere a dati più approfonditi si incontrano anche quando si prova a scoprire quale sia la metodologia utilizzata da un’Agenzia di rating piuttosto che da un’altra. Questo sempre a causa della elevata competizione, non tanto nell’intero settore dei rating quanto tra le tre leader del settore.

Possiamo concludere dicendo che il fatto che ancora oggi manchi una definizione esaustiva del concetto di Rischio Paese può essere attribuito al fatto che esso abbraccia varie fonti di rischio, quali il rischio economico, il rischio di trasferimento, il rischio di fluttuazione del tasso di cambio, il rischio di localizzazione geografica, il rischio di merito creditizio e il rischio politico. Inoltre, tale mancanza può essere attribuita anche al fatto che esso ha una certa influenza su diverse tipologie di investimento quali gli investimenti diretti esteri o IDE (o FDI), i finanziamenti bancari e gli investimenti in portafoglio. Una definizione esauriente, dunque, sembra mancare perché molto ampio e variegato è l’ambito in cui esso opera.

Infine, ci premeva segnalare un'altra riflessione cui gli studi sostenuti durante il lavoro di tesi ci hanno condotto. Analizzando i fatti di attualità e anche la diversa valutazione che le Agenzie di rating danno dei Paesi in via di sviluppo rispetto ai Paesi sviluppati, ci siamo resi conto di come, per un dato Paese, l’appartenere ad organismi internazionali funga da valido schermo protettivo contro il Country Risk. Scendendo nello specifico dei Paesi europei il fatto stesso di appartenere all’Eurogruppo li obbliga ad adempiere a determinati requisiti di trasparenza e, soprattutto, a rispettare certi livelli di debito pubblico e di deficit rispetto al prodotto interno lordo, secondo l’accordo di

Maastricht, oltre che a seguire politiche di sviluppo comuni e a favorire gli scambi tra i Paesi membri. Tutto ciò, ovviamente, consente agli investitori di avere delle garanzie in più sull'affidabilità e sulla solvibilità della controparte con cui si confrontano e quindi riesce a mitigare, se non ad annullare, l'effetto del Rischio Paese in tali nazioni.

Pertanto, possiamo ritenere con certezza che se gli Stati appartenenti all'Eurozona non prenderanno esempio dal comportamento menzognero assunto dal Governo greco e quindi si atterranno ai requisiti richiesti per far parte dell'Unione Europea, in Europa il Rischio Paese non sarà mai un elemento preoccupante.

## Bibliografia

- A. Alesina, R. Perotti, “In Grecia secondo atto di una crisi impossibile”, *Il sole 24 ore*, 11 aprile 2010.
- E. Baldacci, L. Chiampo, “L’analisi del Rischio Paese l’approccio di SACE”, Conferenza IAI-SACE: *Governare i rischi per crescere nell’economia globale*, Roma, 9 maggio 2007.
- C. Bastasin, “Fmi in marcia lenta su Atene”, *Il sole 24 ore*, 28 aprile 2010.
- F. Bernè, V. Pediroda, “Il Rischio Paese, determinazione, rilievo, applicazioni”, Università degli studi di Trieste, Trieste, 14 aprile 2004.
- R. Bocciarelli, “Draghi: nuovo patto di stabilità”, *Il sole 24 ore*, 4 maggio 2010.
- M. E. Bouchet, E. Clark, B. Gros Lambert, *Country Risk Assessment: A Guide to Global Investment Strategy*, (Wiley Finance Series), Inghilterra, Wiley, 2003.
- E. Brivio, “La Grecia è senza Angela custode”, *Il sole 24 ore*, 29 aprile 2010.
- E. Brivio, “Lezioni di greco per i gufi”, *Il sole 24 ore*, 22 agosto 2010.
- I. Bufacchi, “I titoli greci sono «spazzatura», *Il sole 24 ore*, 28 aprile 2010.
- I. Bufacchi, “Il mercato scopre il rischio asta”, *Il sole 24 ore*, 5 maggio 2010.
- I. Bufacchi, “Pronto il decreto salva-Grecia”, *Il sole 24 ore*, 18 aprile 2010.
- I. Bufacchi, “Tremonti: il Patto non ci fa paura”, *Il sole 24 ore*, 1 ottobre 2010.
- I. Bufacchi, “Via libera al decreto per la Grecia: aiuti fino a 14,8 miliardi”, *Il sole 24 ore*, 8 maggio 2010.
- M. Bussi, “E ora la Grecia si affida ai bond in dollari”, *MF*, 1 aprile 2010.
- M. Calcaterra, “Asta spagnola ad alta tensione”, *Il sole 24 ore*, 6 maggio 2010.
- M. Calcaterra, “Sulla Spagna lo spettro della fuga dei capitali”, *Il sole 24 ore*, 5 maggio 2010.
- G. Cantoni, “Niente regali alla Grecia”, *Economy*, 13 maggio 2010.
- A. Cerretelli, “Doppia bocciatura per la Grecia”, *Il sole 24 ore*, 23 aprile 2010.
- A. Cerretelli, “Primi aiuti a metà maggio”, *Il sole 24 ore*, 4 maggio 2010.
- A. Cerretelli, “Scontro sul nuovo Patto Ue. Francia e Italia: no a sanzioni automatiche. – Trichet: comitato di saggi sui conti”, *Il sole 24 ore*, 28 settembre 2010.
- M. Coccia, “Analisi del rischio Paese e sistemazione tassonomica”, *Cerir-Cnr, W.P n°14*, 2004.

