

Interest Rate Strategy

LIBOR: ancora pochi mesi per la cessazione definitiva su tutte le valute

La sostituzione del LIBOR con i nuovi tassi risk-free (RFR) sta procedendo velocemente in tutte le giurisdizioni. La pubblicazione dei tassi LIBOR USD overnight e a 1, 3, 6 e 12 mesi terminerà il 30 giugno 2023.

Tutti i tassi LIBOR in GBP, JPY, CHF e EUR, i tassi LIBOR USD a 1 settimana e 2 mesi hanno cessato di essere pubblicati già dal 31/12/2021.

Anche la pubblicazione dei tassi Libor sintetici su base non rappresentativa per alcune scadenze in JPY e GBP è cessata o prossima alla cessazione, mentre i Libor USD sintetici, per aiutare la transizione ai nuovi benchmark, potrebbero essere pubblicati da fine giugno 2023 a fine settembre 2024.

La sostituzione del LIBOR con i nuovi tassi risk-free (RFR) sta procedendo velocemente in tutte le giurisdizioni. Tutti i tassi LIBOR in GBP, JPY, CHF e EUR, i tassi LIBOR USD a 1 settimana e 2 mesi, hanno cessato di essere pubblicati già dal 31/12/2021.

La pubblicazione dei tassi LIBOR USD overnight e a 1, 3, 6 e 12 mesi sta continuando sulla base del contributo di un panel di banche, principalmente per consentire la transizione di quei contratti, cosiddetti "legacy contract", per i quali o non è possibile una conversione verso un tasso diverso dal LIBOR o un emendamento per aggiungere un tasso di fallback¹. L'IBA prevede di continuare a calcolare e pubblicare questi tassi fino alla fine di giugno 2023, data oltre la quale: a) i tassi LIBOR USD con durata overnight e 12 mesi cesseranno; b) in seguito ai risultati emersi dalla consultazione pubblica di giugno '22, la FCA sta valutando sulla base dei suoi poteri ai sensi del regolamento UK sui benchmark (BMR) di richiedere che l'IBA continui a pubblicare il LIBOR USD a 1, 3 e 6 mesi con una metodologia "sintetica" non rappresentativa oltre la fine di giugno 2023 fino alla fine di settembre 2024.

Le tappe della cessazione dei tassi LIBOR e LIBOR sintetici

	USD	GBP	YEN	CHF	EUR
Overnight/SN	Disponibile fino al 30/06/23	Cessato dopo 31/12/ 2021	Cessato dopo 31/12/ 2021	Cessato dopo 31/12/ 2021	Cessato dopo 31/12/ 2021
1 settimana	Cessato dopo 31/12/ 2021	Cessato dopo 31/12/ 2021	Cessato dopo 31/12/ 2021	Cessato dopo 31/12/ 2021	Cessato dopo 31/12/ 2021
1 mese	Disponibile fino al 30/6/23, poi tasso sintetico fino al 30/09/24 (probabile, non ancora annunciato dalla FCA)	Cessato dopo 31/12/ 2021, poi tasso sintetico fino al 31/03/23	Cessato dopo 31/12/ 2021, poi tasso sintetico fino al 31/12/22	Cessato dopo 31/12/ 2021	Cessato dopo 31/12/ 2021
2 mesi	Cessato dopo 31/12/ 2021	Cessato dopo 31/12/ 2021	Cessato dopo 31/12/ 2021	Cessato dopo 31/12/ 2021	Cessato dopo 31/12/ 2021
3 mesi	Disponibile fino al 30/6/23, poi tasso sintetico fino al 30/09/24 (probabile, non ancora annunciato dalla FCA)	Cessato dopo 31/12/ 2021 poi tasso sintetico fino al 31/03/24	Cessato dopo 31/12/ 2021 poi tasso sintetico fino al 31/12/22	Cessato dopo 31/12/ 2021	Ceased after 31/12/ 2021
6 mesi	Disponibile fino al 30/6/23, poi tasso sintetico fino al 30/09/24 (probabile, non ancora annunciato dalla FCA)	Cessato dopo 31/12/ 2021, poi tasso sintetico fino al 31/03/23	Cessato dopo 31/12/ 2021, poi tasso sintetico fino al 31/12/22	Cessato dopo 31/12/ 2021	Cessato dopo 31/12/ 2021
12 mesi	Disponibile fino al 30/06/23	Cessato dopo 31/12/ 2021	Cessato dopo 31/12/ 2021	Cessato dopo 31/12/ 2021	Cessato dopo 31/12/ 2021

Fonte: IBA, FCA, NY Fed, BoE, Intesa Sanpaolo

27 febbraio 2023 9:32 CET

Data e ora di produzione

Direzione Studi e Ricerche

Rates, FX and Commodities Research

Chiara Manenti

Fixed Income Strategist

27 febbraio 2023 9:36 CET

Data e ora di circolazione

¹ <https://www.federalreserve.gov/newsevents/pressreleases/files/bcreg20201130a1.pdf>

Con riferimento al Libor JPY e GBP, la FCA ha richiesto all'IBA di pubblicare tali tassi con metodologia "sintetica" oltre la data di cessazione di rappresentatività. In particolare, i tassi LIBOR JPY sintetici sono stati pubblicati per tutto il 2022, mentre i tassi sintetici del GBP LIBOR a 1 e 6 mesi saranno disponibili fino al 31 marzo 2023 e il tasso GBP LIBOR sintetico a 3 mesi fino a fine marzo 2024. I nuovi tassi "sintetici" sono basati su una metodologia modificata, che non utilizza i contributi delle banche del panel e che non permette di calcolare tassi rappresentativi del mercato sottostante come in precedenza..

