

# **Il rischio paese nelle scelte di internazionalizzazione delle imprese italiane.**

*di Beniamino Quintieri<sup>1</sup> e Silvia Sopranzetti<sup>2</sup>*

*Novembre 2017*

## **1- INTRODUZIONE**

Nell'ultimo mezzo secolo l'economia mondiale è stata caratterizzata da una crescente integrazione commerciale e da un accelerato sviluppo degli investimenti esteri. Tuttavia, negli ultimi anni diversi fattori hanno contribuito, sia pure in un contesto di crescita del commercio mondiale, ad accrescere il livello complessivo di incertezza, rendendo più rischiose le attività intraprese dalle imprese sui mercati esteri.

L'instabilità di un paese, comunque definita, aumentando il grado di incertezza rappresenta un fattore in grado di ridurre sensibilmente le attività internazionali delle imprese. Operare nei mercati dei paesi considerati ad alto rischio infatti, può comportare per le aziende uno spreco di risorse sia monetarie che non, per le difficoltà nell'esigere l'adempimento dei contratti stipulati. In particolare, un elevato livello di rischio ed un'elevata incertezza circa il rispetto dei diritti di proprietà, può

---

<sup>1</sup> Università di Roma "Tor Vergata" e SACE

<sup>2</sup> Università di Roma "Tor Vergata" e Fondazione Manlio Masi

incidere in maniera rilevante sulle decisioni di partecipazione alle catene globali del valore (GVC) e sulle decisioni di investire all'estero (FDI). Le GVC sono caratterizzate, infatti, da rapporti contrattuali sempre più stretti tra le imprese volti a regolare sia i tempi di consegna che le caratteristiche dei prodotti.<sup>3</sup> Alle diverse fasi delle catene del valore, infatti, corrispondono diverse relazioni commerciali tra imprese e le perdite derivanti da un non adempimento del contratto possono variare fortemente, rendendo così cruciale la valutazione ex-ante del rischio paese nella scelta dei mercati. Allo stesso tempo, la lunghezza dell'orizzonte temporale e gli elevati costi di un eventuale uscita dal mercato, fattori che caratterizzano le attività di investimento diretto all'estero, fanno sì che una accurata valutazione dei rischi associati con il paese oggetto di investimento costituisca un elemento fondamentale nelle scelte imprenditoriali in tema di FDI.

A questo fine di particolare utilità per imprese ed operatori finanziari sono gli indicatori di rischio che forniscono valutazioni circa le criticità di carattere socio-politico, nonché sulle carenze macro e microeconomiche dei singoli paesi, contribuendo a ridurre in tal modo l'incertezza degli attori che operano, o intendono operare, sui mercati esteri<sup>4</sup>.

Alla luce della crescente importanza che le GVC e gli IDE stanno acquisendo nei processi di globalizzazione, diventa perciò importante analizzare, in un mondo caratterizzato da sempre maggiore incertezza, in quale misura la rischiosità associata ad ogni singolo paese incida sulle decisioni delle imprese di investire all'estero o di essere coinvolti in attività di offshoring e/o outsourcing. In particolare in questo lavoro analizziamo, relativamente al caso italiano, la rilevanza delle varie componenti del rischio paese su diverse tipologie di export e sugli investimenti esteri italiani nei vari paesi.

Il lavoro è organizzato nel modo seguente: nel par. 2) effettuiamo una breve rassegna di principali contributi che prendono in esame la relazione tra rischio paese e commercio internazionale; nel par. 3) presentiamo il modello teorico poi utilizzato nelle stime; nel par. 4) si descrivono i dati utilizzati e

---

<sup>3</sup> Accetturo et al. 2015 ad esempio evidenziano come, la presenza di un sistema giuridico efficiente, scoraggiando i comportamenti scorretti da parte delle imprese, aumenti la partecipazione alle GVC.

<sup>4</sup> Secondo la definizione di Meldrum (2000) possiamo considerare il rischio paese come "l'insieme dei rischi che non si sostengono se si effettuano delle transazioni nel mercato domestico, ma che emergono nel momento in cui si effettua un investimento in un paese estero. Tali rischi sono maggiormente imputabili alle differenze di tipo politico, economico e sociale esistenti tra il paese d'origine dell'investitore ed il paese in cui viene effettuato l'investimento".

le diverse misure di rischio paese; nel par. 5) si discutono i risultati ottenuti dall'analisi econometrica; il par. 6) riporta le principali conclusioni del lavoro.

## **2- ANALISI DELLA LETTERATURA**

A livello empirico la relazione tra rischio paese e commercio è stata oggetto di numerosi lavori. Questi lavori sono prevalentemente concentrati sulla componente politica del rischio paese trascurando altre potenzialmente importanti tipologie di rischio.

Una delle poche eccezioni è costituita dal lavoro di Moser et al. (2008) i quali, nel valutare l'impatto dell'attività di sostegno all'export tedesco da parte di Euler Hermes, considerano esplicitamente la rilevanza del rischio dei paesi potenziali partner sull'export tedesco nell'influenzare i programmi di sostegno da parte della ECA tedesca. Sulla base di un modello di gravity per le esportazioni tedesche tra il 1992 ed il 2003, ed utilizzando come variabile per il rischio paese i dati dell'ICRG (International Country Risk Guide), gli Autori individuano una significativa evidenza empirica che mostra come le esportazioni tedesche tendono a ridursi in quei paesi in cui si registrano degli aumenti della rischiosità.

A risultati simili giungono Janda et al. (2013) relativamente all'incidenza dei programmi di credito all'export della Repubblica Ceca. In questo studio gli autori utilizzano come proxy del rischio paese l'indice Euromoney, indice basato però esclusivamente sul rischio politico che non considera altre variabili che potrebbero influenzare la rischiosità complessiva di un paese.

Numerosi studi hanno invece preso in esame la relazione tra FDI in entrata ed incertezza nei mercati di riferimento, mostrando in generale una relazione tendenzialmente negativa tra gli investimenti in un paese e varie misure di rischio. Mentre i primi studi si sono concentrati prevalentemente sugli aspetti macroeconomici prendendo in considerazione particolarmente variabili come la variazione del tasso di cambio o dell'inflazione (Serven e Solimano 1993, Darby et al. 1999, Aizenman and Marion 1995), analisi successive hanno messo invece l'accento sulla relazione tra il rischio politico e i flussi di IDE in entrata. Gastanaga et al. (1998) considerando un campione di 22 paesi in via di sviluppo trovano che un minor livello di corruzione ed una minor probabilità di nazionalizzazioni sono associati con un aumento dei flussi di investimento in entrata. Kolstad e Tondel (2002) individuano una relazione negativa tra FDI e tensioni etniche e conflitti interni, mentre Ali et al.

