

5AG@FDK D;E=
6S^S fVd[S S^S bdSf[US.

;ž9[a[Sł &žA dē [ł 7žBSVaS` ł &žBaUWł FžEbSfScał 3žFVd g^ł

Country Risk. Dalla teoria alla pratica.

Ufficio Studi Economici¹

Aprile 2012

Abstract

L'approccio al rischio paese incontra difficoltà già a partire dalla definizione, stimolando in letteratura un ampio dibattito che si è evoluto attraverso le “lezioni apprese” da una serie di crisi. Non vi è però ancora una definizione operativa condivisa né uno strumento di misurazione del rischio funzionali ai diversi operatori. Rimangono interrogativi: quali sono concretamente i rischi che si corrono operando all'estero? Questi rischi sono gli stessi per ogni operatore, per ogni tipo di controparte straniera e per ogni attività? Esiste un modo per misurare e quindi confrontare questi rischi?

Questo paper si propone di rispondere concretamente a tali domande, elaborando una nuova metodologia che evidenzia la natura multidimensionale del rischio paese. L'approccio è più disaggregato e stabilisce un collegamento tra gli operatori nazionali (esportatore, banca, investitore industriale e costruttore) e i rischi in cui questi possono incorrere (credito, normativi e violenza politica).

I risultati mostrano come il nuovo approccio sia migliorativo, poiché permette una maggiore comprensione dei rischi effettivi. La risposta rimane però ancora parziale, in quanto alcune semplificazioni sono comunque necessarie.

Keywords: Rischio paese, Rischio del credito, Rischi normativi, Rischi politici, Assicurazione crediti all'export, Esportatore, Banca, Investitore, Costruttore.

¹ Le opinioni espresse dagli autori non rappresentano necessariamente le posizioni del Gruppo SACE. Un ringraziamento particolare va a: Raoul Ascari, Valentina Cariani, Camilla Cionini Visani, Clementina Colucci, Giulio Dal Magro, Mario Mazzella, Marco Minoretti, Marcello Romei Bugliari, Riccardo Rolfini, Giovanni Salinaro.

Indirizzo: Piazza Poli, 37/42 – 00187 Roma. E-mail: ufficio.studi@sace.it

Indice

Introduzione	3
1. Approccio al rischio paese	5
2. La nuova metodologia di SACE	8
2.1 Le dimensioni del rischio paese	8
2.2 Interazione tra operatori, rischi e strumenti di copertura	13
2.3 Un approccio interattivo alla valutazione dei rischi	18
3. La costruzione degli indicatori di rischio	21
4. Principali risultati e confronti	29
4.1 Analisi del rischio di credito, per aree	29
4.2 Rischio del credito per controparte: un <i>focus</i> geografico	33
4.3 Analisi del rischio politico	37
5. Conclusioni	43
Appendice 1 Variabili del modello	45
Appendice 2 Risultati di sintesi	46
Bibliografia	49

Introduzione

Le analisi e le valutazioni del rischio paese richiedono sempre più approcci multidimensionali, che tengano conto delle peculiarità dei soggetti che si internazionalizzano e dei diversi rischi a cui essi sono esposti all'estero. *Rating* aggregati per paese, che sintetizzano informazioni qualitative e quantitative non sempre tra loro comparabili, rischiano di fornire indicazioni fuorvianti e, in alcuni casi, scarsamente coerenti nel confronto tra paesi. Questo è quanto emerge sia dall'esperienza maturata con l'indicatore di rischio paese di SACE elaborato nel 2006 sia dalla letteratura sul tema².

Ne deriva un'esigenza di affinamento della metodologia di rischio paese finora adottata da SACE, basata su un indicatore di rischio aggregato per paese³. Questo lavoro si propone di illustrare la nuova metodologia, caratterizzata da un approccio più disaggregato nel quale si stabilisce un collegamento tra gli operatori nazionali (esportatore, banca, investitore industriale e costruttore) e i rischi in cui questi possono incorrere nell'attività all'estero (credito, politico-normativi e violenza politica). Questo collegamento è sintetizzato in una matrice dalla quale emergono, per ciascun operatore, il rischio o i rischi prevalenti, ossia che impattano in modo "più diretto" sul *business* del soggetto in esame.

Si passa quindi dall'indicazione di un solo *rating* sintetico per paese all'individuazione di differenti *score*, a seconda del rischio considerato. I risultati ottenuti con il nuovo metodo, confrontati nel tempo (prima e dopo la recessione globale del 2009), mostrano come il nuovo approccio sia migliorativo, poiché permette una maggiore comprensione dei rischi effettivi cui si va incontro. La

² Vi sono alcuni esempi significativi come quello della mappa sui rischi politici globali di un noto assicuratore privato internazionale, dove per il 2011 l'Italia aveva lo stesso livello di rischio della Libia; Regno Unito e Spagna lo stesso *rating* di Mauritania, Siria, Liberia, Congo e Sri Lanka. Un altro noto assicuratore internazionale attribuisce un rischio politico medio, nel 2011, a Egitto e Libia, al pari di Turchia, Russia e Cina, e un rischio medio-basso alla Tunisia, al pari di Brasile, India e Sud Africa. È chiaro che gli eventi della "Primavera Araba" non erano facilmente prevedibili, ma tali risultati evidenziano comunque il limite di un'aggregazione elevata dei risultati.

³ Cfr E. Baldacci, L. Chiampo (May 2007)

risposta rimane però ancora parziale, poiché alcune semplificazioni sono comunque necessarie. Per alcune operazioni all'estero, infatti, un'attribuzione precisa dei rischi può avvenire solo una volta note le principali caratteristiche della transazione, come la natura della controparte, nel caso del rischio del credito (se bancaria oppure società non finanziaria), oppure la localizzazione o il settore dell'investimento all'estero.

La logica seguita riflette il punto di osservazione di una società di assicurazione del credito all'esportazione, evidenziando pertanto gli strumenti di copertura disponibili per le differenti attività di *business*. Sebbene la disaggregazione nell'analisi di rischio paese costituisca un importante passo in avanti, sarà poi necessaria un'analisi più circostanziata per definire il livello di rischio relativo a specifiche transazioni. Si è pertanto introdotto un processo interattivo che permette di richiedere pareri preliminari sulla fattibilità della singola operazione, oppure di accedere alle funzioni di *advisory* tramite il canale *online*. L'obiettivo è di garantire una migliore comprensione dei rischi e proporre, per ogni rischio concreto, una soluzione assicurativa utile a favorire i processi di internazionalizzazione delle imprese italiane.

Nel primo capitolo è riportata una rassegna delle fasi storiche che hanno evidenziato la necessità della valutazione del rischio paese e della letteratura che si è sviluppata sul tema. Nel secondo capitolo il concetto di rischio paese è declinato attraverso le sue principali dimensioni, con l'obiettivo di collegare i rischi agli operatori economici e identificare gli appositi strumenti di mitigazione che una società come SACE può offrire. Nel terzo capitolo si presentano in dettaglio la costruzione degli indicatori di rischio e le variabili utilizzate. Infine, nel quarto e ultimo capitolo, sono esposti i principali risultati del nuovo indicatore attraverso confronti e analisi per area e nel tempo.

1. Approccio al rischio paese

Tutte le attività di impresa comportano rischi, operare in mercati esteri implica una serie di rischi aggiuntivi rispetto a quelli domestici. Occorre valutare fattori di natura economica in grado di compromettere la capacità di pagamento della controparte estera, sia essa un soggetto pubblico o privato. È necessario considerare anche l'incertezza derivante dalle decisioni degli attori sovrani e istituzionali che possono cambiare le “regole del gioco”. Non bisogna inoltre trascurare la possibilità che eventi di violenza politica impattino sugli investimenti realizzati all'estero. La crescente integrazione dei mercati richiede alle imprese di porre un'attenzione sempre maggiore a queste criticità, accomunate nel rischio paese.

Questa comune percezione non si traduce tuttavia in una comprensione condivisa del rischio paese. Anche a livello di definizione, infatti, tale concetto presenta diverse accezioni⁴. Sebbene la percezione del rischio paese sia comune a tutti gli operatori nazionali che decidono di internazionalizzare la propria attività, vi sono questioni non trascurabili nell'inquadrare un concetto complesso e multiforme entro limiti definiti.

Il rischio paese ha stimolato un ampio dibattito in letteratura che si è evoluto attraverso le “lezioni apprese” da una serie di crisi⁵. Tale evoluzione si è riflessa anche nei differenti approcci metodologici utilizzati per le analisi. La numerosità

⁴ Tra le definizioni che evidenziano i diversi aspetti del rischio paese: “*All business transactions involve some degree of risk. When business transactions occur across international borders, they carry additional risks not present in domestic transactions. These additional risks, called country risks, typically include risks arising from a variety of national differences in economic structures, policies, socio-political institutions, geography, and currencies. Country risk analysis attempts to identify the potential for these risks to decrease the expected return of a cross-border investment*”. (Meldrum, 2000).

⁵ Una trattazione esaustiva del tema del rischio paese, comprensiva di una *review* approfondita della letteratura sull'argomento, è contenuta in Bouchet, Clark e Gros Lambert (2003).

delle fonti di rischio e la complessità della loro interazione non hanno tuttavia portato all'adozione di una metodologia di analisi universalmente condivisa⁶.

I primi contributi teorici sulla materia emergono negli anni sessanta e settanta, sulla scia delle “crisi politiche” di quegli anni⁷. In questi primi studi l'attenzione è concentrata principalmente sull'influenza che il governo del paese estero è in grado di esercitare sulle imprese straniere, sovrapponendo e identificando il concetto di rischio paese con quello di rischio politico. A tale approccio teorico corrisponde, a livello metodologico, una valutazione prevalentemente qualitativa della struttura socio-politica e operativa del paese.

Le crisi del debito degli anni ottanta e le crisi finanziarie degli anni novanta hanno contribuito a un ampliamento delle analisi, evidenziando la rilevanza degli effetti delle criticità economico-finanziarie dei paesi sull'attività delle imprese internazionalizzate⁸. L'approccio metodologico diviene quindi più quantitativo, fondato su strumenti matematici e statistici e mirato all'analisi del merito di credito e alle previsioni sui *default* sovrani o sugli *shock* del mercato.

Analogamente, la crisi tuttora in corso ha portato alla luce nuovi aspetti, mostrando come un mondo globalizzato tenda ad accentuare i meccanismi di trasmissione delle crisi tra i paesi, esponendo direttamente o indirettamente al rischio di contagio tutte le economie e tutti gli attori internazionalizzati. Il dibattito

⁶ Come riportato da Bouchet, Clark e Gros Lambert (2003): “*Because of the multiplicity of the sources of risk, the complexity of their interactions and the variety of social sciences involved, an underlying theory of country risk is still missing*”.

⁷ Gli eventi di quel periodo che hanno richiamato l'attenzione sulla fattispecie del rischio politico riguardano episodi di esproprio e nazionalizzazione verificatisi nell'ambito dei processi di formazione di nuovi stati indipendenti e di diffusione delle teorie collettiviste di stampo marxista (ad esempio la nazionalizzazione delle imprese straniere produttrici di rame da parte del governo cileno e l'espulsione, da parte del governo indiano, di alcune imprese straniere di fronte al rifiuto di condividere le proprie conoscenze tecnologiche con i *competitor* domestici).

⁸ Le crisi debitorie degli anni ottanta riguardano i *default* sul debito pubblico estero che hanno coinvolto principalmente alcuni paesi latinoamericani (Messico, Brasile e Argentina, tra i più noti). Su questo tema si vedano ad esempio Toffler e Abassi (1984). Tra le crisi finanziarie degli anni novanta invece si annoverano le turbolenze valutarie che hanno colpito nel 1994 il Messico e verso la fine del decennio alcuni paesi delle aree asiatiche, est-europea e latinoamericana. Per una analisi generale sulle crisi finanziarie nei paesi emergenti, si consulti Feldstein (2002), sulla crisi asiatica si veda invece Krugman (1998).

ha condotto alla prevalenza di un approccio integrato⁹. La questione non è però risolta, palesando la complessità di analisi e accentuando la confusione tra gli operatori.

L'ampio dibattito non ha quindi garantito l'individuazione di una definizione operativa condivisa né uno strumento di misurazione del rischio funzionali ai diversi operatori. Queste carenze si riflettono nei semplici, ma al tempo stesso basilari, interrogativi che le imprese si pongono quando decidono di internazionalizzarsi: quali sono concretamente i rischi che si corrono operando all'estero? Questi rischi sono gli stessi per ogni operatore, per ogni tipo di controparte straniera e per ogni attività all'estero? Esiste un modo per misurare e quindi confrontare questi rischi?

Questo paper si propone di rispondere concretamente a tali domande, mettendo in evidenza la natura multidimensionale del rischio paese. Questo approccio, scarsamente considerato nella letteratura e nella pratica operativa¹⁰, è teso a distinguere tra le diverse tipologie di attività all'estero e i differenti eventi di rischio che possono generarne una riduzione nel rendimento, ponendo i due elementi in relazione¹¹.

⁹ Ad esempio la metodologia di attribuzione del rischio paese adottata dall'OCSE, che combina i risultati quantitativi del *Country Risk Assessment Model* agli aggiustamenti qualitativi valutati dagli esperti di rischio paese delle *Export Credit Agency*. Il metodo di valutazione del rischio precedentemente adottato da SACE prevedeva l'integrazione del *rating* OCSE con una valutazione qualitativa in base alla dimensione economica, politica, finanziaria e operativa del paese in esame.

¹⁰ Ad esempio Meldrum (2000), che esamina i rischi in quattro diversi tipi di operazioni (investimenti diretti nel settore privato, investimenti finanziari a breve termine nel settore privato, prestiti a breve termine e prestiti a lungo termine nel settore pubblico). Un contributo più recente, a cura dell'Istituto Affari Internazionali, SACE, Finmeccanica e Assicurazioni Generali, indica un'influenza diversa delle componenti di rischio su due tipi di operatore, esportatore (analizzata considerando i flussi commerciali) e investitore (tramite i flussi degli investimenti diretti esteri), confermando l'opportunità di una trattazione diversa delle due fattispecie.

¹¹ Come evidenziato da Kern (1985), "*It must be stressed that the nature and magnitude of any underlying risk depend on the type of activity in which a company or a government agency may be engaged. For example, a foreign investor will be particularly concerned with the dangers of expropriation, inadequate profits or limits on their convertibility. On the other hand, an exporter's primary interest will be to assess the risk of not being paid for his goods in an acceptable currency*".

2. La nuova metodologia di SACE

Questo capitolo si propone di evidenziare la natura multidimensionale del rischio paese. Si delinea inizialmente una tassonomia dei principali eventi di rischio presenti nelle attività di internazionalizzazione. Si presentano poi le interazioni tra agente, rischio e caratteristiche della transazione e sono inoltre illustrati gli strumenti assicurativo-finanziari offerti da una società di credito all'esportazione come SACE. Tali interazioni, oltre a essere qui definite, sono selezionabili e valutabili attraverso il canale *online*, per favorire un approccio più interattivo alla valutazione del rischio. Sono infine evidenziate alcune funzioni di *advisory* e l'accesso ai Pareri Preliminari, quali strumenti di personalizzazione del livello di rischio.

2.1. Le dimensioni del rischio paese

Gli eventi di rischio nei processi di internazionalizzazione di un'impresa possono essere ricondotti a quattro principali fattispecie: a) rischio del credito; b) rischio normativo; c) rischio di violenza politica; d) rischio di mercato. Per ognuno di questi eventi si forniscono una definizione, una ricognizione degli aspetti da analizzare per valutarne l'entità/probabilità di accadimento e una classificazione dei principali soggetti che possono generare o subire quell'evento.

Rischio del credito: il rischio che la controparte estera non onori le obbligazioni derivanti da un contratto commerciale o finanziario. Questo rischio, noto anche come rischio di “mancato pagamento/*default*”, insorge quando la controparte estera non è in grado (“*ability to pay*”) o non è disposta (“*willingness to pay*”) a onorare le proprie obbligazioni (es. *bond*, crediti commerciali, prestiti a breve o medio-lungo termine) nei tempi e modi previsti dagli accordi con l'operatore nazionale. Queste motivazioni possono anche alimentare il rischio, nella fase di produzione, di revoca della commessa da parte della controparte estera. Nel caso della “*ability to pay*” l'attenzione va posta sul merito di credito

della controparte estera, ossia sulla sua “salute economica” e sui fattori specifici, nazionali o internazionali, che la possono influenzare. Nel caso della “*willingness to pay*” il *focus* è sull’esperienza di pagamento della controparte estera e quindi è utile valutare, ad esempio, il *track record* dei pagamenti oppure verificare l’esistenza di attuali o potenziali tensioni interne o internazionali che possono ripercuotersi sugli impegni assunti.

