

Il termometro dei mercati finanziari (10 Novembre 2019)

a cura di Emilio Barucci e Daniele Marazzina

09/11/2019 14:30



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						
8-Nov-19	Legenda					
Valutazione complessiva	Calma	↑	miglioramento			
		↔	stabile			
	Tensione	↓	peggioramento			
Mercati italiani						
Rendimento borsa italiana	2.62	↑	1.44	1.29	0.71	3.24
Volatilità implicita borsa italiana	15.37	↓	15.02	15.14	17.28	17.99
Future borsa italiana	23515	↑	22870	22565	22260	22050
CDS principali banche 10Ysub	386.32	↑	393.03	391.98	398.56	407.07
Tasso di interesse ITA 2Y	0.01	↓	-0.07	-0.09	-0.12	-0.11
Spread ITA 10Y/2Y	1.26	↓	1.17	1.14	1.15	1.16
Mercati europei						
Rendimento borsa europea	2.09	↑	-0.03	1.26	0.27	3.57
Volatilità implicita borsa europea	12.25	↑	12.56	12.78	13.82	14.25
Rendimento borsa ITA/Europa	0.52	↓	1.46	0.02	0.44	-0.34
Spread ITA/GER	1.54	↔	1.47	1.42	1.42	1.49
Spread EU/GER	0.58	↔	0.58	0.56	0.56	0.58
Politica monetaria, cambi e altro						
Euro/Dollaro	1.10	↓	1.117	1.109	1.114	1.104
Spread US/GER 10Y	2.199	↓	2.11	2.18	2.14	2.19
Euribor 6M	-0.33	↓	-0.337	-0.348	-0.349	-0.375
Prezzo Oro	1467	↑	1511	1509	1490	1482
Spread 10Y/2Y Euro Swap Curve	0.49	↓	0.41	0.42	0.41	0.40

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.

Fondi e informazioni chiave per i clienti. Transizione dal KIID al KID. Fatti recenti e prossime evoluzioni.

a cura di Michele Bonollo

09/11/2019 14:13

1 KIID per UCITS vs KID per prodotti retail. Breve rassegna e comparazione

L'informativa per il pubblico per i fondi comuni a livello comunitario è regolata dalla normativa UCITS, cioè dalla Direttiva 2009/65/CE (UCITS IV), e da ulteriori normative attuative. La normativa è entrata in vigore al livello di ordinamento nazionale in data 1.1.2013.

Tali normative stabiliscono la consegna al cliente obbligatoria del KIID (Key information investment document), documento breve standardizzato che riporta le politiche di investimento, profili rischio rendimento, costi del prodotto.

La seconda normativa europea di riferimento per l'informativa sui prodotti finanziari è la Regulation EU 1286/2014 riguardante i PRIIPs (Prepackaged Retail Investment and Insurance based

Products). Anche tale disciplina definisce una documentazione sintetica standardizzata (max 3 pagine formato A4) per la clientela, denominata in questo caso KID (key information document).

La normativa detta dei "KID for PRIIPS" è in vigore da 1.1.2018.

L'ambito di applicazione è schematizzato nella seguente tabella

Come si vede, la normativa dei KID/PRIIPS ha nel perimetro anche i fondi comuni, con potenziale sovrapposizione rispetto al KIID UCITS.

PRIIPS	NON PRIIPS
<ul style="list-style-type: none"> Fondi comuni di investimento (attenzione: per gli UCITS sono previsti 5 anni di deroga dalla data di applicazione del Regolamento) Prodotti assicurativi con una componente di investimento (Uni-linked ecc.) Prodotti e depositi strutturati Obbligazioni convertibili Derivati Prodotti emessi da SPV 	<ul style="list-style-type: none"> Azioni Obbligazioni Depositi non strutturati Polizze assicurative con prestazioni dovute solo in caso di decesso e danni gravi Prodotti pensionistici complementari

In fase di entrata in vigore della stessa, è stata però concessa deroga agli operatori dell'asset management sino al 31.12.2019 per la produzione dei KID, deroga poi estesa sino al 31.12.2021, causa forte dibattito critico espresso dalla comunità finanziaria in ordine alla applicazione della normativa KID anche ai fondi.

Prima di illustrare tale dibattito e le critiche principali, analizziamo le principali differenze dei KIID UCITS vs KID PRIIPS. Ci limitiamo qui alla parte su profilo di rischio e rendimento, non trattiamo dei costi per motivi di spazio.