La cessazione del LIBOR è stata preceduta da un lungo lavoro da parte di regolatori, banche centrali e agenti di mercato che si è concluso con la nascita di nuovi tassi free risk (RFR) che svolgono ora la funzione di nuovi benchmark sul mercato monetario e che hanno sostituito il LIBOR nella maggior parte dei contratti esistenti e nei nuovi. In ogni giurisdizione sono stati identificati nuovi tassi di fallback per il LIBOR, come riassunto nella tabella sottostante.

Tassi risk free sostituti del LIBOR

IBOR	Risk free rate	Administrator	Secured or Unsecured Transactions	
GBP LIBOR	SONIA	Bank of England	Unsecured	o/n wholesale deposits
USD LIBOR	SOFR	New York Fed	Secured	o/n UST repo
JPY LIBOR	TONAR	Bank of Japan	Unsecured	o/n call rate
CHF LIBOR	SARON	SIX Swiss Exchange Ltd	Secured	Interbank o/n repo
EUR LIBOR	€STR	ECB	Unsecured	o/n wholesale deposits

Fonte: ICE Benchmark Administration, Intesa Sanpaolo

Il LIBOR USD cesserà di essere pubblicato su tutte le scadenze il 30 giugno 2023

I tassi/curve che sono stati identificati per sostituire il LIBOR USD sono:

TASSO RISK FREE OVERNIGHT: Secured Overnight Financing Rate² (SOFR), amministrato, calcolato e pubblicato (ogni giorno alle 8:00 a.m ET) dalla New York Fed in collaborazione con l'U.S. Office of Financial Research (OFR) da aprile 2018.

TASSI MEDI/COMPOSTI IN ADVANCE: La Federal Reserve Bank di New York, in qualità di amministratore di SOFR pubblica a partire dal 2 marzo 2023, in collaborazione con l'OFR, le medie a 30, 60 e 90 giorni di SOFR nonché un indice SOFR, che misura l'impatto cumulato della capitalizzazione di SOFR nel corso del tempo partendo dal 2 aprile 2018. Le nuove medie SOFR sono denominate "SOFR medio a 30 giorni", "SOFR medio a 90 giorni" e "SOFR medio a 180 giorni".

TASSI A TERMINE FORWARD-LOOKING. Il CME fornisce una curva di tassi a termine⁴ SOFR (term SOFR reference rates), che è conforme alla Benchmarks Regulation (BMR) e ai principi IOSCO ed è stata raccomandata a luglio 2021 dall'ARCC⁵. La struttura a termine è composta da tassi forward looking sulle scadenze 1, 3, 6 e 12 mesi, costruiti come media pesata per i volumi dei tassi impliciti nei future. In maggior dettaglio, viene calcolata una serie di prezzi medi ponderati per il volume (VWAP) utilizzando i prezzi delle transazioni osservati durante diversi intervalli di osservazione durante il giorno di negoziazione. Questi vengono quindi utilizzati in un modello di proiezione per determinare i tassi di riferimento SOFR a termine CME. I dettagli completi della metodologia di calcolo sono disponibili sulle pagine web del CME. I tassi sono pubblicati giornalmente alle 5:00 am CT. Tali tassi potranno essere utilizzati nelle clausole di fallback dei

² Il calcolo di SOFR si basa sulle transazioni su diversi segmenti del mercato repo: tri-party repo, general collateral finance repo (scambi interdealer regolati da FICC), bilateral repo regolati da FICC.

³ https://www.newyorkfed.org/markets/opolicy/operating_policy_200212

⁴ <https://www.cmegroup.com/market-data/files/cme-term-sofr-reference-rates-faq.pdf>

⁵ https://www.newyorkfed.org/medialibrary/Microsites/arc/files/2021/ARRC_Press_Release_Term_SOFR.pdf

contratti esistenti e in specifiche tipologie di nuovi contratti come indicato nelle linee guide di ARRC⁶.

In aggiunta all'utilizzo dei benchmark ufficialmente raccomandati dai Regulators (ovvero SOFR o/n secondo le metodologie sopracitate e CME term SOFR) si segnalano i seguenti parametri sviluppati dai vari attori attivi nel settore:

- IBA forward-looking Term SOFR (ICE Term SOFR), una serie di tassi a termine risk-free in dollari, basata sui contratti future su SOFR e sugli OIS;
- ICE Bank Yield Index, tassi credit-sensitive che servono come riferimento potenziale sui prestiti commerciali, completamente basato sui dati delle transazioni effettive;
- ICE Bank Yield Index Spreads rispetto all'ICE Term SOFR.

Bloomberg pubblica lo Short-Term Bank Yield (BSBY) al fine di fornire al mercato un indice per il mercato dei loans sensibile alla componente di credito. L'indice è proprietario ed è calcolato giornalmente e pubblicato alle 7:00 am (EST) di ogni giorno lavorativo negli Stati Uniti sulla base dei tassi medi a cui le banche sono disposte a investire fondi in USD su base senior unsecured in depositi, carte commerciali e certificati di deposito; l'indice viene calcolato sulle scadenze overnight, 1 mese, 3 mesi, 6 mesi e 12 mesi.