In entrambe le circostanze è centrale la figura della controparte estera. Sarà pertanto necessaria un’analisi basata sulla sua specifica natura, che ad esempio discrimini tra un soggetto pubblico o privato. In caso di acquirente/debitore/garante sovrano, occorrerà analizzare i conti dello Stato (e quindi variabili quali i conti pubblici, la posizione con l’estero, il debito, le riserve); in caso di una controparte bancaria privata occorrerà analizzarne i bilanci, ma anche considerare il sistema bancario nazionale nella sua solvibilità, struttura e regolamentazione; anche nel caso di una controparte privata *corporate* occorrerà una valutazione dei bilanci, ma anche di altri elementi tra cui il settore di attività, la struttura proprietaria, la qualità del *management* e la *performance* dell’economia nazionale.

Rischio normativo: il rischio di subire perdite a seguito di azioni discriminatorie da parte del governo estero. Questo rischio può insorgere quando un governo estero adotta misure legislative o regolamentari che, direttamente o indirettamente, privano l’operatore nazionale del diritto di proprietà o dell’effettivo controllo degli *asset* detenuti nel paese (“*expropriation risk*” – in forma diretta o *creeping* – confisca, nazionalizzazione); modifichino unilateralmente o non rispettino gli impegni contrattuali assunti dal governo o da enti pubblici, anche non sovrani, del paese estero (“*breach of contract risk*”); impediscano all’operatore nazionale la conversione o il rimpatrio dei profitti generati da quegli *asset* (“*transfer and convertibility risk*”). Gli *asset* più esposti a questo rischio possono essere beni fisici (ad esempio, macchinari temporaneamente esportati), immateriali come licenze e concessioni (ad esempio, diritti di sfruttamento di una minie-

ra) oppure profitti e dividendi generati da un investimento all'estero. Queste azioni, per essere propriamente considerate come rischi politici, devono connotarsi come "discriminatorie", ossia essere rivolte a specifici soggetti (presumibilmente stranieri, a vantaggio degli attori nazionali) ed essere eventualmente viziate da procedure legali/giudiziarie inique e da compensazioni imposte e inadeguate. Al contrario, quando tali azioni sono rivolte indiscriminatamente a tutti gli operatori economici nel paese (nazionali e stranieri), esse rientrano nella sfera dei poteri legittimi di uno stato sovrano, pertanto riconducibili ai normali rischi di impresa¹².

La valutazione del rischio normativo implica un'analisi del contesto politico e operativo. Per i rischi esproprio e "*breach of contract*" occorre, ad esempio, esaminare variabili di *governance* e relative allo stato di diritto (es. la legislazione corrente, l'efficacia e l'indipendenza del sistema giudiziario, il livello di corruzione, l'efficienza della burocrazia, l'atteggiamento nei confronti degli investitori esteri, la strategicità del settore per l'economia nazionale); per il rischio di trasferimento assumono invece maggiore rilevanza le variabili di natura economica e finanziaria (es. il bilancio pubblico, i conti con l'estero, il livello e la struttura dell'indebitamento con l'estero, le riserve valutarie e il regime di cambio).

Rischio di violenza politica: il rischio che episodi violenti causino perdite per gli asset dell'operatore straniero. Tali eventi derivano da avvenimenti a connotazione politica (es. tumulti, guerre nazionali o internazionali, rivoluzioni, sabotaggi, attentati) e si possono tradurre in un danno fisico (es. danneggiamento o sabotaggio di macchinari temporaneamente esportati) e/o finanziario (es. ritardi o interruzioni dell'attività produttiva e quindi riduzione del *cash flow*) per l'operatore.

¹² Data la loro peculiare natura, i rischi normativi insorgono tipicamente quando ci si interfaccia con controparti sovrane/pubbliche. Vi sono tuttavia rischi normativi anche in operazioni con controparti estere private, nei casi in cui queste ultime siano "favorite" dalle proprie istituzioni pubbliche, con misure legali/giudiziarie, nelle dispute commerciali con l'operatore nazionale.

La valutazione del rischio di violenza politica si basa sulle fragilità sociali o istituzionali del paese, come l'esistenza di dispute/conflitti interni o esterni, il livello di *accountability* e la stabilità del governo, le condizioni socio-economiche della popolazione e il suo livello di omogeneità (sociale, etnica, religiosa), lo stato di diritto, lo stato di sicurezza nazionale e regionale, il ruolo dei militari in politica e la corruzione. Tali fattori interessano teoricamente tutti gli attori nazionali ed esteri presenti nel paese. Il rischio per l'operatore di subire una perdita diretta da tali eventi non è peraltro omogeneo e può variare secondo la localizzazione, la strategicità del settore, la visibilità degli *asset* e la natura della minaccia.

Rischio di mercato: il rischio che le variazioni nei prezzi macroeconomici dell'economia estera (tasso di inflazione, tasso di cambio e tasso di interesse) **riducano il valore degli *asset* finanziari in valuta locale dell'operatore nazionale**. Quando ciò avviene, il valore degli *asset* (es. *bond*, *equity*, *loan*) detenuti in valuta locale da un operatore nazionale nel paese estero può diminuire, generando quindi una perdita diretta (se l'operatore nazionale è proprietario dell'*asset*) o indiretta (quando l'operatore nazionale vanta crediti da soggetti esteri, la cui capacità di ripagamento è compromessa dalle suddette fluttuazioni dei prezzi). Tali variazioni, spesso correlate, sono particolarmente negative se avvengono in maniera inattesa e repentina, non permettendo quindi all'operatore di disinvestire.

La probabilità di accadimento di variazioni nei prezzi è legata alle condizioni correnti e alle vulnerabilità strutturali dell'economia estera. Ogni controparte locale (sia essa sovrana, bancaria o *corporate*) può subire queste oscillazioni (è inoltre elevato il rischio di contagio tra le controparti), può vedere compromessa la propria solidità economico/finanziaria e avere quindi difficoltà a onorare le proprie obbligazioni commerciali o finanziarie nei confronti dell'operatore nazionale. Non ci si soffermerà in questo *paper* sul rischio di mercato in quanto, in parte riconducibile al rischio di credito, e in parte gestibile attraverso prodotti bancari (e non assicurativi) di ampia disponibilità (ad esempio CDS).

BOX 1. RISCHI POLITICI: ALCUNI CASI

Un esempio di **esproprio** nella forma *creeping* può essere ricercato nella vicenda che ha coinvolto, nel 2006, il progetto petrolifero di *Product Sharing Agreement Sakhalin* in Siberia. Gestita dalla compagnia SEIC, controllata del gruppo Royal Dutch Shell, la seconda fase del progetto è stata parzialmente bloccata dal governo russo in ragione della sua non conformità agli *standard* ambientali. Sebbene le ragioni per affermare tale mancanza non fossero infondate, è probabile che la decisione del governo russo sia stata legata all'intenzione di annullare e/o rinegoziare un contratto stipulato qualche anno prima, con quotazioni del petrolio su livelli bassi, a condizioni rivelatesi sfavorevoli.

Per il rischio di **trasferimento** si può invece citare il caso del Venezuela. In seguito all'ondata di scioperi che ha colpito, tra dicembre 2002 e gennaio 2003, il settore petrolifero - principale fonte di valuta estera per l'economia venezuelana - il paese si è trovato in un'improvvisa situazione di carenza di riserve internazionali. Al fine di evitare ulteriori deflussi di capitale verso l'estero, il presidente Chavez ha istituito la *Commission for the Administration of Foreign Exchange (CADIVI)*, istituzione con il compito di regolare l'acquisto e la vendita della valuta estera. Ne è derivata una serie di restrizioni ai trasferimenti di capitale, dato che le imprese estere operanti nel paese necessitano dell'autorizzazione *CADIVI* per rimpatriare capitale, profitti e dividendi derivanti dai loro investimenti. Negli ultimi anni, le autorizzazioni concesse hanno subito una progressiva limitazione: a fronte dei 3,8 miliardi di dollari autorizzati nel 2007, l'ammontare relativo al 2010 è stato pari a solo 61,1 milioni di dollari.

Con riferimento ai rischi di **violenza politica** è possibile evidenziare alcuni elementi caratterizzanti della recente "Primavera Araba". Il progressivo deterioramento delle condizioni socio-economiche (in particolare, l'elevata disoccupazione giovanile e le disparità di reddito inasprite dall'aumento dell'inflazione dei beni alimentari), congiuntamente alle restrizioni politiche legate a regimi autoritari, ha innescato tensioni e scontri in alcuni paesi del Nord Africa e del Medio Oriente, tra cui Tunisia, Egitto, Bahrein e Libia. Le manifestazioni di dissenso hanno talvolta assunto caratteri violenti e comportato anche danneggiamenti o distruzione di strutture industriali e commerciali. L'incertezza dei processi di transizione nei paesi interessati da tali avvenimenti, l'aggravamento delle condizioni di sicurezza, il protrarsi delle manifestazioni di dissenso e il rallentamento dell'attività economica che ne è seguito hanno comportato maggiori difficoltà per gli operatori esteri e indotto a una maggiore cautela gli investitori.

2.2 Interazione tra operatori, rischi e strumenti di copertura

Attori diversi hanno rapporti commerciali/finanziari con controparti estere diverse e sono di conseguenza esposti a rischi diversi¹³. Si intende qui collegare i singoli rischi all'operatore nazionale, in base alle attività normalmente svolte all'estero, e fornire indicazioni su alcuni dei relativi strumenti di copertura del rischio. Gli attori individuati sono quattro: esportatore; banca; costruttore; investitore estero (nella sua duplice natura di investitore industriale e finanziario).

L'esportatore è esposto principalmente al rischio di credito della controparte con cui conclude un contratto commerciale. In questo senso, vanno distinte le controparti estere in base alla loro natura, ossia se sovrane/pubbliche, banche o *corporate*, in quanto, come già rilevato, le variabili da analizzare (sia per la “*ability to pay*” che per la “*willingness to pay*”) sono differenti. Risulta pertanto funzionale analizzare il rischio del credito, rispettivamente, per il sovrano, il sistema bancario e il sistema delle società non finanziarie¹⁴. L'esportatore è esposto anche al rischio di revoca della commessa nella fase di produzione. Tipicamente la controparte estera è un *corporate* di piccole o medie dimensioni, così come di piccole o medie dimensioni è l'esportatore nazionale, l'assicurato SACE. Le fattispecie in cui l'esportatore nazionale ha come controparte diretta un *corporate* di grandi dimensioni, una banca o il governo di un paese, riguardano solitamente transazioni di elevato ammontare e, quindi, richiedono l'intervento di uno o più intermediari finanziari. In questi casi l'operatore esposto al rischio non è più l'esportatore ma l'intermediario, pertanto i rischi del credito per questo tipo di controparti sono associati alla figura della banca.

¹³ Come evidenziato da Terrier (2001): “*Obviously an exporter is not subject with an equivalent intensity to the same risks as a foreign direct investor. The former, like his banker for their common debt and his insurance company for possible default, is much less concerned by the political instability of a foreign country than the locally and permanently settled investor*”.

¹⁴ Il rischio del credito di un paese è tradizionalmente assimilato al merito di credito della controparte sovrana. Tale scelta deriva dal fatto che i rischi del credito degli attori economici (sovrano, bancario e *corporate*) sono interconnessi e che il rischio di un *default* sovrano è il principale tipo di rischio in un paese per il suo impatto sugli altri attori economici. Esso è quindi il punto di riferimento per le analisi del credito.

L'esportatore può anche essere esposto agli altri rischi (normativo, violenza politica e mercato). Si tratta generalmente di "rischi indiretti", poiché il loro impatto è principalmente sulla controparte estera e sul suo merito di credito e quindi sulla probabilità che l'operatore nazionale riceva il pagamento dei suoi crediti. In alcune circostanze, l'impatto può essere invece diretto: nel rischio di mercato, quando le oscillazioni dei prezzi macroeconomici nel paese estero (in particolare il tasso di cambio) influiscono negativamente sul valore (nella valuta propria) dei *receivable*; nel rischio normativo, se il governo estero adotta misure che ostacolano/impediscono la conversione (dalla valuta locale alla propria valuta oppure a una valuta forte) e/o il rimpatrio dei redditi generati in loco; nel rischio di violenza politica, nella misura in cui le attrezzature temporaneamente esportate all'estero siano oggetto di atti violenti in quel paese.

Ai rischi di mancato pagamento per l'esportatore, sono associati una serie di strumenti per l'assicurazione del credito. Si tratta di prodotti dedicati alle imprese italiane esportatrici e volti a coprire il rischio di perdita sui crediti per eventi di natura commerciale e politica relativi a clienti esteri (es. Credito Fornitore). Vi sono inoltre strumenti di mitigazione del rischio associati all'esecuzione della commessa come i rischi di revoca del contratto o indebita escussione delle fidejussioni.

La banca è ugualmente esposta in primo luogo al rischio del credito, ossia il mancato pagamento del credito da parte dell'acquirente/debitore estero secondo quanto stabilito nella convenzione finanziaria stipulata tra le parti. Nelle operazioni in cui è coinvolto un soggetto bancario, può essere presente anche una controparte estera con funzioni di garante: in questi casi il rischio è che l'acquirente/debitore non onori il pagamento e che il garante non onori la garanzia in caso di insolvenza dell'acquirente/debitore. L'analisi del rischio del credito dovrà pertanto essere concentrata su entrambe le figure estere (acquirente/debitore e garante). In alcuni casi, in particolare in progetti strategici che vedo-

no come acquirente/debitore una controparte pubblica, le funzioni di garante sono spesso assunte da una controparte sovrana; occorre sottolineare che la garanzia sovrana deve riflettere un impegno “*full faith and credit*” del sovrano affinché sia pienamente esecutiva¹⁵. Le controparti estere con cui la banca si interfaccia possono essere di natura pubblica (sovrane o enti pubblici non sovrani) oppure privata (banche o *corporate*, solitamente di grandi dimensioni).

Anche la banca può essere esposta agli altri rischi, seppure in maniera indiretta: al rischio di mercato, se le oscillazioni dei prezzi macroeconomici compromettono la capacità di ripagamento del finanziamento; ai rischi normativi, nella misura in cui il debitore estero sia oggetto di misure espropriative/confisca da parte del suo governo e/o non abbia accesso al cambio e/o possibilità di trasferire valuta all'estero; al rischio di violenza politica, laddove un atto a connotazione politica danneggi gli *asset* del debitore.

Per le banche sono introdotti specifici strumenti per la copertura dal rischio del credito da eventi di natura commerciale o politica. Gli strumenti rivolti agli istituti bancari consentono di garantire i prestiti e i finanziamenti erogati. Trattandosi generalmente di transazioni di importo elevato, lo strumento assicurativo utilizzato è il Credito Acquirente. Nel caso di transazioni con controparti bancarie, la banca nazionale può essere interessata alla copertura assicurativa sulla conferma dei crediti documentari dal mancato rimborso dell'istituto estero.

Il costruttore è esposto al rischio normativo e di violenza politica, oltre che di mancato pagamento. Le imprese di costruzioni presenti in un paese estero (ad esempio, società coinvolte in grandi progetti infrastrutturali o edilizi di diverso tipo) possono essere oggetto diretto di misure di esproprio/confisca dei beni tempo-

¹⁵ Un'operazione presenta un profilo di “rischio sovrano” quando il debitore/garante di un'obbligazione di pagamento è in grado di impegnare la responsabilità dello Stato. In linea con la definizione OCSE, “*a risk designated as sovereign is one where the obligor (or guarantor) is one legally mandated to enter into a debt payment obligation on behalf of the Sovereign and thereby commits the full faith and credit of the sovereign. Most typically this would be a risk on the Central Bank or Ministry of Finance. For other central government entities than the finance ministry, some due diligence would be required to affirm that this is the case*” (cfr. OCSE (2010)). Sulla base di esperienze recenti e orientamenti delle principali ECA, anche le Banche Centrali sono assoggettate alla *due diligence*.

raneamente esportati necessari all'opera da costruire. Il rischio di trasferimento è presente nella misura in cui i contratti sottoscritti tra le parti prevedono una componente in valuta locale superiore alla quota dei costi locali. L'impresa costruttrice è anche esposta al rischio di violenza politica qualora i suoi *asset* subiscano danneggiamenti, in seguito ad atti violenti di tipo politico, che impediscano la prevista esecuzione dei lavori. Per questo operatore non si considera, tra gli eventi normativi, il rischio di *breach of contract* in quanto tale rischio richiede condizioni più stringenti nell'ambito della transazione.

Anche il rischio del credito può generare un impatto sul costruttore. Tale fattispecie è evidente qualora un'incapacità finanziaria e/o la mancata volontà porti la controparte estera a cancellare il contratto, a non corrispondere le somme dovute in base al piano dei lavori (SAL), a escutere indebitamente i *bond* (ad esempio *bid bond*, *advanced payment bond*, *performance bond*, *warranty bond*) eventualmente sottoscritti.

