

Interest Rate Strategy

Conto alla rovescia per i LIBOR

La data di cessazione della pubblicazione del LIBOR è ormai vicina: l'ICE Benchmark Administration cesserà la pubblicazione di tutti i tassi LIBOR in sterline, euro, franco svizzero e yen giapponese dal 31 dicembre 2021, nonché dei tassi LIBOR USD a una settimana e due mesi, mentre solo i tassi LIBOR USD sulle scadenze overnight, 1, 3, 6 e 12 mesi continueranno a essere pubblicati fino al 30 giugno 2023.

La data di cessazione della pubblicazione del LIBOR è ormai vicina: la Financial Conduct Authority (FCA), dopo essere stata informata dall'amministratore del LIBOR, l'ICE Benchmark Administration, ha annunciato il 5 marzo scorso, che **cesserà la pubblicazione di tutti i tassi LIBOR in sterline, euro, franco svizzero e yen giapponese dal 31 dicembre 2021, nonché dei tassi LIBOR USD a una settimana e due mesi. I tassi LIBOR USD sulle altre scadenze (overnight, 1, 3, 6 e 12 mesi) continueranno a essere pubblicati fino al 30 giugno 2023¹**, 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 fallback².

*Il **LIBOR**, oggi amministrato dall'ICE Benchmark Administration (IBA), è un tasso non collateralizzato di raccolta su molteplici durate e valute: giornalmente il panel delle banche selezionate (tra 11 e 16) fornisce su sei valute (USD, EUR, GBP, JPY e CHF) e su sette durate (ON, 1W, 1M, 2M, 3M, 6M, 12M) i dati sulle proprie transazioni all'IBA, che calcola e pubblica i tassi LIBOR come media aritmetica troncata e arrotondata a 5 decimali (maggiori informazioni sul sito web IBA all'indirizzo <https://www.theice.com/iba/libor>).*

Negli ultimi anni, le autorità regolamentari, le banche centrali, le associazioni di mercato nonché gli stessi operatori di mercato hanno attivamente lavorato per identificare dei tassi risk free (RFR) che potessero fungere da nuovi benchmark sul mercato monetario: dal 2016 in poi i diversi working group, creati all'interno delle rispettive giurisdizioni, hanno identificato ed indicato, anche attraverso raccomandazioni ufficiali, i tassi free risk che fungeranno da tassi di fallback del LIBOR e che, oltre a rispettare i principi IOSCO, risultano maggiormente rappresentativi delle reali condizioni di mercato, in quanto basati su transazioni effettive con volumi ampi e stabili (schema in tabella 1). Analizziamo schematicamente le tappe della transizione sulle diverse giurisdizioni.

I nostri "Interest Rate Strategy" sui tassi risk-free

[EURIBOR: pronti con i fallback basati su ESTR - 13 maggio 2021](#)

[LIBOR: arrivare preparati all'annuncio di cessazione - 10 novembre 2020](#)

[La transizione dal LIBOR - 28 febbraio 2020](#)

[Da EONIA a ESTR - 23 luglio 2019](#)

[Decollo vicino per i tassi benchmark euro - 4 aprile 2019](#)

[Euribor ibrido: al via la seconda consultazione - 25 ottobre 2018](#)

[ESTER sarà il nuovo tasso benchmark in euro - 19 settembre 2018](#)

[ESTER e gli altri, i potenziali sostituti dell'EONIA - 5 luglio 2018](#)

[EONIA, Euribor e i nuovi tassi euro risk-free - 19 marzo 2018](#)

[L'Euribor resta quote-based, si lavora per una metodologia ibrida - 5 maggio 2017](#)

[Verso un nuovo Euribor - 27 aprile 2017](#)

¹ <https://www.fca.org.uk/news/press-releases/announcements-end-libor>

² <https://www.federalreserve.gov/newsevents/pressreleases/files/bcreg20201130a1.pdf>

22 novembre 2021 16:30 CET

Data e ora di produzione

Direzione Studi e Ricerche

Rates, FX and Commodities Research

Chiara Manenti

Fixed Income Strategist

22 novembre 2021 16:35 CET

Data e ora di circolazione

Transizione da US DOLLAR LIBOR verso SOFR

Sulla curva in dollari il tasso risk free designato per sostituire il LIBOR è il Secured Overnight Financing Rate³ (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.