I regulators hanno individuato specifici info provider per la diffusione dei tassi di fallback da utilizzare in quei contratti (cash e derivati) che alla data di cessazione degli indici Libor sottostanti ne prevedano l'uso. Refinitiv è stato raccomandato dall'ARRC come amministratore per la pubblicazione degli spread di aggiustamento e dei tassi di fallback per i prodotti cash. I nuovi tassi Refinitiv USD IBOR Cash Fallbacks sono strutturati per assicurare che i prodotti esistenti ancorati al LIBOR USD, come prestiti, obbligazioni e cartolarizzazioni possano continuare ad operare dopo la cessazione del LIBOR. Due sono le tipologie di Refinitiv USD IBOR Cash Fallbacks, una per i prodotti finanziari dedicati ai consumatori e l'altra per i prodotti per gli investitori istituzionali. Per ciascuna di queste due tipologie vengono pubblicati: (1) SOFR calcolato per il periodo di durata del tasso; (2) lo spread di aggiustamento dato dalla differenza tra il LIBOR USD per ogni durata e SOFR composto in arrears sulla stessa durata; (3) un tasso fallback "complessivo" come somma di SOFR aggiustato e dello spread per ogni durata. I tassi Refinitiv Institutional Cash Fallbacks sono calcolati sulle scadenze overnight, a 1 settimana, a 1, 2, 3, 6 e 12 mesi. I tassi Refinitiv Consumer Cash Fallbacks sono calcolati sulle scadenze 1, 3 e 6 mesi in due versioni per ogni scadenza, una che usa la media SOFR pubblicata dalla NY Fed e l'altra che applica un floor a zero alla media di SOFR. Tutti questi tassi sono disponibili, oltre che sul sito web di Refinitiv, attraverso le piattaforme Refinitiv, inclusi Refinitiv® Eikon, Refinitiv® Real-Time and Refinitiv® Datascope⁷.

L'ISDA ha adottato sui prodotti derivati SOFR come tasso di fallback del LIBOR USD più uno spread calcolato come media storica a 5 anni della differenza tra i due tassi, rilevata al 5 marzo 2021. Bloomberg Index Services Limited (BISL) è già stato selezionato come agente per il calcolo e la distribuzione dei tassi e degli spread di aggiustamento. I tassi di fallback (RFR più spread) sono pubblicati sulla piattaforma Bloomberg alla pagina FBAK.

Il Chicago Mercantile Exchange (CME) e l'ICE quotano dal 2018 i future su SOFR a 1 mese (codice Bloomberg SER) e 3 mesi (codice Bloomberg SFR); sul CME vengono inoltre quotate opzioni su SOFR ed è attivo un mercato OTC di swap su SOFR, che comprende (a) SOFR OIS (USD SOFR o/n composto verso tasso fisso) con durate da 1 a 31 anni; (b) le basi SOFR-LIBOR a 1, 3 e 6 mesi e le basi SOFR-Fed Funds con durate da 1 a 31 anni.

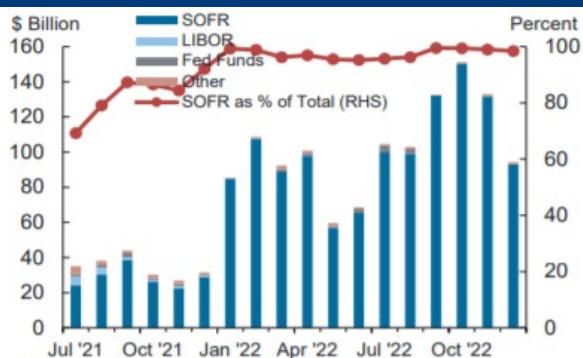
Secondo i dati raccolti, l'ARRC conferma che la transizione dal LIBOR al SOFR sta procedendo velocemente e SOFR è ormai predominante sul mercato cash e futures. Gli swap SOFR sono stati

⁶ https://www.newyorkfed.org/medialibrary/Microsites/arrc/files/2021/ARRC_Scope_of_Use.pdf

⁷ I codici specifici ad ogni tipologia di tasso sono riassunti nella scheda al seguente indirizzo https://www.refinitiv.com/content/dam/marketing/en_us/documents/fact-sheets/refinitiv-usd-ibor-cash-fallbacks-factsheet.pdf

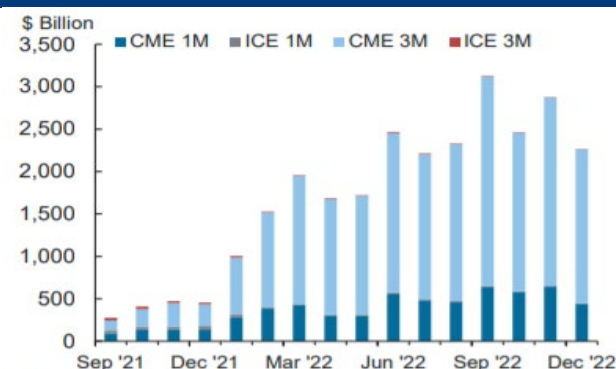
pari all'85% del rischio medio giornaliero scambiato sul mercato degli swap da giugno 2022, rispetto a meno del 10% scambiato sugli swap LIBOR. I volumi medi giornalieri dei futures sul SOFR sono aumentati costantemente per tutto lo scorso anno e rimangono ben al di sopra dei volumi medi giornalieri dei futures sull'eurodollaro. Al contrario, i volumi medi giornalieri dei future eurodollaro sono diminuiti drasticamente nel corso del 2022.