Per le imprese attive nel settore delle costruzioni vi sono prodotti volti a ridurre i rischi che possono insorgere nell'esecuzione della commessa (sia in caso di revoca del contratto che di mancato pagamento). Anche il costruttore, come già osservato in precedenza, è esposto al rischio di mancato pagamento derivante da eventi politici. Vi sono pertanto strumenti che prevedono la copertura da tali rischi (Polizza Lavori), oltre a quelli contro i rischi di indebita escussione delle fideiussioni sottoscritte a garanzia dei lavori. Si hanno, infine, i prodotti volti a semplificare la partecipazione a gare di appalto attraverso l'emissione o la contro-garanzia dei *bond*.

Per l'investitore¹⁶ si considerano i soli rischi normativi e di violenza politica.

Occorre innanzitutto distinguere tra due tipi di investitore: l'investitore industriale, ossia colui che è proprietario (esclusivo o in partecipazione con *partner* locali)

¹⁶ L'Investitore finanziario, e il rischio di mercato ad esso associato, non sono qui considerati in quanto per la copertura del rischio di mercato tale operatore non si rivolge a un'ECA quanto piuttosto agli strumenti disponibili sui mercati finanziari (ad es. CDS).

di *asset* produttivi in un paese estero; l'investitore finanziario, ossia colui che investe in un mercato estero attraverso l'acquisto di titoli emessi da soggetti stranieri (siano essi entità sovrane, pubbliche o private). L'investitore industriale è esposto in modo diretto ai rischi normativi - nella misura in cui gli atti del governo estero compromettano i diritti di proprietà e/o l'effettivo controllo dei suoi *asset* e/o la sua capacità di rimpatriare profitti - e di violenza politica, qualora atti violenti provochino un danno fisico e/o finanziario alle attività. Questo tipo di investitore può anche essere esposto al rischio di mercato, nel caso in cui le oscillazioni negative nei prezzi dell'economia estera influenzino i profitti e il valore di liquidazione dell'investimento espressi nella sua valuta di riferimento. L'investitore finanziario è direttamente esposto al rischio di credito, ossia alla capacità dell'emittente di ripagare ai rischi normativi, in particolare al *transfer and convertibility risk*, e al rischio di mercato (ad esempio, nel caso di acquisto di *asset* finanziari in valuta locale). Per i primi, si valutano i tre eventi generatori di sinistro (esproprio, trasferimento e *breach of contract*), in quanto tutti suscettibili di arrecare un danno all'investitore industriale tramite impatto diretto. Similmente, atti violenti di natura politica possono danneggiare in modo diretto l'attività dell'investitore. L'investitore industriale non è però esposto al rischio del credito dato che non instaura un rapporto di scambio commerciale con le controparti.

In relazione ai rischi caratteristici degli investitori industriali all'estero vi sono soluzioni per tutelare il proprio investimento. Il rischio di perdite parziali o totali del capitale investito derivante da atti politici (es. esproprio, nazionalizzazione, restrizioni valutarie o disordini civili) può infatti essere mitigato attraverso appositi strumenti assicurativi (*Political Risk Insurance*), consentendo quindi all'investitore di operare in mercati ad alto potenziale ma caratterizzati da un elevato livello di instabilità politico.

2.3 Un approccio interattivo alla valutazione dei rischi

Il nuovo approccio di SACE punta a dare maggiore risalto allo scambio interattivo con l'operatore economico, quale elemento centrale nella valutazione dei rischi. SACE offre infatti la possibilità ai differenti agenti di “misurare” *online*, sul sito di SACE¹⁷, i rischi connessi con la propria attività sopra descritti. L'utente può selezionare approfondimenti in relazione alle possibili controparti o agli eventi generatori di rischio legati a una specifica transazione (fig. 1). Una volta effettuata la propria selezione si ha accesso a una mappatura del rischio nel mondo o specifica per il paese oggetto di interesse.

La selezione dell'operatore, della tipologia di rischio e della natura controparte/evento, consente di visualizzare la valutazione del rischio generale (fig. 2). Tuttavia, lo *score* corrispondente a tale rischio è necessariamente un valore sintetico e non può riflettere tutti i fattori di rischio connessi a una specifica transazione. Una valutazione precisa dei rischi può avvenire solo una volta note le principali caratteristiche dell'operazione. Per questo motivo si introduce la possibilità per l'utente, oltre a quantificare il rischio sintetico, di ottenere una maggiore personalizzazione dell'analisi del rischio attraverso la richiesta di pareri preliminari o funzioni di *advisory*.

La richiesta di pareri preliminari consente di valutare i rischi in base alle caratteristiche peculiari della transazione (es. informazioni specifiche sulla controparte, localizzazione dell'investimento o della commessa, settore di interesse, etc). Tale funzione consente di ottenere indicazioni sul merito di credito di specifiche controparti estere, conoscere eventuali banche pre-valutate da SACE o ancora definire maggiormente l'entità del rischio legato a un investimento all'estero (fig. 3).

¹⁷ Cfr. www.sace.it/countryriskmap

Fig. 1 Screenshot del sito SACE: selezione del rischio (es. Esportatore –credito – controparte PMI)

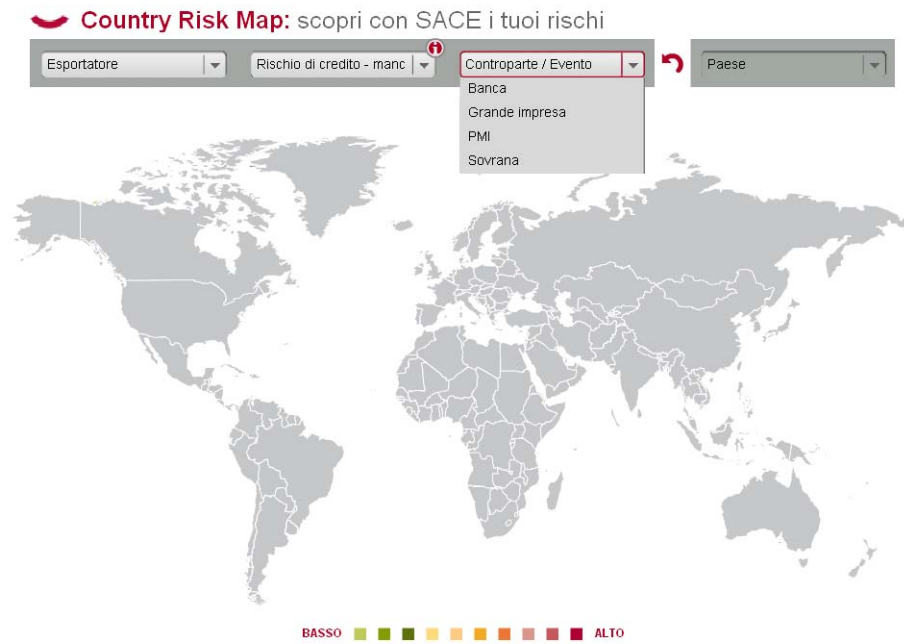


Fig. 2 Screenshot del sito SACE: visualizzazione degli score a livello globale per i rischi selezionati

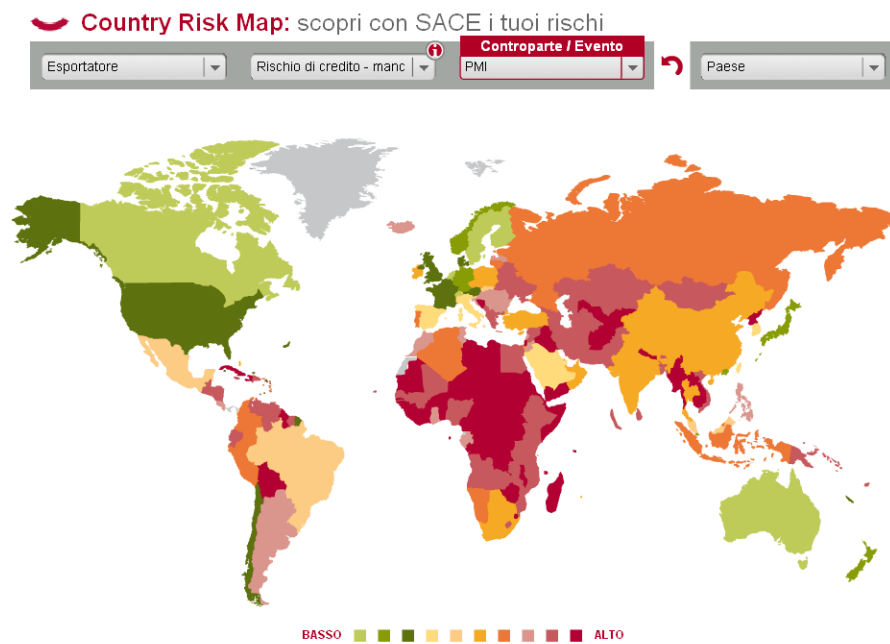
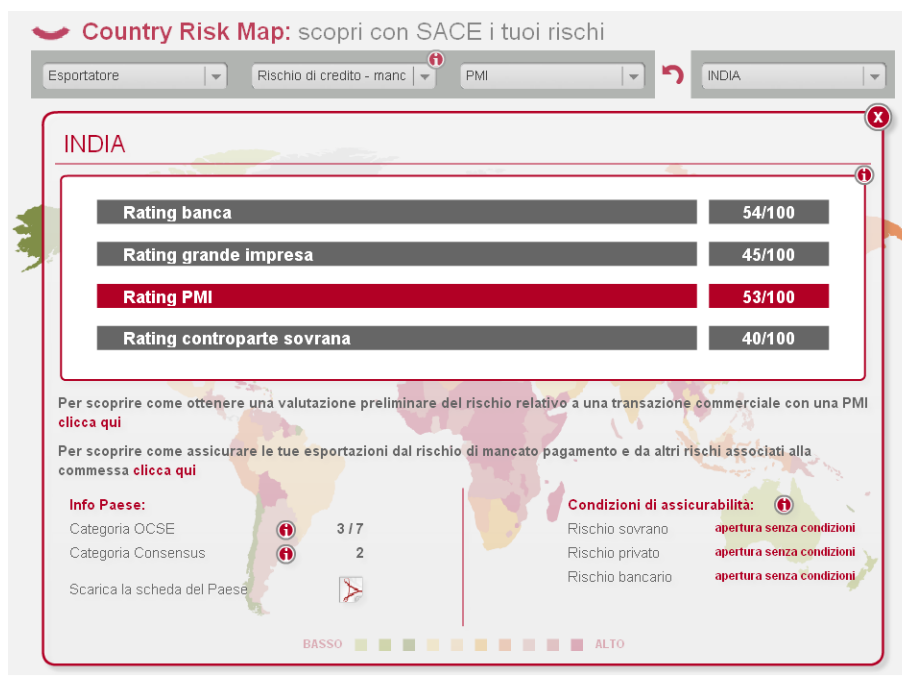


Fig. 3 Screenshot del sito SACE: visualizzazione dei link di richiesta di Pareri Preliminari e degli strumenti di copertura del rischio



Fonte: SACE (www.sace.it/riskmap)

3. La costruzione degli indicatori di rischio

Trattati gli aspetti più teorici per la valutazione del rischio paese, occorre costruire uno schema pratico, che consenta di determinare i *rating* corrispondenti ai rischi. Nel capitolo precedente sono state evidenziate le possibili interazioni tra gli operatori nazionali, i rischi e le controparti estere e gli eventi da cui tali rischi derivano. Obiettivo del presente capitolo è costruire indicatori che, superando la logica del *rating* aggregato di rischio paese, consentano di definire otto diversi *score* - uno per ogni rischio considerato (credito: controparte sovrana, banca, grande impresa, PMI; eventi: esproprio, trasferimento, breach of contract; violenza politica) – relativamente a ciascun paese.

La tassonomia dei rischi, introdotta nel secondo capitolo rappresenta la base teorica per individuare le variabili necessarie per l'elaborazione degli indicatori di rischio paese. Per ciascuna variabile si indicano, oltre a una definizione, le caratteristiche più importanti e la fonte di riferimento¹⁸, nonché la *ratio* che ne spiega la scelta; queste sono poi aggregate in modo da ottenere un unico *score* generale per ciascun rischio, per ogni paese. Il rischio di credito è analizzato in base alla natura della controparte estera: sovrana, bancaria, *large corporate*, PMI. Il rischio politico, in base a eventi quali esproprio e nazionalizzazione, restrizioni valutarie, violazioni di obblighi contrattuali o episodi di violenza politica¹⁹.

Per il rischio del credito sovrano si propone un indicatore che sintetizza lo “stato di salute” di un paese, attraverso variabili quantitative e qualitative. Si considera a questo scopo il *rating* sovrano sul debito pubblico del governo centrale (*foreign currency long term*) delle maggiori agenzie, in base al seguente ordine: *S&P's*, *Fitch* e *Moody's*, considerato che non tutti i paesi sono valutati da tutte e tre le agenzie. Questi *rating* esprimono sia la volontà politica, sia la capacità di un governo di fare fronte alle proprie obbligazioni nei confronti dei creditori

¹⁸ Per un elenco dettagliato delle fonti relative alle variabili utilizzate, si faccia riferimento all'Appendice 1.

¹⁹ Non ci si sofferma sui rischi di mercato, in quanto estremamente diffusi e comunque gestibili attraverso prodotti bancari di ampia disponibilità.

esteri; sono quindi coerenti con la definizione di rischio di credito sovrano qui seguita. Per i paesi che non hanno *rating* (a oggi 26 su 191) si utilizza un *rating* “ombra”²⁰ definito da SACE. I *rating* delle agenzie sono convertiti nella scala 0-100, dove 0 è il rischio minimo.

L’indicatore di rischio del credito del sistema bancario è costruito come sintesi di alcune variabili quantitative, che misurano la solidità e la performance del settore, e in base a un aggiustamento qualitativo. Le variabili quantitative sono tre, relative a capitalizzazione, qualità dell’attivo e dinamica aggregata del credito: i) *Capital Adequacy Ratio (CAR)*; ii) *Non Performing Loan (NPL) ratio* e iii) *Domestic Credit Provided by Banking Sector* (espresso in percentuale del PIL²¹). I primi due *ratio* sono definiti, rispettivamente, come rapporto tra patrimonio di vigilanza e attività aggiustate per il rischio e rapporto tra prestiti in sofferenza e prestiti totali lordi. La terza variabile, il credito domestico aggregato in relazione alla grandezza dell’economia, coglie le vulnerabilità a crisi finanziarie²². Per la distribuzione per paesi di ciascuno di questi indicatori si individuano valori minimi e massimi, con esclusione dei dati anomali²³, e si definiscono intervalli (per percentili²⁴) a cui si associano *score* di rischio da 0 a 100 (0 rischio minimo). Si calcola poi la media semplice dei tre *score*. Per i paesi per cui il dato è disponibile si effettua una verifica di coerenza con il *rating* BICRA di S&P’s²⁵. Si procede poi con l’aggiustamento di tipo qualitativo, con il duplice obiettivo di superare il limite dell’aggiornamento non sempre tempestivo dei dati quantitativi e arricchire la valutazione con le conoscenze di SACE in base a: struttura del sistema (numerosità e tipologia delle banche) oppure esperienza diretta con controparti bancarie estere. Alla fine del processo si pone il vincolo che lo *score* finale per il sistema bancario non sia superiore allo *score* ottenuto per il rischio sovrano.

²⁰ *Rating* è ottenuto in base all’applicazione di una scala di conversione della categoria OCSE.

²¹ Per questo indicatore si considera, per evitare effetti distortivi, una media semplice dei dati degli ultimi 3 anni disponibili.

²² Cfr. Reinhart e Reinhart (2010).

²³ Sono considerati anomali quei dati che non sono compresi nell’intervallo definito dalla media ± 3 volte la deviazione standard della distribuzione.

²⁴ Il percentile permette di stabilire la percentuale di valori al di sotto di una certa soglia.

²⁵ *Banking Industry Country Risk Assessment*, disponibile per 92 paesi (cfr. BOX 2).

BOX 2. BICRA (*Bank Industry Country Risk Assessment*)

Il BICRA è un indicatore elaborato da S&P's che valuta il merito creditizio del sistema bancario di un paese. Tale indicatore individua 10 gruppi di paesi. I sistemi bancari meno rischiosi appartengono al Gruppo 1 (*Very low risk*), quelli più rischiosi al Gruppo 10 (*Extremely high risk*).

La metodologia BICRA comprende due aree di analisi: rischio economico e rischio settore. La prima considera alcune caratteristiche del contesto economico che influenzano il rischio bancario (capacità di recupero dell'economia, squilibri e rischio di credito); la seconda considera fattori specifici del sistema bancario di un paese come la regolamentazione (*framework* istituzionale), il livello di concorrenza (dinamiche di competitività) e il sistema di finanziamento. I sei fattori così definiti sono ulteriormente divisi in 22 sottofattori.

