

## Il termometro dei mercati finanziari (5 Febbraio)

a cura di *Emilio Barucci e Daniele Marazzina*

06/02/2021 08:44:02



L'iniziativa di Finriskalert.it "Il termometro dei mercati finanziari" vuole presentare un indicatore settimanale sul grado di turbolenza/tensione dei mercati finanziari, con particolare attenzione all'Italia.

Il termometro dei mercati finanziari						
5-Feb-21	Legenda					
Valutazione complessiva		Calma				
		Tensione				
			↑	↔	↓	
						miglioramento stabile peggioramento
Mercati italiani						
	5-Feb		29-Jan	22-Jan	15-Jan	8-Jan
Rendimento borsa italiana	7.00	↑	-2.34	-1.31	-1.81	2.52
Volatilità implicita borsa italiana	23.52	↑	26.06	22.54	22.95	21.29
CDS principali banche 10Ysub	321.75	↑	334.45	332.84	333.17	318.46
Tasso di interesse ITA 2Y	-0.42	↑	-0.36	-0.27	-0.37	-0.45
Spread ITA 10Y/2Y	0.96	↑	1.01	0.98	0.95	0.95
Mercati europei						
	5-Feb		29-Jan	22-Jan	15-Jan	8-Jan
Rendimento borsa europea	5.01	↑	-3.36	0.08	-1.25	2.60
Volatilità implicita borsa europea	18.58	↑	23.32	18.64	18.89	17.82
Rendimento borsa ITA/Europa	2.00	↑	1.02	-1.39	-0.56	-0.08
Spread ITA/GER	0.99	↑	1.17	1.22	1.13	1.01
Spread EU/GER	0.40	↑	0.46	0.47	0.44	0.39
Politica monetaria, cambi e altro						
	5-Feb		29-Jan	22-Jan	15-Jan	8-Jan
Euro/Dollaro	1.203	↓	1.215	1.217	1.209	1.226
Spread US/GER 10Y	1.61	↔	1.61	1.60	1.64	1.62
Euribor 6M	-0.523	↓	-0.534	-0.527	-0.533	-0.524
Prezzo Oro	1808	↓	1858	1854	1825	1855
Spread 10Y/2Y Euro Swap Curve	0.41	↓	0.35	0.31	0.30	0.30

### Significato degli indicatori

- Rendimento borsa italiana: rendimento settimanale dell'indice della borsa italiana FTSEMIB;
- Volatilità implicita borsa italiana: volatilità implicita calcolata considerando le opzioni at-the-money sul FTSEMIB a 3 mesi;
- Future borsa italiana: valore del future sul FTSEMIB;
- CDS principali banche 10Ysub: CDS medio delle obbligazioni subordinate a 10 anni delle principali banche italiane (Unicredit, Intesa San Paolo, MPS, Banco BPM);
- Tasso di interesse ITA 2Y: tasso di interesse costruito sulla curva dei BTP con scadenza a due anni;
- Spread ITA 10Y/2Y : differenza del tasso di interesse dei BTP a 10 anni e a 2 anni;
- Rendimento borsa europea: rendimento settimanale dell'indice delle borse europee Eurostoxx;
- Volatilità implicita borsa europea: volatilità implicita calcolata sulle opzioni at-the-money sull'indice Eurostoxx a scadenza 3 mesi;
- Rendimento borsa ITA/Europa: differenza tra il rendimento settimanale della borsa italiana e quello delle borse europee, calcolato sugli indici FTSEMIB e Eurostoxx;
- Spread ITA/GER: differenza tra i tassi di interesse italiani

- e tedeschi a 10 anni;
- Spread EU/GER: differenza media tra i tassi di interesse dei principali paesi europei (Francia, Belgio, Spagna, Italia, Olanda) e quelli tedeschi a 10 anni;
- Euro/dollaro: tasso di cambio euro/dollaro;
- Spread US/GER 10Y: spread tra i tassi di interesse degli Stati Uniti e quelli tedeschi con scadenza 10 anni;
- Prezzo Oro: quotazione dell'oro (in USD)
- Spread 10Y/2Y Euro Swap Curve: differenza del tasso della curva EURO ZONE IRS 3M a 10Y e 2Y;
- Euribor 6M: tasso euribor a 6 mesi.