(2010) evidenziano come una buona qualità delle istituzioni ed in particolare la sicurezza dei diritti di proprietà privata siano, al di fuori del PIL, le variabili con i maggiori effetti sui flussi di FDI. Hayakawa et al. (2012) utilizzando i flussi di FDI in entrata per 89 paesi tra il 1985 ed il 2007 trovano evidenza del ruolo del rischio politico ma nessuna evidenza del ruolo del rischio finanziario.

Walch e Worz (2012) analizzano le principali variabili che influenzano i flussi di investimenti diretti esteri dei dieci principali investitori europei verso l'Europa Centrale e dell'Est dal 1995 al 2011 con un focus particolare sugli effetti del rating del rischio paese. Sulla base di un indicatore di rischio paese ottenuto assemblando diverse variabili gli autori individuano un impatto non lineare del rischio paese sugli IDE, con una variazione del rischio che risulta più rilevante per i paesi nei livelli intermedi del campione rispetto ai paesi a maggiore o minor rischio.

### **3- IL MODELLO**

Il modello gravitazione teorizzato per la prima volta da Tinbergen nel 1962 ha assunto negli ultimi decenni un'importanza crescente nello studio degli scambi internazionali divenendo uno degli strumenti più utilizzati per l'analisi dei flussi internazionali. Originariamente concepito come un modello prettamente empirico ha, grazie al contributo di Anderson (1979) e Bergstrand (1985,1990) acquisito una teorizzazione economica sempre più accurata giungendo ad essere considerato come il "warhorse" per gli studi di economia internazionale.

Il modello gravitazionale standard (Anderson e Van Wincoop, 2003) viene derivato partendo dalla funzione di spesa del consumatore utilizzando un vincolo di reddito derivante da un approccio equilibrio generale. All'interno di questo modello, in cui i flussi di commercio tra due paesi dipendono dalla loro massa relativa e dalla distanza tra gli stessi, possono essere inserite tutte quelle variabili in grado di influenzare il flusso di beni e servizi tra i paesi. Ai fini del presente lavoro, che intende analizzare in quale misura la rischiosità associata a ciascun paese può influenzare le decisioni di investimento e le attività connesse alle catene globali del valore, introduciamo nel modello standard alcuni indicatori di rischio paese le cui caratteristiche verranno discusse nel paragrafo 4.

Supponiamo che esistano  $n$  paesi importatori, in ogni paese  $j$  la domanda di un singolo bene prodotto nel paese  $i$  sarà decrescente rispetto al prezzo  $p_{ij}$ , pesato rispetto all'indice dei prezzi al  $P_j$ , e crescente rispetto alla dimensione economica del paese  $Y_j$ . Le importazioni verso il paese  $j$ , dato  $\sigma > 1$  che rappresenta l'elasticità di sostituzione, saranno quindi determinate da:

$$x_{ij} = (p_{ij}/P_j)^{1-\sigma} Y_j \quad (1)$$

Con  $P_j$  definito come  $P_j = (\sum_{k=1}^n N_k (p_{kj})^{1-\sigma})^{1/1-\sigma}$

Nel nostro modello, il commercio ha luogo in un mondo in cui sono presenti numerosi fattori di rischio e, pertanto, gli esportatori, fronteggeranno una certa probabilità esogena di non ricevere alcun pagamento  $\lambda_j$ . Definendo  $R(q_{ij})$  come i ricavi ottenuti esportando la quantità  $q_{ij}$  per l'azienda rappresentativa il profitto atteso di sarà perciò pari a:

$$E(\pi_j) = (1 - \lambda_j)R(q_{ij}) - c_{ij}\tau_{ij}q_{ij} \quad (2)$$

dove  $\tau_{ij} > 1$  rappresenta i costi di trasporto e le barriere al commercio che si aggiungono ai costi marginali di produzione  $c_{ij}$ .

Definendo  $\eta$  come l'elasticità della domanda rispetto alle diverse tipologie nazionali di beni, il prezzo che massimizzerà il profitto nel paese  $j$  sarà:

$$p_{ij} = \frac{c_{ij}\tau_{ij}}{(1 - 1/\eta)(1 - \lambda_j)} \quad (3)$$

Tale prezzo sarà crescente rispetto a  $\tau_{ij}$  e  $\lambda_j$ , rispettivamente i costi di trasporto e la misura di rischio del paese.

Per ottenere la nostra equazione finale relativa alle esportazioni totali  $X_{ij}$  sommiamo innanzitutto la domanda di esportazioni  $x_{ij}$  per il numero di imprese  $n_i$  del paese  $i$ :

$$X_{ij} = n_i (p_i \tau_{ij})^{1-\sigma} \frac{Y_j}{P_j^{1-\sigma}} \quad (4)$$

Al fine di eliminare il numero delle varietà di beni prodotti per ogni paese ed i prezzi interni, nell'equazione (4) inseriamo il prezzo  $p_{ij}$  che massimizza il profitto dei produttori e, sommando il valore dell'export  $X_{ij}$  per tutti i mercati esteri in cui il paese esporta alle vendite nel mercato interno,

otteniamo l'equazione aggregata di reddito del paese  $Y_i$ . Definiamo a questo punto il mercato potenziale del paese  $i$  come  $\Omega_0 = \sum_j \tau_{ij}^{1-\sigma} Y_i / P_j^{1-\sigma}$ , risolvendo l'identità tra consumo e reddito nazionale rispetto a  $n_i$  ed inserendo il risultato nell'equazione dell'export totale del paese otterremo:

$$X_{ij} = \frac{Y_i Y_j}{\Omega_j P_j^{1-\sigma}} \left( \frac{1 - \lambda_j}{\tau_{ij}} \right)^{\sigma-1} \quad (5)$$

Osservando questa relazione possiamo notare come il commercio totale tra due paesi  $i$  e  $j$  dipenda positivamente dal prodotto dei redditi nazionali dei due paesi e negativamente dai costi di trasporto e le barriere al commercio rappresentate da  $\tau_{ij}$ . Inoltre modesti valori di rischio  $\lambda_j$  corrispondenti a paesi stabili economicamente e politicamente tendono ad aumentare l'export tra due paesi.

Log-linearizzando la precedente equazione possiamo ottenere l'equazione ridotta che utilizziamo per le stime:

$$\ln(X_{ijt}) = \alpha_0 + \alpha_1 risk_{jt} + \alpha_2 \ln GDP_{jt} + \alpha_3 \ln dist_{ij} + \alpha_4 \ln open_{jt} + Dummy_{ij} + \mu_i + \mu_t + \varepsilon_{it} \quad (6)$$

dove:

la nostra variabile dipendente  $X_{ijt}$  rappresenta le esportazioni verso il paese  $i$  nell'anno  $t$ . A turno, nelle stime, tale variabile rappresenterà il totale delle esportazioni distinguendo successivamente in beni intermedi, beni finali e beni capitali.