BICRA			
	Fattore	Sottofattori	Aggiustamenti ulteriori*
Rischio economico	A. Capacità di recupero dell'economia	Struttura economica e stabilità	PIL pro-capite
		Flessibilità della politica macroeconomica	
		Rischio politico	
	B. Squilibri economici	<i>Expansionary phase</i>	Cambiamento atipico della crescita del credito al settore privato o dei prezzi degli <i>asset</i>
		Crescita del credito al settore privato	Prezzi immobiliari commerciali
		Prezzi immobiliari residenziali	
		Prezzi azionari	
		Bilancia di parte corrente e posizione debitoria estera -o- <i>Correction phase</i>	
	C. Rischio di credito nell'economia	Impatto atteso sul settore bancario	
<i>Debt capacity e leverage</i> del settore privato		Volatilità dei prezzi o della valuta	
<i>Lending e underwriting standards</i>		Caratteristiche <i>country-specific</i>	
	<i>Payment culture e rule of law</i>		
Rischio settore	A. <i>Framework</i> istituzionale	Regolamentazione e supervisione bancaria	
		<i>Track record</i> regolamentare	
		<i>Governance</i> e trasparenza	
	B. Dinamiche competitive	Appetito per il rischio	
		Stabilità del settore	
		Distorsioni di mercato	
	C. Sistema di finanziamento	<i>Core customer deposit</i>	<i>Non-loan asset</i>
		Finanziamento esterno	
		Mercati del debito domestico	
Ruolo del governo			

*Gli aggiustamenti ulteriori si applicano con una misura di più o meno 10% dello *score* BICRA assegnato

Fonte: Standard & Poor's

A ogni fattore è associato uno *score* (da 1 a 6) successivamente associato a un determinato numero di punti (da 1 a 10). L'assegnazione dello *score* riflette l'analisi dello specifico fattore e dei suoi sottofattori; sono previsti inoltre aggiustamenti sulla base di specifiche variabili, con lo scopo di affinare l'analisi. Si procede poi con l'aggregazione dei diversi *score* e si individuano quindi intervalli di valori ai quali corrispondono i punteggi complessivi per i diversi tipi di rischio (economico e di settore). I due punteggi sono infine combinati per giungere all'assegnazione del *rating* BICRA.

Il rischio del credito del settore *corporate* è suddiviso in base alle dimensioni di impresa: *large corporate* e *PMI*. Nella prima categoria rientrano le grandi imprese, con fatturato annuo superiore o uguale a 50 milioni di euro. Per la costruzione dell'indicatore si utilizza un criterio simile a quello individuato per il rischio del credito bancario. Si parte da indicatori calcolati su variabili di bilancio delle singole imprese e si definisce un primo indicatore di sintesi; seguono due aggiustamenti, il primo basato su indici di sviluppo del mercato azionario e sulla qualità delle informazioni contabili disponibili, il secondo di tipo qualitativo. Anche per le grandi imprese si pone il vincolo che lo *score* finale non sia migliore di quello del rischio sovrano²⁶. Le variabili di bilancio sono tre, relative alla redditività, sia delle vendite sia del capitale proprio, e alla struttura finanziaria dei maggiori *corporate* per ogni paese: i) *Return On Sales* (ROS); ii) *Return On Equity* (ROE) e iii) *Gearing*. Questi tre *ratio* sono calcolati, nell'ordine, come rapporti tra reddito operativo e fatturato, tra utile netto e patrimonio netto e tra indebitamento finanziario e patrimonio netto. Gli indici relativi alle singole società sono aggregati per paese utilizzando il fatturato come peso attribuito a ciascuna società. Dalla distribuzione di ciascuno di questi indicatori tra i paesi si individuano valori minimi e massimi (con esclusione dei dati anomali) e si definiscono intervalli (per percentili) a cui si associano *score* di rischio da 0 a 100 (0 rischio minimo). Si procede calcolando, per ogni paese, la media semplice dei tre *score* ottenuti. Per il primo aggiustamento si adottano le seguenti variabili: (i) numero delle società domestiche quotate; (ii) capitalizzazione di mercato delle società quotate (in % del PIL) e (iii) *Strength of Auditing and Reporting Standards*. Anche per ognuna di queste variabili si ricava uno *score* da 0 a 100 e il punteggio,

²⁶ A tale vincolo si deroga solo nel caso di paesi che presentino un numero elevato di società non finanziarie il cui *rating* è superiore a quello sovrano (Cfr. *Corporate ratings that exceed the sovereign rating, S&P's*). I *corporate* per i quali il *rating* può essere superiore a quello sovrano presentano le seguenti caratteristiche: flessibilità operativa e finanziaria sufficienti per fare fronte a peggioramenti nel rischio sovrano e, in generale, al rischio paese. Nell'assegnazione di un *rating* migliore di quello sovrano si prendono in considerazione il rischio di un'improvvisa variazione del tasso di cambio, di restrizioni creditizie, di difficoltà nel sistema bancario, di inasprimenti della tassazione, di pagamenti in ritardo o parziali dal settore pubblico, di condizioni regolamentari più difficili, di contrazioni dell'attività economica e di aumenti dell'inflazione e dei tassi di interesse. I migliori candidati ad ottenere questo tipo di *rating* sono imprese con un'ampia e robusta *export base* (anche potenziale), con scarso affidamento verso il settore pubblico, e che fronteggiano una domanda pressoché anelastica per i loro prodotti.

calcolato attraverso la media semplice dei tre valori ottenuti, si applica per l'aggiustamento in base alle variabili quantitative (da un minimo di -20 a un massimo di +20 punti). Il successivo aggiustamento, di tipo qualitativo, è necessario - anche in questo caso - per superare il limite temporale dell'aggiornamento dati, ma soprattutto per tenere conto di considerazioni basate sull'esperienza e sulla conoscenza diretta delle imprese. Si effettua infine una verifica di coerenza con lo *score* del sistema bancario.

Le PMI sono identificate come imprese con fatturato annuo inferiore a 50 milioni di euro. Per ottenere un punteggio coerente con quello dell'intero sistema *corporate* di ciascun paese, si parte dallo *score* finale relativo alle grandi imprese ponendolo come vincolo massimo²⁷. Tale *score* è aggiustato poi in base a indicatori volti a cogliere la specificità delle PMI attraverso il contesto imprenditoriale, il rischio aziendale, il grado di approfondimento dell'informazione relativa al credito - particolarmente importante per le PMI - e la facilità di accesso al credito per finanziare i progetti imprenditoriali²⁸: i) indicatore di contesto imprenditoriale; ii) indicatore di rischio azienda a breve termine; iii) *Depth of Credit Information*; iv) *% of Firms with Line of Credit or Loans from Financial Institutions*; v) *% of Firms Identifying Access to Finance as a Major Constraint*; vi) *Loans Requiring Collateral (%)*. Ognuna di queste variabili è riportata in scala da 0 a 100 (0 rischio minimo). Si suddividono poi le sei variabili in due macro gruppi. Il primo gruppo, relativo al contesto imprenditoriale, comprende le variabili i), ii) e iii); il secondo gruppo, relativo al grado di rischio e approfondimento delle informazioni, comprende le variabili iv), v) e vi). Per ognuno dei due gruppi si calcola lo *score* medio e, in base a questo punteggio, si procede a eventuali *notching-down* rispetto allo *score* di partenza (ossia lo *score* dei *Large corporate*). Il *notching-down* può variare da un minimo di 0 a un massimo di 10 punti, per cia-

²⁷ Non si considerano qui variabili di bilancio, data la minore disponibilità e attendibilità dei dati per le imprese di minori dimensioni.

²⁸ Per gli indicatori relativi all'accesso al credito sono presenti dati principalmente per i paesi emergenti, per i paesi avanzati si considerano i *ranking* dell'indicatore *Ease to access credit* del *World Economic Forum*.

scuno dei due gruppi di variabili. Si applica infine l'aggiustamento qualitativo dell'analista paese.

Per il rischio di esproprio, si utilizzano variabili relative alla valutazione del contesto normativo, legale e governativo (in termini di grado di controllo e di intervento dello Stato) di un paese. Si utilizza l'indicatore di rischio politico *Political Risk Insurance* (PRI) di SACE²⁹, basato su una sintesi di quattro indicatori: i) *Rule of Law*; ii) *Property Rights*; iii) *Government Effectiveness and Intervention* e iv) *Control of Corruption*. Gli indicatori misurano rispettivamente: i) il livello di fiducia e conformità della società civile nei confronti delle forze dell'ordine e delle corti e la probabilità di eventi violenti e criminali; ii) la capacità dei singoli individui di accumulare proprietà privata, grazie alla presenza di un sistema legale completamente garantito dallo Stato; iii) la qualità dei servizi pubblici e civili e il grado di indipendenza dalle pressioni politiche, la capacità di implementazione di politiche correttive e la credibilità del governo; iv) il grado di utilizzo del potere pubblico per scopi privati e il livello di corruzione. L'indicatore di rischio di esproprio PRI di SACE di partenza è stato riproporzionato in una scala da 0 a 100³⁰ (0 rischio minimo).

La valutazione del rischio di Breach of Contract è effettuata attraverso lo stesso indicatore utilizzato per il rischio di esproprio, considerando tra le variabili solo quelle più pertinenti, ossia: i) *Rule of Law* e ii) *Government Effectiveness and Intervention*. Si esprimono queste due variabili in scala 0-100 (0 rischio minimo) e se ne calcola la media. Il risultato ottenuto è corretto in base a una variabile di tipo *dummy* per tenere conto del grado di corruzione in un paese. Si considera a questo fine la variabile *Control of Corruption* e se ne calcola una media per tutti i paesi; se il valore ottenuto per il singolo paese è inferiore a quello medio, l'aggiustamento è nullo, mentre se è superiore lo *score* ottenuto per l'indicatore di *Breach of Contract* è aumentato di 10 punti.

²⁹ Cfr. Ferrari F., Rolfini R. (2008).

³⁰ Nel modello PRI la scala varia da 0 a 5 (0 rischio minimo).

Il rischio di conversione e trasferimento valutari è, tra i rischi di carattere normativo, quello maggiormente correlato al rischio del credito sovrano. Si costruisce pertanto un indicatore in base alle variabili sottostanti il merito di credito sovrano, aggiustato poi attraverso un confronto con indicatori di rischio di trasferimento già esistenti. Le variabili macroeconomiche considerate sono tre³¹: i) saldo partite correnti/PIL; ii) riserve internazionali, espresse in mesi di importazione; iii) regime di cambio³². Per la distribuzione per paese di ciascuno degli indicatori (i) e (ii) sono stati individuati i valori massimi e minimi (con esclusione dei dati anomali) e definiti intervalli (per percentili), che sono stati poi associati a indici di rischio da 0 a 100 (0 rischio minimo). Dalla media semplice degli *score* ottenuti per le due variabili si ottiene quindi un punteggio finale. Tale punteggio è oggetto di *notching-down* sulla base dello *score* individuato dal regime di cambio e di un ulteriore aggiustamento qualitativo in base agli indicatori: i) di rischio di trasferimento PRI di SACE, basato su *Regulatory Quality* (capacità del governo di formulare e implementare la regolamentazione riguardo allo sviluppo del settore privato); *Monetary Freedom* (capacità del controllo dei prezzi e loro stabilità); *Investment Freedom* (libertà di movimento dei capitali, in particolare quelli stranieri); *Financial Freedom* (sicurezza del sistema bancario e sua indipendenza dal controllo del governo); ii) *rating Transfer&Convertibility* di S&P's.

La valutazione del rischio di violenza politica si basa su variabili che identificano il contesto socio-politico di un paese, inteso come grado di rappresentanza delle minoranze, libertà di partecipazione, sperequazione e iniquità sociale. A questo scopo si utilizza l'indicatore di rischio violenza politica PRI di SACE, ba-

³¹ La logica seguita nella scelta delle variabili è, nel caso del saldo delle partite correnti e delle riserve internazionali, quantificare la liquidità a disposizione in un paese e la sua capacità di garantire l'equilibrio della bilancia dei pagamenti nel tempo; per la variabile del regime di cambio, la scelta è dovuta alla necessità di evidenziare il ruolo della politica monetaria e il grado di intervento della banca centrale nel definire misure correttive.

³² Dato che vi sono diversi stati intermedi di regimi di cambio, tra quelli fisso e flessibile in senso stretto, è stata effettuata una classificazione dei regimi di cambio intermedi che ha permesso di dividere i paesi in dieci categorie. La suddivisione è stata effettuata tenendo conto delle indicazioni presenti nello studio: E. Levy Yeyati, F. Sturzenegger (2005). Nella metodologia presentata, in base alla tipologia di regime di cambio si attribuisce un valore da 1 a 10: 1 in presenza di cambio flessibile, 10 in presenza di cambio fisso (riproporzionati in scala da 1 a 20). Un cambio flessibile corrisponde al rischio minore perché indica la libertà di manovra della Banca Centrale di un paese, che non debba rimanere vincolata a una parità del cambio a fronte di squilibri nella nei conti con l'estero.

sato su una sintesi di tre indicatori: i) *Voice and Accountability*; ii) *Political Stability and Absence of Violence/Terrorism*; iii) *Rule of Law*. L'indicatore PRI di partenza è stato riproporzionato in una scala da 0 a 100 (0 rischio minimo).

BOX 3. RATING DEL RISCHIO TRASFERIMENTO E CONVERTIBILITA'

Il *rating Transfer and Convertibility (T&C)*, elaborato da S&P's, indica la probabilità che il governo centrale di un paese limiti un'impresa locale nel convertire la valuta domestica in valuta estera (oppure in oro) e nel trasferirla ad altri soggetti, residenti e non nel paese, al fine di onorare il servizio del debito. Per l'indicatore si utilizza una scala di rischio crescente, da AAA a D. L'assegnazione del *rating* segue due approcci diversi in base a due categorie di paesi. La prima categoria comprende quei paesi che, in virtù della loro appartenenza a un'unione monetaria o valutaria, o dell'utilizzo della valuta di un altro paese, hanno ceduto la loro sovranità monetaria/valutaria ad altre autorità. Il *rating* per questi paesi coinciderà quindi con quello assegnato all'unione di appartenenza (ad esempio, l'Unione Monetaria Europea) o con quello attribuito al paese che possiede la sovranità sulla valuta utilizzata (è il caso, ad esempio, di Panama, che utilizza il dollaro come valuta locale e ottiene pertanto lo stesso *rating* degli Stati Uniti).

Nella seconda categoria ricadono tutte le fattispecie non comprese nella prima, nello specifico tutti i paesi che controllano in maniera autonoma la loro valuta. La valutazione in questi casi è effettuata in base al regime di cambio, all'orientamento della politica economica e alla flessibilità della politica estera. Solitamente, in questi casi, il *rating T&C* è collocato in un intervallo da uno a tre *notch* al di sopra del *rating* assegnato alle emissioni a lungo termine in valuta estera del paese esaminato.

PAESI	VALUTAZIONE T&C
Membri EMU	AAA
Membri CAEMC, WAEMU ed ECCU	BBB-
Paesi che utilizzano (su base permanente) la valuta di altri paesi	Valutazione T&C del paese che ha il controllo della valuta in questione
Paesi con regime di cambio flessibile e politica economica <i>outward-oriented</i>	Tre <i>notch</i> al di sopra del <i>rating</i> assegnato al debito estero emesso dal paese
Paesi con regime di cambio parzialmente flessibile e politica economica <i>outward-oriented</i> ma caratterizzati da dipendenza dalle importazioni e da un elevato ammontare di debito estero privato	Due <i>notch</i> al di sopra del <i>rating</i> assegnato al debito estero emesso dal paese
Paese che effettua interventi sul mercato dei cambi, ma in fase di apertura	Un <i>notch</i> al di sopra del <i>rating</i> assegnato al debito estero emesso dal paese
Paese che effettua interventi sul mercato dei cambi, con storia recente di restrizioni di trasferimento e convertibilità	<i>Rating</i> assegnato al debito estero emesso dal paese

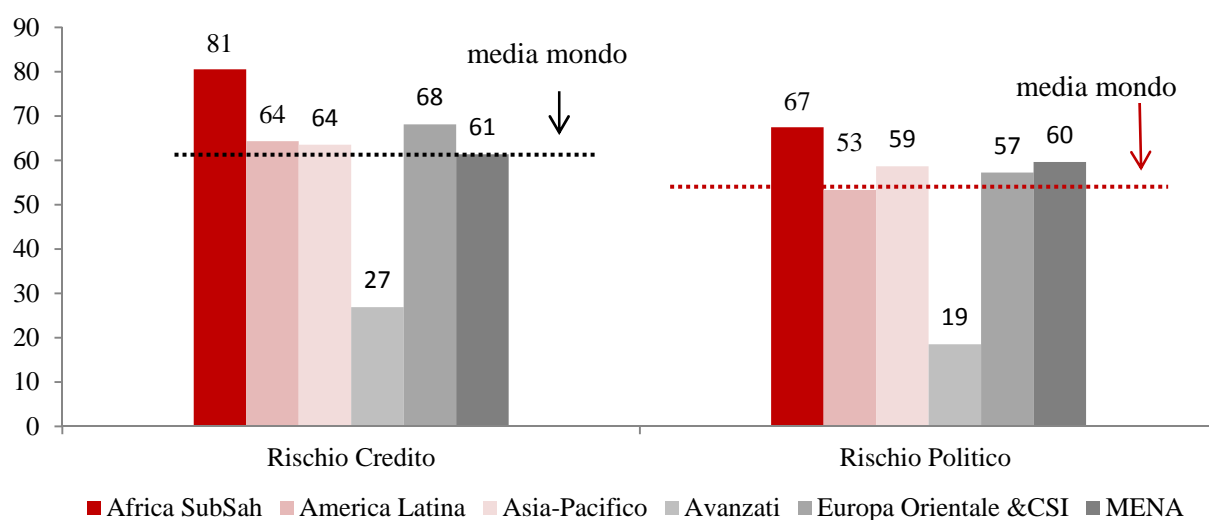
EMU: *European Economic and Monetary Union*; CAEMC: *Central African Economic and Monetary Community*; WAEMU: *West African Economic and Monetary Union*; ECCU: *Eastern Caribbean Currency Union*.