I colori sono assegnati in un'ottica VaR: se il valore riportato è superiore (inferiore) al quantile al 15%, il colore utilizzato è l'arancione. Se il valore riportato è superiore (inferiore) al quantile al 5% il colore utilizzato è il rosso. La banda (verso l'alto o verso il basso) viene selezionata, a seconda dell'indicatore, nella direzione dell'instabilità del mercato. I quantili vengono ricostruiti prendendo la serie storica di un anno di osservazioni: ad esempio, un valore in una casella rossa significa che appartiene al 5% dei valori meno positivi riscontrati nell'ultimo anno. Per le prime tre voci della sezione "Politica Monetaria", le bande per definire il colore sono simmetriche (valori in positivo e in negativo). I dati riportati provengono dal database Thomson Reuters. Infine, la tendenza mostra la dinamica in atto e viene rappresentata dalle frecce: ↑, ↓, ↔ indicano rispettivamente miglioramento, peggioramento, stabilità rispetto alla rilevazione precedente.

**Disclaimer:** Le informazioni contenute in questa pagina sono esclusivamente a scopo informativo e per uso personale. Le informazioni possono essere modificate da finriskalert.it in qualsiasi momento e senza preavviso. Finriskalert.it non può fornire alcuna garanzia in merito all'affidabilità, completezza, esattezza ed attualità dei dati riportati e, pertanto, non assume alcuna responsabilità per qualsiasi danno legato all'uso, proprio o improprio delle informazioni contenute in questa pagina. I contenuti presenti in questa pagina non devono in alcun modo essere intesi come consigli finanziari, economici, giuridici, fiscali o di altra natura e nessuna decisione d'investimento o qualsiasi altra decisione deve essere presa unicamente sulla base di questi dati.

## Indice di turbolenza dei mercati (31 Gennaio 2021)

a cura di *Gianni Pola e Antonello Avino*

02/02/2021 15:10:00



L'[indicatore di Mahalanobis](#) permette di evidenziare periodi di stress nei mercati finanziari. Si tratta di un indicatore che dipende dalle volatilità e dalle correlazioni di un particolare universo investimenti preso ad esame. Nello specifico ci siamo occupati dei mercati azionari europei e dei settori azionari

globali.

Indicatore di Mahalanobis	29/01/2021		31/12/2020	30/11/2020
<b> Mercati europei </b>	23.6	↑	8.5	31.4
<b> Settori globali </b>	11.1	↑	4.7	19.0

  

Volatilità Mercati Europei	29/01/2021		31/12/2020	30/11/2020
FTSE 100	17.7%	↑	14.7%	23.6%
CAC 40	16.0%	↑	13.2%	30.8%
DAX	18.4%	↑	15.0%	27.7%
SWISS MARKET	13.3%	↑	11.0%	17.7%
AEX-Index	15.6%	↑	12.2%	18.9%
IBEX 35	20.9%	↔	18.3%	34.0%
OMX STOCKHOLM 30	14.3%	↑	11.3%	19.5%
FTSE MIB	18.8%	↑	15.1%	28.7%
OMX COPENHAGEN 20	18.3%	↔	15.6%	22.1%
OMX HELSINKI	16.1%	↑	11.9%	21.5%

  

Volatilità Settori Globali	29/01/2021		31/12/2020	30/11/2020
Telecom	10.4%	↔	9.6%	12.9%
Financials	17.3%	↔	15.4%	29.3%
Information Technology	17.8%	↑	11.0%	26.4%
Healthcare	11.2%	↑	8.2%	19.2%
Consumer Discretionary	15.8%	↑	11.0%	20.6%
Industrial	12.8%	↑	8.8%	21.7%
Consumer Staples	9.5%	↑	7.4%	14.4%
Energy	27.6%	↓	36.1%	53.3%
Materials	17.0%	↑	11.5%	20.4%
Real Estate	11.5%	↔	11.4%	17.6%
Utilities	14.5%	↑	10.3%	17.8%

**Legenda**

**1) variazione**

- ↑ aumento percentuale superiore al 20%
- stabile (variazione tra il +20% e il -20%)
- ↓ diminuzione percentuale inferiore al -20%