$GDP_{jt}$  viene usato come proxy per la dimensione del mercato di destinazione con un segno atteso  $\alpha_2$  positivo nell'ipotesi che tanto più grande è il mercato di destinazione tanto maggiore sarà la sua domanda di importazioni. La variabile  $dist_{ij}$  rappresenta la distanza tra l'Italia e il paese  $i$ , pesata utilizzando la distribuzione geografica della popolazione all'interno di ogni paese. Questa variabile è usata come proxy dei costi di trasporto e di informazione e pertanto, ci aspettiamo un coefficiente negativo  $\alpha_3$ .  $open_{jt}$  considera il livello di apertura di un paese ai flussi commerciali internazionali ed è calcolato come la somma delle esportazioni e delle importazioni rispetto al PIL del paese. Utilizziamo questo indice come proxy per la performance delle politiche commerciali che caratterizzano il paese (barriere al commercio, regime del tasso di cambio, ecc.) e pertanto, ci aspettiamo un coefficiente positivo per questa variabile. La variabile  $risk_{jt}$  è il valore del livello di

rischio per il paese  $j$  nell'anno  $t$  il cui valore varia tra 0 (rischio minimo) e 100 (rischio massimo). Nella nostra analisi, al fine di valutare come le varie componenti del rischio influenzino le varie tipologie di export, valuteremo, volta per volta, diverse misure di rischio. Poiché il rischio paese aumenta con l'aumentare della variabile, ci aspettiamo un valore del coefficiente  $\alpha_1$  negativo.  $Dummy_i$  infine rappresenta un set di dummies regionali.

Per stimare l'equazione (6) usiamo due diverse tecniche di stima al fine di migliorare la precisione e la significatività dei nostri stimatori. Utilizziamo innanzitutto un metodo di stima di tipo panel (Wooldridge 2000) che ci permette di risolvere un potenziale problema di endogeneità presente nei nostri dati, dal momento che l'errore  $\epsilon_j$  potrebbe includere al suo interno delle barriere al commercio di tipo non tariffario e quindi non incluse nella nostra specificazione, che loro volta potrebbero alterare il valore e la significatività dei nostri coefficienti. In particolare, considerando i risultati dell'Hausman test, utilizziamo lo stimatore dei random effects invece di quello dei fixed effects.

Infine, utilizziamo uno stimatore dinamico, allo scopo di considerare in maniera più adeguata la dinamica di lungo periodo dei flussi di commercio. L'ipotesi di base dietro la scelta di questo stimatore è che il flusso di esportazioni tra due paesi all'anno  $t - 1$  eserciti un effetto significativo sulle esportazioni nell'anno  $t$ . Pertanto, non considerare i valori passati dell'export all'interno della nostra equazione porterebbe alla stima di coefficienti non consistenti. Lo stimatore che utilizziamo è basato sul il metodo dei momenti generalizzato come sviluppato da Blundell e Bond (1998); l'R-squared riportato per il nostro stimatore GMM è uno pseudo R-squared ottenuto tramite il coefficiente della regressione dell'export effettivo sul suo valore predetto.

#### **4- COSTRUZIONE DEL DATASET E VARIABILI DI RISCHIO PAESE**

Nella letteratura sulle Global Value Chains (GVC) due approcci differenti sono emersi per valutare la partecipazione dei diversi paesi alle catene globali del valore. Il primo si basa sull'utilizzo delle statistiche ufficiali di commercio che distingue i flussi di commercio di parti e componenti da quello di beni finali. (Ng and Yeats, 2003; Athukorala, 2005; Athukorala and Yamashita, 2008). Il secondo approccio, utilizzando le tavole di input-output armonizzate tra i diversi paesi, individua, per ogni categoria di prodotto esportato da un dato paese il valore aggiunto domestico ed estero e lo share

di input prodotti localmente e all'estero. (Johnson and Noguera 2012, Daudin et al. 2011, Koopman et al.2014).

Nel nostro lavoro seguiremo il primo approccio dal momento che, le tavole input-output del World Input-Output Database (WIOD) considerano solo 40 paesi, prevalentemente membri dell'OECD, non considerando paesi in cui, il rischio paese incide maggiormente sulle decisioni di esportazioni e di investimenti.

Tabella 1: Classificazione BEC

	Categorie BEC
Beni Intermedi	111 Primary food and beverages mainly for industry
	121 Processed food and beverages mainly for industry
	21 Primary industrial supplies not elsewhere specified
	22 Processed industrial supplies not elsewhere specified
	32 Processed fuels and lubricants
	42 Parts and accessories of capital goods (except transport equipment)
	53 Parts and accessories of transport equipment
Beni Finali	112 Primary food and beverages mainly for consumption
	122 Processed food and beverages mainly for consumption
	51 Passenger motor cars
	6 Consumer goods
Beni Capitali	41 Capital goods excluding parts and components
Altri	31 Primary fuels and lubricants
	51 Other transport equipment
	7 Other

Fonte: Comtrade Broad Economic Categories

Utilizziamo pertanto il database COMTRADE, sviluppato dalle Nazioni Unite, dividendo i flussi bilaterali di commercio di beni in intermedi, finali e capitali, sulla base della *Classification by Broad Economic Categories* (BEC), nella quale, nella classificazione di beni intermedi vengono raggruppati

1560 categorie SITC a 5 digit differenti.<sup>5,6</sup>Nella nostra analisi consideriamo come indicatore di rischio il rating del rischio paese sviluppato da SACE, l'ECA (Export Credit Agency) italiana. Utilizzando molteplici fonti informative (IMF, OECD, Oxford Analytica, ecc.) SACE cerca di definire un approccio multidimensionale al rischio paese, valutandolo nelle sue separate componenti. In particolare nella nostra analisi considereremo la componente del rischio sovrano, bancario e politico (Centro Studi SACE, 2012).

Il rischio sovrano considera la capacità e la volontà di un debitore di tipo sovrano (governi e, più in generale qualsiasi attore che sia in grado di impegnare la responsabilità dello stato nel caso di un pagamento)<sup>7</sup> di fare fronte ai propri impegni debitori. Nel caso di un attore sovrano, è importante non solo la disponibilità effettiva necessaria per far fronte al debito contratto, ma anche la reputazione e lo storico (ad esempio la presenza di precedenti ristrutturazioni del debito) del governo stesso. Il rischio politico tiene conto di tutte quelle fattispecie, di natura non economica, che possono pregiudicare il pagamento di un debito. Tale rischio considera fattori quali la possibilità di conflitti, mutamenti istituzionali e atti unilaterali dei governi, come ad esempio espropri e nazionalizzazioni e in generale di tutti quei rischi che possono potenzialmente influenzare gli esiti dell'investimento in uno specifico paese. Questa tipologia di rischio risulta essere la più difficilmente valutabile in quanto influenzata da elementi non quantificabili e spesso difficilmente prevedibili. Il rischio bancario infine è un indicatore di sintesi che considera la solidità e le performance del sistema bancario del paese di riferimento cercando di valutare anche la vulnerabilità rispetto ad eventuali crisi finanziarie).