Vediamo dunque le differenze (e analogie):

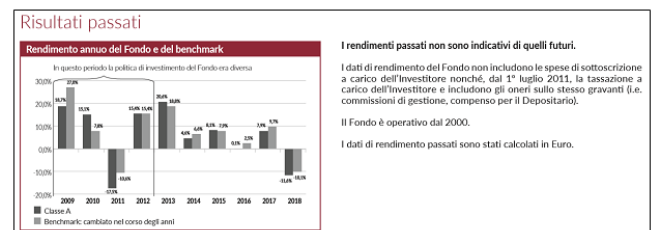
- Rappresentazione del rischio.** Entrambi i documenti rappresentano il rischio mediante un SRI (synthetic/summary risk indicator) su scala 1...7, dove 1 rappresenta il livello minimo, 7 quello massimo. A tale classe di rischio si giunge ovviamente dopo avere mappato misure continue in classi discrete in base a certi range. Da notare che per i fondi la normativa si esprime su *Risk & Reward indicator*, come ad assumere quindi che a rischi maggiori corrispondano sempre rendimenti maggiori, ma di fatto è un indicatore di solo rischio
- Tipi di rischio coperti.** Il KIID dei fondi comuni cattura il *rischio di mercato* in senso stretto, in quanto la misura sintetica è basata sulla volatilità della quota (NAV) del fondo. Per i KID invece l'indicatore finale è la combinazione di due processi, uno legato al rischio di mercato del prodotto, l'altro al *rischio di credito/emittente*, che poi vengano aggregati tra loro. Infatti, nei disclaimer dei KIID dei fondi sui rischi non coperti dall'indicatore, pressoché tutti la case prodotto citano il rischio di credito
- Metodologia per il rischio di mercato.** Entrambe i prospetti sono basati su concetti di *VaR* e *volatilità* su scala annua. Per i fondi si esegue un calcolo di volatilità classico, ottenuta come *deviazione standard* dei rendimenti giornalieri. Per i PRIIPS il calcolo è molto più complesso: i prodotti sono classificati in **categorie** in relazione al tipo di *payoff*. Per tutte le categorie si parte da un calcolo di VaR che poi viene convertito in una misura di volatilità. Per i prodotti con *payoff lineare* si usa un approccio analitico

detto di *Cornish-Fisher*, per la stima del percentile (VaR), mentre per i prodotti *non lineari* (caso più importante i *certificates* esotici), è richiesto un approccio *simulativo* mediante ricampionamento dei rendimenti storici. Si veda per maggiori dettagli [3]

- Rappresentazione rendimenti.** Per il KIID dei fondi vengono mostrate in forma di istogramma le *performance passate* annue del prodotto, con quelle del benchmark se disponibile, su 10 anni. Per i PRIIPS sono invece visualizzati i *rendimenti prospettici* su più scenari: favorevole, mediano, sfavorevole, sotto *stress*. I primi corrispondono ai percentili (90%, 50%, 10%) dei possibili rendimenti. Lo scenario di *stress* è ottenuto a partire da una stima "estrema" della volatilità, ottenuta su più possibili subfinestre, infine dalla applicazione di un opportuno percentile.

Sull'ultimo punto di sotto nelle figure il confronto secondo le due normative di due prodotti con mercato di riferimento simile, cioè un fondo azionario europeo e un certificate collegato all'indice Eurostoxx50 con *leva long* di circa 3.5 (al momento del presente articolo).

Investimento EUR 10.000,00		Periodo di Riferimento (1 giorno di calendario)
Scenario stress	Possibile rimborso al netto dei costi Rendimento percentuale (non annualizzato)	EUR 8.144,24 -18,56%
Scenario sfavorevole	Possibile rimborso al netto dei costi Rendimento percentuale (non annualizzato)	EUR 9.450,49 -5,50%
Scenario moderato	Possibile rimborso al netto dei costi Rendimento percentuale (non annualizzato)	EUR 9.862,87 -1,37%
Scenario favorevole	Possibile rimborso al netto dei costi Rendimento percentuale (non annualizzato)	EUR 10.280,16 2,80%



2 Critiche all'attuale KID dell'industria dell'Asset Management

L'industria dell'asset management europea, mediante la propria associazione di categoria EFAMA, ha espresso varie critiche rispetto alla applicazione *as-is* della normativa sui KID anche ai fondi comuni. Tali critiche sono state espresse nel corso del 2018 e sintetizzate in un position paper.