La **Federal Reserve Bank di New York**, in qualità di amministratore di SOFR pubblica inoltre a partire dal 2 marzo 2020⁴, 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 saranno denominate "SOFR medio a 30 giorni", "SOFR medio a 90 giorni" e "SOFR medio a 180 giorni".

Il Federal Reserve Board, la Federal Deposit Insurance Corporation e l'Office of the Comptroller of the Currency hanno emesso già nel novembre 2020 un protocollo di linee guida di vigilanza che incoraggiano le banche a cessare la stipula di nuovi contratti che utilizzano il LIBOR USD come tasso di riferimento non appena possibile e in ogni caso entro il 31 dicembre 2021, al fine di facilitare una transizione ordinata. Le linee guida spiegano che la data di cessazione del 30 giugno 2023 dovrebbe consentire alla maggior parte dei contratti LIBOR legacy di maturare e che, dati rischi sulla solidità e sicurezza del mercato finanziario, le nuove emissioni dovrebbero utilizzare un tasso alternativo al LIBOR o includere robuste norme di fall-back.

Tab.1 -Tassi risk free sostituti del LIBOR

LIBOR	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

L'Alternative Reference Rates Committee (ARRC), gruppo di lavoro incaricato dalla NY FED a facilitare il passaggio dal LIBOR USD verso il nuovo tasso SOFR, ha pubblicato a metà ottobre scorso una raccomandazione a tutti gli agenti di mercato per rallentare l'uso del LIBOR USD e sfruttare le successive settimane come finestra per ridurre tale attività così da promuovere l'estinzione dei contratti ancorati al LIBOR entro la fine dell'anno. In base alle linee guida di vigilanza che sono state approvate da una vasta gamma di giurisdizioni in tutto il mondo, i partecipanti al mercato sono stati incoraggiati a cessare di stipulare nuovi contratti che utilizzano il LIBOR USD come tasso di riferimento non appena possibile e in ogni caso entro il 31 dicembre 2021. Di conseguenza, la liquidità e l'utilità del LIBOR USD diminuiranno man mano che ci si avvicinerà alla fine dell'anno. Con il supporto dell'ARRC è stata recentemente introdotta una nuova legislazione nello Stato di New York e nello Stato dell'Alabama, che riduce gli impatti negativi associati all'uso del LIBOR come fallback o alla mancanza di un fallback designato in quanto, in questi casi, la legge abroga qualsiasi linguaggio esistente e lo sostituisce con il linguaggio di fallback raccomandato dall'ARRC.

I tassi di fallback raccomandati dall'ARRC cercano di essere sostanzialmente equivalenti al LIBOR USD catturando sia un tasso privo di rischio, misurato dalle diverse tipologie di SOFR (simple,

³ 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.

⁴ https://www.newyorkfed.org/markets/opolicy/operating_policy_200212

compound in advance, compound in arrears) e da un aggiustamento per uno spread medio tra USD LIBOR e SOFR.

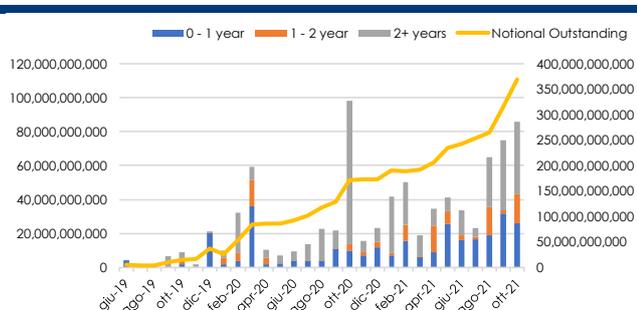
Per quanto riguarda i prodotti cash, l'ARRC, dopo estese consultazioni, a marzo 2021 ha raccomandato Refinitiv come amministratore per la pubblicazione degli spread di aggiustamento e dei tassi di fallback per i prodotti cash. I nuovi tassi Refinitiv USD IBOR Cash Fallbacks sono strutturati per assicurare 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 aggiustato 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® Datascope⁵.

