



*Il Rischio Sovrano:
valutazione ed impatto sui rischi
finanziari*

Valerio Marchisio
Finanza e Risk Management

Milano, 7 luglio 2011

AGENDA

- **Il rischio Sovrano: definizione**
- **QIS V**
- **Stress Test 2011**
- **Possibili evoluzioni**
- **Esempi numerici**

Il rischio Sovrano è il rischio legato alla variazione del merito creditizio di un Paese (spread) e all'ipotetico fallimento dello stesso (default).

Nel primo caso la variazione del rating determina un aumento dello spread rispetto al tasso privo di rischio e di conseguenza diminuisce il valore dell'obbligazione di stato.

Nel secondo caso, il fallimento dello Stato sostanzialmente comporta la perdita del valore complessivo del titolo obbligazionario a meno del recupero di una parte del capitale che dipende dal tasso di recupero (recovery rate).

Nel QIS V i titoli di stato sono esclusi dai moduli Rischio Spread (e dal Rischio di Concentrazione), mentre sono soggetti al solo Rischio Tasso.

Pertanto non è stato considerato in alcun modo il Rischio Paese.

In questo senso un titolo greco e un titolo tedesco hanno lo stessa identica esposizione (nulla) al Rischio Paese.

Nello Stress Test 2011, a differenza del QIS V, è stato introdotto uno specifico scenario per il Rischio Paese (“Sovereign risk”).

Tale Rischio è stato quantificato come il rischio derivante dall’aumento istantaneo della curva dei tassi al 31/12/2010, in relazione ai diversi Paesi.

In questo senso è stato quantificato il Rischio Spread, inteso come l’aumento degli spread delle curve governative rispetto alla curva priva di rischio.

Il livello degli spread, espresso in punti base, è riportato nella seguente tabella:

Belgium	78.0
Bulgaria	81.0
Czech Republic	34.5
Denmark	16.5
Germany	0.0
Estonia	39.0
Ireland	258.0
Greece	255.0
Spain	165.0
France	48.0
Italy	136.5
Cyprus	136.5
Latvia	55.5
Lithuania	64.5
Luxemburg	78.0
Hungary	114.0

Malta	136.5
Netherlands	22.5
Austria	24.0
Poland	67.5
Portugal	246.0
Romania	91.5
Slovenia	39.0
Slovakia	33.0
Finland	10.5
Sweden	6.0
United Kingdom	28.5
Iceland	42.0
Liechtenstein	0.0
Norway	6.0
Switzerland	0.0

Quindi il Rischio Paese è stato esclusivamente quantificato come “Rischio Tasso” e pertanto un qualsiasi titolo a tasso variabile che, per definizione, è immune ai movimenti dei tassi di interesse, è di conseguenza immune al Rischio Sovrano.

In questo approccio viene esclusivamente considerato il Rischio Spread (espresso come variazione degli spread rispetto al tasso privo di rischio), ma non il Rischio Default.

La situazione attuale di alcuni Paesi europei (i cosiddetti “periferici”) probabilmente porterà ad una definizione del Rischio Sovrano che tenga conto del Rischio Spread non solo come variazione di tasso e che tenga conto in qualche modo del Rischio Default.

Non è del tutto giustificabile attribuire lo stesso rischio (nullo) ad un titolo a tasso variabile a prescindere dal Paese emittente.

È necessario quindi che venga aggiornata l'attuale definizione del Rischio Sovrano.

Una (possibile) definizione del rischio default potrebbe essere la seguente

$$Mkt_{def} = MV * durata * f(P^{def}, R^{def})$$

In cui:

Mkt_{def} è il requisito di capitale per il Rischio Default

MV è il valore di mercato del titolo governativo

$durata$ è la durata finanziaria del titolo governativo

R^{def} è il tasso di recupero in caso di fallimento

P^{def} è la probabilità di default del Paese

$f(\cdot, \cdot)$ è una funzione opportuna

Si considerino i seguenti titoli:

Tipologia titolo	Paese	Valore di mercato al 31/12/2010	scadenza
Tasso fisso	Spagna	86.807	04/03/2020
Tasso fisso	Grecia	65.197	19/07/2019
Tasso fisso	Francia	485.014	25/07/2022
Tasso variabile	Italia	449.766	02/05/2011

Il requisito di capitale ai fini QIS V è zero per tutti e quattro i titoli.

Seguendo le ipotesi dello Stress Test si ottengono i seguenti valori:

Tipologia titolo	Paese	Valore di mercato al 31/12/2010	Valore post shock	Requisito di capitale per il Rischio Sovrano (Spread)	% requisito di capitale
Tasso fisso	Spagna	86.807	75.355	11.452	13,19%
Tasso fisso	Grecia	65.197	53.323	11.874	18,21%
Tasso fisso	Francia	485.014	461.519	23.495	4,84%
Tasso variabile	Italia	449.766	449.766	0	0,00%

In cui, come detto, il requisito di capitale per i titoli a tasso variabile è zero, perché il Rischio Sovrano viene calcolato esclusivamente come Rischio Tasso.

Infine, supponendo di applicare la formula precedentemente definita per il rischio default, in cui la funzione f è definita come $f(x,y)= x (1-y)$:

Paese	Ipotesi probabilità default Paese	Recovery Rate	Durata	Requisito di capitale per il Rischio Sovrano (Default)	% requisito di capitale
Spagna	8,00%	90%	9,18	6.376	7,34%
Grecia	25,00%	85%	8,55	20.912	32,08%
Francia	2,00%	95%	11,57	5.613	1,16%
Italia	6,00%	92%	0,33	722	0,16%

In questo modo viene valutato il Rischio Sovrano legato alla possibilità di fallimento del Paese.