

Il termometro dei mercati finanziari (1 giugno)

di Emilio Barucci e Daniele Marazzina

02/06/2018 10:07

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

01-giu-18	Legenda					
Valutazione complessiva		Calma		↑	in miglioramento	
		Turbolenza		↔	stabile	
Tendenza: in miglioramento		Tensione		↓	in peggioramento	
Mercati italiani	01-giu	25-mag	18-mag	11-mag	04-mag	Tendenza
Rendimento borsa italiana	-1.29	-4.48	-2.94	-0.72	1.70	↑
Volatilità implicita borsa italiana	20.40	20.69	18.37	15.89	14.83	↔
Future borsa italiana	21995	22395	23030	23745	23935	↓
CDS principali banche 10Ysub	472.06	425.10	360.35	316.28	315.49	↓
Tasso di interesse ITA 2Y	1.03	0.47	0.09	-0.14	-0.18	↓
Spread ITA 10Y/2Y	1.71	1.98	2.13	2.02	1.97	↔
Mercati europei	01-giu	25-mag	18-mag	11-mag	04-mag	Tendenza
Rendimento borsa europea	-1.76	-1.63	0.23	0.42	0.90	↓
Volatilità implicita borsa europea	14.95	13.10	11.65	11.32	11.82	↓
Rendimento borsa ITA/Europa	0.47	-2.85	-3.17	-1.14	0.80	↑
Spread ITA/GER	2.36	2.05	1.64	1.32	1.25	↓
Spread EU/GER	0.87	0.79	0.64	0.53	0.53	↓
Politica monetaria, cambi e altro	01-giu	25-mag	18-mag	11-mag	04-mag	Tendenza
Euro/Dollaro	1.17	1.17	1.18	1.19	1.19	↔
Spread US/GER 10Y	2.52	2.53	2.49	2.41	2.40	↔
Prezzo Oro	1298	1304	1292	1321	1311	↔
Spread 10Y/2Y Euro Swap Curve	1.04	1.05	1.14	1.12	1.10	↔
Euribor 6M	-0.269	-0.271	-0.270	-0.271	-0.269	↔

Commento generale

- La pressione sui titoli di Stato italiani ha portato ad un innalzamento della parte a breve della curva e ad una diminuzione della sua pendenza;
- Non è solo lo spread italiano ad aumentare, quello spagnolo ha preso 50 punti base in un mese;
- Il differenziale tra i tassi di interesse americani e tedeschi è sempre ai massimi.

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.

Incertezza politica e politica monetaria: quel circolo vizioso da disinnescare

di Carlo Milani

01/06/2018 17:19

L'intensificarsi dell'incertezza politica nella fase di formazione del nuovo Governo ha riportato l'Italia al centro dell'attenzione su scala globale. Se fino alla prima settimana di maggio dai mercati non si ravvisavano forti tensioni (si veda al riguardo BEM Research, 2018), nelle ultime tre settimane la situazione è radicalmente cambiata.

In particolare è aumentata la percezione che l'Italia possa effettivamente uscire dall'Area euro. Guardando alle ricerche effettuate su Google del termine "Italexit", che come per Brexit e Grexit sta ad indicare l'uscita dell'Italia dall'Unione Europea e dall'Area euro, si rileva una netta impennata dell'interesse degli utenti su scala globale proprio dopo la controversa indicazione di Paolo Savona come Ministro dell'Economia e delle Finanze del nascente Governo (grafico 1). Un picco di ricerche si era osservato anche in coincidenza del 4 marzo, ma poi l'interesse

verso una potenziale Italexit si era progressivamente sopito.

Grafico 1. Interesse sul web a livello globale su “Italexit” (100=massimo interesse)



Fonte: elaborazioni BEM Research su dati Google Trends.

Più in generale, i temi politici italiani stanno destando un crescente interesse a livello globale. Al riguardo un’indicazione può essere fornita ancora una volta delle ricerche effettuate su Google, ma in questo caso relative all’argomento “Governo della Repubblica Italiana” (l’argomento offre l’indicazione della frequenza di ricerca di un insieme di termini che condividono lo stesso concetto, in qualsiasi lingua). Osservando la dinamica delle ricerche sull’argomento “Governo della Repubblica Italiana” e lo spread tra i tassi d’interesse a 10 anni dei titoli italiani e quelli medi di Spagna e Portogallo, due paesi in condizioni economico-finanziarie simili all’Italia, si riscontra una stretta correlazione (grafico 2; andamento analogo si osserva nel caso dello spread BTP-Bund). Questo risultato può essere interpretato come un’evidenza del fatto che l’interesse degli utenti web su scala globale esprime le crescenti preoccupazioni sulla stabilità politica italiana, che in un’ultima istanza si riflettono poi sui mercati finanziari.

