

Riservato

Novembre 1979

Appunti di discussione su:

I criteri di determinazione del rischio-paese da parte  
 delle banche operanti negli euromercati (P.C. Padoan)

In quanto segue si espongono alcune riflessioni desunte dalla lettura di pubblicazioni e contributi in materia di Country -Risk. Esse vogliono semplicemente offrire spunti per cercare di identificare future linee di analisi. La materia si presenta vasta e non semplice da racchiudere in un quadro complessivo. Essa inoltre è in espansione e offre diversi possibili approcci di valutazione; anche per questo si è fatto cenno, prima di considerare gli aspetti più strettamente analitici, alle diverse linee lungo le quali è stata fino ad ora affrontata.

1) Il rischio paese ("Country Risk" CR) è definito in una recente pubblicazione sull'argomento (P.J.Nagy 1978) come:

"L'esposizione a una perdita su prestiti all'estero, generata da eventi in un particolare paese, eventi che sono, almeno entro certi limiti, sotto il controllo del governo ma sicuramente non sotto il controllo di una impresa privata o individuo".

La definizione esclude altri tipi di rischio che possono essere confusi con il CR (Sovereign Risk, Political Risk, Indigenous Risk, Currency Risk, etc.) o che possono essere considerati casi particolari. Essa dà un'idea della generalità, ma anche della vaghezza, dei problemi relativi alla questione che, così posta, richiede che ci si occupi di eventi che sono "almeno entro certi limiti sotto il controllo del governo", e-venti che sono di natura tanto economica che più strettamente politica. Si tenga inoltre presente che malgrado la definizione implichi l'interesse per un "particolare paese" il primo problema da affrontare riguarda proprio la scelta del paese su cui ricade l'onere del debito (l'esempio tradizionale è quello del debito contratto da un'impresa operante in un paese diverso da quello di origine la quale è dunque soggetta agli eventi che si verificano nel paese ospitante ma che è economicamente collegata al paese di origine).

La generalità del problema e la difficoltà che una preci-

sa sistemazione del concetto di CR presentano emergono immediatamente dopo una disamina della letteratura sull'argomento. Il materiale disponibile appare vario tanto per contenuti quanto per approcci seguiti.

2) La maggior quantità dei contributi proviene da operatori (dirigenti bancari o staff economists delle banche) direttamente interessati all'argomento. Si tratta soprattutto di discussioni relative all'andamento dei mercati finanziari e della crescente necessità di fornire gli operatori di validi criteri di valutazione del CR. Sono ancora pochi, invece i contributi che forniscono indicazioni precise su tali criteri. Del resto, come indica la nota indagine dell'Ex-Im Bank sui metodi di valutazione del CR nelle banche USA (1976) a quella data una valutazione sistematica del CR era ancora poco diffusa tra le banche interessate (37 nel campione) e comunque non assumeva un ruolo decisivo nella formazione e ancor meno nel controllo della strategia delle banche stesse.

Ciò non significa che i metodi di valutazione del CR non si sono sviluppati notevolmente negli ultimi anni. La citata indagine distingue infatti 4 diversi approcci possibili di tipo qualitativo e/o quantitativo. ("Fully qualitative" che richiede indagini ad hoc per ciascun paese, "structured qualitative" che richiede indagini standard per ogni paese, "checklist", "other quantitative"). La metodologia quantitativa appare però nella maggioranza dei casi ancora approssimativa e viziata da un notevole grado di soggettività nelle valutazioni. Metodi di stima e previsione econometrica sono ancora lontani dall'essere diffusi sia per il costo necessario per metterli in opera sia soprattutto per i dubbi - fondati - che indicazioni sul CR basate su tali metodi siano esenti da lacune e dalla possibilità di errore, sia infine per la già ricordata natura qualitativa ed extra economica di molti aspetti del CR.

Ad una prima valutazione delle testimonianze provenienti dal lato degli operatori bancari si ricava l'impressione ad un tempo di una crescente esigenza di disporre di metodi affidabili e di una non ancora superata diffidenza nei confronti delle metodologie disponibili.

