

Riquadro 2

1 *credit default swap* su debito sovrano

Con la recente crisi del debito sovrano il ruolo dei contratti di *credit default swap* (Cds) è stato oggetto di crescente attenzione da parte di *policy maker* e regolatori. Il motivo è legato ai timori circa la possibilità che l'operatività di natura speculativa sul mercato di tali strumenti possa amplificare le tensioni sui mercati obbligazionari.

I *credit default swap* (Cds) su emittenti sovrani rappresentano una quota ridotta del mercato complessivo. A dicembre 2010 pesavano per circa il 16 per cento sul totale del valore nozionale lordo e per il 20 per cento circa sul valore nozionale netto delle posizioni in essere; circa l'80 per cento delle posizioni in essere a fine 2010 era, quindi, riferibile a imprese ed emittenti privati.

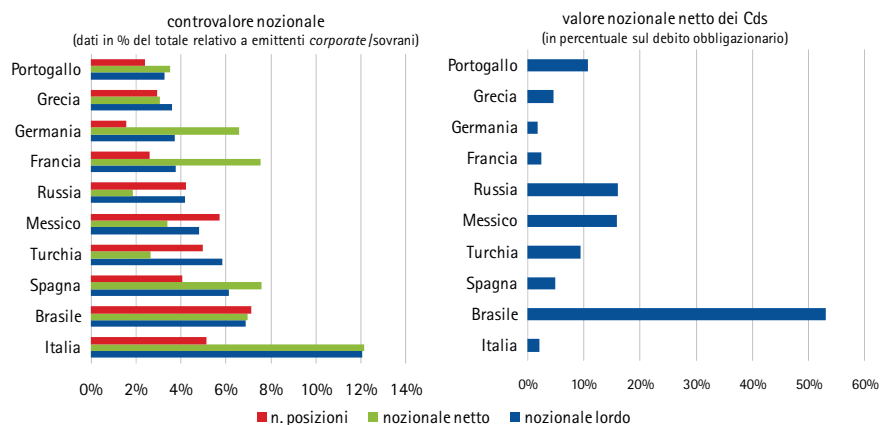
Il mercato dei Cds sovrani ha, tuttavia, registrato un forte tasso di crescita nel periodo più recente: nel 2009 le posizioni nette sono cresciute del 20 per cento circa e le lorde del 30 per cento; nel 2010, invece, le posizioni nette sono più che raddoppiate, mentre quelle lorde sono cresciute di oltre il 50 per cento. Lo sviluppo del mercato dei Cds su emittenti sovrani è dunque un fenomeno relativamente recente, probabilmente legato alla crescita delle esigenze di copertura emerse con il forte deterioramento dei conti pubblici nei principali paesi avanzati ed emergenti.

Il segmento dei Cds su emittenti *sovereign* è molto concentrato. A dicembre 2010 le prime 10 *reference entity* sovrane rappresentavano circa il 55 per cento del controvalore nozionale (sia lordo che netto) del totale dei Cds su emittenti sovrani, e il 44 per cento circa del numero di posizioni; la Repubblica Italiana risultava la prima *reference entity* utilizzata nei contratti dei Cds su emittenti sovrani, con una quota del 12 per cento circa (sia sul nozionale lordo che netto), seguito dal Brasile e dalla Spagna. Facendo riferimento, invece, alla dimensione relativa del mercato dei Cds rispetto al mercato obbligazionario, Brasile, Messico, Russia e Portogallo sono gli Stati per i quali i Cds hanno il peso maggiore rispetto al debito sottostante in termini di nozionale netto. Per la Repubblica Italiana tale valore è modesto (circa il 2 per cento in termini di nozionale netto e circa il 22 per cento in termini di nozionale lordo) e in linea con i valori osservati per la Francia e la Germania.

In linea teorica il rendimento di un titolo di Stato al netto del premio pagato per l'acquisto della protezione dovrà essere pari al tasso *risk free*, il che vuol dire che lo *spread* del titolo di Stato (rendimento meno tasso *risk free*) deve essere uguale alla quotazione del Cds.

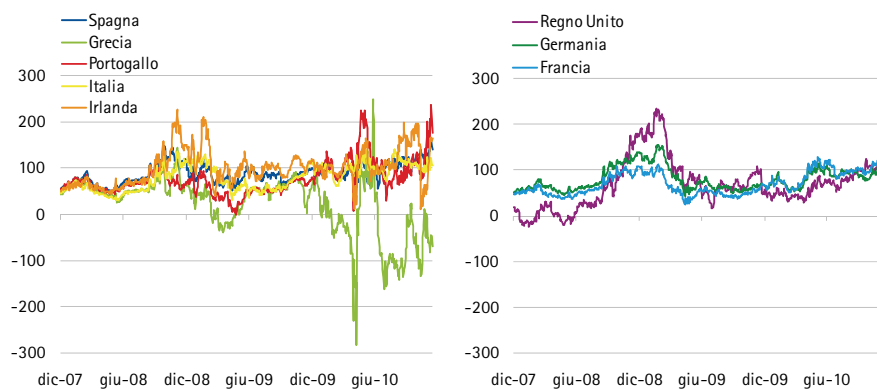
Tuttavia, a partire dalla crisi finanziaria, le quotazioni dei Cds su emittenti sovrani sono state sistematicamente superiori agli *spread* dei titoli di Stato (cosiddetta situazione di "base positiva"); solo nel caso della Grecia si sono avuti persistenti episodi di base negativa. Vi sono diversi motivi che possono spiegare questo fenomeno legati essenzialmente al rischio di controparte dei contratti Cds, a imperfezioni dei mercati che ostacolano gli arbitraggi e alla differente liquidità dei due mercati.

Prime 10 *reference entity sovereign* per controvalore nozionale a dicembre 2010



Fonte: elaborazioni su dati Markit e DTCC.

Andamento della base per gli emittenti sovrani europei (valori in punti base)



Fonte: elaborazioni su dati Thomson Reuters. La base è calcolata come differenza fra il Cds e lo *spread* delle obbligazioni a 5 anni (differenza fra il rendimento a scadenza e il tasso *swap* a 5 anni).