Tra l'altro, va anche detto che se non intervengono modifiche normative, i clienti si vedrebbero consegnare **sia** il KID sia il "vecchio" KIID.

Le principali critiche, oltre la disclosure sui costi, riguardano la eliminazione delle performance passate in favore degli scenari ipotetici futuri.

La posizione di EFAMA in [4]. Qui di sotto riportiamo la press release che bene evidenzia lo scetticismo.

The evidence supports the following findings and conclusions:
The new methodology for calculating transaction costs produces confusing and unreliable figures: on a constant basis, transaction costs are either over or underestimated, sometimes even leading to overall negative transaction cost figures being presented to investors.
As a result, PRIIP KID's new methodology forces manufacturers to make claims for products that hinders investors' understanding of them.
Investors will be deprived of an important element of information as a result of past performance of products and of their benchmark if any not being disclosed in the PRIIP KID.
Looking at future performance scenarios without further context will not help investors make investment decisions: the future performance scenario is based on the last five years returns and assumes that a market will operate in a single direction effectively indefinitely, meaning that investors will be provided with excessively optimistic and linear performance scenarios.

3 Il recente paper di consultazione delle authorities europee. Innovazioni sul KID per i fondi

Le authorities di supervisione di intermediari e mercati ESA (ESMA, EBA, EIOPA) hanno pubblicato nell'ottobre 2019 un paper di consultazione che cerca di tenere conto sia delle perplessità espresse dalle associazioni di categoria in una precedente consultazione e anche di test condotti presso i consumatori. Si veda [5].

Tralasciando come detto la questione dei costi, ci soffermiamo qui sulle significative proposte riguardanti la illustrazione al cliente delle performance.

E' necessario un piccolo passo indietro. Oltre al fatto di non visualizzare le performance passate, giudicate più semplici in quanto "deterministiche" e quindi di facile comprensione, l'altro aspetto molto criticato della metodologia sulle performance è di essere *prociclica*.

Basandosi gli scenari di performance sulle serie storiche (in genere se disponibili 5 anni di dati), se ne ricava che le distribuzioni di probabilità stimate sui rendimenti, oltre alla incertezza (volatilità), ricavano dai dati anche il trend passato che diventa, sul futuro, una sorta di rendimento atteso.

Perché dunque prociclico? Se i nuovi prodotti, specie azionari, nascono in una fase di mercati positivi, la metodologia incorpora i trend osservati e quindi porta ad alcuni paradossi, come il fatto ad esempio, che anche lo scenario sfavorevole (10% peggior percentile) possa mostrare performance positive o solo debolmente negative. Fatto amplificato dall'eventuale uso di serie storiche su 2 anni, consentito dalla regulation. Lo stesso vale ovviamente per fasi di mercato negativo.

A fronte di questa critica motivata, le ESA propongono di **eliminare i trend storici** in favore di un concetto più solido e stabile di rendimento atteso, in qualche modo guidato da una combinazione di dividendo e di free risk.

Più in particolare viene proposto quanto segue:

- il rendimento (atteso) è dato dalla combinazione (somma) di:
 - A) *reference rate* per currency B) *asset specific risk premium*.
- il **reference rate**, che agisce come una sorta di pivot, è costruito con la curva ottenibile dai bond governativi del paese, così da catturare anche l'eventuale rischio specifico del paese
- il **risk premium** è specifico per asset type, e vengono date le indicazioni che seguono:
 - equity: tasso di dividendo
 - bond: tasso cedola diminuito del reference rate

- FX: forward rate diminuiti del reference rate
- Commodity: forward rate diminuiti del reference rate

Si demanda alla consultazione e ai prossimi passi attuativi di definire con maggiore dettaglio quanto sopra.

Più in generale, vengono confermati gli scenari *what if* guidati da opportuni livelli di confidenza probabilistici (percentili), impianto che pure era stato soggetto a critiche per una sua rimozione.

Riportiamo qui uno dei passaggi chiave di [5] per argomentare questa nuova impostazione.