3) Lavori in materia sono apparsi anche ad opera di funzionari di banche centrali di paesi coinvolti in operazioni di prestito sui mercati internazionali. Si tratta di contributi interessanti in quanto mostrano "l'altra faccia della medaglia" rispetto alle valutazioni effettuate dalle banche.

La preoccupazione principale è quella di individuare il

trade-off ottimo tra il massimo accesso ai prestiti, e quindi alla esposizione del "minimo" livello di CR, e la massima libertà nel perseguire i propri obiettivi di politica economica, i cui livelli desiderati possono essere in contrasto con quelli richiesti per una favorevole valutazione del CR. Di qui l'esigenza di intervenire nel dibattito sulla valutazione del CR allo scopo di suggerire criteri diversi da quelli utilizzati dalle banche prestatrici o mostrare, come spesso accade, che diverse valutazioni di CR possono derivare, per il medesimo paese nel medesimo periodo, a seconda degli indicatori utilizzati (segno ulteriore dell'insufficiente consolidamento della materia).

Con l'accesso ai mercati finanziari internazionali le autorità di politica economica acquisiscono uno strumento addizionale che permette di migliorare il valore della propria funzione obiettivo, ma impongono alla economia vincoli di natura e dimensione nuove. E' possibile quindi che anche da questi operatori possano provenire, in futuro, stimolanti indicazioni sull'argomento.

Un contributo, apparentemente indiretto, ma in pratica assai rilevante, nella valutazione del CR viene poi da parte delle organizzazioni internazionali quali la Banca Mondiale, e soprattutto il FMI. E' ben noto il ruolo ricoperto nella valutazione della "creditworthiness" di un paese dalle indicazioni di politica economica da parte del FMI e soprattutto dalla effettiva messa in pratica delle stesse da parte dei governi interessati. (In questo caso sarebbe però più corretto parlare di "sovereign risk"). La attuale insufficienza dei sistemi analitici disponibili presso le banche private fa assumere un ruolo importante alle valutazioni espresse dal FMI, che spesso finiscono per fornire il quadro macroeconomico di riferimento e quindi influisce, più o meno direttamente e più o meno volontariamente sui criteri di valutazione del CR. (Ciò naturalmente può implicare che il quadro interpretativo dominante presso i responsabili del fondo - attualmente l'approccio monetario - finisca per essere quello rilevante per la valutazione del CR).

4) Sono già numerosi, infine, i contributi forniti da studiosi le cui analisi hanno un obiettivo-immediato-di tipo scientifico. Un primo tipo di lavori riguarda le indagini statistiche ed econometriche (dalla "discriminant analysis" alle stime di modelli simultanei) sulla efficacia dei criteri generalmente seguiti per la valutazione del CR. Allo stato attuale il dibattito si è incentrato sulla discussione dei vari indicatori (di solito rapporti tra grandezze macroeconomiche e/o fi-

nanziarie) dal punto di vista del significato economico e da quello del contenuto statistico. La critica, da parte degli operatori interessati (le banche in primo luogo), che spesso viene avanzata a tali contributi (e che è, in ultima analisi la critica alla possibilità stessa di formulare previsioni in economia) è che essi tentano di fornire indicazioni sul futuro guardando al passato e che inoltre, nel fare ciò, si basano su documentazione statistica non sufficientemente aggiornata né, spesso, attendibile (denuncia quest'ultima che ricorre ormai di frequente nelle discussioni in materia). Un secondo tipo di lavori si incentra sugli aspetti teorici della questione e riguarda il tentativo di fornire <sup>una</sup> descrizione la più possibile rigorosa e completa, del modo di funzionare di un'economia che si approvvigiona sui mercati finanziari internazionali per migliorare i propri obiettivi di politica economica. Tali analisi sembrano utili e promettenti per svariati motivi. In primo luogo esse inseriscono il problema del CR in una visione di interdipendenza generale fornendo quel quadro di riferimento spesso assente nelle analisi effettuate dagli operatori bancari. Così facendo esse permettono di evidenziare la reciproca influenza tra le variabili in base alle quali il CR è valutato (ad es. il tasso di crescita del PIL) e lo accesso ai crediti mostrando come <sup>la</sup> concessione di crediti influenzi essa stessa il grado di CR. In secondo luogo esse permettono di individuare (ma in questo campo il lavoro è ancora in gran parte da fare) vizi logici esistenti negli attuali sistemi di valutazione. In terzo luogo esse possono fornire indicazioni alle autorità di politica economica sulle scelte da seguire in tema di "indebitamento ottimo" sui mercati esteri. E' presumibile che tali lavori potrebbero avere utilmente integrati con modelli di comportamento dei mercati internazionali del credito su cui esiste copiosa letteratura, per permettere una analisi del CR tanto dal lato della domanda che da quello dell'offerta. Ciò permetterebbe di esplicitare una questione centrale e cioè come il CR sia un concetto non solo mutevole nel tempo e in base alle prospettive di valutazione, ma come esso sia modificabile del comportamento tanto della domanda che dell'offerta (che sono, a loro volta, funzione del CR).