I dati per i flussi di investimenti diretti esteri bilaterali sono stati ottenuti dalla Banca d'Italia. Per quanto riguarda gli altri dati utilizzati, essi provengono da varie fonti: i dati sul PIL e la distanza sono

---

<sup>5</sup> Tra gli studi che hanno preso in considerazione la differenza tra beni intermedi e finali nell'ambito gravity su rimanda a Egger e Egger, 2005; Bergstrand e Egger, 2010; Baldwin e Taglioni, 2014.

<sup>6</sup> La classificazione BEC divide i diversi prodotti in quattro categorie secondo il loro uso principale finale: beni intermedi, beni di consumo, beni capitali e non classificabili. I beni non classificabili richiudono tutti quei beni come ad esempio i veicoli per il trasporto, che possono essere sia intermedi sia finali a seconda se utilizzati per il consumo privato o da parte di un'impresa.

<sup>7</sup> 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"* OCSE (2010).

ottenuti dal Gravity Dataset del CEPII e i dati riguardanti le importazioni manifatturiere e l'apertura al commercio provengono dal World Development Indicators 2016 della Banca Mondiale.

Il nostro database finale è costituito da un panel non bilanciato composto da 154 paesi per gli anni 2007e 2010-2015. Per quanto riguarda la stima relativa agli investimenti diretti esteri, data la disponibilità dei dati per questa variabile, pur preservando il numero di paesi disponibili, ci concentriamo sul periodo 2013-2015.

## **5- RISULTATI**

Le tabelle 2 e 3 mostrano i risultati dell'equazione stimata utilizzando sia la metodologia dei random effects che quella dei GMM. In ogni tabella riportiamo i risultati ottenuti considerando di volta in volta, come variabile endogena rispettivamente: i flussi di esportazioni in esportazioni totali (colonna1), di beni intermedi (colonna 2), di beni finali (colonna 3) e di beni capitali (colonna 4). Inoltre per ogni metodologia di stima utilizzata e per ciascuna tipologia di commercio considerata abbiamo replicato le stime considerando di volta in volta il rischio sovrano, il rischio bancario ed il rischio politico. Possiamo notare come i coefficienti delle variabili tradizionali del gravity presentino tutti i segni attesi e siano statisticamente significativi. In tutte le regressioni la variabile riguardante il PIL del paese di destinazione è positiva e significativa, il coefficiente per la distanza risulta negativo e cade nel range di valori tradizionalmente osservati, mentre il coefficiente dell'apertura al commercio, risulta positivo e significativo.

Per quanto riguarda le esportazioni di beni intermedi notiamo come il coefficiente stimato per il PIL del paese di destinazione mostri dei valori inferiori rispetto a quelli osservati per gli altri tipi di commercio dal momento che, per questo tipo di beni, il Pil del paese di destinazione non coglie appieno l'effetto della domanda da parte del paese. Inoltre, come possiamo osservare e come ci attendevamo, il coefficiente della distanza risulta influenzare maggiormente il commercio di beni intermedi rispetto a quello delle altre categorie considerate, avvalorando l'ipotesi che i costi di trasporto siano più penalizzanti per il commercio di parti e componenti rispetto alle altre tipologie di beni. Questo risultato si presenta in linea con la letteratura riguardante l'offshoring e conferma la natura prevalentemente regionale delle GVC.

Tabella 2: Stime random effects

Regressor	Export Totale			Export Intermedi			Export Finali			Export Capitali		
	Sovrano	Bancario	Politico	Sovrano	Bancario	politico	Sovrano	Bancario	Politico	Sovrano	Bancario	politico
$\ln GDP_{it}$	0.882*** (0.000)	0.943*** (0.000)	0.918*** (0.000)	0.805*** (0.000)	0.907*** (0.000)	0.894*** (0.000)	0.89*** (0.000)	0.913*** (0.000)	0.907*** (0.000)	0.816*** (0.000)	0.942*** (0.000)	0.925*** (0.000)
$\ln Distw_{it}$	-1.037*** (0.000)	-1.017*** (0.000)	-1.09*** (0.000)	-1.143*** (0.000)	-1.16*** (0.000)	-1.132*** (0.000)	-1.179*** (0.000)	-1.18*** (0.000)	-1.063*** (0.000)	-1.156*** (0.000)	-1.045*** (0.000)	-0.997*** (0.000)
$Risk_{it}$	-0.008*** (0.000)	-0.003** (0.037)	-0.019** (0.041)	-0.017*** (0.001)	-0.006* (0.072)	-0.025** (0.038)	-0.005*** (0.001)	-0.004*** (0.000)	-0.007** (0.013)	-0.013*** (0.005)	-0.017** (0.016)	-0.012** (0.038)
$\ln open_{it}$	0.263** (0.046)	0.445*** (0.000)	0.212*** (0.004)	0.225** (0.042)	0.416*** (0.000)	0.218* (0.061)	0.291*** (0.000)	0.347*** (0.002)	0.345*** (0.000)	0.283** (0.042)	0.412** (0.018)	0.311*** (0.000)
Regional dummy	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si
N obs	1068	1068	1068	1068	1068	1068	1068	1068	1068	1068	1068	1068
R sq	0.917	0.926	0.913	0.907	0.913	0.902	0.884	0.887	0.887	0.899	0.912	0.875

Nota: p-value in parentesi. Il pedice i si riferisce al paese importatore dei beni italiani presi in esame per l'anno j.