Fonte: Standard & Poor's

4. Principali risultati e confronti

La nuova metodologia di SACE consente di identificare non più un singolo *rating* di rischio paese ma otto *rating* (in una scala da 0 a 100) corrispondenti ai rischi di credito (disaggregati per controparte) e politici (legati a eventi normativi o di violenza politica) che gli operatori possono riscontrare nella loro attività. Di seguito sono proposti i principali risultati emersi da tale approccio (fig. 4). I rischi, di credito e politico, sono analizzati nel complesso e disaggregati per controparte ed evento, in base alle aree geografiche. Non ci si sofferma invece sui rischi di mercato, che possono trovare ormai coperture standard offerte dal mondo bancario. Si presenta inoltre un confronto temporale tra i rischi prima e dopo la recessione del 2009.³³

Fig. 4. Rischio del Credito e Politico: un confronto tra aree geografiche



Fonte: SACE

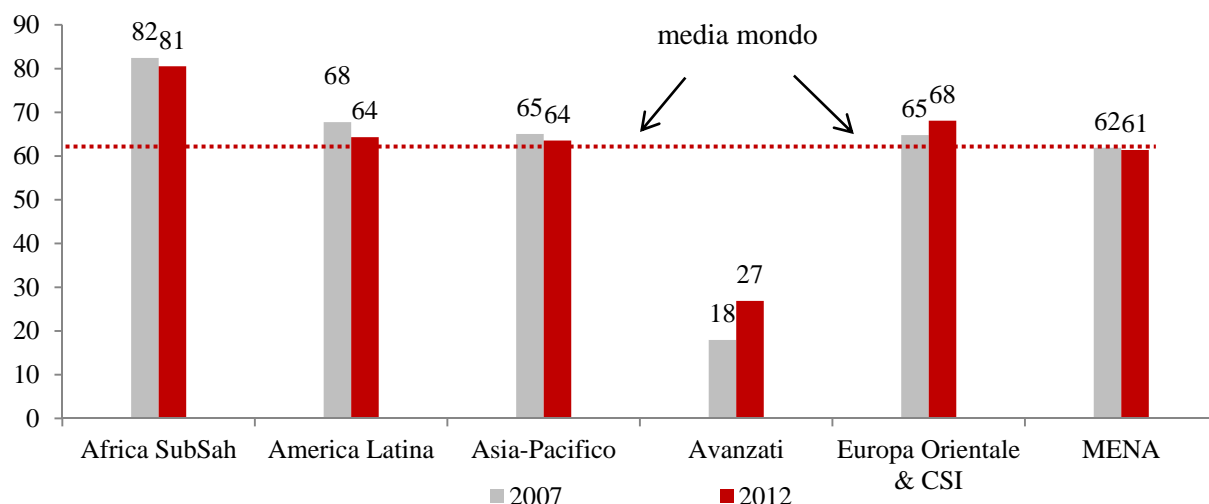
4.1 Analisi del rischio di credito, per aree

La recessione globale, iniziata nel 2008 e innescata dal settore finanziario, ha determinato un cambiamento negli equilibri economici e finanziari mondiali, causando un deterioramento degli indicatori di rischio bancari e *corporate*, com-

³³ Gli indicatori di rischio SACE sono stati calcolati con dati aggiornati a gennaio 2012 e ricostruiti per il 2007.

portando di conseguenza un aumento della rischiosità a livello globale (rischio medio 63 su 100). Da una prima analisi del rischio del credito si nota, come atteso, un rischio maggiore per i paesi emergenti rispetto agli avanzati. La crisi ha tuttavia messo in discussione il concetto di *risk-free*; i paesi avanzati, storicamente considerati immuni da tali criticità, subiscono il peggiore aggravamento di rischio dal 2007 (fig. 5). Nelle economie emergenti l’impatto della crisi è stato più moderato e legato all’effetto “contagio” dai paesi avanzati, attraverso soprattutto il canale commerciale. Ne hanno infatti risentito i paesi con i mercati avanzati tra i loro principali *partner*.

Fig. 5. Rischi del Credito: un confronto tra aree geografiche



Fonte: SACE

Il rischio di credito è più elevato, in media, per i paesi dell’Africa Sub-Sahariana (81/100). Tra i più rischiosi vi sono Somalia, Sudan e Zimbabwe, caratterizzati da strutture economiche fragili e livelli di sviluppo ancora molto contenuti oltre ad essere affetti da scarsa democrazia, corruzione e un debole stato di diritto. Tra i paesi con risultati migliori figurano Sud Africa, Botswana e Namibia: economie trainate dalla domanda mondiale di materie prime, caratterizzate dall’adozione di politiche pubbliche anti-cicliche e sistemi finanziari relativamente solidi.

Il rischio del credito per l'area resta sostanzialmente invariato rispetto al 2007 (82/100), conseguenza di un bilanciamento tra paesi che migliorano e peggiorano. Sebbene inizialmente il sub-continente sia rimasto isolato dalla crisi, in seguito ha sofferto un rallentamento dell'attività commerciale, una flessione delle rimesse e una riduzione degli investimenti dall'estero. La differenza di *performance* tra i paesi africani è legata soprattutto alla disponibilità di materie prime (es. Nigeria) e ai benefici dei programmi del Fondo Monetario Internazionale, che hanno contribuito al consolidamento economico e alla trasparenza burocratica (es. Angola). Nei paesi importatori di materie prime (es. Etiopia), l'aumento dei prezzi delle *commodity*, incluse quelle alimentari, ha comportato invece un peggioramento del rischio.

Nella regione America Latina e Caraibi il rischio di credito (64/100) è sostanzialmente in linea con la media globale. I paesi a rischio maggiore sono caratterizzati da forti squilibri nella bilancia dei pagamenti - Cuba e Haiti tra le economie caraibiche, Belize e Guatemala tra i paesi dell'America centrale e Venezuela e Bolivia in America meridionale. Tra i paesi meno rischiosi risulta invece il Messico, la cui ripresa economica è stata trainata dagli Stati Uniti.

Rispetto al 2007 si osserva una riduzione del rischio medio nell'area legato all'evoluzione di paesi economicamente meno sviluppati e integrati nel commercio globale. Ecuador e Nicaragua, grazie alla disponibilità di materie prime e al conseguente afflusso di capitali - favorito dall'aumento dei prezzi degli idrocarburi - hanno sperimentato un rafforzamento dei propri fondamentali macroeconomici e un incremento dell'attività delle imprese, ora meno deboli rispetto al passato. Il rischio è invece stabile in economie più sviluppate e integrate, come il Brasile che ha avviato un processo di crescita rilevante già a partire dai primi anni del 2000 e che è ora in una fase di consolidamento.

L'area asiatica non presenta variazioni rilevanti. Peggiorano paesi come il Pakistan, a causa dell'aggravarsi delle strutturali instabilità politiche ed economiche,

o il Vietnam, dove la crisi ha colpito il settore bancario inducendo la banca centrale a misure straordinarie. Migliora, tra gli altri, l'Indonesia grazie a uno sviluppo economico significativo e all'introduzione di riforme volte a facilitare l'attività imprenditoriale.

Rischi del credito elevati si segnalano per i paesi dell'Europa Orientale e CSI. L'area risulta la seconda più rischiosa sia per il *corporate* che per il settore bancario (quest'ultimo caratterizzato da sistemi finanziari scarsamente integrati, istituti sottocapitalizzati e ingenti quote di crediti inesigibili). L'elevato *score* è riconducibile in particolare al rischio di mancato pagamento in Uzbekistan, Ucraina e Tagikistan. Polonia e Turchia emergono invece tra i paesi con il miglior merito di credito nell'area, con buone prospettive di crescita ed efficaci politiche di attrazione degli investimenti esteri.

L'area registra un peggioramento dello *score* nel 2012 (da 65 a 68/100). Tra i paesi interessati da tale aumento del rischio di credito si segnalano Bulgaria, Croazia e Russia, che hanno risentito della crisi sia attraverso il canale finanziario, sperimentando un forte deterioramento nel settore bancario, sia attraverso il canale commerciale, in seguito al crollo della domanda dei mercati avanzati europei, principali *partner* commerciali. Migliora invece il rischio in Turchia, caratterizzata in questi anni da un notevole progresso dei fondamentali economici e da una stabilità politico-sociale, oltre che da un rafforzamento del sistema bancario.

Per Medio Oriente e Nord Africa (MENA) lo *score* del credito si attesta su un livello medio-alto (61/100) ma inferiore alla media mondiale. Tra i paesi virtuosi vi sono Arabia Saudita, Kuwait e Qatar: sviluppati *hub* finanziari con sistemi bancari solidi e sostenuti dai proventi di petrolio e gas. Tra i paesi più rischiosi, invece, vi sono Iran, Iraq e Yemen caratterizzati da contesti geo-politici instabili, bassi livelli di sicurezza e tensioni con la comunità internazionale. Nell'area nordafricana, uno dei paesi caratterizzati da basso rischio è il Marocco; la Libia,

invece, risulta essere il paese più rischioso in relazione allo scoppio della guerra civile.

Nell'area non si rilevano sostanziali differenze nel *rating* di rischio credito medio rispetto al 2007. Peggiorano gli *score* dei paesi interessati dalla Primavera Araba (es. Libia, Egitto), dove le rivolte hanno generato un'instabilità tale da ridurre l'attività economica e le transazioni con l'estero con conseguenze su tutto il tessuto produttivo (es. il Bahrein ha risentito del rallentamento nei settori del turismo e dei servizi finanziari). Migliorano invece le economie che hanno avviato grandi progetti nel settore *Oil&Gas*, oltre a puntare sempre più verso una maggiore diversificazione economica (es. Qatar).

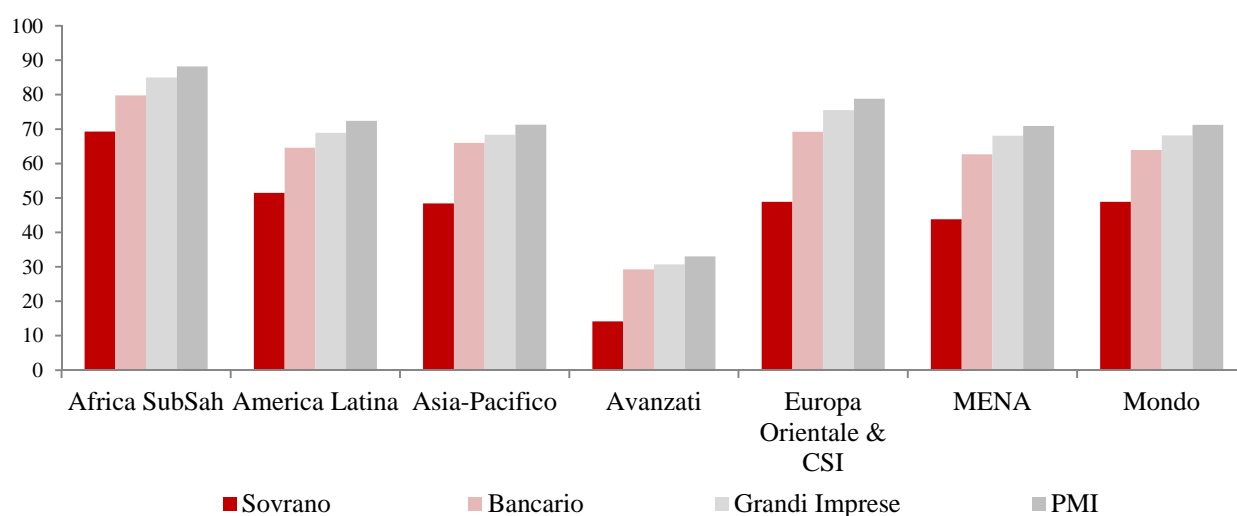
Anche le economie avanzate sono esposte al rischio di credito in quanto hanno sofferto maggiormente - e prima degli altri - la crisi internazionale. Sebbene gli *score* medi dell'area siano contenuti, vi sono paesi, tra cui Grecia, Irlanda e Islanda, i cui rischi sono sensibilmente più elevati rispetto alla media dell'area. Tali rischi riflettono le maggiori fragilità della *performance* economico-finanziaria (del governo, delle banche e dei *corporate*). Tra le economie avanzate Finlandia, Svizzera e Svezia registrano invece un rischio del credito contenuto.

Dal confronto temporale, per i paesi avanzati si evidenzia un peggioramento derivante da un aggravamento del rischio del credito di tutte le controparti e in particolare di quella sovrana. Tuttavia vi sono casi, come quelli di Grecia, Irlanda, Islanda, Spagna e Portogallo, che presentavano valori superiori alla media dell'area già nel 2007, riflesso di sistemi bancari deboli da prima dello scoppio della crisi.

4.2 Rischio del credito per controparte: un *focus* a livello geografico

I paesi avanzati presentano il livello di rischio sovrano più basso rispetto alle altre aree (fig 6). All'interno del gruppo vi è tuttavia un'elevata variabilità, con *rating* che vanno dall'estremo inferiore della scala (es. 0 in Germania e Regno Unito), fino a raggiungere le fasce più alte (es. 86 in Grecia). Anche i paesi solitamente considerati "più sicuri" hanno accusato la crisi del debito europeo, come nel caso della Francia.³⁴ Nei paesi avanzati interessati da *downgrade*, il *rating* sovrano è sempre più allineato (in termini peggiorativi) con il corrispondente valore del rischio del credito complessivo: nel caso della Grecia i valori sono coincidenti (fig. 7). Nell'attuale fase di crisi, l'aumento dei rischi sovrani si sta ripercuotendo sui profili di rischio delle banche, in modo più accentuato per quelle più esposte ai titoli del debito pubblico dei paesi in sofferenza.

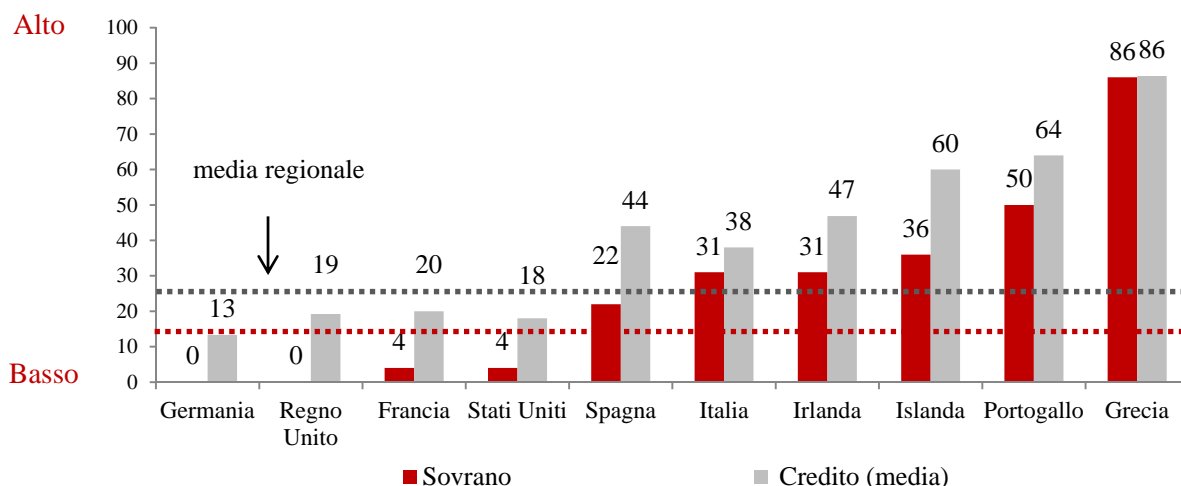
Fig. 6. Rischio del Credito: un confronto tra controparti per aree geografiche



Fonte: SACE

³⁴ Dati aggiornati a gennaio 2012.