5) Negli ultimi anni il dibattito si è sviluppato con reciproca influenza tra gli approcci (operativi e analitici), fino a far intravedere un "corpus", peraltro ancora in formazione, che sta assumendo una certa omogeneità. Il dibattito sembra aver subito un rallentamento negli ultimi tempi (gli ultimi 18-24 mesi) probabilmente a causa della temporanea situazione di "tranquillità" sui mercati finanziari internazionali. Si può ritenere che il sorgere dei nuovi problemi e l'acuirsi di quelli antichi renderà di nuovo vivace la discussione.

Nei punti che seguono si cercherà di evidenziare, con la necessaria schematicità, il "processo logico" che la determinazione del CR deve seguire, così come appare dalla analisi dei contributi disponibili.

6) Il primo passo da compiere per valutare la rischiosità di un paese è di "collocarlo" nel contesto internazionale, e ciò in un duplice senso. In primo luogo è necessario classificare l'economia in esame entro una particolare tipologia (paesi industrializzati maturi, in via di industrializzazione veloce, esportatori di petrolio, esportatori di materie prime monoculturali, arretrati e così via). La capacità di un paese di acquisire sull'estero i mezzi per il rimborso dei debiti - e quindi in ultima analisi di esportare - è evidentemente diversa, a parità di condizioni generali dell'economia internazionale, al variare delle sue strutture produttive; o, se si preferisce, economie delle strutture economiche diverse reagiscono differientemente di fronte ai medesimi eventi che possono aver luogo nell'economia internazionale. Ne segue che un medesimo andamento di dati indicatori statistici può assumere significati diversi per i diversi tipi di paesi.

Il raggruppamento dei paesi in gruppi affini permette di **tenere conto** della "omogeneità" del rischio rispetto all'andamento dell'economia mondiale". E' possibile che le esportazioni di un paese monoculturale siano assai più sensibili all'andamento della domanda di un paese esportatore di manufatti ad una recessione internazionale; ne segue che la variabilità del rischio è notevolmente superiore nel primo caso che nel secondo. La necessità di considerare gruppi omogenei di paesi (e relativi rischi) è inoltre suggerita dalla eventualità non remota che difficoltà di ripagamento dei debiti insorgenti in un paese ne coinvolgano altri che si trovano in situazioni analoghe (effetto Domino).

In secondo luogo una volta classificati i paesi negli opportuni sottogruppi è utile stabilire una graduatoria, la più precisa possibile, tra i paesi appartenenti al medesimo gruppo. Il rischio è un concetto relativo, non assoluto, perciò è necessario comparare rischi tra loro "omogenei" cioè qualitativamente affini. L'attività di prestito delle banche riguarda, per ovvie ragioni di diversificazione dei portafogli, contemporaneamente più paesi, che devono perciò essere valutati relativamente l'uno all'altro. Di un dato paese infatti una banca è interessata a conoscere sia la "**creditworthiness**" (sarà quel paese in grado di ripagare il debito e sarà disposto a farlo?) che la "**priority**" (quale è il peso relativo di quel paese nel mercato).

Una classificazione per gruppi può permettere di adottare diversi criteri di valutazione del rischio per ogni tipo di economia (ad es. le componenti politico-sociali assumono rilevanza maggiore per i paesi arretrati che per quelli industrializzati e così via).