Tabella 3: Stime GMM

Regressor	Export Totale			Export Intermedi			Export Finali			Export Capitali		
	Sovrano	Bancario	Politico	Sovrano	Bancario	politico	Sovrano	Bancario	Politico	Sovrano	Bancario	politico
$lnExport_{t-1}$	0.375** (0.017)	0.341** (0.039)	0.707** (0.028)	0.498*** (0.000)	0.511*** (0.000)	0.571*** (0.000)	0.34*** (0.000)	0.322*** (0.000)	0.372** (0.045)	0.707** (0.028)	0.302** (0.037)	0.212*** (0.003)
$lnGDP_{it}$	0.907*** (0.000)	0.948*** (0.000)	0.854*** (0.002)	0.525*** (0.000)	0.593*** (0.002)	0.918*** (0.000)	0.88*** (0.000)	0.917*** (0.000)	0.963*** (0.000)	0.854*** (0.000)	0.872*** (0.000)	0.895** (0.033)
$lnDistw_{it}$	-0.728*** (0.006)	-0.965*** (0.007)	-0.826** (0.033)	-0.988** (0.035)	-1.106** (0.042)	-0.735*** (0.007)	-1.34** (0.041)	-1.093** (0.029)	-0.523*** (0.000)	-0.826** (0.033)	-0.899* (0.076)	-0.704** (0.011)
$Risk_{it}$	-0.018** (0.042)	-0.013 (0.165)	-0.018** (0.046)	-0.019*** (0.000)	-0.011 (0.851)	-0.034** (0.031)	-0.012** (0.027)	-0.01 (0.136)	-0.008** (0.018)	-0.018** (0.046)	-0.017* (0.054)	-0.019** (0.028)
$lnopen_{it}$	0.478** (0.023)	0.461** (0.015)	0.329*** (0.008)	0.301** (0.038)	0.212** (0.024)	0.507* (0.063)	0.243** (0.041)	0.257** (0.033)	0.529*** (0.000)	0.329*** (0.008)	0.356** (0.011)	0.544** (0.039)
Regional dummy	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si
N obs	822	822	822	822	822	822	822	822	822	822	822	822
R. sq	0.24	0.23	0.21	0.23	0.26	0.21	0.20	0.24	0.23	0.21	0.23	0.24

Nota: p-value in parentesi. Il pedice i si riferisce al paese importatore dei beni italiani presi in esame per l'anno j.

In tutte le nostre regressioni le variabili del rischio paese risultano negative e comprese in un range di valori tra lo 0.004 e lo 0.031, anche se, non in tutte le equazioni stimate sono significative. Il rischio bancario in particolare, è tra le tre tipologie di rischio considerate, quello con i valori tendenzialmente più bassi e con una significatività minore, rivelandosi sempre non significativo nella stima GMM. Considerando la natura del rischio bancario, che come detto considera la stabilità e le performance del sistema bancario del paese di destinazione dell'esportazioni, tale tipologia di rischio è quella che risulta avere meno effetti diretti sulle attività di esportazione delle imprese con l'eccezione delle esportazioni di beni capitali, probabilmente a causa della necessità di finanziamenti necessari ad una azienda per l'acquisto di tali beni.

Per quanto riguarda le varie tipologie di commercio, possiamo evidenziare come i beni intermedi e i beni capitali siano quelli che, in tutte le equazioni stimate, presentino i coefficienti più elevati rispetto alle varie tipologie di rischio paese. Questo risultato può essere ragionevolmente spiegato considerando che lo scambio di tali beni, che riguardano maggiormente la partecipazione delle aziende alle GVC, non si esaurisce in una transazione una tantum ma richiede un'interazione frequente e ripetuta nel tempo, comportando perciò una perdita economica maggiore per l'azienda nel caso in cui la controparte non rispetti i propri obblighi contrattuali. Inoltre, i beni capitali comportano generalmente un contratto tra le due parti riguardante non solo l'esportazione del singolo bene ma anche i servizi di assistenza post vendita e la fornitura di parti necessarie al funzionamento del bene e, pertanto, presuppongono una relazione di durata maggiore tra i contraenti.

Valutando la relazione tra le varie tipologie di beni esportati e le diverse definizioni di rischio paese considerate possiamo notare come i coefficienti relativi al rischio sovrano siano sostanzialmente simili tra beni intermedi e beni capitali mentre il rischio politico sembrerebbe impattare maggiormente le esportazioni di beni intermedi, comparto in cui l'incertezza sembra avere un effetto deterrente maggiore.

Per riassumere, nella tabella 4 sulla base dei coefficienti stimati, abbiamo simulato le variazioni percentuali delle esportazioni italiane per le diverse tipologie di beni esportati, nel caso di una diminuzione di cinque punti del rischio paese.

Tabella 4: Variazioni percentuali dell'export

	Export Totale	Export Intermedi	Export Finali	Export Capitali
Rischio Sovrano	3.9	8.2	2.5	6.3
Rischio Bancario	1.5	2.9	1.9	8.2
Rischio Politico	9.1	11.8	3.4	5.8

Nota: Variazioni percentuali a fronte di una diminuzione di 5 punti del rischio paese simulazione sulla base delle stime random effects.

Per tutte le categorie di esportazioni considerate, esclusi i beni capitali, il rischio politico risulta essere quello con l'effetto maggiore in particolare per i beni intermedi le cui esportazioni aumenterebbero di quasi il 12% a fronte di una riduzione di 5 punti di tale tipologia di rischio. Una riduzione del rischio bancario di 5 punti impatterebbe a sua volta positivamente sulle esportazioni di beni capitali in una misura di circa l'8 % mentre più trascurabile sarebbe l'effetto sulle altre tipologie di export.

Infine distinguiamo i paesi facenti parte dell'OCSE dal resto dei paesi, al fine di valutare se esistano differenze significative tra i due gruppi, nell'ipotesi che la rilevanza del rischio paese, possa risultare maggiore per i paesi non facenti parte dell'OCSE.

Tabella 5: Confronto paesi OCSE/Non OCSE (stima random effects)

Regressor	Export Totale			Export Intermedi			Export Finali			Export Capitali		
	Sovrano	Bancario	Politico	Sovrano	Bancario	Politico	Sovrano	Bancario	Politico	Sovrano	Bancario	Politico
<i>risk<sub>it</sub></i> OCSE	-0.003* (0.075)	-0.002*** (0.006)	-0.007** (0.018)	-0.004* (0.087)	-0.007** (0.028)	-0.01*** (0.004)	-0.002 (0.136)	-0.002*** (0.002)	-0.003 (0.144)	-0.003* (0.073)	-0.002** (0.037)	-0.008** (0.034)
<i>risk<sub>it</sub></i> Non OCSE	-0.034** (0.022)	-0.005** (0.046)	-0.029** (0.026)	-0.04** (0.021)	-0.004 (0.459)	-0.034** (0.038)	-0.029** (0.012)	-0.003** (0.038)	-0.01** (0.036)	-0.042** (0.018)	-0.01** (0.017)	-0.044** (0.021)

Nota: p-value in parentesi. Il pedice i si riferisce al paese importatore dei beni italiani presi in esame per l'anno j.

Risultati completi in appendice

I risultati complessivi mostrano, a fronte di una sostanziale stabilità rispetto a quelli ottenuti per l'intero campione, una significativa differenza per quanto riguarda il rischio paese. Emerge infatti come sia i coefficienti che la significatività delle variabili di rischio risultino maggiori per il sottoinsieme dei paesi non OCSE, nel complesso paesi meno avanzati. In particolare mentre per i paesi non OCSE le stime relative alla variabile rischio risultano significative e con coefficienti maggiori rispetto a quelle ottenute per l'intero campione, per i paesi OCSE le variabili di rischio non

sembrano svolgere un ruolo rilevante per le attività di esportazione con la parziale l'eccezione dei beni intermedi.