Per quanto riguarda i prodotti derivati, l'ISDA ha annunciato che il tasso di fallback del LIBOR USD sarà SOFR più uno spread calcolato come media storica a 5 anni della differenza tra i due tassi. 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 valore degli spread di aggiustamento è stato fissato al 5 marzo 2021 (tabella 3).

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.

I volumi sul mercato swap hanno raggiunto 369 miliardi di dollari a fine ottobre (grafico) e un nozionale di 835 miliardi, di cui 683 miliardi in OIS e 152 miliardi in Basis swap.

CME Group Cleared SOFR Swap: volume e nozionale in circolazione



Fonte: CME, Intesa Sanpaolo

Indice ICE a 1 mese con rischio di credito sul funding in USD vs LIBOR USD 1 mese (%)



Fonte: ICE, Bloomberg, Intesa Sanpaolo

⁵ 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

Sempre il CME fornisce una curva di tassi a termine⁶ di SOFR (term SOFR reference rates), che è conforme alla Benchmarks Regulation (BMR) e ai principi IOSCO ed è stata raccomandata a luglio 2021 dall'ARCC⁷. 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 osservate 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 dell'ACB. I tassi sono pubblicati giornalmente alle 5:00 am CT. Tali tassi potranno essere utilizzati nelle clausole di fallback dei contratti esistenti e in specifiche tipologie di nuovi contratti come indicato nelle linee guide di ARCC⁸.

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:

1. ICE Bank Yield Index, tassi credit-sensitive che servono come riferimento potenziale sui prestiti commerciali, completamente basato sui dati delle transazioni effettive;
2. 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;
3. ICE Bank Yield Index Spreads rispetto all'ICE Term SOFR.

Per quanto riguarda il mercato dei loans, al fine di fornire al mercato un indice che fosse sensibile alla componente di credito, **Bloomberg ha introdotto lo Short-Term Bank Yield (BSBY)**, un indice proprietario calcolato giornalmente e pubblicato alle 7:00 am (EST) di ogni giorno lavorativo negli Stati Uniti costituito da rendimenti medi a cui gli investitori sono disposti a investire fondi in USD su base senior unsecured tra banche istituzionali su depositi, carte commerciali e certificati di deposito; l'indice viene calcolato sulle scadenze overnight, 1 mese, 3 mesi, 6 mesi e 12 mesi.

Sul mercato in dollari è stato lanciato dal Market Risk Advisory Committee della Commodity Futures Trading Commission il progetto "SOFR First", che per accelerare la conversione volontaria a SOFR dei derivati nelle transazioni inter-dealer. Il progetto si è sviluppato in quattro tappe:

- 1) 26 luglio 2021 conversione degli swap lineari;
- 2) 21 settembre conversione dei cross currency basis swap (XCCY) ;
- 3) 8 novembre conversione degli swap non lineari e swaption;
- 4) Data da definire per la conversione dei prodotti quotati non OTC;

Si stima che dopo l'iniziativa che ha agevolato la raccomandazione finale da parte di ARCC del Term SOFR⁹, circa il 90% degli swap inter-dealer sia ora quotato contro SOFR.

Per quanto riguarda il mercato dei titoli governativi, in occasione dell'annuncio sul refunding di inizio novembre 2021, il Tesoro ha dichiarato di non essere intenzionato ad emettere obbligazioni indicizzate a SOFR in concomitanza con l'inizio della fase di riduzione dei quantitativi offerti in asta nel dopo pandemia. Nonostante la mancanza di un prodotto governativo, il mercato delle obbligazioni a tasso variabile ancorate a SOFR ha già raggiunto ampie dimensioni ed anche sui mercati dei loans e delle cartolarizzazioni, finalmente l'attività legata a SOFR è aumentata.