- A. Q. Curzio, “L’Eurogruppo, la Grecia e l’idea dell’imposta patrimoniale”, *Corriere della sera*, 26 febbraio 2010.
- V. Da Rold, “Atene contagia Lisbona”, *Il sole 24 ore*, 22 aprile 2010.
- V. da Rold, “Banche greche a corto di fondi”, *Il sole 24 ore*, 8 aprile 2010.
- V. Da Rold, “«Bond spazzatura» S&P e i mercati travolgono Atene”, *Il sole 24 ore*, 28 aprile 2010.
- V. Da Rold, “Grecia pronta a chiedere aiuto”, *Il sole 24 ore*, 16 aprile 2010.
- V. Da Rold, “Il rischio Grecia sale ai massimi”, *Il sole 24 ore*, 7 aprile 2010.
- V. Da Rold, “La Grecia paga caro il suo debito”, *Il sole 24 ore*, 30 marzo 2010.
- V. Da Rold, “Resa di Atene sul debito: aiutateci”, *Il sole 24 ore*, 24 aprile 2010.
- V. Da Rold, “Si di Atene al piano di austerità”, *Il sole 24 ore*, 7 maggio 2010.
- V. Da Rold, “Tre morti nell’assalto alla banca”, *Il sole 24 ore*, 6 maggio 2010.
- E.F.M. Emmanuele, *Il terzo pilastro. Il non profit motore del nuovo welfare*. Edizioni scientifiche italiane, 2008.
- A. Geroni, “Atene chiama lo specialista dei default”, *Il sole 24 ore*, 5 maggio 2010.
- F. Guidoni, “Grecia, ok al salvataggio Ma il prezzo è giusto?”, *Borsa & Finanza*, 1 maggio 2010.
- S. Hoti, M. McAleer, “Country Risk Ratings: An International Comparison”, Department of Economics, University of Western Australia. Novembre 2002.
- Istituto nazionale per il Commercio Estero, *Aggiornamento al I semestre 2009*, Grecia.
- Istituto nazionale per il Commercio Estero, *Aggiornamento al II semestre 2009*, Grecia.
- D. Kontogiannis, D. Oakley, “Greek debt service sees worst one-day fall”, *Financial Times*, 26 febbraio 2010.
- P. Krugman, “Cosa ci insegna la crisi della Grecia”, *la Repubblica*, 10 aprile 2010.
- M. Longo, “Borse ancora in caduta. Investitori in cerca di rifugio nell’oro”, *Il sole 24 ore*, 29 aprile 2010.
- M. Longo, “L’allarme di Moody’s: il rischio contagio esteso all’Europa”, *Il sole 24 ore*, 7 maggio 2010.
- D. H. Meldrum, “Country Risk and Foreign Direct Investment”, in *Business Economics*. Gennaio 2000.
- A. Merli, “Effetto domino sul Portogallo”, *Il sole 24 ore*, 6 maggio 2010.