## Investimenti Diretti Esteri

Un altro aspetto della relazione che lega la scelta dei mercati di destinazione delle imprese italiane con il grado di rischiosità di ciascun paese riguarda il rapporto con gli investimenti diretti esteri.

Per esplorare questa relazione consideriamo come variabile dipendente il flusso bilaterale di investimenti diretti italiani in uscita. La disponibilità di dati limita la nostra possibilità di stima per il periodo 2013- 2015.

Come nel paragrafo precedente le variabili utilizzate per spiegare l'andamento degli investimenti all'estero sono costituite dal PIL del paese di destinazione, dalla distanza geografica tra i due paesi, dal grado di apertura al commercio e dal rischio paese considerato nelle sue tre componenti.

Tabella 6: Stime random effects per gli investimenti diretti esteri.

Regressor	Sovrano	Bancario	Politico
$\ln GDP_{it}$	0.484*** (0.000)	0.476*** (0.000)	0.486*** (0.000)
$\ln Distw_{it}$	-0.539** (0.036)	-0.543** (0.033)	-0.536** (0.032)
$Risk_{it}$	-0.018** (0.023)	-0.024** (0.016)	-0.028** (0.039)
$\ln open_{it}$	0.493** (0.029)	0.473** (0.031)	0.484** (0.032)
N obs	527	527	527
R sq	0.591	0.592	0.592
Regional Dummy	Yes	Yes	Yes

Nota: p-value in parentesi. Il pedice i si riferisce al paese di destinazione degli FDI italiani presi in esame per l'anno j.

Come si evince dalla tabella 6 le variabili tradizionali del modello gravity presentano i segni attesi e risultano, in tutte e tre le regressioni, significative. In particolare il PIL del paese e l'apertura al commercio sono positivi e significativi mentre, la distanza tra i due paesi presenta un coefficiente negativo.

La variabile rischio paese risulta in tutte e tre le specifiche considerate negativa e significativa confermando l'impatto negativo delle diverse tipologie di rischio associate a ciascun paese sulla capacità di attrarre investimenti dall'estero. Considerando le tre diverse tipologie di rischio paese, possiamo osservare come il rischio politico risulti essere quello con il peso maggiore. Un elevato livello di rischio politico può accrescere la possibilità di un aumento della tassazione o di espropriazione da parte dei governi, politiche che ridurrebbero significativamente il ritorno degli investimenti effettuati nel paese. Il rischio sovrano, che considera la capacità e la volontà di un debitore di tipo sovrano di far fronte ai propri impegni di pagamento, risulta essere meno rilevante nelle decisioni di investimenti all'estero rispetto a quanto non lo sia per le attività di export.

Sia pure non immediatamente comparabili, data la differenza di arco temporale considerato, possiamo osservare come il peso dei rischi sulle decisioni da parte delle imprese risultino più rilevanti nelle decisioni di investimenti all'estero rispetto all'attività di export. Questo risultato appare tutt'altro che sorprendente se si considera che le decisioni di investire in un paese straniero implicano una maggiore mobilitazione di risorse finanziarie e delle relazioni di lungo periodo con il paese in cui si investe.

## **6- CONCLUSIONI**

In questo lavoro abbiamo analizzato se ed in quale misura il livello di rischio associato con ciascun paese abbia influenzato il comportamento delle imprese italiane per quanto riguarda l'export, ed in particolare il coinvolgimento nelle attività connesse con le catene globali, e gli investimenti diretti all'estero. La possibilità di utilizzare misure diverse di rischio paese, ci ha permesso di valutare quali tipologie di rischio fossero più rilevanti nelle decisioni delle imprese italiane nelle loro operatività all'estero. I risultati ottenuti mostrano come un crescente livello di rischiosità incida negativamente sia sulle esportazioni che sugli IDE. Inoltre mostriamo come il grado di 'reattività' delle imprese rispetto al rischio paese dipenda non solo dal tipo di attività che ciascuna impresa intraprende sui mercati esteri ma anche dalle diverse tipologie di rischio.

Per quanto riguarda le varie forme di commercio considerate, emerge come, le esportazioni di beni intermedi e di beni capitali risultino relativamente più sensibili al livello di rischiosità del paese rispetto alle esportazioni di prodotti finali. Ciò non è sorprendente se si considera che lo scambio di tali beni, che riguardano maggiormente la partecipazione delle aziende alle GVC, non si esaurisce in una transazione una tantum ma richiede un'interazione frequente e ripetuta nel tempo,

comportando perciò una perdita economica maggiore per l'azienda nel caso in cui la controparte non rispetti i propri obblighi contrattuali.

Abbiamo mostrato inoltre come il grado complessivo di rischio incida notevolmente sulla capacità di attrarre investimenti dall'estero: i risultati ottenuti mostrano infatti livelli di elasticità degli IDE rispetto alle variabili rischio paese maggiori di quelle ottenute per le esportazioni. Per quanto concerne l'impatto delle diverse tipologie di rischio sulle esportazioni italiane, il rischio sovrano sembra esercitare lo stesso effetto sia sui beni intermedi che sui beni capitali, mentre il rischio politico sembra avere un impatto maggiore sulle esportazioni di beni intermedi. Il rischio bancario, infine, risulta più rilevante nelle esportazioni dei beni capitali.

APPENDICE 1: Differenziazione paesi OCSE e non OCSE

Tabella A1: Stime random effects paesi OCSE

Regressor	Export Totale			Export Intermedi			Export Finali			Export Capitali		
	Sovrano	Bancario	Politico	Sovrano	Bancario	politico	Sovrano	Bancario	Politico	Sovrano	Bancario	politico
$\ln GDP_{it}$	0.368** (0.000)	0.323*** (0.000)	0.455*** (0.000)	0.431** (0.031)	0.341*** (0.001)	0.498*** (0.000)	0.791*** (0.000)	0.799*** (0.008)	0.837*** (0.000)	0.464*** (0.000)	0.285*** (0.005)	0.453*** (0.000)
$\ln Distw_{it}$	-0.889*** (0.000)	-0.883*** (0.000)	-0.911*** (0.000)	-1.037*** (0.000)	-1.117*** (0.000)	-1.147*** (0.000)	-1.011*** (0.000)	-1.053*** (0.000)	1.061*** (0.000)	-0.967*** (0.000)	-0.469*** (0.000)	-0.493*** (0.000)
$Ris_{k_{it}}$	-0.003* (0.075)	-0.002*** (0.006)	-0.007** (0.018)	-0.004* (0.087)	-0.007** (0.028)	-0.01*** (0.004)	-0.002 (0.136)	-0.002*** (0.002)	-0.003 (0.144)	-0.003* (0.073)	-0.002** (0.037)	-0.008** (0.034)
$\ln open_{it}$	0.567*** (0.001)	0.631*** (0.000)	0.551*** (0.004)	0.456** (0.012)	0.587*** (0.000)	0.484*** (0.000)	0.182* (0.064)	0.165** (0.024)	0.219*** (0.000)	0.833*** (0.000)	0.738*** (0.000)	0.846*** (0.000)
N obs	281	281	281	281	281	281	281	281	281	281	281	281
R sq	0.912	0.909	0.923	0.89	0.891	0.909	0.899	0.894	0.9	0.866	0.862	0.886