Transizione da GBP LIBOR verso SONIA

Sul mercato in sterline **il tasso designato a sostituire il LIBOR è lo Sterling Overnight Indexed Average (SONIA)**, amministrato e pubblicato giornalmente dalla Bank of England e basato sulle

⁶ <https://www.cmegroup.com/market-data/files/cme-term-sofr-reference-rates-faq.pdf>

⁷ https://www.newyorkfed.org/medialibrary/Microsites/arrc/files/2021/ARRC_Press_Release_Term_SOFR.pdf

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

⁹ https://www.newyorkfed.org/medialibrary/Microsites/arrc/files/2021/ARRC_Press_Release_Term_SOFR.pdf

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

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

Gran parte delle obbligazioni, dei loans, delle cartolarizzazioni e dei derivati lineari in sterline non usa più come riferimento il LIBOR, ma fa ormai riferimento a SONIA. La FCA e il PRA hanno dichiarato che continueranno a monitorare gli sforzi delle imprese per evitare l'utilizzo del LIBOR in tutte le tipologie di attività finanziarie, sia prima che dopo la fine del 2021.

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. Il prossimo 10 dicembre CurveGlobal farà transitare tutti i future sul LIBOR GBP su SONIA, mentre la data fissata per la conversione dall'ICE è il 17 dicembre 2021.

Sul mercato degli swap, LCH e CME procederanno alla conversione dei contratti durante il mese di dicembre: il programma è di convertire i contratti SwapClear su LIBOR CHF, EUR e Yen il prossimo 3 dicembre e i contratti SwapClear su GBP LIBOR il prossimo 17 dicembre.

Come sul LIBOR USD anche per il LIBOR GBP, **l'ISDA ha annunciato che il tasso di fallback del LIBOR USD sarà SONIA più uno spread calcolato come media storica a 5 anni della differenza tra i due tassi**. 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) e gli spread sono pubblicati sulla piattaforma Bloomberg alla pagina FBAK. Il valore degli spread di aggiustamento è stato fissato al 5 marzo 2021 (tabella 3).

Tab. 2- Forward looking term SONIA Reference Rate

	FTSE Russel	IBA	Refinitiv
Maturity	1,3,6,12M	1,3,6M	1,3,6,12M
History since	31/3/2020	26/06/2020	01/07/2020
First publication date	06/07/2020	26/06/2020	01/07/2020
Publication frequency	Daily 11:50am	Daily 11:55am	Daily 11:50am

Fonte: Bank of England, <https://www.bankofengland.co.uk/-/media/boe/files/markets/benchmarks/rfr/rfrwg-term-sonia-reference-rate-summary.pdf?ia=en&hash=B7360E607A9B7E83663361E7970B9D90B2CC56D0>, Intesa Sanpaolo

Tab.3 - Spread di aggiustamento dei RFR fissati il 5/3/2021 (%)

Tenor	LIBOR CHF	LIBOR EUR	LIBOR GBP	LIBOR JYP	LIBOR USD
O/N	-0.0551	0.0017	-0.0024	-0.01839	0.00644
1W	-0.0705	0.0243	0.0168	-0.01981	0.03839
1M	-0.0571	0.0456	0.0326	-0.02923	0.11448
2M	-0.0231	0.0753	0.0633	-0.00449	0.18456
3M	0.0031	0.0962	0.1193	0.00835	0.26161
6M	0.0741	0.1537	0.2766	0.05809	0.42826
12M	0.2048	0.2993	0.4644	0.16600	0.71513

Fonte: ISDA, https://assets.bbhub.io/professional/sites/10/IBOR-Fallbacks-LIBOR-Cessation-Announcement_20210305.pdf, Bloomberg, Intesa Sanpaolo.

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 guida¹⁰.

¹⁰<https://www.bankofengland.co.uk/-/media/boe/files/markets/benchmarks/rfr/rfrwg-term-sonia-reference-rate-summary.pdf>

Diverse sono le strutture a termine disponibili su SONIA, conformi alla BMR e ai principi IOSCO:

1. **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, Tradifion e TP ICAP, quotazioni future).
2. **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.
3. **FTSE Russel sulle durate a 1, 3, 6 e 12 mesi forward looking.**

A fine settembre 2021, la FCA, riconoscendo che non sarà possibile convertire tutti i contratti LIBOR in essere in GBP e JPY entro la fine del 2021, per garantire continuità ai contratti esistenti che fanno riferimento ai parametri LIBOR GBP e JPY su scadenze a 1, 3 e 6 mesi, ha richiesto all'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. **Il 29 novembre, la FCA ha confermato¹¹ che consentirà l'uso temporaneo dei tassi LIBOR "sintetici" in sterline e yen in tutti i contratti LIBOR legacy**, diversi dai derivati cleared, che non sono stati modificati entro la fine del 31 dicembre 2021.