**2) regimi indicatori di turbolenza**

- stress di mercato indicatore con valore nel 5% percentile su tutto il campione considerato
- indicatore con valore tra il 5% e il 15% percentile su tutto il campione considerato
- calma indicatore con valore percentile inferiore al 15% su tutto il campione considerato

Gli indici utilizzati sono:

**Mercati Azionari Europei**

country	index
1 UK	FTSE 100 INDEX
2 France	CAC 40 INDEX
3 Germany	DAX INDEX
4 Switzerland	SWISS MARKET INDEX
5 Netherlands	AEX-Index
6 Spain	IBEX 35 INDEX
7 Sweden	OMX STOCKHOLM 30 INDEX
8 Italy	FTSE MIB INDEX
9 Denmark	OMX COPENHAGEN 20 INDEX
10 Finland	OMX HELSINKI INDEX

**Settori Azionari Globali**

sector	index
1 Telecom	MSCI World Telecom Services Industry Group Index
2 Financials	MSCI World Financials Index
3 Information Technology	MSCI World Information Technology Index
4 Healthcare	MSCI World Health Care Index
5 Consumer Discretionary	MSCI World Consumer Discretionary Index
6 Industrial	MSCI World Industrials Index
7 Consumer Staples	MSCI World Consumer Staples Index
8 Energy	MSCI World Energy Industry Group Index
9 Materials	MSCI World Materials Industry Group Index
10 Real Estate	MSCI World Real Estate Index
11 Utilities	MSCI World Utilities Industry Group Index

Le volatilità riportate sono storiche e calcolate sugli ultimi 30 trading days disponibili. Per ogni asset-class dunque sono prima calcolati i rendimenti logaritmici dei prezzi degli indici di riferimento, successivamente si procede col calcolo della deviazione standard dei rendimenti, ed infine si procede a moltiplicare la deviazione standard per il fattore di annualizzazione.

Per il calcolo della distanza di Mahalanobis si procede dapprima con la stima della matrice di covarianza tra le asset-class. Si considera l'approccio delle finestre mobili. Come con la volatilità, si procede prima con il calcolo dei rendimenti logaritmici e poi con la stima storica della matrice di covarianza, come riportato di seguito.

Supponendo una finestra mobile di  $T$  periodi, viene calcolato il valore medio e la matrice varianza covarianza al tempo  $t$  come segue:

$$\hat{\mu}_t = \frac{1}{T} \sum_{i=T-t}^{t-1} r_i$$

$$\hat{\Sigma}_t = \frac{1}{T-1} \sum_{i=T-t}^{t-1} (r_i - \hat{\mu}_t)(r_i - \hat{\mu}_t)'$$

dove:

- $r_t = (r_{1t}, r_{2t}, \dots, r_{nt})$ : vettore di  $n$  rendimenti storici al tempo  $t$
- $\hat{\mu}_t = (\mu_1, \mu_2, \dots, \mu_n)$ : valore medio dei rendimenti storici per ciascun asset

La distanza di Mahalanobis è definita formalmente come:

$$d_t = (r_t - \hat{\mu}_t)' \hat{\Sigma}^{-1} (r_t - \hat{\mu}_t)$$

dove:

- $d_t$ : turbolenza finanziaria al tempo  $t$
- $\hat{\Sigma}^{-1}$ : inversa della matrice varianza - covarianza dei rendimenti storici

Le parametrizzazioni che sono state scelte sono:

- Rilevazioni mensili
- Tempo  $T$  della finestra mobile pari a 5 anni (60 osservazioni mensili)

Le statistiche percentili sono state calcolate a partire dalla distribuzione dell'indicatore di Mahalanobis dal Dicembre 1997 al Dicembre 2019 su rilevazioni mensili.

Ulteriori dettagli sono riportati in [questo articolo](#).

**Disclaimer:** Le informazioni contenute in questa pagina sono esclusivamente a scopo informativo e per uso personale. Le informazioni possono essere modificate da finriskalert.it in qualsiasi momento e senza preavviso. Finriskalert.it non può fornire alcuna garanzia in merito all'affidabilità, completezza, esattezza ed attualità dei dati riportati e, pertanto, non assume alcuna responsabilità per qualsiasi danno legato all'uso, proprio o improprio delle informazioni contenute in questa pagina. I contenuti presenti in questa pagina non devono in alcun modo essere intesi come consigli finanziari, economici, giuridici, fiscali o di altra natura e nessuna decisione d'investimento o qualsiasi altra decisione deve essere presa unicamente sulla base di questi dati.

