

## Il termometro dei mercati finanziari (29 Ottobre 2021)

a cura di *Emilio Barucci e Daniele Marazzina*

01/11/2021 09:44:30



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						
29-ott-21		Legenda				
Valutazione complessiva		Calma		↑	miglioramento	
				↔	stabile	
				↓	peggioramento	
		Tensione				
Mercati italiani		29-ott	22-ott	15-ott	08-ott	01-ott
Rendimento borsa italiana	1.14	↑	0.31	1.68	1.70	-1.36
Volatilità implicita borsa italiana	17.40	↓	16.39	16.70	18.76	20.32
CDS principali banche 10Ysub	343.88	↔	340.67	346.06	348.47	344.90
Tasso di interesse ITA 2Y	-0.30	↓	-0.41	-0.47	-0.49	-0.48
Spread ITA 10Y/2Y	1.44	↔	1.37	1.34	1.37	1.30
Mercati europei		29-ott	22-ott	15-ott	08-ott	01-ott
Rendimento borsa europea	1.47	↑	0.14	2.69	0.94	-2.96
Volatilità implicita borsa europea	15.27	↓	15.44	15.44	17.60	18.92
Rendimento borsa ITA/Europa	-0.33	↓	0.17	-1.01	0.76	1.60
Spread ITA/GER	1.28	↓	1.06	1.04	1.03	1.04
Spread EU/GER	0.64	↓	0.49	0.48	0.49	0.50
Politica monetaria, cambi e altro		29-ott	22-ott	15-ott	08-ott	01-ott
Euro/Dollaro	1.16	↔	1.165	1.161	1.157	1.160
Spread US/GER 10Y	1.71	↑	1.75	1.74	1.75	1.69
Euribor 6M	-0.533	↓	-0.532	-0.523	-0.526	-0.528
Prezzo Oro	1777	↑	1806	1773	1759	1756
Spread 10Y/2Y Euro Swap Curve	0.50	↑	0.61	0.62	0.64	0.58

### 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 Ottobre 2021)

a cura di *Gianni Pola e Antonello Avino*

01/11/2021 08:09:12



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	29/10/2021		30/09/2021	30/08/2021
<b>Mercati europei</b>	7.9	↓	15.2	6.8
<b>Settori globali</b>	33.8	↓	33.5	7.9

  

Volatilità Mercati Europei	29/10/2021		30/09/2021	30/08/2021
FTSE 100	10.4%	□	10.0%	10.0%
CAC 40	14.3%	□	14.3%	12.7%
DAX	14.5%	□	14.1%	8.5%
SWISS MARKET	11.1%	□	11.5%	8.1%
AEX-Index	15.6%	↑	12.8%	11.1%
IBEX 35	16.1%	□	16.6%	12.7%
OMX STOCKHOLM 30	15.3%	□	14.7%	11.1%
FTSE MIB	14.8%	□	15.6%	12.8%
OMX COPENHAGEN 20	19.0%	□	16.8%	14.2%
OMX HELSINKI	16.0%	□	15.7%	10.7%

  

Volatilità Settori Globali	29/10/2021		30/09/2021	31/08/2021
Telecom	10.3%	↑	7.1%	6.8%
Financials	13.7%	□	15.0%	11.5%
Information Technology	18.2%	□	15.8%	10.3%
Healthcare	12.5%	↑	9.3%	8.1%
Consumer Discretionary	13.1%	□	12.4%	14.2%
Industrial	11.1%	□	10.6%	8.7%
Consumer Staples	8.8%	□	7.9%	7.4%
Energy	20.1%	□	24.9%	23.4%
Materials	12.4%	□	14.6%	14.2%
Real Estate	11.3%	□	11.1%	7.3%
Utilities	12.5%	□	10.7%	8.4%

**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
turbolenza	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.