Emissioni di FRN per tasso di riferimento



Fonte: ARRC, Intesa Sanpaolo

Volumi nozionali medi giornalieri di futures SOFR



Fonte: ARRC, Intesa Sanpaolo

Per quanto riguarda i cosiddetti "tough legacy contract", che sono contratti che fanno riferimento al LIBOR in USD e non scadranno entro il 30 giugno 2023, ma che mancano di adeguate disposizioni che prevedano un benchmark sostitutivo chiaramente definito dopo la cessazione del LIBOR in USD, diversi stati hanno adottato legislazioni specifiche per trovare una soluzione e successivamente, riconoscendo la necessità di una soluzione uniforme a livello nazionale il 15 marzo 2022 il Congresso ha promulgato l'Adjustable Interest Rate (LIBOR) Act (LIBOR Act) e il 16 dicembre 2022, il Federal Reserve Board ha adottato la norma finale che implementa il LIBOR Act identificando i tassi di riferimento basati sul SOFR, che sostituiranno il LIBOR in alcuni contratti finanziari dopo il 30 giugno 2022. In generale, la legge distingue tra tre categorie di contratti che fanno riferimento al LIBOR:

1. i contratti LIBOR che identificano un tasso fallback praticabile, vale a dire che non si basa in alcun modo sul LIBOR, generalmente passeranno ad utilizzare il valore di riferimento concordato contrattualmente.
2. i contratti LIBOR che (i) non contengono disposizioni di fallback; o (ii) contengono regole di fallback che identificano un tasso non utilizzabile faranno riferimento a una sostituzione del benchmark selezionata dal board Fed dopo il 30 giugno 2023. La legge specifica che qualsiasi sostituzione selezionata dal board deve essere basata su SOFR e incorporare uno spread di aggiustamento;
3. alcuni contratti LIBOR contengono disposizioni di fallback che autorizzano una "persona determinante" a selezionare un valore di riferimento sostitutivo. Se la persona determinante non ha selezionato una sostituzione del valore di riferimento entro il 30 giugno 2023, la legge stabilisce che tali contratti facciano riferimento al tasso selezionato dal Board.

I tassi sostitutivi adottati dal Board Fed sono i seguenti:

- nei contratti LIBOR derivati, il "Fallback Rate (SOFR)" come definito nel protocollo IBOR Fallbacks 2020 pubblicato dall'ISDA, che incorpora lo spread di aggiustamento prescritto dalla legge.
- Nei contratti LIBOR che è un contratto di entità regolamentata FHFA, il "Fallback Rate (SOFR)" come definito nel protocollo ISDA; per tutti gli altri contratti di entità regolamentate FHFA, SOFR (al posto del LIBOR overnight) o SOFR medio composto a 30 giorni pubblicato da FRBNY ("SOFR medio a 30 giorni", al posto del LIBOR a uno, tre, sei o 12 mesi), più lo spread di aggiustamento prescritto dalla legge.

- Per un contratto LIBOR che è un ABS FFELP, SOFR medio a 30 giorni (per LIBOR a 1, 6 e 12 mesi) o SOFR composto medio a 90 giorni pubblicato da FRBNY (per LIBOR a 3 mesi), lo spread di aggiustamento prescritto dalla legge
- Per tutti gli altri contratti LIBOR, compresi i prestiti al consumo, SOFR (al posto del LIBOR overnight) o SOFR a termine pubblicato da CME (al posto di LIBOR 1, 3, 6 o 12 mesi), più lo spread di aggiustamento prescritto dalla legge.

Il Depository Trust & Clearing Corporation (DTCC), l'ARRC e altre organizzazioni del settore stanno collaborando per creare un processo avanzato di Legal Notice System (LENS) che consentirà la comunicazione centralizzata dei tassi di fallback prima della cessazione del LIBOR a giugno 2023. Per i titoli emessi negli Stati Uniti, l'ARRC raccomanda che tutte le persone determinanti, gli agenti e le altre parti responsabili della diffusione delle informazioni utilizzino questo sistema non appena disponibile per comunicare le variazioni dei tassi.

Tra le principali questioni ancora aperte nella fase finale della transizione vi è l'ampliamento delle categorie di utentiche possono utilizzare i tassi a termine SOFR. A luglio 2021, l'ARRC nell'ambito delle "Best Practice Recommendations Related to Scope of Use of the Term Rate"⁸ ha infatti raccomandato che qualsiasi uso di derivati legati ai tassi SOFR a termine sia limitato agli utenti finali che intendono coprire prodotti cash. L'ARRC in particolare "non raccomanda la negoziazione di derivati SOFR Term Rate sul mercato interdealer perché tale attività potrebbe compromettere l'attività di negoziazione dei derivati SOFR overnight sottostanti che sono necessari per costruire il tasso a termine SOFR stesso e, in tal modo, compromettere la solidità del tasso."⁹ Queste limitazioni stanno di fatto rendendo il mercato degli swap su SOFR a termine unidirezionale e stanno aumentando il rischio che molti intermediari devono assumersi per coprire le loro posizioni in modo imperfetto tramite SOFR OIS. La Term-Rate Task Force creata all'interno dell'ARRC monitora la situazione, ma ha per ora ribadito le sue decisioni iniziali.