**Stress test EBA ai tempi della pandemia: scenari più negativi che in passato**  
*a cura di Emilio Barucci e Michele Bonollo*

06/02/2021 20:51:15



Il 29 gennaio EBA ha lanciato gli stress test 2021 per un panel rilevante di banche europee: 50 banche che rappresentano il 70% della quota di mercato europea delle banche, vedi [1].

Le banche italiane coinvolte sono Unicredit, Banca Intesa, BancoBPM, MPS. Il panel è simile a quello dello stress test 2018 per estensione del campione. Molte altre banche conducono esercizi simili sotto la supervisione delle Banche centrali nazionali ma i risultati non vengono pubblicati da EBA.

Prima delle considerazioni tecniche, presentiamo alcuni aspetti di perimetro e contesto.

Lo stress test si svolge nel corso della pandemia COVID, avrebbe dovuto svolgersi nel 2020, sui dati di fine bilancio 2019, ma è stato rinviato per consentire alle banche di dedicare tutte le loro energie alla gestione della pandemia e delle misure dei governi di sostegno a privati e imprese. Si tratta del primo stress test che non include banche del Regno Unito e che prevede la partecipazione di Israele.

Il processo di messa a punto degli stress test è stato simile a quello dei round precedenti: pubblicazione del draft metodologico in novembre, pubblicazione di metodologia definitiva e scenari e fine gennaio, impegno di EBA a pubblicare i risultati finali nel mese di luglio 2021. Il complesso coordinamento delle diverse funzioni della banca coinvolte nello stress test implica che in febbraio si entra già nella fase "calda" del processo di stress test.

EBA ha enfatizzato che lo stress test non vuole essere un esercizio previsivo, ma una verifica della resilienza delle banche europee, con particolare attenzione all'attuale fase pandemica e ai nuovi rischi quali la distribuzione inefficace del vaccino.

Sviluppiamo la nostra analisi mostrando gli elementi di continuità dell'attuale Stress Test rispetto a quello del 2018 e in cosa si differenzia. In estrema sintesi, possiamo affermare che il **workflow di calcolo** rimane pressoché **immutato** mentre gli **shock** degli scenari avversi cambiano **significativamente**.

### 1. Stress Test 2021: cosa non cambia

Possiamo valutare questo aspetto confrontando le note metodologiche EBA 2021 con quelle 2018 (ricordiamo che lo stress test si svolge ogni 2 anni, con rinvio nel 2020 per emergenza Covid), vedi [2].

La struttura delle note in tutte le sue sezioni è **pressoché identica**, salvo piccoli aggiustamenti che non intaccano la struttura dell'esercizio.

Gli aspetti rilevanti dello stress test sono rimasti invariati:

- **Static balance sheet assumption.** L'esercizio per la parte di stock della banca ha come data di riferimento i dati di bilancio al 31.12.2020, e non vi sono ipotesi di modifica dei volumi legati a piani strategici o budget commerciali. Nei tre anni 2021-2023 di orizzonte dello stress test, si fa quindi ipotesi di staticità dei dati della banca (ad esempio, duration immutata dei portafogli).