Una terza questione è collegata alla natura di chi effettua la valutazione, cioè la banca. Nel caso, assai frequente, dei syndacated loans la valutazione del CR è affidata in genere alle banche leaders, ma i criteri seguiti da queste ultime possono non essere adatti per banche minori la cui dimensione può non essere in grado di tollerare rischi altrimenti valutati dalle banche leaders. In altri casi invece la maggiore aggressività delle banche minori, dettata dalla necessità di conquistare quote di mercato, può indurre quest ultime a sottovalutare il rischio rispetto a quelle maggiori.

7) Il secondo passo da compiere, una volta individuata la collocazione internazionale del paese, è quello di identificare alcune caratteristiche chiave dell'economia. Solo dopo aver chiarito quali siano tali caratteristiche sarà possibile individuare gli indicatori qualitativi e quantitativi più opportuni per descriverle. In quanto segue ci si occuperà unicamente delle caratteristiche economiche del paese tralasciando gli aspetti politici e sociali.

a) L'andamento del processo di accumulazione. Un'economia con elevata accumulazione e con elevato rapporto investimenti/consumi è in grado di migliorare la propria produttività e dunque le proprie capacità di esportare. Tale economia sarà propensa a prendere a prestito per scopi di investimento piuttosto che per scopi di consumo, ne segue che in qualche modo il prestito eventuale finirà per autofinanziarsi. Il contrario accadrà nel caso di un'economia con basse produttività ed elevato consumo. (E' però possibile che nel caso dei cosiddetti boom loans le disponibilità di crediti per investimenti provochi situazioni di euforia generalizzata che potrebbero condurre a crisi finanziarie. Ciò chiama in causa gli aspetti di stabilità finanziaria e di controllo del sistema del credito in opera nel paese e si richiama all'approccio di valutazione del CR basato soprattutto sul cash-flow). Nella valutazione delle capacità di accumulazione sono ritenuti rilevanti aspetti qualitativi relativi al grado di competenza degli imprenditori alla qualificazione della mano d'opera e così via.

b) La struttura delle bilancie dei pagamenti. Tale questione è in realtà già in parte affrontata nella fase di classificazione del paese in una data tipologia. Diverse infatti saranno le strutture degli scambi con l'estero - ad esempio - di paesi industrializzati e di paesi esportatori di petrolio. A parità di strutture il confronto tra due paesi si dovrà incentrare su variabili quali le capacità di risposte della produzione interna alla domanda mondiale, la comprimibilità delle importazioni, l'andamento del conto capitale e così via.

La rilevanza di questi aspetti è ovvia. Un paese sarà valutato più favorevolmente maggiore sarà la sua capacità di esportare e di mantenere stabile la propria quota di esportazioni, di rinunciare a importazioni in caso di necessità. (In questo senso un'economia ad elevato consumo può essere più avvantaggiata di una ad elevata accumulazione ove le importazioni sono necessarie per alimentare gli investimenti. In altri casi invece il consumo ancorchè ele-

vato può essere incomprimibile in quanto consumo di sussistenza. Il concetto di "comprimibilità delle importazioni" è comunque assai discusso). Un'economia con un elevato influsso di capitali esteri potrà essere valutata positivamente in un primo momento ma sfavorevolmente in un secondo qualora si venga a creare un elevato deflusso di profitti non reinvestiti. Ragionamento di segno opposto può condursi qualora si verificassero flussi di capitali in uscita. (Ma ciò potrebbe indicare una scarsa propensione all'investimento interno e quindi un peggioramento del CR).