Grafico 2. Interesse sul web a livello globale su “Governo della Repubblica Italiana” e reazione dei mercati finanziari (dati medi settimanali)



Fonte: elaborazioni BEM Research su dati Google Trends e Thomson-Reuters.

L’aumento degli spread sui titoli governativi italiani segnala un maggior premio per il rischio richiesto dai sottoscrittori di BOT e BTP. La dinamica dei Credit Default Swap (CDS) a 5 anni, titoli derivati che non risentono degli effetti calmieranti legati agli acquisti effettuati dalla BCE nell’ambito del quantitative easing, offre proprio questa indicazione: il premio sui CDS è passato dai 52 punti del 2 marzo 2018 agli oltre 100 del 30 maggio. Gli operatori di mercato stanno quindi scontando una probabilità di default sui titoli governativi italiani più alta rispetto a tre mesi fa. Questo maggior pessimismo ha un effetto immediato sul costo

del debito che il Governo Italiano deve sostenere nel momento in cui effettua una nuova emissione di titoli. Impatta inoltre indirettamente sulle banche italiane che detengono un’ampia quota di titoli di Stato domestici e per tale motivo sono soggette a perdite di bilancio se i rendimenti salgono e i prezzi scendono. Non stupisce quindi che anche i premi sui CDS dei principali istituti di credito italiani siano aumentati in quest’ultimo mese.

Fintanto che il QE sarà in essere è comunque difficile che i rendimenti crescano a tal punto da rendere la situazione insostenibile, come si è rischiato tra il 2011 e il 2012. In altri termini, con l’ombrello della BCE l’Italia non corre, nel brevissimo termine, eccessivi rischi di soccombere sotto gli attacchi speculativi dei mercati finanziari.

Affinché “l’ombrello” BCE rimanga aperto, però, l’Italia deve superare un altro esame, quello delle agenzie di rating. Per poter accedere al QE, così come per poter presentare un bond come collaterale nell’operazioni di politica monetaria, è necessario infatti che un’obbligazione abbia ottenuto, da almeno una delle quattro agenzie di rating internazionali riconosciute dalla BCE, ovvero Standard & Poor’s, Moody’s, Fitch e DBRS, un giudizio pari a investment grade (si veda BCE, 2015). Allo stato attuale l’Italia ha ottenuto il voto più alto da DBRS con BBB+, ovvero tre gradini sopra la classe speculative grade (tabella 1). Moody’s ha però già avvisato il mercato che si accinge a rivedere in negativo il suo giudizio sull’Italia, pari a BBB. Dopo la prima mossa di Moody’s anche le altre tre agenzie potrebbero seguirla peggiorando la pagella italiana.

Tabella 1. Rating dei titoli governativi dei paesi dell’Area euro

		S&P	Moody's	Fitch	DBRS	Rating più alto
Investment grade	Germania	AAA	AAA	AAA	AAA	AAA
	Francia	AA	AA	AA	AAA	AAA
	Austria	AA+	AA+	AA+	AAA	AAA
	Lussemburgo	AAA	AAA	AAA	AAA	AAA
	Olanda	AAA	AAA	AAA	AAA	AAA
	Belgio	AA	AA-	AA	AA+	AA+
	Finlandia	AA+	AA+	AA+	AA+	AA+
	Estonia	AA-	A+	A+	AA-	AA-
	Irlanda	A+	A	A+	A+	A+
	Malta	A-	A-	A+	A+	A+
	Slovenia	A+	BBB+	A-	A	A+
	Slovacchia	A+	A	A+	A+	A+
	Lituania	A-	A-	A-	A-	A-
	Spagna	A-	BBB+	A-	A	A
	Italia	BBB	BBB	BBB	BBB+	BBB+
	Portogallo	BBB-	BB+	BBB	BBB	BBB
Speculative grade	Cipro	BB+	BB-	BB+	BB	BB+
	Croazia	BB	BB	BB+	BB	BB+
	Grecia	B	B-	B	B	B