## SII review: the EC speaks, the others comment

*a cura di Silvia Dell'Acqua*

29/10/2021 12:05:51



Last 22<sup>nd</sup> September 2021 the European Commission (EC) published a legislative package aimed at amending the SII Directive. The legislative proposal will be now discussed with Member States, Stakeholders, and the European Parliament (EP), which will finalize the legislative process by accepting, rejecting, or modifying the suggestions of the EC. The entire process may last few years. So far, these comments have been made

- ANIA (22<sup>nd</sup> September 2021) claims it will carefully examine the proposal, without hiding the concerns that some aspects seem to be too much penalizing and unobjective and some others seem to inflict a too heavy burden on the users of Internal Models. The National Association of the Italian Insurances hopes that, during the legislative process, the EP and EC will find a right balance between the prudential grounds and the need of not unduly compress the potential business investments
- EIOPA (1<sup>st</sup> October 2021) welcomes most of the proposal of the EC (development of an Insurance Recovery and Resolution Directive, inclusion of a macroprudential perspective, enhancements on the proportionality principle, definition of a new extrapolation methodology of Risk Free Rates - RFR, an adjustment to the interest rate risk and additional tools to address systemic risk) while regretting the lack of consideration for a minimum harmonization of the Insurance Guarantee Schemes (IGS) at EU level
- IVASS (14<sup>th</sup> October 2021) considers the EC proposals as aimed at limiting excessive volatility in the short term, not appropriately mitigated by the so-called long-term measures. The Italian National Authority notes, with a certain disappointment, the lack of harmonization for the IGS and raises doubts on the actual effect of a future regulation that still needs to be drafted; it judges the amendments on the Volatility Adjustment (VA) as a step forward, that anyhow shall be further improved to be effective.

The review of the Directive started last February 2019, with the European Commission calling EIOPA for advice and the latter publishing its opinion in December 2020, after having drafted several public consultations. The SII review is focused on adapting the current regulation to the new economic context (especially the persistence of low interest rates), with the goal of ensuring a better protection for the policyholders, without penalizing too much the insurance industry. The main areas under the spotlight are:

- LTG measures and equity risk (RF extrapolation, VA, RM and LTE)
- SCR (Interest Rate Risk)
- Reporting and disclosure
- Proportionality
- Macroprudential tools
- Recovery and resolution
- Insurance guarantee schemes
- **Long-Term Guarantee (LTG) measures and equity risk**

The EC plans to update the extrapolation of the RFR with a phase-in mechanism lasting until the end of 2031, building on the hints

provided by EIOPA and disclosing the details in the Delegated Acts or Regulatory Technical Standards (RTS), only after the finalization of the legislative process.

According to EIOPA, the SII directive should abandon both the LLP (Last Liquid Point) and SW (Smith Wilson) technique in favour of an extrapolation to the UFR (Ultimate Forward Rate) that starts from the FSP (First Smoothing Point). The EC agrees on that and confirms EIOPA's idea of splitting the Volatility Adjustment (VA) of a certain country  $j$  into two parts:

$$VA_j = VA_{Perm} + VA_{Macro, j}$$

- the permanent component  $VA_{Perm}$  reflects the long-term illiquid nature of all insurance cash-flows

$$VA_{Perm} = GAR \cdot CCSR_i \cdot RC_S$$

- the macroeconomic component  $VA_{Macro, j}$  replaces the existing country specific VA and is applicable to liabilities of products sold in a country  $j$  and denominated in the currency of that country

$$VA_{Macro, j} = GAR \cdot CCSR_i \cdot \omega_j \cdot \max(0, RC_{S_j} - 1.3RCS \cdot Scale)$$

Where:

- GAR is the General Application Ratio, confirmed to be increased to 85%, as suggested by EIOPA
- $CCSR_{i}$  is the single company  $i$  Credit Spread Sensitivity Ratio, that replaces the two variables proposed by EIOPA, still aiming at reflecting different sensitivity of Assets and Liabilities to change in Credit Spreads and interest rates
- $RC_S$  and  $RC_{S_j}$  are the risk-corrected spreads of the representative portfolio
- no need for additional scaling is envisaged by the EC.