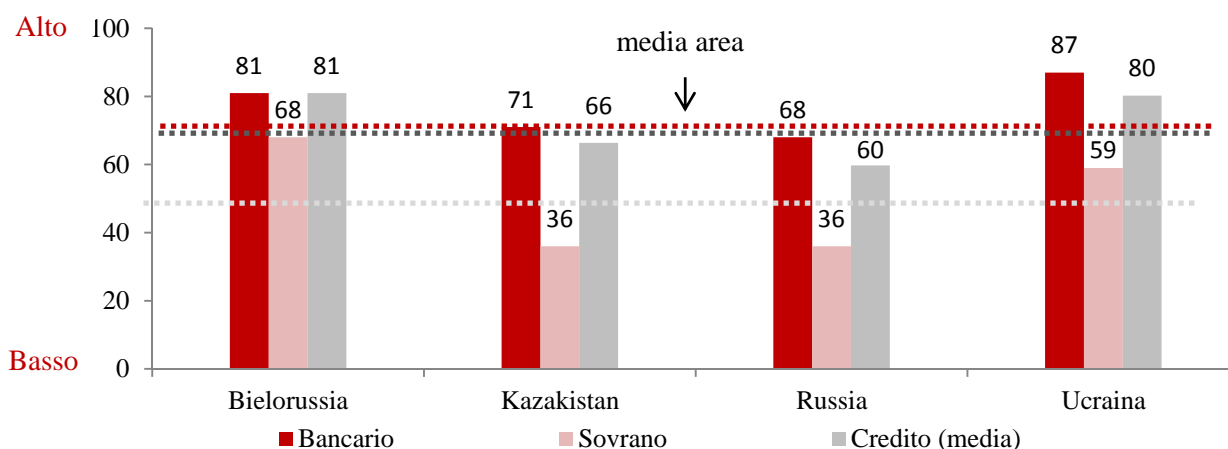
Fig.7 Rischio del credito nei paesi avanzati: un confronto nel tempo



Fonte: SACE

Il rischio bancario nei paesi dell'Europa orientale e della Comunità degli Stati Indipendenti (CSI) è elevato (69/100) e presenta uno scarto rilevante rispetto al *rating* sovrano. L'alto rischio a operare con controparti bancarie è legato al fatto che il sistema finanziario è stato il principale canale di trasmissione della crisi, determinando un forte deterioramento degli indicatori bancari (es. *NPL*, *CAR*) e rendendo necessario l'intervento statale. In paesi come Bielorussia, Kazakistan e Ucraina, il rischio bancario è superiore al rischio del credito medio per l'area (fig. 8).

Fig. 8. Rischio Bancario nei paesi dell'Europa orientale e CSI

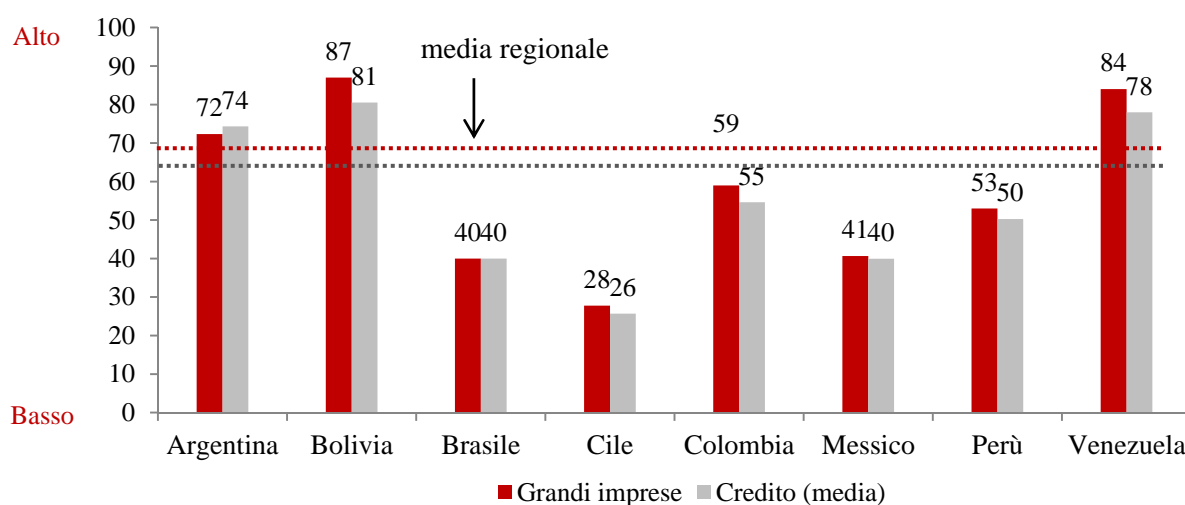


Fonte: SACE

Il rischio per le controparti grandi imprese in America Latina è elevato, anche se in linea con i valori medi globali (69/100 rispetto a una media mondiale di

68/100). Alcuni paesi dell'area mostrano comunque un *rating* di grandi imprese relativamente basso grazie ad un tessuto imprenditoriale solido e integrato a livello internazionale, come nel caso del Messico e del Cile (fig. 9) o alla presenza di grandi *corporate* a cui le agenzie di *rating* attribuiscono un merito di credito migliore di quello sovrano (come la brasiliana *Petrobras*, operante nel settore energetico)³⁵.

Fig. 9. Rischio Grandi Imprese in America Latina

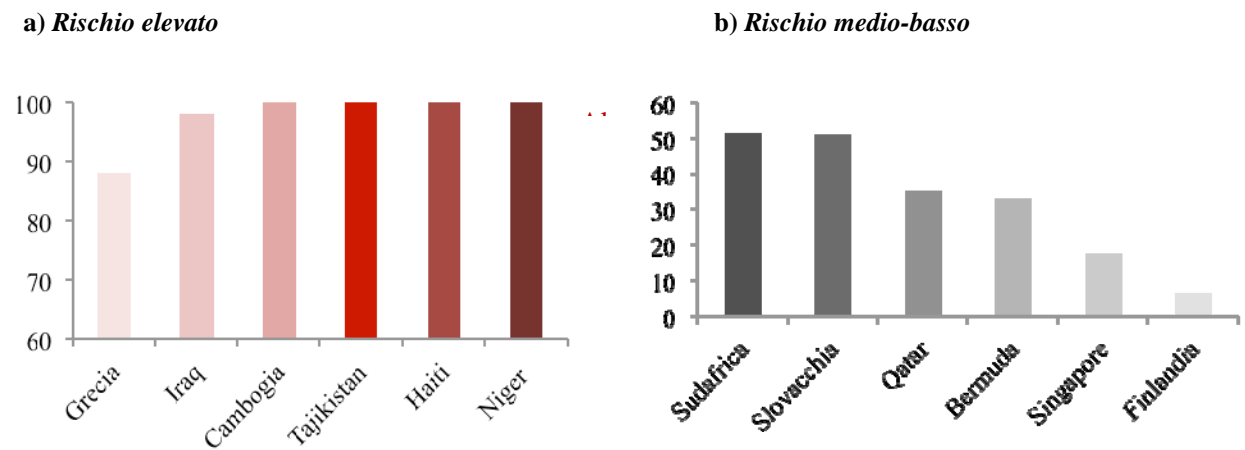


Fonte: SACE

A livello globale, oltre il 60% dei paesi considerati presenta un livello di rischio del credito PMI elevato (*rating* superiore a 70/100). Il sistema delle piccole e medie imprese è, infatti, complesso e meno orientato ai mercati internazionali. Le informazioni sulle PMI sono spesso meno accessibili e basate principalmente su dati qualitativi; i dati di bilancio sono meno strutturati e attendibili. I *rating* di rischio PMI migliori sono riconducibili a economie più sviluppate e integrate, regionalmente e internazionalmente, come il Sud Africa, che ha mostrato un significativo miglioramento negli ultimi anni, il Qatar, economia ricca di risorse naturali, o Singapore, che rientra tra le economie asiatiche più industrializzate (*Newly Industrialized Economies*). I *rating* PMI peggiori sono associati a paesi con fragilità istituzionali come l'Iraq, particolarmente colpiti dalla crisi, come la Grecia, o strutturalmente poco progrediti come il Niger (fig. 10).

³⁵ Cfr nota 26.

Fig. 10. Rischio PMI nel mondo

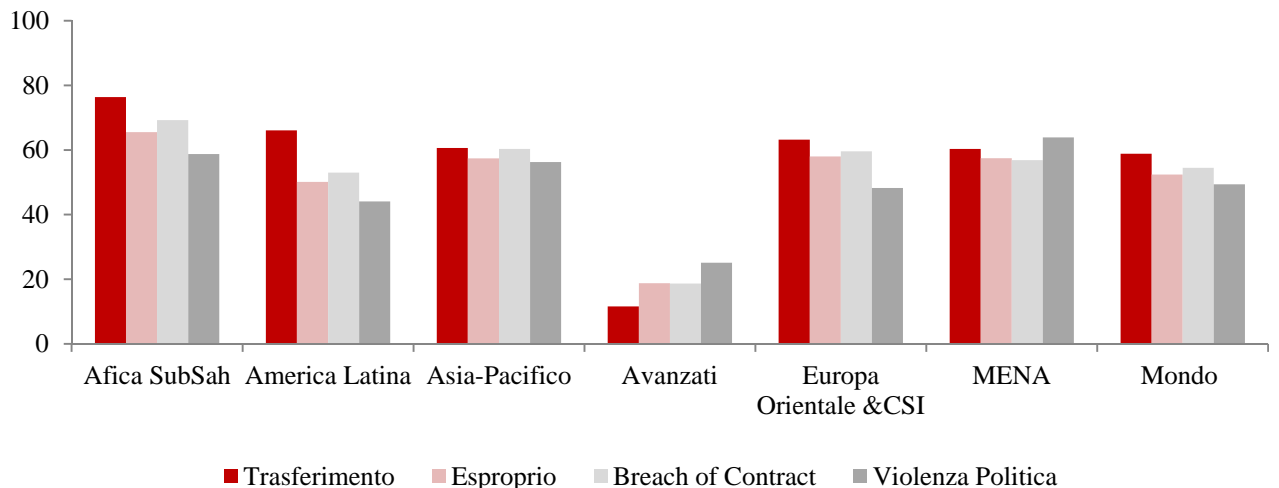


Fonte: SACE

4.3 Analisi del rischio politico

L'analisi dei rischi politici comprende l'identificazione dei rischi derivanti da eventi a carattere normativo e da episodi di violenza politica. Tale analisi evidenzia, come per i rischi del credito, la presenza di *rating* più elevati nei paesi emergenti rispetto agli avanzati. Gli indicatori più rischiosi, a livello globale, riguardano il trasferimento valutario e le violazioni di obblighi contrattuali (*breach of contract*), mentre violenza politica ed esproprio presentano rischi inferiori (fig. 11).

Fig. 11: Confronto tra eventi di rischio politico per aree geografiche

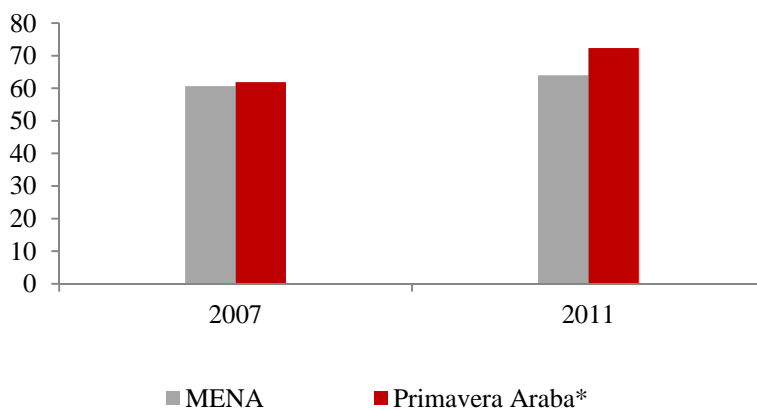


Fonte: SACE

L’Africa Sub-Sahariana presenta, in media, i rating di rischio politico più elevati. Tali risultati riflettono complessivamente un basso grado di sviluppo economico e del contesto legale e normativo. Relativamente al **rischio di violenza politica**, il primato negativo spetta all’area **MENA**³⁶ a causa degli alti *score* dei paesi coinvolti nelle rivolte della “Primavera Araba” del 2011 (fig 12).

Il peggioramento del rating di violenza politica nel nord Africa, rilevato nell’ultimo anno, riflette in particolare l’aggravamento della situazione in Libia e lo scoppio della guerra civile. Peggiorano anche gli *score* di Bahrein, Egitto, Siria e Tunisia dove, a fronte di proteste iniziate nel 2011, il contesto risulta tuttora instabile e suscettibile di aggravamento. In controtendenza, l’Iraq, registra un miglioramento dello *score*, in linea con un processo di stabilizzazione, il rischio nel paese rimane comunque elevato.

Fig. 12 Violenza politica nell'area MENA: un confronto nel tempo



Algeria, Bahrein, Egitto, Giordania, Libia, Siria, Tunisia, Yemen

Fonte: SACE

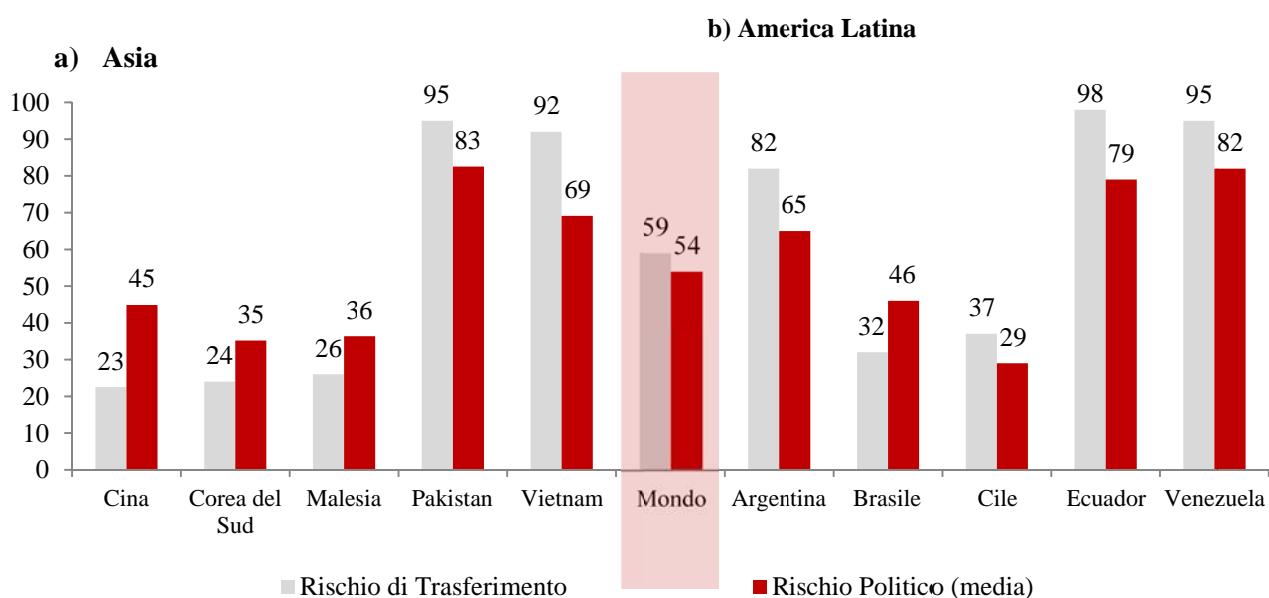
Nelle economie avanzate lo score medio di violenza politica è peggiore rispetto a quello degli altri rischi politici, pur rimanendo significativamente infe-

³⁶ Paesi del Medio Oriente e del Nord Africa (Middle East and North Africa).

riore nel confronto con le altre aree, e riflette l'aumento dell'instabilità politica in conseguenza della crisi economica.

In Asia e America Latina si osserva una eterogeneità negli *score* del rischio di trasferimento, con uno *score* regionale (66/100) superiore alla media mondiale (fig. 13). In Asia il livello di rischio di trasferimento risulta più basso nei paesi con strutture economiche simili a quelle dei paesi avanzati (Corea del Sud) o che hanno realizzato un notevole progresso negli ultimi anni (come la Cina, che nel 2010 è diventata la seconda economia nel mondo, ma anche la Malesia, tra i paesi a maggiore crescita nell'area). In America Latina, si segnalano invece Brasile e Cile, caratterizzati da livelli di rischio contenuti. I *rating* più elevati, tra i paesi asiatici, si rilevano in Pakistan, date le sue strutturali debolezze politiche ed economiche, e in Vietnam, dove la banca centrale ha adottato misure di regolamentazione della liquidità in circolazione. In America Latina i paesi a più alto rischio sono il Venezuela, dove la gestione delle risorse valutarie è affidata all'ente pubblico CADIVI, l'Ecuador, che soffre di una marcata scarsità di valuta, e l'Argentina, dove il governo sta approvando restrizioni monetarie.