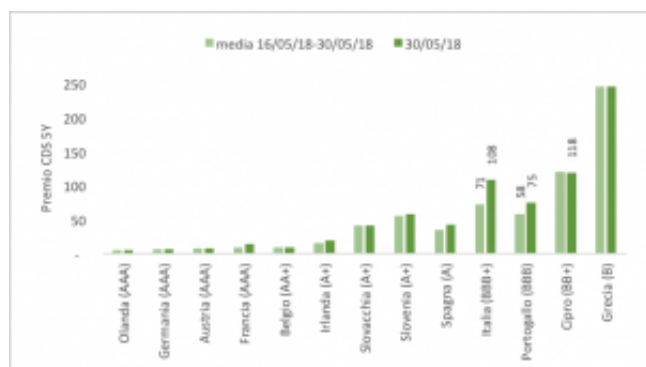
Note: la codifica dei rating è stata armonizzata. Fonte: elaborazioni BEM Research su dati Standard & Poor’s, Moody’s, Fitch e DBRS.

Guardando alla relazione tra il miglior rating assegnato ai paesi europei e il premio pagato sui CDS nel periodo più recente, la probabilità di un downgrade dell’Italia appare elevata (grafico 3). Sulla base dei premi mediamente pagati da metà a fine maggio,

l'Italia risulta essere sostanzialmente in linea con il Portogallo, che ha un rating massimo pari a BBB, un notch sopra ai titoli italiani. Focalizzando l'attenzione sul dato relativo al 30 maggio la situazione peggiora ulteriormente: il premio sui CDS è infatti ben superiore a quello del Portogallo e in linea con quello di Cipro, che invece ha un rating massimo di BB+, ovvero speculative grade.

In definitiva, un downgrade generalizzato, e nell'ordine di 2 o 3 notch, da parte delle agenzie di rating aggraverebbe velocemente la situazione italiana, determinando - a regole vigenti - la sospensione degli acquisti di titoli italiani da parte della BCE e seri problemi di liquidità per le banche domestiche, che non potrebbero più presentare come collaterale i titoli italiani. Per scongiurare questo circolo vizioso è cruciale che sui mercati torni la fiducia nel rispetto degli impegni di finanza pubblica presi dall'Italia e, soprattutto, che venga fugato qualsiasi dubbio che il futuro Governo consideri, anche solo come piano B, l'uscita dall'eurozona.

Grafico 3. Relazione tra premio sui CDS e miglior rating tra le Agenzie accreditate presso la BCE



Fonte: elaborazioni BEM Research su dati Thomson-Reuters, Standard & Poor's, Moody's, Fitch e DBRS.

Bibliografia

BCE, Guideline of the European Central Bank of 19 December 2014 on the implementation of the Eurosystem monetary policy framework.

BEM Research, L'incertezza politica letta attraverso il web ed effetti sui mercati, Analisi Flash del 10 maggio 2018.

The EOS Blockchain Launch

01/06/2018 19:12

CoinDesk, a dedicated blog to Fintech and cryptocurrencies, reported on the release of the EOS Blockchain launch, which will occur this weekend. First announced in 2017, the EOS project has been fundraising for nearly a year, raising a reported \$4 billion in what many are claiming is the largest amount ever collected by a team creating a custom cryptocurrency.

The fervor around the unveiling is, in part, due to the diverse discussions long surrounding the project. As detailed by CoinDesk, EOS has long been a target of criticism for its vision and execution, though it has attracted advocates who believe it

offers a decentralized alternative to the cloud hosting services that currently dominate the lucrative market for data storage.

With public trading for the cryptocurrency already well underway, all eyes are likely to be on the markets, in addition to technology forums, where token holders are already queuing up with questions related to trading, token registration, airdrops and wallet compatibility. Clarity has been hard to come by, something that hasn't been helped by a lack of dialogue from those who have been most publicly associated with the project.

Nevertheless, the upcoming launch process is not wholly mysterious. Most notably, the launch will begin 23 hours after the protocol's publisher, Block.one, makes the code available as open-source software. The release of the code, however, will be the extent of Block.one's involvement in the launch.