The EC maintains the incompatibility of the VA with the Matching Adjustment (MA) and requests a prior approval by the NSAs for the VA application by new adopters, provided their demonstration of an adequate implementation process for its calculation. The EC goes along with EIOPA's suggestions to forbid the use of Dynamic Volatility Adjustment in the SCR standard formula and to increase the prudency principle for internal models applying it.

For what concerns the Risk Margin (RM), criticized by the market as too sensitive to changes in the interest rates and too penalizing, the EC plans to build on EIOPA's suggestion of multiplying future SCRs by an exponentially decreasing factor, but without setting a floor; it also does not discard the potential reduction of the current 6% CoC value to a 5%. The new formulation will be part of the Delegated Regulation's update.

Following EIOPA's advice, the EC confirms its intention to softening the too stringent criteria the insurance companies should meet to classify more equity as LTE (Long Term Equity), benefiting of the low capital charge (22%, almost half of the normal equity holdings) associated to this asset class, introduced back in 2019 with the purpose of helping the sector. The EC also

confirms EIOPA's proposal to extend the Symmetric Adjustment range from  $-/+10\%$  to  $-/+17\%$ .

- **Solvency capital requirements (SCR)**

This time, the EC considers EIOPA's advice of modifying the IR risk calibration into a relative shift approach, with a phase-in mechanism of 5 years, to properly reflect the steep fall of interest rates into negative values, without damaging too much the SII position of the companies. The details of the calculation will be released in an update of the Delegates Acts.

EIOPA's proposed calibration works as follows:

$$r_t^{up}(m) = r_t(m)(1 + s_m^{up}(\theta_m)) + b_m^{up}$$

$$r_t^{dw}(m) = r_t(m)(1 - s_m^{dw}(\theta_m)) - b_m^{dw}$$

Where the shocked interest rates in the downward scenario are floored to a minimum of  $-1.25\%$ . The EC, instead, makes an allowance for extrapolating long term interest rates: for each currency, the stressed risk-free interest rates could be extrapolated towards a stressed UFR, that can be 15 bps lower or higher the ordinary UFR in the stressed scenario.

The EC confirms EIOPA's proposal of reducing the correlation parameter for spread risk and interest rate risk (downward scenario) from 0.5 to 0.25. This will be done by amending the Delegated Regulation.

- **Reporting and disclosure**

Welcoming EIOPA's advice, the EC details a new structure of the Solvency and Financial Condition Report (SFCR), aimed at improving its outreach. The report is split into two parts: the first addressed to policyholders with a high-level content, while the latter addressed to a professional audience. Furthermore, the SFCR will be subject to a mandatory audit review. For the Regular Supervisory Report (RSR), the EC specifies it should include information on the undertaking's business and performance, system of governance, risk profile, valuation for solvency purposes and capital management over the reporting period. The EC also extends the solo SFCR and RSR reporting deadline from 14 to 18 weeks and the annual solo QRT deadline from 14 to 16 weeks.

- **Proportionality**

The EC welcomes EIOPA's proposal to increase and standardize the level of proportionality by passing objective criteria: the GWPs threshold is increased from 5 to 15mln euros and TPs threshold is increased from 25 to 50mln euros.

- **Macroprudential tools**

The EC welcomes EIOPA's proposal of expanding the SII perimeter to include macroprudential objectives and policies: macroprudential concerns shall be included in the ORSA and liquidity risk management plans shall be drawn up (EIOPA shall draft RTS to specify contents and timing) and a set of liquidity risk indicators shall be defined to identify, monitor, and address potential liquidity stress. The EC also welcomes EIOPA's advice to invest the NSA with the power of requiring undertakings with a particularly vulnerable risk profile to restrict or suspend

payments such as dividend distributions, share buy-backs, bonuses, or other variable remuneration during periods of exceptional sector-wide shocks.