The proposed amendment to the current methodology is therefore to change the estimator of the growth rate so that the observed historic growth of the asset is no longer used.
 Based on some recent academic studies, the ESAs have focused their analysis on the use of dividend rates or yields to estimate asset specific risk premia and have developed a revised methodology based on this

4 Riflessioni e Conclusioni

Come giudicare quanto proposto? Sarà interessante vedere gli esiti della consultazione, che si chiude in gennaio con pubblicazione degli esiti di sintesi alcuni mesi dopo. Di certo, se pensiamo ai fondi, tale approccio che "unificherà" il rendimento atteso di prodotti analoghi (fondi azionari europea, fondi obbligazionari euro governativi medio termine, ecc) porterà ad una maggiore stabilità nel tempo delle figure di performance mostrate nel KID e anche una **minore variabilità interna** nel cluster di riferimento.

Alla fine il nodo critico rimane lo stesso: quanto l'industria del risparmio gestito sta sulla frontiera efficiente? Se pensiamo che la nuvola dei punti (i fondi comuni) sia molto compatta vicino la frontiera, la nuova proposta aggiunge chiarezza oltre che stabilità, se invece il panel dei prodotti a parità dello stesso cluster ha performance storiche molto differenziate, i nuovi scenari probabilistici impoveriti del trend storico potrebbero essere poco premianti per i migliori gestori, creando un generale livellamento tra i competitors, non veritiero su base empirica. Cercheremo di rispondere a questo in un prossimo articolo.

Alla fine il nodo critico rimane lo stesso: quanto l'industria del risparmio gestito sta sulla frontiera efficiente? Se pensiamo che la nuvola dei punti (i fondi comuni) sia molto compatta vicino la frontiera, la nuova proposta aggiunge chiarezza oltre che stabilità, se invece il panel dei prodotti a parità dello stesso cluster ha performance storiche molto differenziate, i nuovi scenari probabilistici impoveriti del trend storico potrebbero essere poco premianti per i migliori gestori, creando un generale livellamento tra i competitors, non veritiero su base empirica. Cercheremo di rispondere a questo in un prossimo articolo.

Riferimenti

- [1] European Parliament (2009), "UCITS IV, regulation 2009/65", *Official Journal of the European Union*
- [2] European Parliament (2014), "Regulation 1286/2014 Key information documents for packaged retail and insurance-based investment products (PRIIPs)", *Official Journal of the European Union*.
- [3] Autori Vari (2016), "Risk section KID", COM Workshop: KID for PRIIPs - 11/07/2016.

[4] EFAMA (2018), "EFAMA'S EVIDENCE ON THE PRIIP KID'S SHORTCOMINGS "

[5] ESMA, EBA, EIOPA (2019), "Joint Consultation Paper concerning amendments to the PRIIPs KID"

Working group on euro risk-free rates issues high level recommendations for fallback provisions in contracts referencing EURIBOR

06/11/2019 15:21

Today, the private sector working group on euro risk-free rates has published a set of recommendations for fallback provisions in contracts...

<https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2019/html/ecb.pr191106~66739f5e39.en.html>

MIFID II: ESMA CONSULTS ON POSITION LIMITS IN COMMODITY DERIVATIVES

06/11/2019 15:20

ESMA launches this consultation paper in the context of the review it is obliged to perform under MiFID II...

<https://www.esma.europa.eu/press-news/esma-news/mifid-ii-esma-consults-position-limits-in-commodity-derivatives>

Workshop "Customer protection in the banking sector — the role of Banca d'Italia"

06/11/2019 15:20

La Banca d'Italia organizza — nell'ambito delle attività di cooperazione tecnica internazionale — il workshop "Customer protection in the banking sector — the role of Banca d'Italia"...

<https://www.bancaditalia.it/media/notizia/workshop-customer-protection-in-the-banking-sector-the-role-of-banca-d-italia/?com.dotmarketing.htmlpage.language=102>

China Scraps Plan to Categorize Bitcoin Mining as Industry to Be Eliminated

06/11/2019 15:17

More than six months after the China National Development and Reform Commission proposed to categorize bitcoin mining as an industry to be phased out from the country, it appears the agency has now scrapped that plan...

<https://www.coindesk.com/china-scraps-plan-to-categorize-bitcoin-mining-as-industry-to-be-eliminated>

Direttore: Emilio Barucci.

© 2019 FinRiskAlert - Tutti i diritti riservati.

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.

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.