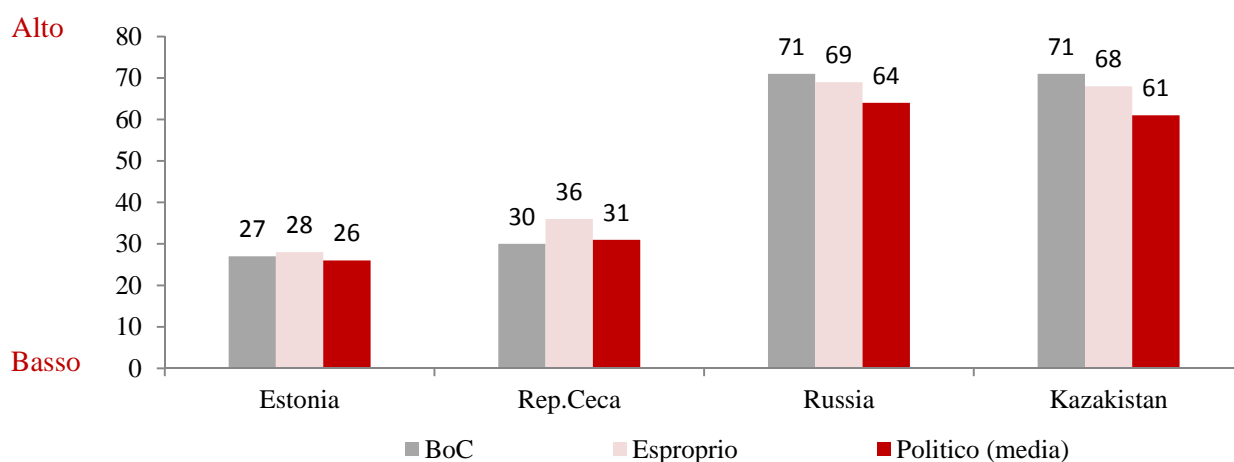
Fig. 13. Rischio di trasferimento in Asia e America Latina



Fonte: SACE

Il rischio medio di esproprio nei paesi dell'Europa orientale e CSI (58) è allineato con il rischio politico medio dell'area (57). Lo score medio di *Breach of Contract* risulta invece leggermente peggiore (60). All'interno dell'area vi sono tuttavia paesi che presentano *score* piuttosto contenuti (fig. 14). Si tratta di economie in crescita, con strutture economiche e sociali sempre più sviluppate e trasparenti, come la Repubblica Ceca. I *rating* più elevati si hanno in paesi con elevata corruzione, limitata trasparenza o dove il potere è fortemente concentrato nelle mani del governo, come Russia e Kazakistan; in questi paesi il fenomeno dell'esproprio può avvenire anche con modalità indirette (*creeping expropriation*). *Score* di rischio esproprio elevati si hanno anche in alcuni paesi dell'America Latina, come Venezuela, Bolivia ed Ecuador, riflesso delle politiche fortemente interventiste dei governi³⁷.

Fig. 14. Rischi di Esproprio e *Breach of Contract* in Europa orientale e CSI



Fonte: SACE

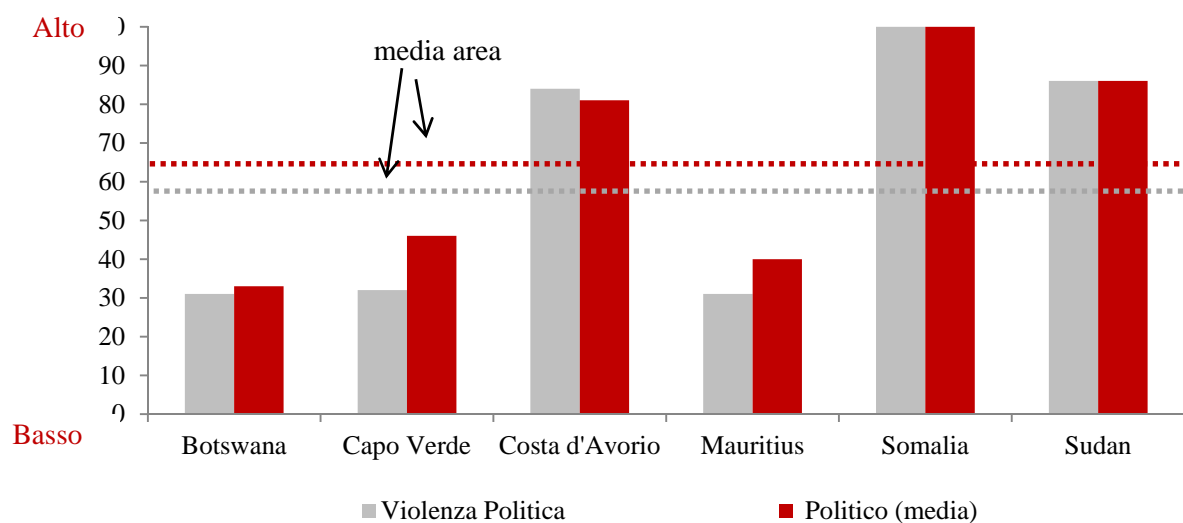
L'Africa SubSahariana presenta rischi di violenza politica elevati (59) rispetto alla media mondiale (49), inferiori solamente a quelli dell'area MENA dove pesano gli *score* elevati dei paesi coinvolti dalla “Primavera Araba” (fig.15). La Somalia, annoverata frequentemente tra i *failed States*, rispecchia le principali vulnerabilità politico-operative dell'area: assenza di governo, povertà diffusa e divisioni etnico-religiose; similitudini – per certi aspetti – con il Sudan, gravato

³⁷ Vedi Box 1: Rischi Politici

dalla difficile situazione del Darfur e dai recenti sviluppi della separazione del Sud Sudan. Paesi come Mauritius, Botswana, Capo Verde, presentano invece contesti politici più stabili, grazie anche alla maggiore disponibilità di risorse naturali e allo sviluppo del settore dei servizi (in particolare il turismo).

Rispetto al 2007 nel sub-continente si registra un miglioramento del livello di rischio normativo, grazie alla riduzione degli *score* del rischio esproprio e *Breach of Contract*, mentre peggiora, solo marginalmente, il rischio di trasferimento (fig. 16). Questi risultati sono conseguenza di processi di riforma in atto già da prima della crisi e del supporto delle istituzioni finanziarie internazionali. Molto positive le *performance* dei paesi dell'*East African Community*³⁸; il Ruanda in particolare mostra un netto miglioramento grazie all'implementazione di politiche volte a facilitare il contesto operativo.

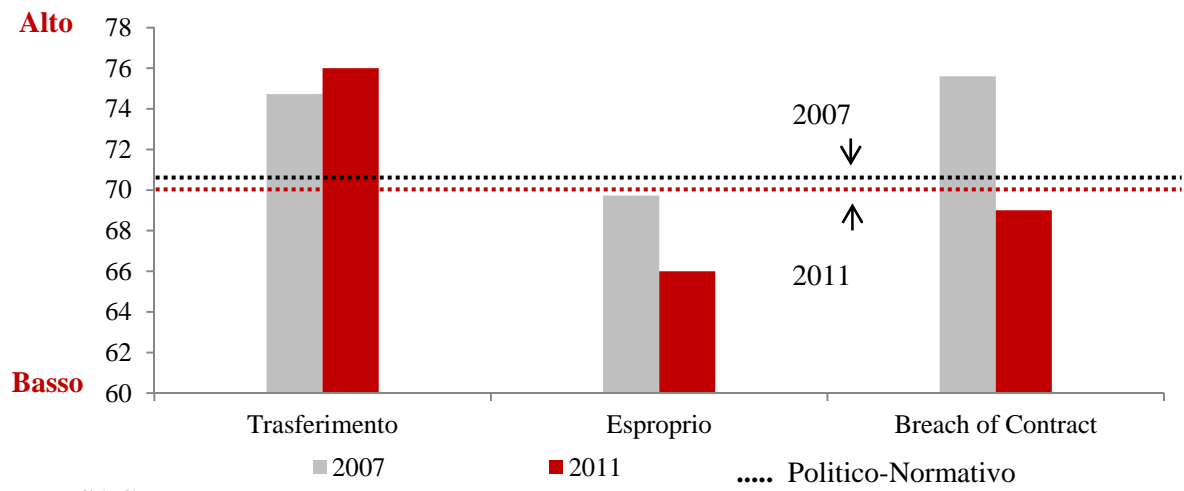
Fig. 15. Rischio di Violenza Politica in Africa SubSahariana



Fonte: SACE

³⁸ Ghana, Burundi, Ruanda, Tanzania, Uganda

Fig 16. Rischi normativi in Africa SubSahariana: un confronto nel tempo



Fonte: SACE

Conclusioni

Conoscere i rischi e sapere come affrontarli rappresenta un elemento centrale di una strategia di internazionalizzazione. Operare in un mercato estero, avanzato o emergente che può presentare vulnerabilità macroeconomiche e finanziarie, oltre che criticità legate al contesto politico o al sistema operativo, richiede l'adozione di un metodo di valutazione dei rischi sempre più multidimensionale.

Il nuovo approccio di SACE risponde a questa necessità di maggiore conoscenza dei rischi. Superando la logica, talvolta fuorviante, del singolo *rating* paese, si propone una metodologia basata sull'interazione dei differenti rischi in funzione dei diversi operatori. Tale relazione tra gli operatori nazionali (esportatore, banca, investitore industriale e costruttore) e i rischi (credito, politico-normativi e violenza politica) è ulteriormente articolata in base alle caratteristiche della transazione, ossia alle controparti coinvolte nel rischio del credito (sovrana, bancaria, *large corporate*, PMI) o alla natura degli eventi generatori di rischio politico (esproprio, trasferimento, *breach of contract*, violenza politica).

L'articolazione dei rischi alla base del nuovo modello permette di valutare l'evoluzione delle singole dimensioni di rischio, in chiave sia storica sia geografica. Ad esempio, rispetto al 2007 il rischio del credito mostra valori sostanzialmente immutati. Tuttavia, è possibile osservare che le economie avanzate, solitamente considerate *risk-free*, hanno riscontrato in seguito all'emergere dell'attuale crisi un aumento dei rischi del credito relativo a tutte le controparti. Anche il rischio politico risulta, nel suo complesso, stabile rispetto al 2007; tuttavia l'analisi delle differenti componenti di rischio politico evidenzia in tutte le aree un peggioramento del rischio di trasferimento e convertibilità, la componente maggiormente correlata al rischio del credito sovrano tra quelle politiche.

Ulteriori approfondimenti sono poi possibili attraverso la realizzazione di nuove mappe dei rischi e la possibilità di accedere ai Pareri Preliminari e alle

funzioni di advisory. La disponibilità di mappe che evidenziano graficamente le diverse tipologie di rischio si propone di fornire uno strumento più personalizzato alle esigenze dell'operatore. Inoltre strumenti e funzioni consentono di ottenere valutazioni più specifiche, ad esempio sull'affidabilità della controparte coinvolta in una specifica transazione, oltre a consentire un approfondimento sul contesto politico e macroeconomico nel paese di riferimento.

Il nuovo approccio consente all'operatore di valutare più consapevolmente quali e quanti rischi sono connessi alla sua specifica attività e quali e quanti di questi possono essere meglio gestiti attraverso misure di mitigazione. In quest'ottica risulta funzionale l'individuazione dei prodotti assicurativo-finanziari che una società come SACE può offrire per coprire dal rischio derivante da singole transazioni di export o proteggere l'investimento realizzato nel paese estero.

APPENDICE 1: Variabili del modello e loro fonti

RISCHIO CREDITO SOVRANO
<i>Rating S&P's, Moody's, Fitch, SACE</i>
RISCHIO CREDITO BANCARIO
<i>Capital adequacy ratio- CAR (Fondo Monetario Internazionale*)</i>
<i>Non performing loans - NPL (Banca Mondiale** e Fondo Monetario Internazionale*)</i>
<i>Domestic credit provided by banking sector (in % of GDP, BM**)</i>
<i>Rating BICRA (S&P's)</i>
RISCHIO CREDITO LARGE CORPORATE
<i>Return on sales - ROS (Orbis)</i>
<i>Return on equity - ROE (Orbis)</i>
<i>Gearing (Orbis)</i>
<i>Numero società domestiche quotate (BM**)</i>
<i>Capitalizzazione di mercato società quotate (in % del PIL, BM**)</i>
<i>Strength of auditing and reporting standards (World Economic Forum)</i>
<i>Rating sovrano S&P's, Moody's, Fitch, SACE</i>
<i>Number of corporate ratings that exceed the sovereign rating (S&P's)</i>
<i>Score rischio bancario SACE</i>
RISCHIO CREDITO SMALL & MEDIUM CORPORATE
<i>Score rischio large corporate SACE</i>
<i>Indicatore di contesto imprenditoriale (Coface)</i>
<i>Indicatore di rischio azienda BT (Coface)</i>
<i>Depth of credit information (BM**)</i>
<i>% of firms with line of credit or loans from financial institutions (BM, Enterprise Survey)</i>
<i>% of firms identifying access to finance as a major constraint (BM, Enterprise Survey)</i>
<i>Loans requiring collateral (%) (BM, Enterprise Survey)</i>
<i>Ease to access credit (World Economic Forum)</i>
RISCHIO NORMATIVO DI ESPROPRIO
<i>Rule of law (BM**)</i>
<i>Property rights (Heritage Foundation)</i>
<i>Government effectiveness and intervention (BM**)</i>
<i>Control of corruption (BM**)</i>
RISCHIO DI BREACH OF CONTRACT
<i>Rule of law (BM**)</i>
<i>Government effectiveness and intervention (BM**)</i>
<i>Dummy control of corruption (BM**)</i>
RISCHIO DI TRASFERIMENTO
<i>Saldo partite correnti/PIL (EIU Bureau Van Dijk)</i>
<i>Riserve internazionali (mesi di import, EIU Bureau Van Dijk)</i>
<i>Regime di cambio (FMI***)</i>
<i>Score SACE-PRI</i>
<i>Rating T&C (S&P's)</i>
RISCHIO DI VIOLENZA POLITICA
<i>Voice and accountability (BM**)</i>
<i>Absence of violence/terrorism (BM**)</i>
<i>Rule of law (BM**)</i>

* Database Financial Soundness Indicators e dati dai singoli documenti del Fondo quali *Financial System Stability Assessment* e *Articolo IV*.