- c) La situazione di liquidità dell'economia. Questo aspetto è certamente uno dei più complessi a valutarsi in quanto non è indipendente dai rapporti già stabiliti del paese con il mercato del credito. E' inoltre l'aspetto su cui sono più difficili le valutazioni statistiche (a causa della scarsa disponibilità e qualità dei dati) e su cui pesano tuttora dubbi concettuali (la ancora controversa questione della esatta valutazione della "country exposure"). Esso riguarda la disponibilità di mezzi di pagamento di un paese, al netto degli impegni di rimborso in atto, che influisce inversamente sul grado di rischio di un paese. Tale disponibilità può essere reale (aumento delle riserve dovuto ad un miglioramento della bilancia dei pagamenti) o fittizia (prestiti a breve effettuati allo scopo di migliorare le disponibilità liquide e quindi la valutazione del proprio CR ma che costituiscono, a medio un peggioramento anziché un miglioramento della posizione debitoria). E' evidente il legame di questo aspetto con quello della struttura della bilancia dei pagamenti e con quello della funzionalità dei mercati finanziari locali, anche se riguarda a differenza di questi ultimi i rischi a più breve termine. Implicito in ciò è il concetto di liquidità come "buffer" rispetto ad andamenti ciclici delle capacità di servizio del debito.
- d) La propensione all'inflazione. E' opinione comune che l'inflazione degli anni '70 abbia, almeno in un primo tempo, favorito i debitori sui mercati internazionali, comportando reazioni da parte dei creditori nei termini di concessione dei prestiti. Ciò che interessa nella valutazione del singolo paese è però la sua posizione relativa nei confronti degli aumenti di prezzo. Esso può esserne avvantaggiato se ciò comporta un miglioramento delle regioni di scambio (soprattutto nel caso di paesi esportatori di materie prime),

ma può trarne svantaggio se ciò scoraggia l'impiego di capitali nazionali ed esteri in attività produttive al suo interno peggiorando nel breve e nel medio periodo la bilancia dei pagamenti. La propensione all'inflazione deve dunque essere considerata congiuntamente agli aspetti considerati ai punti precedenti.

- e) La capacità di governo dell'economia. Si tratta tanto delle politiche di stabilizzazione a breve termine che di quelle di programmazione a medio e lungo termine. (E' ovvio che per quel che riguarda questo aspetto la divisione dei sistemi economici in diversi gruppi è della massima importanza dovendo tener conto di paesi ad economia pianificata e ad economia di mercato).

Una politica di stabilizzazione in grado di controllare il maggior numero di obiettivi e, soprattutto, con la dovuta tempestività, migliora sensibilmente la creditworthiness. Anche in questo caso è della massima importanza il governo della bilancia dei pagamenti, collegato naturalmente alla struttura della medesima (punto b) alla struttura del processo di accumulazione (punto a) alla propensione all'inflazione (punto d) e da cui dipende la situazione di liquidità (punto c).

Il giudizio sulle capacità di controllo complessivo dell'economia coinvolge l'intera struttura della pubblica amministrazione, del sistema finanziario e della loro capacità operativa e sconfinava nella valutazione della situazione politica del paese e negli indirizzi generali di azione del governo. Questo secondo aspetto richiede andare al di là della mera osservazione delle fonti statistiche per analizzare nel merito i programmi di sviluppo in atto nel paese. L'importanza assegnata a questi ultimi nella valutazione del CR dipende dall'orizzonte temporale rilevante per il prestatore.

- 8) Come già accennato le risposte relative ai punti a) - e) del punto 7 sono generalmente ricercate tramite le analisi di una serie, spesso assai lunga, di indicatori statistici, la cui composizione e dimensione varia nei diversi casi (si può sostenere che praticamente ogni analista di CR ha a disposizione la propria serie di indicatori). La significatività statistica degli indicatori nel fornire segnali nel grado di CR è stata oggetto di verifiche empiriche ed econometriche; rimane il dato sorprendente, riportato dall'indagine EX-IM Bank, della scarsissima verifica che viene effettuata da parte delle banche della bontà delle rispettive previsioni sul CR (in definitiva sulla capacità di prevedere la possibilità di un default). Viene così a mancare il sia

pur minimo feedback tra previsione della realtà ed effettivo sviluppo di quest'ultima.

Esistono numerose discussioni e rassegne sugli indicatori (il cui significato può spesso apparire ambiguo) utilizzati e sulla loro efficacia previsiva. L'impressione che se ne ricava è che sia necessario, sulla strada delle analisi quantitative, di un salto di qualità, in particolare in due direzioni. Come già è emerso ai punti precedenti la valutazione del CR, per quel che riguarda i suoi aspetti più strettamente economici, non riguarda tanto particolari aspetti di un sistema economico per quanto decisivi (come la bilancia dei pagamenti ad esempio) quanto il suo funzionamento complessivo (e su cui il rapporto con il mercato internazionale del credito può pesare in misura preponderante).