Sul mercato GBP, anche i tassi LIBOR sintetici verranno sospesi nel breve termine

A fine settembre 2021, la FCA, riconoscendo che non sarebbe stato possibile convertire tutti i contratti LIBOR in essere in GBP e JPY entro la fine del 2021 ha richiesto all'ICE Benchmark Administration (IBA), amministratore del benchmark LIBOR, di pubblicare tali parametri su base "non rappresentativa" e con una metodologia "sintetica", ovvero basata su tassi term RFR + ISDA spread adjustment, per tutto il 2022. L'uso dei tassi LIBOR "sintetici" in sterline e yen è stato consentito¹⁰ temporaneamente in tutti i contratti LIBOR legacy, diversi dai derivati cleared, non modificati entro la fine del 31 dicembre 2021, ma non nei nuovi contratti. A seguito di una consultazione pubblica condotta a giugno 2022, la FCA ha deciso di richiedere a IBA la pubblicazione dei tassi LIBOR sintetici in GBP a 1 e 6 mesi fino al 31 marzo 2023 e del tasso LIBOR sintetico in GBP a 3 mesi fino al 31 marzo 2024.

La FCA raccomanda quindi agli operatori di mercato di essere preparati alla cessazione definitiva del LIBOR sintetico in GBP a 1 e 6 mesi il 31 marzo 2023, convertendo le obbligazioni che fanno riferimento al LIBOR in tassi alternativi, se non dispongono di solidi tassi fallback. I prestatori e i mutuatari dovranno inoltre concordare accordi appropriati per eventuali prestiti in essere che facciano riferimento al LIBOR in sterline.

I tassi/curve che sono stati identificati per sostituire il LIBOR GBP sono:

- **TASSO RISK FREE OVERNIGHT. Sterling Overnight Indexed Average (SONIA)**, amministrato e pubblicato giornalmente dalla Bank of England e basato sulle operazioni di raccolta

⁸ https://www.newyorkfed.org/medialibrary/Microsites/arc/files/2021/ARRC_Scope_of_Use.pdf

⁹ <https://www.newyorkfed.org/medialibrary/Microsites/arc/files/2021/ARRC-Scope-of-Use-FAQ.pdf>

¹⁰ FCA, Press Releases, 29 settembre 2021, <https://www.fca.org.uk/news/press-releases>

overnight sul mercato interbancario. Il tasso è calcolato come media pesata per i volumi, troncata al +/- 25% della distribuzione.

- **TASSI COMPOSTI IN ARREARS.** Al contrario delle autorità statunitensi, il RFR Working Group inglese ha indicato al mercato di adottare come scelta prevalente sia nelle clausole di fallback dei contratti esistenti che nei nuovi contratti l'utilizzo del **SONIA composto in arrears**, circoscrivendo l'uso del dei SONIA Term Rates ad un ristretto gruppo di prodotti, specificati in apposite linee guida¹¹. **La Bank of England pubblica un SONIA compound index**¹² su base giornaliera, disponibile sul sito web.
- **TASSI A TERMINE FORWARD-LOOKING.** Diverse sono le strutture a termine disponibili su SONIA, conformi alla BMR e ai principi IOSCO:
 - **ICE Benchmark Administration (IBA) da gennaio 2021 sulle durate 1, 3, 6 e 12 mesi forward looking**, basati su una metodologia waterfall che utilizza prezzi e volumi sui derivati su SONIA (Central Limit Order Book SONIA OIS data da BGC, Tradition e TP ICAP, quotazioni future).
 - **Refinitiv sulle durate a 1, 3, 6 e 12 mesi forward looking**: i tassi sono disponibili, oltre che sul sito web di Refinitiv, attraverso le piattaforme Refinitiv, inclusi Refinitiv® Eikon, Refinitiv® Real-Time and Refinitiv® Datascope con i codici GBPTRR1M=RFTB, GBPTRR3M=RFTB, GBPTRR6M=RFTB e GBPTRR1Y=RFTB.

La Bank of England pubblica giornalmente anche una curva OIS SONIA sulle scadenze da 1 mese a 5 anni, sia spot sia forward istantanea.

Sul mercato dei derivati, il CME Group e CurveGlobal (LSE) quotano contratti future su SONIA a 3 mesi (su date IMM e MPC meeting) mentre ICE, che rappresenta il circa due terzi del mercato, quota i future su SONIA a 1 e 3 mesi. Sul mercato degli swap, LCH e CME hanno convertito i contratti SwapClear su LIBOR CHF, EUR, Yen e GBP.

Come sul LIBOR USD anche per il LIBOR GBP, **l'ISDA ha annunciato che il tasso di fallback del LIBOR USD è SONIA più uno spread calcolato come media storica a 5 anni della differenza tra i due tassi**. Bloomberg Index Services Limited (BISL) è stato selezionato come agente per il calcolo e la distribuzione dei tassi e degli spread di aggiustamento. I tassi di fallback (RFR più spread) e gli spread sono pubblicati sulla piattaforma Bloomberg alla pagina FBAK.