- M. Minoretti, “Il Rischio Paese: l’approccio di SACE”, Università del Salento, 22 settembre 2007.
- A. C. Monti, *Introduzione alla statistica*, seconda edizione, Napoli, Edizioni Scientifiche Italiane, 2008.
- W. Münchau, “A Greek bail-out at last but no real solution”, *Financial Times*, 12 aprile 2010.
- W. Münchau, “Grecia in default con il caro-debito”, *la Repubblica*, 1 aprile 2010.
- W. Münchau, “Greece is Europe’s very own subprime crisis”, *Financial times*, 26 aprile 2010.
- W. Münchau, “La Grecia fallirà ma non nel 2010”, *Il sole 24 ore*, 6 aprile 2010.
- M. Naim, “Rivolta in Grecia contro l’austerità”, *Il sole 24 ore*, 6 maggio 2010.
- F. Nati, “Ai nastri il decreto salva – Atene. E Tremonti studia i Grecia bond”, *Finanza & Mercati*, 4 maggio 2010.
- L. Offeddu, “Sì al salvataggio della Grecia Congelati salari e pensioni”, *Corriere della sera*, 3 maggio 2010.
- R. Parietti, “Atene alza bandiera bianca: «Subito gli aiuti di Ue e Fmi»”, *Il Giornale*, 24 aprile 2010.
- M. Platero, “Un errore fa crollare Wall Street”, *Il sole 24 ore*, 7 maggio 2010.
- G. Radice, “I mercati non credono ad Atene Nuova fuga di capitali dalla Grecia”, *Corriere della sera*, 7 aprile 2010.
- W. Riolfi, “Atene fa paura, euro le borse a picco”, *Il sole 24 ore*, 5 maggio 2010.
- W. Riolfi, “Borse nervose, euro ancora ai minimi”, *Il sole 24 ore*, 6 maggio 2010.
- W. Riolfi, “Il gioco al ribasso spinge l’euro sotto 1,32”, *Il sole 24 ore*, 4 maggio 2010.
- M. Riva, M. Cascianelli, “Trade finance e export credit agencies. Sviluppi recenti e prospettive future. Il nuovo ruolo delle ECA”, Dicembre 2005.
- B. Romano, “Gli alleati della Merkel: «Grecia fuori dall’euro», *Il sole 24 ore*, 25 aprile 2010.
- B. Romano, “Il conto greco sale a 120 miliardi”, *Il sole 24 ore*, 29 aprile 2010.
- B. Romano, “La Bce accetterà i junk bond greci”, *Il sole 24 ore*, 4 maggio 2010.
- M. Wolf, “A bail-out for Greece is just the beginning”, *Financial Times*, 5 maggio 2010.

F. Zallio, “Investimenti diretti e cooperazione istituzionale nella regione euro-mediterranea”, Paralleli in cooperazione con German Marshall Fund of the United States, giugno 2010.

## Sitografia

G. Chiellino, “Controlli e sanzioni nella proposta di Bruxelles per evitare nuove crisi di debito”, in [www.ilsole24ore.com](http://www.ilsole24ore.com), 30 giugno 2010.

V. Da Rold, “Banche greche a corto di fondi” in [www.ilsole24ore.com](http://www.ilsole24ore.com), 8 aprile 2010.

V. Da Rold, “Fitch taglia il rating delle banche greche” in [www.ilsole24ore.com](http://www.ilsole24ore.com), 24 febbraio 2010.

V. Da Rold, “Merkel batte Bundesbank, la Germania cede sui tassi” in [www.ilsole24ore.com](http://www.ilsole24ore.com), 11 aprile 2010.

V. Da Rold, “Mini-sconto sui tassi per Atene” in [www.ilsole24ore.com](http://www.ilsole24ore.com), 10 aprile 2010.

F. Ferrari, “L’analisi del rischio Paese in SACE” in [www.sace.it](http://www.sace.it).

A. Franceschi, “Atene come Lehman Brothers? Tutti i dubbi sul salvataggio” in [www.ilsole24ore.com](http://www.ilsole24ore.com), 12 febbraio 2010.