E' auspicabile allora pensare che metodi di valutazione del CR possano basarsi su un quadro interpretativo unico che possa tener conto della mutua interdipendenza delle variabili. In secondo luogo l'uso di metodi quantitativi che necessariamente si basano sull'analisi del passato non fornisce di per sé risposte esaurienti alla questione della formazione delle aspettative sul comportamento futuro dell'economia in cui inoltre fattori qualitativi (la situazione politico-sociale del paese in questione) e soggettivi (il metodo con cui le aspettative sono formulate) pesano considerevolmente.

Per questa ragione si può ritenere che anche in futuro metodi di valutazione del CR sia pur sofisticati dovranno continuare ad associare analisi quantitative con valutazioni qualitative suffragate dall'esperienza che gli operatori si formeranno nei paesi in esame.

9) La successiva, e ultima, fase di analisi del CR è la più delicata. L'operatore deve ora utilizzare i risultati generali di valutazione del CR (qualunque sia stato il metodo utilizzato) per fissare limiti massimi di esposizione nei paesi considerati. Non è più sufficiente disporre di una graduatoria di CR ma occorre adottare il rischio generale del paese al particolare tipo di prestito o di prestiti in discussione.

In tale fase è inoltre necessario per l'operatore formarsi delle opinioni sul grado di stabilità nel tempo del CR, che non si possono inferire dal mero andamento dinamico delle variabili quantitative, ma che devono basarsi su valutazioni della situazione politico-sociale da un lato e sull'andamento della situazione economica internazionale generale ai cui avvenimenti diverse economie possono reagire, come già detto, con differente intensità.

Si tenga poi presente che l'esito che un'operazione di prestito può avere non si limita alle due possibilità estreme (rimborso alle condizioni prestabilite inizialmente, bancarotta) ma gli eventi che come dice l'esperienza, più probabilmente si verificheranno, si col-

locano tra i due estremi (rescheduling, renegotiation, etc.). Ciò che un sistema "ottimale" di valutazione del rischio dovrebbe essere in grado di indicare è appunto l'intensità del rischio associato a ciascuna operazione, e di conseguenza il particolare destino che ciascuna operazione si può attendere. Per questa ultima fase, che esula dal mero problema del CR, è possibile trovare tanti metodi di fissazione dell'esposizione quanti sono gli operatori (o almeno gli operatori leaders). Tale diversità è anche, probabilmente, il frutto della insufficiente circolazione delle informazioni sul mercato rispetto alle metodologie seguite. Le informazioni attualmente disponibili indicano che il grado di omogeneità dei criteri di valutazione da parte delle banche è ancora assai scarso. Sarebbe opportuno indagare se questa situazione è mutata negli ultimi tempi. Un maggior grado di omogeneità nelle analisi delle informazioni disponibili e dunque della valutazione del CR non implica però necessariamente una maggiore accuratezza ma può suggerire che la metodologia adottata è biased in una particolare direzione. Ciò richiama l'attenzione nuovamente sul modo in cui nel mercato del credito si formano (e si autoalimentano) le aspettative sulla solvibilità dei debitori e pone il problema del rapporto più generale tra criteri di valutazione del CR e funzionamento del mercato stesso sia dal lato dei creditori che di quello dei debitori. In particolare poca attenzione è stata dedicata al fatto che come la valutazione del CR da parte delle banche ne determina, almeno in parte, le decisioni sui limiti di concessione di prestito questi ultimi alterano il livello di CR che un paese può "mostrare" sul mercato. Ne segue che il livello di CR non è un dato esogeno rispetto al comportamento della domanda e dell'offerta di crediti ma ne è da questi in parte determinato, con un feed back negli stessi. E' facile dimostrare che in questo caso il livello del CR "finale" può essere assai distante dall'iniziale livello misurato dagli operatori ponendo così seri dubbi sulla validità complessiva dei metodi seguiti.

iai ISTITUTO AFFARI  
INTERNAZIONALI - ROMA

n° Inv. 10377

16 MAG. 1991

BIBLIOTECA