CHF, JPY and GBP swaps riferiti ai RFRs (% del totale annuale per valuta)

	2019	2022
GBP - SONIA	65.44	99.89
GBP - Libor	34.55	0.09
JPY - TONA	6.75	99.02
JPY - Libor	93.13	0.39
CHF - SARON	12.82	99.72
CHF - Libor	87.03	0.25

Fonte: BRI, Intesa Sanpaolo

Turnover giornaliero dei derivati OIS e altri IRS (%)

	2019		2022	
	OIS	Other IRS	OIS	Other IRS
USD	59.08	40.92	48.91	51.09
EUR	44.52	55.48	53.28	46.72
GBP	54.76	45.24	90.14	9.86
JPY	7.19	92.81	71.67	28.33

Fonte: BRI, Intesa Sanpaolo

¹¹ <https://www.bankofengland.co.uk/-/media/boe/files/markets/benchmarks/rfr/rfrwg-term-sonia-reference-rate-summary.pdf>

¹² <https://www.bankofengland.co.uk/markets/sonia-benchmark>

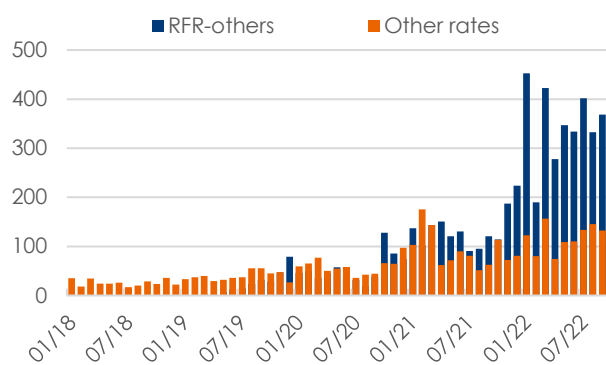
La transizione dal LIBOR sta generando una trasformazione nei rischi di mercato

Il passaggio dal Libor ai nuovi tassi risk-free ha già determinato alcuni cambiamenti nella struttura dei mercati in quanto ha modificato i rischi sul mercato dei tassi, facendo emergere per esempio nuove esigenze di copertura delle posizioni. In una recente analisi basata sull'indagine triennale della BRI¹³, sono stati identificati importanti cambiamenti nel mix di strumenti e nella distribuzione geografica dei derivati sui tassi di interesse OTC dal 2019 ad oggi. I tassi LIBOR incorporavano oltre a un term premium anche un rischio di credito, che risulta quasi nullo nei RFR in quanto sono tassi overnight, legati ai tassi di policy e, su alcune valute anche collateralizzati. Il rischio di fixing inoltre risulta trascurabile per gli swap sui RFR rispetto a quelli sul Libor e ciò ha determinato un calo dell'attività in Forward rate Agreements (FRA).

Con la cessazione del LIBOR, l'esigenza di coprire nuovi basis risk derivanti dalla coesistenza di molteplici RFR ha prodotto un forte aumento del mercato dei basis swap legati ai RFR e ad altri tassi diversi dal LIBOR. Una delle principali tipologie di nuovo basis risk deriva dalla differenza tra RFR in arrears e in advance: un RFR in arrears utilizza i tassi overnight rilevati per la durata del tasso, mentre un RFR in advance è basato sui tassi overnight passati. Questa differenza crea una base, positiva quando i tassi salgono e negativa quando i tassi scendono, che può essere molto ampia come si può osservare per esempio nel grafico sottostante, dove la base a 3 mesi tra RFR in advance e in arrears ha toccato circa -150 punti base durante il ciclo di taglio dei tassi nel secondo trimestre del 2020 e +150 punti base durante il ciclo di rialzo dei tassi nella seconda metà del 2022.

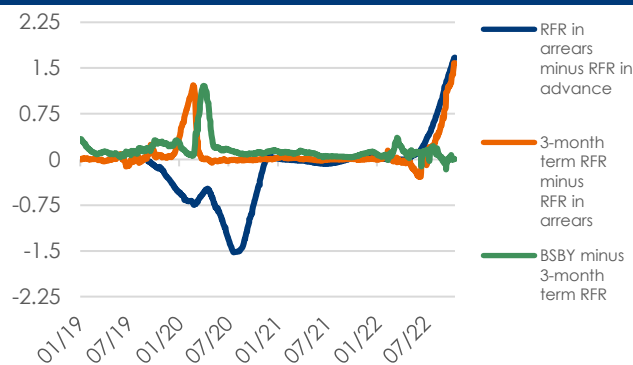
Un altro nuovo tipo di basis risk deriva dalla differenza tra RFR a termine e RFR in arrears. Un RFR a termine è un tasso prospettico basato su derivati come i futures, mentre un RFR in arrears è backward-looking e quindi la base tra i due tassi è correlata con il term premium ed è positiva se i tassi di interesse attesi sono superiori a quelli che effettivamente si realizzano (grafico).

Turnover mensile dei basis swaps



Fonte: BRI, Intesa Sanpaolo

Basis risk tra nuovi RFR %



Fonte: BRI, Intesa Sanpaolo

¹³ https://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt2212e.htm

Appendice

Certificazione degli analisti

Gli analisti finanziari che hanno predisposto la presente ricerca, i cui nomi e ruoli sono riportati nella prima pagina del documento dichiarano che:

- (1) Le opinioni espresse sulle società citate nel documento riflettono accuratamente l'opinione personale, indipendente, equa ed equilibrata degli analisti;
- (2) Non è stato e non verrà ricevuto alcun compenso diretto o indiretto in cambio delle opinioni espresse.

Comunicazioni specifiche

Gli analisti citati non ricevono, stipendi o qualsiasi altra forma di compensazione basata su specifiche operazioni di investment banking.