F. Rossi, “La crisi economica e finanziaria e il rischio di default della Grecia” in [www.elven.it](http://www.elven.it), 19 maggio 2010.

M. Zaninelli (a cura di), “Il processo di costruzione del country-rating: una breve rassegna.” in [www.assbb.it](http://www.assbb.it).

“Aggiornamento al I semestre 2009. GRECIA”, Ministero degli affari esteri, in [www.milanomediterraneo.org](http://www.milanomediterraneo.org).

“Alla Grecia dall’Eurogruppo 30 miliardi per l’emergenza” in [www.ilsole24ore.com](http://www.ilsole24ore.com), 11 aprile 2010.

“Beaten up” in [www.economist.com](http://www.economist.com), *Economist print edition*, 9 aprile 2010.

“Berlino apre l’ipotesi Fmi per gli aiuti alla Grecia” in [www.ilsole24ore.com](http://www.ilsole24ore.com), 18 marzo 2010.

“Coface Credit Rating” in [www.coface.it](http://www.coface.it).

“Coface Credit Rating Statistical Review”, 10 giugno 2010, in [www.coface.it](http://www.coface.it).

“Domino theory” in [www.economist.com](http://www.economist.com), *Economist print edition*, 18 febbraio 2010.

“Falling stars” in [www.economist.com](http://www.economist.com), *Economist print edition*, 6 maggio 2010.

“Fear spreads” in [www.economist.com](http://www.economist.com), *Economist print edition*, 6 maggio 2010.

“Greased up” in [www.economist.com](http://www.economist.com), *Economist print edition*, 6 maggio 2010.

“Greek chorus of boos” in [www.economist.com](http://www.economist.com), *Economist print edition*, 6 maggio 2010.

“La crisi continua a mordere, rinviati a fine ottobre gli stress test delle banche greche” in [www.ilsole24ore.com](http://www.ilsole24ore.com), 20 settembre 2010.

“La Crisi Finanziaria della Grecia” in [www.borsaitaliana.it](http://www.borsaitaliana.it), 5 febbraio 2010.

“*La politica estera dell’Italia nel 2010*” in [www.esteri.gov.it](http://www.esteri.gov.it), *settima conferenza degli Ambasciatori d’Italia: Rinnovarsi per crescere, Roma, 27-28 luglio 2010.*

“*Neither a borrower nor a lender be*” in [www.economist.com](http://www.economist.com), *Economist print edition, 29 aprile 2010.*

“Ok dall’Ue al nuovo Patto di stabilità. Stretta sul debito e più sanzioni per evitare «nuovi casi Grecia»”, in [www.ilsole24ore.com](http://www.ilsole24ore.com), 29 settembre 2010.

“*On the edge of the abyss*” in [www.economist.com](http://www.economist.com), *Economist print edition, 28 aprile 2010.*

“Piano europeo sulla Grecia in bilico all’Eurogruppo” in [www.ilsole24ore.com](http://www.ilsole24ore.com), 15 marzo 2010.

“*Rhine scold*” in [www.economist.com](http://www.economist.com), *Economist print edition, 10 maggio 2010.*

“S&P’s non abbassa il rating La Grecia rimane «A-2»” in [www.ilsole24ore.com](http://www.ilsole24ore.com), 16 marzo 2010.

“*Sound and fury*” in [www.economist.com](http://www.economist.com), *Economist print edition, 25 marzo 2010.*

“*Still in a spin*” in [www.economist.com](http://www.economist.com), *Economist print edition, 15 aprile 2010.*

“*The euro’s existential worries*” in [www.economist.com](http://www.economist.com), *Economist print edition, 6 maggio 2010.*

“*The price of pragmatism*” in [www.economist.com](http://www.economist.com), *Economist print edition, 11 maggio 2010.*

“*The sad end of the party*” in [www.economist.com](http://www.economist.com), *Economist print edition, 6 maggio 2010.*

“*The wax melts*” in [www.economist.com](http://www.economist.com), *Economist print edition, 8 aprile 2010.*

“*Three years to save the euro*” in [www.economist.com](http://www.economist.com), *Economist print edition, 15 aprile 2010.*