** Database World Development Indicators & Global Development Finance

*** E. Levy Yeyati, F. Sturzenegger (2005).

APPENDICE 2: Risultati di sintesi della nuova metodologia di SACE

Paesi	Sovrano	Banca	Grande Impresa	PMI	Trasfer.	Esproprio	Breach of Contract	Violenza Politica
AFGHANISTAN	77	91	100	100	88	85	92	100
ALBANIA	59	73	81	83	76	62	68	48
ALGERIA	40	57	65	70	48	70	61	66
ANDORRA	18	18	39	39	12	23	22	21
ANGOLA	54	69	77	83	67	73	69	72
ANTIGUA E BARBUDA	63	63	78	82	63	33	36	31
ANTILLE OLANDESI	54	61	62	64	25	31	33	28
ARABIA SAUDITA	13	28	36	38	22	52	46	56
ARGENTINA	63	83	72	79	82	65	67	48
ARMENIA	54	67	76	81	75	61	63	50
ARUBA	27	50	36	40	58	27	28	24
AUSTRALIA	0	6	6	7	6	12	13	23
AUSTRIA	4	28	29	30	12	13	14	20
AZERBAIGIAN	40	70	73	78	66	71	73	59
BAHAMAS	31	44	47	51	52	27	26	30
BAHREIN	36	50	55	57	61	41	38	67
BANGLADESH	54	72	77	81	82	72	73	69
BARBADOS	40	40	49	53	52	23	22	25
BELGIO	4	31	20	23	10	23	22	29
BELIZE	68	68	81	84	79	59	65	42
BENIN	63	94	94	96	76	64	69	43
BERMUDA	13	27	30	33	26	29	30	30
BHUTAN	63	72	82	86	71	43	44	38
BIELORUSSIA	68	81	86	89	100	74	80	51
BOLIVIA	59	85	87	91	95	74	78	62
BOSNIA ERZEGOVINA	63	85	91	94	83	68	68	54
BOTSWANA	27	48	54	57	37	34	31	31
BRASILE	40	41	40	41	32	49	56	47
BRUNEI	31	60	61	66	21	33	34	32
BULGARIA	36	63	72	77	63	58	59	40
BURKINA FASO	63	83	88	93	82	64	66	50
BURUNDI	86	86	93	96	82	80	80	80
CAMBOGIA	59	100	100	100	82	72	78	65
CAMERUN	63	83	85	91	74	67	75	60
CANADA	0	6	6	7	6	11	12	23
CAPO VERDE	59	64	79	83	72	39	41	32
CAYMAN ISOLE	13	17	25	26	46	29	25	26
CECA REPUBBLICA	13	39	51	52	30	36	30	29
CIAD	77	92	95	97	90	76	84	79
CILE	18	28	28	29	37	23	25	32
CINA	13	45	48	52	23	52	57	48
CIPRO	45	70	60	62	12	27	27	33
COLOMBIA	40	57	59	63	45	55	63	68
COMORE	77	83	93	95	73	70	83	63
CONGO, REP.	77	77	82	85	74	78	82	62
CONGO, REP. DEMOCRATICA	77	89	93	97	80	85	84	84
COREA DEL NORD	100	100	100	100	100	98	97	67
COREA DEL SUD	22	34	30	33	24	33	29	55
COSTA D'AVORIO	86	88	90	95	75	79	84	84
COSTA RICA	36	62	69	74	65	45	41	35
CROAZIA	40	61	72	76	51	50	43	38
CUBA	72	90	100	100	83	69	72	56
DANIMARCA	0	17	21	23	6	8	9	23
DOMINICA	63	72	78	82	76	37	36	29
DOMINICANA REPUBBLICA	59	71	72	79	83	65	69	47
ECUADOR	68	83	83	86	98	74	81	61
EGITTO	50	76	78	82	69	70	64	74
EL SALVADOR	50	72	80	84	46	57	67	57
EMIRATI ARABI UNITI	9	39	55	59	49	38	34	39
ERITREA	86	91	94	97	92	75	83	72

ESTONIA	13	53	63	64	15	28	27	32
ETIOPIA	68	75	85	90	91	64	68	74
FIGI	63	77	83	86	98	66	73	51
FILIPPINE	50	75	68	73	61	63	64	65
FINLANDIA	0	6	6	6	6	9	12	19
FRANCIA	4	27	23	25	6	21	20	30
GABON	54	67	71	75	64	63	69	49
GAMBIA	72	86	92	96	76	62	67	49
GEORGIA	59	81	85	88	79	56	61	60
GERMANIA	0	17	17	20	6	15	16	23
GHANA	63	67	74	79	60	45	56	40
GIAMAICA	68	83	85	89	95	57	63	49
GIAPPONE	13	17	17	19	12	23	21	27
GIBUTI	86	86	92	95	78	65	72	54
GIORDANIA	50	69	72	76	65	44	42	56
GRECIA	86	86	86	88	41	42	36	37
GRENADA	68	76	82	86	85	46	46	35
GUATEMALA	50	83	85	88	64	67	75	58
GUINEA	86	86	94	99	80	81	84	79
GUINEA EQUATORIALE	72	77	85	85	72	77	82	59
GUINEA-BISSAU	86	94	100	100	87	79	85	72
GUYANA	77	77	91	93	91	62	67	55
HAITI	86	95	100	100	95	81	85	70
HONDURAS	63	79	86	90	88	68	73	55
HONG KONG	0	17	17	19	8	14	16	27
INDIA	40	54	45	53	43	53	58	60
INDONESIA	45	62	62	65	46	55	68	61
IRAN	68	82	84	87	89	73	74	74
IRAQ	72	95	95	98	85	84	91	88
IRLANDA	31	55	47	55	18	15	16	22
ISLANDA	36	63	70	72	67	11	15	20
ISRAELE	18	39	50	51	25	31	28	56
ITALIA	31	37	41	43	6	40	38	37
KAZAKISTAN	36	71	77	82	57	68	71	47
KENIA	59	71	73	78	74	67	75	65
KIRGHIZISTAN	77	77	94	97	75	73	78	62
KOSOVO	68	77	85	91	68	66	73	70
KUWAIT	9	35	36	41	30	45	41	41
LAOS	72	92	95	98	68	76	76	56
LESOTHO	54	72	77	82	80	58	55	48
LETONIA	45	70	72	76	55	42	37	36
LIBANO	63	71	73	76	77	68	72	72
LIBERIA	86	84	95	96	87	73	83	63
LIBIA	72	83	100	100	62	78	74	81
LIECHTENSTEIN	0	15	45	50	6	20	16	21
LITUANIA	36	61	64	67	43	43	37	33
LUSSEMBURGO	0	17	11	16	10	13	15	17
MACAO	13	48	49	51	18	41	44	39
MACEDONIA (FYROM)	50	66	76	82	73	58	63	51
MADAGASCAR	63	86	90	93	85	68	66	63
MALAWI	72	85	88	92	76	60	68	48
MALDIVE	63	68	78	83	68	63	65	50
MALESIA	27	39	41	43	26	41	33	45
MALI	63	79	84	88	84	61	60	49
MALTA	27	57	51	55	8	24	21	22
MAROCCO	40	61	69	71	62	56	61	60
MAURITANIA	72	86	89	93	98	72	79	64
MAURITIUS	36	47	51	55	60	35	33	31
MESSICO	36	39	41	44	45	50	50	55
MOLDAVIA	68	77	82	87	78	64	71	53
MONGOLIA	54	76	79	84	87	66	71	44
MONTENEGRO	50	72	79	82	45	56	60	39
MOZAMBICO	59	79	86	89	83	60	64	46
MYANMAR	86	94	100	100	97	88	90	78
NAMIBIA	40	51	53	57	51	50	41	32
NEPAL	77	86	91	94	65	66	74	71
NICARAGUA	68	80	85	90	93	71	77	55
NIGER	81	94	100	100	74	68	73	70

NIGERIA	59	72	73	77	85	69	74	75
NORVEGIA	0	17	17	18	6	11	11	19
NUOVA ZELANDA	4	17	18	20	6	9	14	21
OMAN	22	44	45	50	47	42	37	37
PAESI BASSI	0	6	6	7	6	11	14	24
PAKISTAN	68	80	85	89	95	69	75	91
PANAMA	40	52	50	53	42	55	59	44
PAPUA NUOVA GUINEA	59	74	78	82	66	74	76	70
PARAGUAY	59	80	77	80	71	71	77	59
PERU	36	51	53	61	46	61	69	59
POLONIA	27	43	49	52	51	43	40	33
PORTO RICO	31	53	56	61	52	39	36	34
PORTOGALLO	50	63	68	73	16	30	29	27
QATAR	9	30	33	35	26	33	34	35
REGNO UNITO	0	25	25	27	6	16	15	29
REPUBBLICA CENTRAFRICANA	86	94	100	100	91	78	86	75
ROMANIA	45	64	72	76	52	55	61	42
RUANDA	63	83	84	91	78	52	55	58
RUSSIA	36	68	65	70	56	69	71	61
SALOMONE ISOLE	63	77	82	86	90	67	74	47
SAO TOME E PRINCIPE	86	89	92	94	77	63	69	44
SEICHELLES	63	76	87	91	76	45	43	36
SENEGAL	59	72	80	87	67	52	60	50
SERBIA	50	72	76	79	76	59	66	53
SIERRA LEONE	86	94	100	100	79	78	80	54
SINGAPORE	0	14	12	15	21	7	7	27
SIRIA	68	77	83	86	96	69	71	81
SLOVACCHIA	22	43	48	51	14	41	36	31
SLOVENIA	18	43	48	50	14	34	29	27
SOMALIA	100	100	100	100	100	100	100	100
SPAGNA	22	46	51	55	6	29	28	38
SRI LANKA	59	75	81	85	93	56	62	71
ST. KITTS E NEVIS	95	95	96	98	80	35	35	30
ST. LUCIA	50	57	72	76	80	31	32	31
ST. VINCENT	59	65	77	80	80	33	33	30
STATI UNITI	4	22	22	24	4	18	17	30
SUDAFRICA	31	41	43	45	40	37	32	44
SUDAN	95	95	100	100	87	81	88	86
SURINAME	59	81	85	89	82	56	62	44
SVEZIA	0	6	6	8	6	8	11	21
SVIZZERA	0	6	6	7	4	10	10	20
SWAZILAND	63	84	90	93	80	58	55	48
TAGIKISTAN	86	91	100	100	85	73	79	64
TAIWAN	13	35	35	36	22	32	33	33
TANZANIA	63	72	78	85	70	58	62	48
TERRITORI PALESTINESI	81	87	92	96	89	74	80	78
THAILANDIA	31	52	52	55	45	54	58	65
TOGO	86	89	91	95	80	70	80	50
TRINIDAD E TOBAGO	22	54	58	63	42	52	58	45
TUNISIA	40	68	73	75	64	54	53	62
TURCHIA	50	55	56	58	62	49	46	55
TURKMENISTAN	59	81	85	90	92	81	83	56
UCRAINA	59	87	87	88	80	66	71	49
UGANDA	59	73	88	91	70	62	65	60
UNGHERIA	45	75	78	81	51	37	35	33
URUGUAY	50	71	75	78	63	34	39	32
UZBEKISTAN	63	85	94	96	85	74	77	68
VENEZUELA	59	80	84	89	95	83	83	69
VERGINI ISOLE	54	54	74	76	51	31	28	33
VIETNAM	54	78	83	85	92	68	66	51
YEMEN	72	100	100	100	83	70	80	90
ZAMBIA	59	73	77	82	54	63	72	45
ZIMBABWE	100	100	100	100	100	85	90	76

Bibliografia

Ascari R. (2010). *Political Risk Insurance: an Industry in Search of a Business?*, SACE Working Paper, n.12.

Assicurazioni Generali, Finmeccanica, IAI, Gruppo SACE (2008). *Una Nuova Matrice dei Rischi e delle Opportunità dei Paesi e delle Aree Emergenti*. A cura di: Assicurazioni Generali, Finmeccanica, IAI e SACE.

Baird I., Thomas H. (1990). *What Is Risk Anyway? Using and Measuring Risk in Strategic Management*. In: R Bettis and H Thomas, eds. *Risk Strategy and Management*. Greenwich, CT: JAI Press, 21–52.

Bouchet M.H., Clark E., Gros Lambert B. (2003). *Country Risk Assessment*, The Wiley Finance Series.

Cosset J.C., Siskos, Y. and Zopounidis, C. (1992). *Evaluating Country Risk: A Decision Support Approach*, *Global Finance Journal*, 3 (1), 79–95.

Cosset J.C., Roy J. (1991). *The Determinants of Country Risk Ratings*, *Journal of International Business Studies*, 22 (1), 135–42.

Crouhy M., Galai D. e Mark R. (2000). *A Comparative Analysis of Current Credit Risk Models*. *Journal of Banking and Finance*, 24, 59–117.

Currie D.M. (2011). *Country Analysis*, Gower Publishing Limited.

Davis R.R. (1981). *Alternative Techniques for Country Risk Evaluation*, *Business Economics*, May, 16 (3), 34–41.

Doumpos M., Kosmidou K. e Zopounidis, C. (2011). *Country Risk Evaluation: Methods and Applications*, Springer .

Ephraim C., Marois, B. (1996). *Managing Risk in International Business*, International Thomson Business Press.

Ferrari F., Rolfini R. (2008). *Investing in a Dangerous World: a New Political Risk Index*, Working Paper SACE n°6.

Feldstein, M. (2002). *Economic And Financial Crises In Emerging Market Economies: Overview Of Prevention And Management*, National Bureau of Economic Research, Working Paper No.8837.

Kern, D. (1985). *The Evaluation of Country Risk and Economic Potential*, Long Range Planning, Vol.18, No. 3.

Krugman, P. (1998). *What Happened to Asia?*, Cambridge, MA: Massachussets Institute of Technology.

Levy-Yeyati E., Sturzenegger F. (2005). *Classifying Exchange Rate Regimes: Deeds vs. Words*, European Economic Review, volume 49.

Meldrum, D.H. (2000). *Country Risk and Foreign Direct Investment*, Business Economics, Vol. 34, No.3.

Merrill J. (1982). *Country Risk Analysis*, Columbia Journal of World Business, Spring, 17 (1), 88–91.

OCSE (2010). *Trade and agriculture directorate participants to the arrangement on officially supported export credits*, TAD/PG(2010)10 (Giugno 2010).

Paciotti S., Rolfini R. (2010). *Political Risk Insurance. A Technical Approach*, SACE Working Paper N. 14.

Reinhart, C.M., Reinhart V.R. (2010). *After the Fall*, NBER Working Paper 16334, *Macroeconomic Challenges: The Decade Ahead*, Federal Reserve Bank of Kansas City 2010 Economic Policy Symposium.

Standard & Poor's (2011a). *Banking Industry Country Risk Assessment Methodology And Assumptions*, S&P website (www.standardandpoors.com) (Novembre 2011).

Standard & Poor's (2011b). *Corporate And Government Ratings That Exceed The Sovereign Rating*, website (www.standardandpoors.com) (Agosto 2011).

Standard & Poor's (2009). *Methodology: Criteria For Determining Transfer And Convertibility Assessments (T&C)*, website (www.standardandpoors.com) (Maggio 2009).

Taffler, R.J., Abassi, B. (1984). *Country Risk: A Model For Predicting Debt Servicing Problems in Developing Countries*, Journal of Royal Statistic Society, Series A (General), Vol.147, No. 4.

Terrier J.L. (2001). *Country Rating 2001-2002*, Mimeo, Paris: Credit Risk International.

Wilkin S. (2004). *Country and Political Risk*, Risk Books.

SACE Working Paper Studies

M. Riva, M. Cascianelli, *Trade Finance and Export Credit Agencies. Sviluppi recenti e prospettive future. Il nuovo ruolo delle ECA* - WORKING PAPER N. 1 (December 2005)

R. Ascari, *Is Export Credit Agency a Misnomer? The ECA Response to a Changing World* - WORKING PAPER N. 2 (February 2007)

E. Baldacci, *Beyond the "Davos Consensus": a New Approach to Global Risks* - WORKING PAPER N. 3 (March 2007)

E. Baldacci, L. Chiampo, *L'analisi del rischio paese: l'approccio di SACE* - WORKING PAPER N. 4 (May 2007)

J. M. Tiscornia, *How Many "Monies" for Mercosur?* - WORKING PAPER N. 5 (February 2008)

F. Ferrari, R. Rolfini, *Investing in a Dangerous World: a New Political Risk Index*, WORKING PAPER N. 6 (June 2008)

M. Minoretti, *Cavalcando l'onda nera. L'Asia centrale è pronta ad essere integrata nell'economia globale?*, WORKING PAPER N. 7 (July 2008)

E. Padoan, *Sostenibilità dei deficit delle partite correnti. La teoria ed il caso degli USA*, WORKING PAPER N. 8 (July 2008)

P. Barchietto, *Russia: a Political and Economic Issue*, WORKING PAPER N. 9 (March 2009)

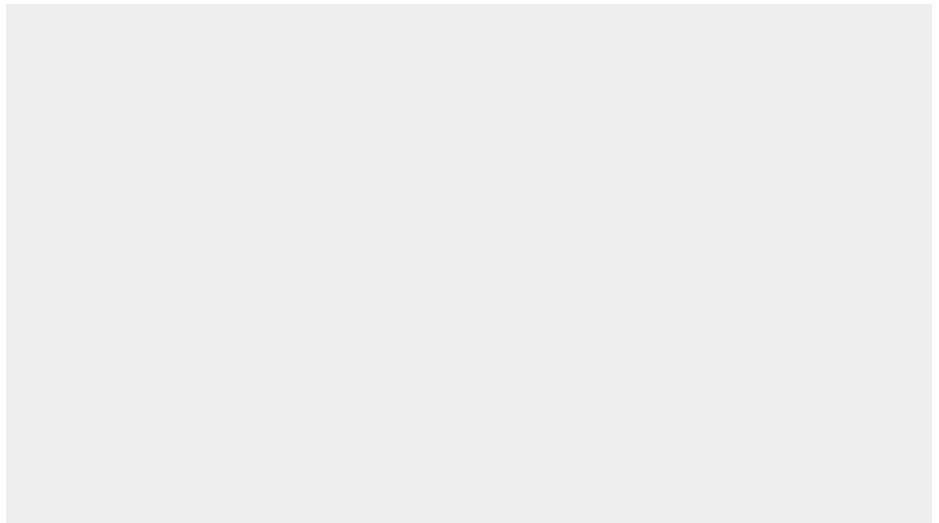
R. Ascari, A. Terzulli, *The Crisis in Four Notes*, WORKING PAPER N. 10 (October 2009)

G. Summo, A. Terzulli, *Internazionalizzazione delle imprese e crescita economica. Il ruolo di SACE*, WORKING PAPER N. 11 (February 2010)

R. Ascari, *Political Risk Insurance: an Industry in Search of a Business?*, WORKING PAPER N. 12 (March 2010)

A. Coppola, A. Terzulli, *Shipping e Settore Navale: Struttura, Performance, Outlook e Operatività SACE*, WORKING PAPER N. 13 (July 2010)

R. Rolfini, S. Paciotti, *Political Risk Insurance. A Technical Approach*, WORKING PAPER N. 14 (November 2010)



www.sace.it