- **Tassonomia dei rischi.** La nota metodologica EBA e i template che le banche devono popolare (una articolata anzi complessa serie di fogli Excel divisi per categorie di rischi) si concentrano su rischio di credito, rischi di mercato (comprensivi di CVA e counterparty risk), rischio di tasso (*net interest income*). Spazio meno significativo è dedicato a rischio operativo e conduct risk.
- **Misure di impatto degli stress.** EBA si sofferma su due misure di impatto: P&L e REA (Risk Weighted Exposure Amount). P&L riguarda gli effetti degli scenari di stress sulla redditività della banca: perdite sul trading proprietario, incremento di accantonamenti sul credito per peggioramento delle probabilità di default delle controparti, incremento di CVA (accantonamenti sulle posizioni in derivati OTC), incremento delle controparti in default. Il REA riguarda invece l'aumento del capitale assorbito (e quindi peggioramento dei *ratios patrimoniali*) dovuto al peggioramento dei parametri di rischio delle posizioni o dei parametri di mercato.
- **Propagazione degli scenari di stress.** Anche su questo punto non c'è alcuna modifica rispetto al passato. Il termine propagazione riguarda il modo con cui gli scenari di stress test vanno a definire le misure di impatto sopra individuate. In sostanza, si ha una biforcazione nei metodi di calcolo:
  - per il **portafoglio crediti**, vengono assegnati scenari *macro economici* (in termini di PIL, disoccupazione, prezzo degli immobili e altre variabili). Le banche tramite propri modelli *satellite* stimano l'impatto di tali scenari avversi sui parametri di rischio quali PD e LGD, determinando di conseguenza le proiezioni sui tassi di default e accantonamenti. Si tratta di modelli che legano le variabili macro alla qualità creditizia del cliente o alla tenuta delle garanzie, previa suddivisione dei clienti in cluster omogenei per dimensione e settore.
  - per gli **strumenti finanziari** (rischio di mercato, CVA, counterparty risk) vengono definiti scenari direttamente sulle *variabili finanziarie* (interest rate, forex, equity) che rappresentano i sottostanti degli strumenti finanziari.

Punti di attenzione sul **credito**. Per quanto attiene il rischio di credito, nelle note metodologiche sono posti alcuni paletti circa lo svolgimento dell'esercizio: utilizzare parametri di rischio *point-in-time* (cioè sincroni con gli scenari), per evitare l'effetto smoothing di possibili modelli *through-the-cycle*; assenza di *cure rate*, cioè non ammettere effetti di ritorno dal default nelle simulazioni; gestione attenta e prudente delle posizioni in *stage 2* ai fini dei principi contabili IFRS9, vedi [3], cioè delle posizioni che hanno subito un degrado della qualità creditizia della controparte, per le quali il provisioning deve essere effettuato *lifetime* (per l'intera vita della posizione, non ad un anno come le posizioni di qualità stabile). Si rammenta infine che sono da considerare due scenari: il baseline (proiezione neutra) e quello avverso. La resilienza delle banche è valutata rispetto a quello avverso.

Punti di attenzione sul rischio di **mercato**. Molti e interessanti gli aspetti tecnici in continuità con le precedenti edizioni. Tra questi:

- Enfasi e necessità di maggiore disclosure riguardo agli strumenti finanziari di *livello L3* ai sensi dei principi contabili, per i quali cioè il fair value è calcolato "a modello", su parametri poco liquidi e con payoff esotici.
  - Preferenza per l'approccio *full evaluation*, cioè ricalcolo delle posizioni non mediante sensitivities

ma con le opportune funzioni di pricing.

- Per il counterparty risk, devono essere computate le perdite da default delle due controparti più vulnerabili (per operatività bilaterale in derivati) nel novero delle dieci posizioni con esposizione più elevata.

### 3 Stress Test 2021. Cosa cambia

Rispetto alla precedente edizione degli stress test, gli scenari cambiano in modo significativo.

Per i tassi di interesse si fa riferimento all'ipotesi "lower for longer" (i tassi potrebbero scendere/rimanere bassi a lungo) con un declino dell'attività economica a causa di un prolungarsi della pandemia.

- Scenari macro. -3.6% di crescita del PIL nell'Unione Europea sull'orizzonte temporale 2021-2023 (scenario avverso), disoccupazione + 4.7%, prezzi immobili residenziali in discesa di quasi il 10%, quelli degli immobili commerciali di oltre il 30%. Rispetto allo stress test del 2020 lo scenario avverso prevede un declino più soft del PIL e uno più elevato della disoccupazione. Anche l'effetto sui prezzi degli immobili è più elevato.
- Scenari mercato. I tassi di interesse privi di rischio nominali (a breve e a lungo termine) rimangono sotto zero per tutto l'orizzonte dell'esercizio. La curva dei rendimenti si inverte nel 2021 con tassi ad un anno che rimangono a -0.6% mentre il tasso swap a dieci anni scende a -0.9%, nel 2022-2023 la curva dei tassi si appiattisce con tassi a breve e a lunga che convergono a -0.5%. Lo spread dei paesi con un debito pubblico elevato sale a 75 basis point nel 2023. Il declino del mercato azionario dei paesi avanzati è del 50% nel 2021 con un recupero successivo ma nel 2023 il mercato azionario è sempre sotto del 35% rispetto al punto di partenza. Gli effetti negativi sui dati di mercato sono più marcati di quanto previsto nello stress test del 2020.