- **Recovery and resolution**

The EC published a Directive's proposal addressing crisis management to harmonize the rules and processes for recovery and resolutions of undertakings established in the EU and subject to the SII framework. Member States shall set up insurance resolution authorities, insurers shall develop and maintain recovery plans as preventive measures, resolution authorities shall prepare resolution plans. The proposal requires EIOPA to develop ten TS and six Guidelines.

- **Insurance guarantee schemes**

In response to EIOPA's suggestion to introduce a European network of IGS, with a common minimum set of coverages, funded by all insurance undertakings and meant to protect policyholders either with a monetary compensation or by ensuring the continuation of their policy in case the insurance company becomes insolvent, the EC claims that, considering the economic uncertainties created by the COVID-19 pandemic, as well as the need to focus on economic recovery, any action to align rules for IGS is not appropriate at this juncture, but will be reassessed in the future. In the meantime, the EC published a study, prepared by JRC (Joint Research Centre), the EC's science and knowledge service, aimed at providing evidence-based scientific support to the European policymaking process. It is a quantitative assessment of several policy options for a possible proposal on the introduction of harmonized rules for IGSs, following up on a previous study developed in 2010. The report invests the size of losses that might hit consumers in each Member State in one-year time horizon and approximates the amount of funding needs which IGS should collect in each country. Results are dependent on the level of the Probability of Default of insurers, and show variation across countries, following the variation in the level of Exposure at Default.

References:

- [https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/IP\\_21\\_4783](https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/IP_21_4783)
- <https://www.ania.it/documents/35135/360755/CS+-+ANI+A+su+revisione+Solvency+-+22.09.2021+.pdf/fd812644-17da-fd46-9a85-14bb61da6dc2?t=1632323806652>
- <https://www.eiopa.europa.eu/document-library/opinion/opinion-2020-review-of-solvency-ii>
- [https://www.ivass.it/media/interviste/documenti/interventi/2021/14-10-sdp-ribassigeco/SDP\\_RIB\\_ASSIGECO\\_14\\_10\\_21.pdf](https://www.ivass.it/media/interviste/documenti/interventi/2021/14-10-sdp-ribassigeco/SDP_RIB_ASSIGECO_14_10_21.pdf)
- <https://www.fnriskalert.it/eiopas-opinion-on-sii-review-a-cura-di-silvia-dellacqua/>

## ESMA ADDRESSES INVESTMENT RECOMMENDATIONS MADE ON SOCIAL MEDIA

## PLATFORMS

29/10/2021 11:26:33

The European Securities and Markets Authority (ESMA), the EU's securities markets regulator, issued today a [Public Statement on investment recommendations made on social media](#)

...

<https://www.esma.europa.eu/press-news/esma-news/esma-addresses-investment-recommendations-made-social-media-platforms>

## CRR II / CRD V: dalla Commissione UE il pacchetto di revisione in attuazione di Basilea III

29/10/2021 11:26:03

La Commissione europea ha adottato una revisione delle norme bancarie dell'UE relative al Regolamento sui requisiti patrimoniali...

<https://www.dirittobancario.it/art/crr-ii-crd-v-dalla-commissione-ue-il-pacchetto-di-revisione-in-attuazione-di-basilea-iii/>

## Evergrande evita per la seconda volta il default: pagata cedola da 47,5 milioni di dollari

29/10/2021 11:24:48

**La notizia ha avuto ripercussioni sulle Borse cinesi, che hanno chiuso la seduta in territorio positivo, intorno ai massimi intraday...**

<https://www.ilsole24ore.com/art/evergrande-evita-la-seconda-volta-default-pagata-cedola-475-milioni-dollari-AEtL6Mt>

## Mastercard is preparing its infrastructure for the deployment of CBDCs

29/10/2021 11:24:16

The world's third-largest consumer payment processor remains bullish on the adoption of CBDCs...

<https://cointelegraph.com/news/mastercard-is-preparing-its-infrastructure-for-the-deployment-of-cbdc>

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.