Comunicazioni importanti

Il presente documento è stato preparato da Intesa Sanpaolo S.p.A. e distribuito da Intesa Sanpaolo S.p.A.-London Branch (membro del London Stock Exchange) e da Intesa Sanpaolo IMI Securities Corp (membro del NYSE e del FINRA). Intesa Sanpaolo S.p.A. si assume la piena responsabilità dei contenuti del documento. Inoltre, Intesa Sanpaolo S.p.A. si riserva il diritto di distribuire il presente documento ai propri clienti. Intesa Sanpaolo S.p.A. è una banca autorizzata dalla Banca d'Italia ed è regolata dall'FCA per lo svolgimento dell'attività di investimento nel Regno Unito e dalla SEC per lo svolgimento dell'attività di investimento negli Stati Uniti.

Le opinioni e stime contenute nel presente documento sono formulate con esclusivo riferimento alla data di redazione del documento e potranno essere oggetto di qualsiasi modifica senza alcun obbligo di comunicare tali modifiche a coloro ai quali tale documento sia stato in precedenza distribuito. Le informazioni e le opinioni si basano su fonti ritenute affidabili, tuttavia nessuna dichiarazione o garanzia è fornita relativamente all'accuratezza o correttezza delle stesse.

Le performance passate non costituiscono garanzia di risultati futuri.

Gli investimenti e le strategie discusse nel presente documento potrebbero non essere adatte a tutti gli investitori. In caso di dubbi, suggeriamo di consultare il proprio consulente d'investimento.

Lo scopo del presente documento è esclusivamente informativo. In particolare, il presente documento non è, né intende costituire, né potrà essere interpretato, come un documento d'offerta di vendita o sottoscrizione di alcun tipo di strumento finanziario. Inoltre, non deve sostituire il giudizio proprio di chi lo riceve.

Intesa Sanpaolo S.p.A. non assume alcun tipo di responsabilità derivante da danni diretti, conseguenti o indiretti determinati dall'utilizzo del materiale contenuto nel presente documento.

Il presente documento potrà essere riprodotto o pubblicato esclusivamente con il nome di Intesa Sanpaolo S.p.A..

Il presente documento è stato preparato e pubblicato esclusivamente per, ed è destinato all'uso esclusivamente da parte di, Controparti Qualificate / Clienti Professionali, ad eccezione dei clienti professionali su richiesta, così come definiti dalla Direttiva MiFID II o eventualmente da parte di operatori dei Mercati o Investitori Istituzionali, che sono finanziariamente sofisticati ed in grado di valutare autonomamente i rischi di investimento, sia in generale sia in relazione a particolari operazioni e strategie di investimento.

Tale documento, pertanto, potrebbe non essere adatto a tutti gli investitori e i destinatari sono invitati a chiedere il parere del proprio consulente finanziario per qualsiasi necessità di chiarimento circa il loro contenuto.

Per i soggetti residenti nel Regno Unito: il presente documento non potrà essere distribuito, consegnato o trasmesso nel Regno Unito a nessuno dei soggetti rientranti nella definizione di "private customers" così come definiti dalla disciplina dell'FCA.

Per i soggetti di diritto statunitense: il presente documento può essere distribuito negli Stati Uniti solo ai soggetti definiti 'Major US Institutional Investors' come definiti dalla SEC Rule 15a-6. Per effettuare operazioni mobiliari relative a qualsiasi titolo menzionato nel presente documento è necessario contattare Intesa Sanpaolo IMI Securities Corp. negli Stati Uniti (vedi sotto il dettaglio dei contatti).

Intesa Sanpaolo S.p.A. pubblica e distribuisce ricerca ai soggetti definiti 'Major US Institutional Investors' negli Stati Uniti solo attraverso Intesa Sanpaolo IMI Securities Corp., 1 William Street, New York, NY 10004, USA, Tel: (1) 212 326 1199.

Incentivi relativi alla ricerca

Ai sensi di quanto previsto dalla Direttiva Delegata 593/17 UE, il presente documento è classificabile quale incentivo non monetario di minore entità in quanto:

- contiene analisi macroeconomiche (c.d. Macroeconomic Research) o è relativo a Fixed Income, Currencies and Commodities (c.d. FICC Research) ed è reso liberamente disponibile al pubblico indistinto tramite il sito web della Banca - Q&A on Investor Protection topics - ESMA 35-43-349, Question 8 e 9.

Metodologia di distribuzione

Il presente documento è per esclusivo uso del soggetto che lo riceve da Intesa Sanpaolo e non potrà essere riprodotto, ridistribuito, direttamente o indirettamente, a terzi o pubblicato, in tutto o in parte, per qualsiasi motivo, senza il preventivo consenso espresso da parte di Intesa Sanpaolo. Il copyright ed ogni diritto di proprietà intellettuale sui dati, informazioni, opinioni e valutazioni di cui alla presente scheda informativa è di esclusiva pertinenza del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo, salvo diversamente indicato. Tali dati, informazioni, opinioni e valutazioni non possono essere oggetto di ulteriore distribuzione ovvero riproduzione, in qualsiasi forma e secondo qualsiasi

tecnica ed anche parzialmente, se non con espresso consenso per iscritto da parte di Intesa Sanpaolo.

Chi riceve il presente documento è obbligato a uniformarsi alle indicazioni sopra riportate.