Nota: p-value in parentesi. Il pedice i si riferisce al paese importatore dei beni italiani presi in esame per l'anno j.

Tabella A2: Stime GMM paesi OCSE

Regressor	Export Totale			Export Intermedi			Export Finali			Export Capitali		
	Sovrano	Bancario	Politico	Sovrano	Bancario	politico	Sovrano	Bancario	Politico	Sovrano	Bancario	politico
$\ln Export_{t-1}$	0.522*** (0.003)	0.499*** (0.004)	0.696*** (0.000)	0.347** (0.039)	0.386*** (0.000)	0.506*** (0.003)	0.178*** (0.000)	0.244*** (0.000)	0.201** (0.013)	0.329*** (0.002)	0.316*** (0.001)	0.444*** (0.000)
$\ln GDP_{it}$	0.597** (0.039)	0.629*** (0.003)	0.593** (0.019)	0.573*** (0.002)	0.477** (0.023)	0.446*** (0.000)	0.789*** (0.008)	0.596*** (0.000)	0.528*** (0.000)	0.835* (0.052)	0.836** (0.047)	0.865*** (0.027)
$\ln Distw_{it}$	-0.494*** (0.007)	-0.487*** (0.000)	-0.306*** (0.004)	-1.106** (0.033)	-0.913** (0.019)	-0.944** (0.022)	-1.024** (0.012)	-0.783** (0.012)	-0.873** (0.31)	-0.524*** (0.000)	-0.508*** (0.001)	-0.377*** (0.007)
$Risk_{it}$	-0.013 (0.234)	-0.009* (0.085)	-0.009 (0.185)	-0.016 (0.313)	-0.009 (0.123)	-0.011* (0.073)	-0.003 (0.733)	-0.008 (0.623)	-0.007 (0.719)	-0.008** (0.017)	-0.005 (0.722)	-0.009 (0.345)
$\ln open_{it}$	0.189** (0.021)	0.451*** (0.000)	0.126** (0.013)	0.268*** (0.004)	0.448*** (0.004)	0.591** (0.031)	0.287*** (0.000)	0.338** (0.021)	0.36** (0.035)	0.705*** (0.009)	0.763*** (0.000)	0.673** (0.018)
N obs	201	201	201	201	201	201	201	201	201	201	201	201
R sq	0.21	0.2	0.22	0.19	0.18	0.21	0.18	0.19	0.19	0.19	0.20	0.2

Nota: p-value in parentesi. Il pedice l si riferisce al paese importatore dei beni italiani presi in esame per l'anno j.

Tabella A3: stime random effects paesi non OCSE

Regressor	Export Totale			Export Intermedi			Export Finali			Export Capitali		
	Sovrano	Bancario	Politico	Sovrano	Bancario	politico	Sovrano	Bancario	Politico	Sovrano	Bancario	politico
$\ln GDP_{it}$	0.506*** (0.000)	0.211** (0.031)	0.552*** (0.000)	0.559*** (0.000)	0.338*** (0.002)	0.571*** (0.000)	0.568*** (0.000)	0.347*** (0.000)	0.615*** (0.000)	0.646*** (0.000)	0.349** (0.016)	0.709*** (0.000)
$\ln Distw_{it}$	-1.111*** (0.000)	-1.081*** (0.000)	-1.019*** (0.000)	-1.232*** (0.000)	-1.184*** (0.000)	-1.132*** (0.000)	-1.102*** (0.000)	-1.016*** (0.000)	-1.114*** (0.000)	-0.9227*** (0.000)	-0.868*** (0.000)	-0.831*** (0.000)
$Risk_{it}$	-0.034** (0.022)	-0.005** (0.046)	-0.029** (0.026)	-0.04** (0.021)	-0.004 (0.459)	-0.034** (0.038)	-0.029** (0.012)	-0.003** (0.038)	-0.01** (0.036)	-0.042** (0.018)	-0.01** (0.017)	-0.044** (0.021)
$\ln open_{it}$	0.412*** (0.006)	0.798*** (0.000)	0.391*** (0.005)	0.401*** (0.001)	0.725*** (0.000)	0.4*** (0.001)	0.291*** (0.000)	0.579*** (0.000)	0.284*** (0.000)	0.431** (0.027)	0.774*** (0.000)	0.363*** (0.001)
N obs	716	716	716	716	716	716	716	716	716	716	716	716
R sq	0.881	0.881	0.869	0.872	0.874	0.861	0.801	0.809	0.803	0.872	0.874	0.871

Nota: p-value in parentesi. Il pedice i si riferisce al paese importatore dei beni italiani presi in esame per l'anno j.

Tabella A4: Stime GMM paesi non OCSE

Regressor	Export Totale			Export Intermedi			Export Finali			Export Capitali		
	Sovrano	Bancario	Politico	Sovrano	Bancario	politico	Sovrano	Bancario	Politico	Sovrano	Bancario	politico
$\ln Export_{t-1}$	0.187*** (0.008)	0.166** (0.017)	0.288** (0.017)	0.432*** (0.007)	0.425*** (0.009)	0.511*** (0.005)	0.383*** (0.007)	0.403*** (0.008)	0.342** (0.019)	0.526*** (0.034)	0.544** (0.022)	0.592*** (0.000)
$\ln GDP_{it}$	0.43*** (0.000)	0.449*** (0.007)	0.339*** (0.000)	0.341** (0.016)	0.329*** (0.002)	0.688*** (0.002)	0.231** (0.016)	0.322*** (0.000)	0.747*** (0.000)	0.311*** (0.000)	0.637*** (0.000)	0.481** (0.015)
$\ln Distw_{it}$	-0.665*** (0.000)	-0.712*** (0.000)	-0.363*** (0.000)	-1.246* (0.071)	-0.715** (0.042)	-0.891*** (0.000)	-0.973*** (0.004)	-0.712** (0.026)	-0.697*** (0.000)	0.674*** (0.000)	-0.523* (0.061)	-0.502** (0.045)
$Risk_{it}$	-0.021** (0.018)	-0.006 (0.324)	-0.021** (0.027)	-0.028*** (0.004)	-0.008 (0.503)	-0.028** (0.024)	-0.017** (0.045)	-0.002 (0.633)	-0.011** (0.023)	0.022** (0.041)	-0.009** (0.033)	-0.032** (0.033)
$\ln open_{it}$	0.451** (0.027)	0.468** (0.043)	0.441** (0.018)	0.267** (0.031)	0.316*** (0.004)	0.289** (0.028)	0.518*** (0.000)	0.513*** (0.004)	0.713*** (0.004)	0.314* (0.071)	0.254 (0.484)	0.149
N obs	496	496	496	496	496	496	496	496	496	496	496	496
R sq	0.25	0.24	0.24	0.23	0.26	0.29	0.22	0.23	0.27	0.26	0.28	0.26