From there, a community of aspiring block producers — various entities competing to act as validators in the network's delegated proof-of-stake system (dPOS) — will subsequently pick up the baton as part of an elaborate process that appears unorthodox, even in the evolving world of new blockchain technologies.

CoinDesk: The EOS Blockchain Launch: What Should Happen (HTML)

Central Counter Party Clearing in Europe

01/06/2018 18:59

Yves Mersch, Member of the Executive Board of the ECB, at the Frankfurt Finance Summit, Frankfurt, 29 May 2018 illustrated the key role played by central counterparties in Europe. During the 2008 financial crisis, counterparty risks became infamous. The failure of Lehman Brothers and the large losses suffered by AIG in over-the-counter derivatives markets revealed that there were counterparty risks throughout the entire financial system. This was due to the domino effect of counterparty defaults in leveraged products.

In the 2009 summit in Pittsburgh, G20 countries agreed to move all standardised derivatives contracts to clearing through central counterparties (or CCPs), yet CCPs can only make the financial system safer if they are safe themselves.

In the European Union, they are subject to a comprehensive regulatory framework. The European Market Infrastructure Regulation (or EMIR) ensures that they hold robust resources to deal with financial distress. The global regulatory push towards central clearing has contributed to making CCPs extremely important parts of the global financial system. In 2009, just 40% of all interest rate derivatives contracts were cleared through CCPs, but by 2017 this had increased to 83%.

The rising importance of CCPs means that their supervisory framework needs to be reformed. Most clearing is now done across borders and is strongly concentrated in a limited number of EU CCPs, which have become systemically important for the EU as a whole.

Furthermore, two of these CCPs are based in the United Kingdom and they currently clear around 95% of euro-denominated interest rate derivatives and around 30% of

euro-denominated repos. Thus, a significant disturbance involving a major UK CCP could affect financial stability and market functioning across the EU.

On top of this, most of the liquidity provided by central banks tends to be channelled through the repo market. The United Kingdom's withdrawal from the EU means the supervisory framework for non-EU countries must be adapted. EU authorities must continue to be able to not only closely monitor UK CCPs but ensure they comply with EU regulations.

In this sense, precautions have to be taken to ensure that CCPs do not become a weak point for monetary policy and the currencies issued by central banks. CCPs can pose significant risks to the smooth operation of payment systems and to monetary policy transmission in times of market stress.

For example, market volatility or failures in CCPs' risk management may affect liquidity within the financial system and that of CCP users, who are typically monetary policy counterparties and key participants in payment systems. In extreme situations, liquidity shortfalls could foster contagion and lead to CCPs and banks becoming distressed.

This could mean the ECB needs to provide liquidity to systemic CCPs or to their members to ensure that payment systems continue to function smoothly and that monetary policy can be transmitted effectively. It is clear that, in such cases, liability and control need to be well aligned: the ECB must be able to monitor and control the risks posed by CCPs.

CCPs are also directly relevant for payment systems. Cleared markets represent a significant share of financial markets as a whole, meaning that CCPs are settling large payment volumes. In order to ensure that payment systems continue to function smoothly, the ECB must ensure that CCPs have appropriate arrangements in place for liquidity management and settlement in euro.

Moreover, in the past CCPs have increased margins and collateral haircuts beyond the levels required by prudential standards or their own risk models. But doing so they may cause liquidity strains and increase volatility in bond prices which, in turn, affects the transmission of monetary policy. To be clear, CCPs should of course make sure they remain resilient to liquidity risks. But they should do so in a predictable manner and based on sound risk models that should not undercut monetary policy decisions.

Yves Mersch: ECB Clearing — the open race, full press release (HTML)

EBA: Regulatory standards for economic downturn and LGD estimation

01/06/2018 18:17

The European Banking Authority (EBA) launched two consultations on draft regulatory technical standards (RTS) specifying an economic downturn and on a set of Guidelines related to the estimation of loss given default (LGD) appropriate for conditions of an economic downturn. The draft RTS specify

the nature, severity and duration of an economic downturn, while the Guidelines focus on the appropriate estimation of the LGD in a situation of economic downturn.