Metodologia di valutazione

Le Trading Ideas si basano sulle aspettative del mercato, il posizionamento degli investitori e gli aspetti tecnico-quantitativi o qualitativi. Tengono conto degli eventi macro e di mercato chiave e di quanto tali eventi siano già scontati dai rendimenti e/o dagli spread di mercato. Si basano inoltre su eventi che potrebbero influenzare l'andamento del mercato in termini di rendimenti e/o spread nel breve-medio periodo. Le Trading Ideas vengono sviluppate su mercati cash o derivati di credito e indicano un target preciso, un range di rendimento o uno spread di rendimento tra diverse curve di mercato o diverse scadenze sulla stessa curva. Le valutazioni relative sono realizzate in termini di rendimento, asset swap spread o benchmark spread.

Coperture e frequenza dei documenti di ricerca

Le trading ideas di Intesa Sanpaolo S.p.A. sono sviluppate sia in un orizzonte temporale di breve periodo (il giorno corrente o i giorni successivi) sia in un orizzonte temporale compreso tra una settimana e tre mesi, in relazione con qualsiasi evento eccezionale che possa influenzare le operazioni dell'emittente.

Comunicazione dei potenziali conflitti di interesse

Intesa Sanpaolo S.p.A. e le altre società del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo (di seguito anche solo "Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo") si sono dotate del "Modello di organizzazione, gestione e controllo ai sensi del Decreto Legislativo 8 giugno 2001, n. 231" (disponibile sul sito internet di Intesa Sanpaolo, all'indirizzo: <https://group.intesasanpaolo.com/it/governance/dlgs-231-2001>) che, in conformità alle normative italiane vigenti ed alle migliori pratiche internazionali, include, tra le altre, misure organizzative e procedurali per la gestione delle informazioni privilegiate e dei conflitti di interesse, ivi compresi adeguati meccanismi di separazione organizzativa, noti come Barriere informative, atti a prevenire un utilizzo illecito di dette informazioni nonché a evitare che gli eventuali conflitti di interesse che possono insorgere, vista la vasta gamma di attività svolte dal Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo, incidano negativamente sugli interessi della clientela.

In particolare, l'esplicitazione degli interessi e le misure poste in essere per la gestione dei conflitti di interesse – facendo riferimento a quanto prescritto dagli articoli 5 e 6 del Regolamento Delegato (UE) 2016/958 della Commissione, del 9 marzo 2016, che integra il Regolamento (UE) n. 596/2014 del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda le norme tecniche di regolamentazione sulle disposizioni tecniche per la corretta presentazione delle raccomandazioni in materia di investimenti o altre informazioni che raccomandano o consigliano una strategia di investimento e per la comunicazione di interessi particolari o la segnalazione di conflitti di interesse e successive modifiche ed integrazioni, dal FINRA Rule 2241, così come dal FCA Conduct of Business Sourcebook regole COBS 12.4 – tra il Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo e gli Emittenti di strumenti finanziari, e le loro società del gruppo, nelle raccomandazioni prodotte dagli analisti di Intesa Sanpaolo S.p.A. sono disponibili nelle "Regole per Studi e Ricerche" e nell'estratto del "Modello aziendale per la gestione delle informazioni privilegiate e dei conflitti di interesse", pubblicato sul sito internet di Intesa Sanpaolo S.p.A. all'indirizzo <https://group.intesasanpaolo.com/it/research/RegulatoryDisclosures>. Tale documentazione è disponibile per il destinatario dello studio anche previa richiesta scritta al Servizio Conflitti di interesse, Informazioni privilegiate ed altri presidi di Intesa Sanpaolo S.p.A., Via Hoepli, 10 – 20121 Milano – Italia.

Inoltre, in conformità con i suddetti regolamenti, le disclosure sugli interessi e sui conflitti di interesse del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo sono disponibili all'indirizzo <https://group.intesasanpaolo.com/it/research/RegulatoryDisclosures/archivio-dei-conflitti-di-interesse> ed aggiornate almeno al giorno prima della data di pubblicazione del presente studio. Si evidenzia che le disclosure sono disponibili per il destinatario dello studio anche previa richiesta scritta a Intesa Sanpaolo S.p.A. – Macroeconomic Analysis, Via Romagnosi, 5 - 20121 Milano - Italia.

Intesa Sanpaolo S.p.A. agisce come market maker nei mercati all'ingrosso per i titoli di Stato dei principali Paesi europei e ricopre il ruolo di Specialista in Titoli di Stato, o similare, per i titoli emessi dalla Repubblica d'Italia, dalla Repubblica Federale di Germania, dalla Repubblica Ellenica, dal Meccanismo Europeo di Stabilità e dal Fondo Europeo di Stabilità Finanziaria.

Intesa Sanpaolo Direzione Studi e Ricerche - Responsabile Gregorio De Felice

Macroeconomic Analysis

Luca Mezzomo (Responsabile)

Alessio Tiberi

luca.mezzomo@intesasanpaolo.com

alessio.tiberi@intesasanpaolo.com

Rates, FX & Commodities Research

Sergio Capaldi (Rates)

Chiara Manenti (Rates)

Federica Migliardi (Rates)

Asmara Jamaleh (FX)

Daniela Corsini (Commodities)

sergio.capaldi@intesasanpaolo.com

chiara.manenti@intesasanpaolo.com

federica.migliardi@intesasanpaolo.com

asmara.jamaleh@intesasanpaolo.com

daniela.corsini@intesasanpaolo.com