Nota: p-value in parentesi. Il pedice i si riferisce al paese importatore dei beni italiani presi in esame per l'anno j

## BIBLIOGRAFIA

- Accetturo, A., Linarello, A. & Petrella A. (2015) Efficienza dei tribunali e catene globali del valore in *L'Internazionalizzazione dell'Economia Italiana: Nuove prospettive, nuove politiche?* a cura di B. Quintieri. Rubettino.
- Anderson, J. E. (1979). A theoretical foundation for the gravity equation. *The American Economic Review*, 69(1), 106-116.
- Anderson, J. E., & Van Wincoop, E. (2003). Gravity with gravitas: a solution to the border puzzle. *The American Economic Review*, 93(1), 170-192.
- Athukorala, P. C. (2005). Product fragmentation and trade patterns in East Asia. *Asian Economic Papers*, 4(3), 1-27.
- Athukorala, P. C., & Yamashita, N. (2008). *Patterns and determinants of production fragmentation in world manufacturing trade* (pp. 45-72). Cambridge: Cambridge University Press.
- Aizenman, J., & Marion, N. (1995). *Volatility, investment and disappointment aversion* (No. w5386). National bureau of economic research.
- Ali, F. A., Fiess, N., & MacDonald, R. (2010). Do institutions matter for foreign direct investment?. *Open Economies Review*, 21(2), 201-219.
- Baldwin, R., & Taglioni, D. (2011). *Gravity chains: Estimating bilateral trade flows when parts and components trade is important* (No. w16672). National Bureau of Economic Research.
- Baltensperger, E., & Herger, N. (2009). Exporting against risk? Theory and evidence from public export insurance schemes in OECD countries. *Open economies review*, 20(4), 545-563.
- Bergeijk, P., & Brakman, S. (2010). *The Gravity Model in International Trade*. Cambridge University Press.
- Bergstrand, J. H. (1985). The gravity equation in international trade: some microeconomic foundations and empirical evidence. *The Review of Economics and Statistics*, 474-481.
- Bergstrand, J. H. (1990). The Heckscher-Ohlin-Samuelson model, the Linder hypothesis and the determinants of bilateral intra-industry trade. *The Economic Journal*, 100(403), 1216-1229.
- Darby, J., Hallett, A. H., Ireland, J., & Piscitelli, L. (1999). The impact of exchange rate uncertainty on the level of investment. *The Economic Journal*, 109(454), 55-67.
- Daudin, G., Riffart, C., & Schweisguth, D. (2011). Who produces for whom in the world economy?. *Canadian Journal of Economics/Revue canadienne d'économique*, 44(4), 1403-1437.
- Egger, H., & Egger, P. (2005). The determinants of EU processing trade. *The World Economy*, 28(2), 147-168.
- Egger, P., & Url, T. (2006). Public export credit guarantees and foreign trade structure: Evidence from Austria. *The World Economy*, 29(4), 399-418.
- Gassebner, M., & Méon, P. G. (2010). Where do creditor rights matter? Creditor rights, political constraints, and cross-border M&A activity. *Working papers CEB*, 10.
- Gastanaga, V. M., Nugent, J. B., & Pashamova, B. (1998). Host country reforms and FDI inflows: How much difference do they make?. *World development*, 26(7), 1299-1314.
- Gioia, I. O., Padoan, F., Pocek, E., Spataro, F., & Terzulli, T. (2012). *A. Country Risk. Dalla Teoria alla pratica* (No. 15). SACE Working Paper.
- Hayakawa, K., Kimura, F., & Lee, H. H. (2013). How does country risk matter for foreign direct investment?. *The Developing Economies*, 51(1), 60-78.

- Janda, K., Michalikova, E., & Skuhrovec, J. (2013). Credit support for export: Robust evidence from the Czech Republic. *The World Economy*, 36(12), 1588-1610.
- Johnson, R. C., & Noguera, G. (2012). Accounting for intermediates: Production sharing and trade in value added. *Journal of International Economics*, 86(2), 224-236.
- Kolstad, I., & Tøndel, L. (2002). *Social development and foreign direct investments in developing countries*. Chr. Michelsen Institute.
- Koopman, R., Wang, Z., & Wei, S. J. (2014). Tracing value-added and double counting in gross exports. *The American Economic Review*, 104(2), 459-494.
- Mateev, M. (2012). Country risk and foreign direct investment in transition economies: a panel data analysis. *International Journal of Management Accounting Research*, 2(1), 1-30.
- Méon, P. G., & Sekkat, K. (2004). Does the quality of institutions limit the MENA's integration in the world economy?. *The World Economy*, 27(9), 1475-1498.
- Moser, C., Nestmann, T., & Wedow, M. (2008). Political risk and export promotion: evidence from Germany. *The World Economy*, 31(6), 781-803.
- Ng, F., & Yeats, A. J. (2003). Major trade trends in East Asia: what are their implications for regional cooperation and growth?. *controllo*
- Serven, L., & Solimano, A. (1992). Private investment and macroeconomic adjustment: A survey. *The World Bank Research Observer*, 7(1), 95-114.
- Tinbergen, J. (1962). An analysis of world trade flows. *Shaping the World Economy*, 1-117.
- Walch, N., & Wörz, J. (2012). The Impact of Country Risk Ratings and of the Status of EU Integration on FDI inflows in CESEE Countries. *Focus on European Economic Integration, Oesterreichische Nationalbank*, (3), 8-26.
- Wooldridge, J. M. (2002). *Econometric Analysis of Cross Section and Panel Data*. Cambridge, MA: MIT Press.
- Zwinkels, R. C., & Beugelsdijk, S. (2010). Gravity equations: Workhorse or Trojan horse in explaining trade and FDI patterns across time and space?. *International Business Review*, 19(1), 102-115.