Based on the feedback received in the first consultation, which took place on 1 March 2017, these draft RTS now focus solely on the identification approach. To this end, the draft RTS require institutions to consider relevant macroeconomic and credit factors when specifying the nature of an economic downturn. In particular, the severity and duration of an economic downturn should be specified taking into account the time series for the identified relevant macroeconomic and credit factors.

The draft Guidelines has been developed to supplement the RTS and clarify how institutions should quantify LGD estimates appropriate for an economic downturn identified according to the draft RTS. To this end, the draft Guidelines focus on the methods institutions should use to quantify downturn LGD estimates. Several approaches are allowed and will be driven by the availability of loss data for the estimations. In situations with limited data availability, more prescriptive approaches are applied.

The RTS and the Guidelines together harmonise the modelling approach and, therefore, aim at creating a more level playing field across IRB institutions in this area. Specifically, the RTS ensure that an economic downturn for comparable portfolios are subject to the same economic downturn and the Guidelines provide guidance on downturn LGD estimation taking into account the specificities of the institutions' processes, underwriting standards and general response to adverse economic conditions. The approach followed in drafting the RTS and the Guidelines ensures the application of harmonised identification and LGD estimation methods.

Regulatory Technical Standards on the specification of the nature, severity and duration of an economic downturn, First Draft (PDF)

Regulatory Technical Standards on the specification of the nature, severity and duration of an economic downturn, Second Draft (PDF)

On Guidelines for the estimation of LGD appropriate for an economic downturn (PDF)

EC: proposal to enable Sovereign bond-backed securities

01/06/2018 17:51

The European Commission is today proposing new rules that will allow market-led solutions to support further integration and diversification within Europe's financial sector, leading to a stronger and more resilient Economic and Monetary Union.

Today's proposal will remove unwarranted regulatory obstacles to the market-led development of sovereign bond-backed securities (SBBS). These securities would be issued by private institutions as claims on a portfolio of euro-area government bonds. SBBS would, by design, not involve mutualisation of risks and losses among euro area Member States. Only private

investors would share risk and possible losses. Investing in such new instruments would help investors such as investment funds, insurance companies, or banks to diversify their sovereign portfolios, leading to more integrated financial markets. It would also contribute to weakening the link between banks and their home countries, which—despite recent progress—remains strong in some cases. SBBS would not negatively affect existing national bond markets. The proposal will also be beneficial for the development of the Capital Markets Union by contributing to more integrated and diversified financial markets in sovereign debt.

SBBS are a diversified pool of euro-area sovereign bonds which include sovereign bonds from all euro area Member States according to their economic weight. When buying SBBS backed by that pool, investors can choose to buy the higher or the lower risk securities, depending on their risk appetite. The highest-risk securities would be first in line to bear any losses on the underlying pool should they arise, but would in exchange pay investors a higher return. As a result the senior securities, that would bear losses only after the highest-risk securities are fully wiped out, would be low-risk.

The proposal would eliminate existing regulatory obstacles by granting SBBS the same regulatory treatment as national euro-area sovereign bonds denominated in euro (in terms, for example, of capital requirements). Banks and other financial operators that invest in securities of SBBS would achieve greater diversification and less risk for their sovereign bond portfolios, with a positive impact on the stability of the financial system as a whole.

However, SBBS would, by design, not involve any mutualisation of risks and losses among euro area Member States. SBBS would be put together by private entities created solely to issue and manage these instruments.

A high level interinstitutional task force under the aegis of the European Systemic Risk Board studied the merits and feasibility of SBBS. It published a comprehensive report in January. That analysis and the impact assessment which accompanies this proposal show that SBBS could reduce risks to financial stability. This would be achieved by facilitating the diversification of banks' and other institutions' sovereign portfolios.

European Commission: SBBS report (PDF)

European Commission — SBBS Press Release (complete)

European Commission: SBBS Factsheet (HTML)

Direttore: Emilio Barucci.

Capo redattore: Tommaso Colozza.

Redattori: Roberto Baviera, Marco Bianchetti, Michele Bonollo, Stefano Caselli, Andrea Consiglio, Silvia Dell'Acqua, Giancarlo Giudici, Gaetano La Bua, Daniele Marazzina, Carlo Milani, Aldo Nassigh, Nino Savelli.

© 2018 FinRiskAlert - Tutti i diritti riservati.

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.

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