In generale si riscontra che gli scenari sono più negativi di quelli utilizzati nell'ultimo stress test effettuato (quello del 2018):

- Saggio di crescita del PIL tra -0.2% e -1.9% nello scenario avverso nei tre anni 2021-2023 nell'area dell'Unione Europea. Nel 2018 lo scenario avverso prevedeva una variazione tra -0.9% e +0.5% nei 3 anni.
- Disoccupazione tra il 10.4% e il 12.4% nello scenario avverso nell'area dell'Unione Europea, mentre nello stress test del 2018 si collocava tra 8.9% e 10.4%.
- Prezzi degli immobili residenziali in diminuzione ad un saggio compreso tra -3.9% e -4.5% nello scenario avverso sui tre anni (per un cumulato pari a -15.7%), nello stress test del 2018 il calo sui tre anni era compreso tra -0.5% e -8.4% con un cumulato pari a -16%.
- Tasso di interesse a dieci anni: nel 2018+ 0.59%, nel 2021- 0.33%.
- Mercato azionario: nel 2018 l'indice borsistico americano faceva segnare -23%, nel 2021 -55%; quanto alla borsa italiana nel 2018 avevamo -35%, nel 2021 -51%.

### Riferimenti

[1] EBA (2021), [EBA launches 2021 EU-wide stress test exercise | European Banking Authority \(europa.eu\)](#)

[2] EBA (2021), "2021 EU-Wide Stress Test Methodological Note", disponibile nel sito EBA EU wide stress test

[3] [IFRS - IFRS 9 Financial Instruments](#) (2017),

## PayPal Q4 Transaction Revenue Rose 11.8% in 1st Quarterly Report Since Adding Crypto

04/02/2021 14:22:18

In the final quarter of 2020, PayPal gained 16 million in net new active accounts and handled \$277 billion in total payment volume. The earnings are the payment giant's...

<https://www.coindesk.com/paypal-2020-results-outstanding-finish-to-a-record-year>

## ECB extends bilateral euro liquidity lines with non-euro area central banks

04/02/2021 14:21:29

The European Central Bank (ECB) decided in December 2020 to offer a nine-month extension of its temporary swap and repo lines with non-euro area central banks...

<https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2021/html/ecb.pr210204~f8f544a715.en.html>

## EIOPA'S BOARD OF SUPERVISORS AGREES ON CHANGES TO THE PRIIPS KEY INFORMATION DOCUMENT

04/02/2021 14:20:56

The European Supervisory Authorities - ESAs (the European Banking Authority, the European Insurance and Occupational Pensions Authority and the European Securities and Markets Authority) submitted today to the European Commission...

<https://www.esma.europa.eu/press-news/esma-news/eiopa%E2%80%99s-board-supervisors-agrees-changes-priips-key-information-document>

---

# ESMA UPDATES Q&AS ON MIFID II AND MIFIR MARKET STRUCTURES TOPICS

04/02/2021 14:20:07

The European Securities and Markets Authority (ESMA), the EU's securities markets regulator, has today updated its [Questions and Answers](#) (Q&As) regarding market structures issues under MiFID II and MiFIR...

<https://www.esma.europa.eu/press-news/esma-news/esma-updates-qas-mifid-ii-and-mifir-market-structures-topics>

---

Direttore: Emilio Barucci.

© 2020 FinRiskAlert - Tutti i diritti riservati.

Le opinioni riportate negli articoli e nei documenti del sito [www.finriskalert.it](http://www.finriskalert.it) sono espresse a titolo personale dagli autori e non coinvolgono in alcun modo l'ente di appartenenza.

Gli articoli e documenti pubblicati nel sito e nella newsletter FinRiskAlert hanno l'esclusiva finalità di diffondere i risultati di studi e ricerche a carattere scientifico. Essi non rappresentano in alcun modo informazioni o consulenza per investimenti, attività riservata, ai sensi delle leggi vigenti, a soggetti autorizzati.