La transizione da CHF LIBOR a SARON

Sul mercato monetario in franchi svizzeri, **il National Working Group on CHF Reference Rate (NGW) a marzo 2017 ha raccomandato lo Swiss Average Overnight Rate (SARON) come sostituto del CHF LIBOR**. Il SARON, nato nel 2009 come sostituto del repo overnight index (SNB), è un tasso collaterallizzato basato sulle transazioni repo o/n in franchi svizzeri amministrato da SIX.

Il NWG ha raccomandato l'uso di SARON in sostituzione del CHF LIBOR e il SARON compounded in arrears, come struttura a termine alternativa al CHF LIBOR a ottobre 2018, avendo concluso che altre metodologie forward-looking e/o basate sui future non sarebbero state altrettanto robuste quanto il sottostante. L'amministratore SIX ha iniziato a pubblicare la serie dei tassi composti SARON sulle scadenze a 1, 3 e 6 mesi e a 1 e 3 mesi sulle date IMM. SIX ha inoltre reso disponibile sul suo sito web un calcolatore che permette di calcolare il SARON per qualsiasi durata desiderata.

La Commissione Europea a metà ottobre scorso ha adottato un regolamento¹² che prevede la sostituzione, in ogni contratto e strumento finanziario, del CHF LIBOR con SARON su diversi tenor come di seguito:

- (a) CHF LIBOR a 1 mese è sostituito con SARON composto a 1 mese, come osservato sul mese precedente l'inizio del periodo di maturazione del tasso;
- (b) CHF LIBOR a 3 mesi è sostituito con SARON composto a 3 mesi, come osservato sui tre mesi precedenti l'inizio del periodo di maturazione del tasso;
- (c) CHF LIBOR a 6 mesi è sostituito con SARON composto a 3 mesi, come osservato sui tre mesi precedenti l'inizio del periodo di maturazione del tasso;
- (d) CHF LIBOR a 12 mesi è sostituito con SARON composto a 3 mesi, come osservato sui tre mesi precedenti l'inizio del periodo di maturazione del tasso;

Ai nuovi tassi designati viene poi aggiunto uno spread fisso di aggiustamento, pari alla media a 5 anni al 5 marzo 2021 del differenziale tra LIBOR CHF e SARON sulle corrispondenti scadenze e pari a -0,0571% sulla durata a 1 mese, 0,0031% sulla durata a 3 mesi, 0,0741% sulla durata a 6 mesi e 0,2048% sulla durata a 12 mesi.

¹¹ FCA, Press Releases, 29 settembre 2021, <https://www.fca.org.uk/news/press-releases>

¹² European Commission, C(2021) 7488 final, COMMISSION IMPLEMENTING REGULATION (EU) of 14.10.21 on the designation of a statutory replacement for certain settings of CHF LIBOR.

Transizione da EUR LIBOR verso €STR

In un comunicato congiunto rilasciato lo scorso 24 giugno, la Commissione europea, ECB Banking Supervision, EBA e ESMA hanno fortemente incoraggiato gli operatori di mercato a utilizzare il tempo rimanente fino alla cessazione o alla perdita di rappresentatività di USD LIBOR, GBP LIBOR, JPY LIBOR, CHF LIBOR e EUR LIBOR per ridurre sostanzialmente le loro esposizioni a questi tassi. La dichiarazione incoraggia inoltre i partecipanti al mercato a cessare di utilizzare i LIBOR, incluso il LIBOR USD, come tasso di riferimento nei nuovi contratti non appena possibile e al più tardi entro il 31 dicembre 2021.

Sulla curva euro il tasso risk-free designato è €STR verso il quale si sta finalizzando la transizione da EONIA, il cui ultimo fixing sarà pubblicato il 3 gennaio 2022. €STR riflette il costo della raccolta unsecured (non collateralizzata) per le banche dell'area Euro, con durata un giorno (overnight) ed effettuata sul mercato all'ingrosso. BCE per la rilevazione di €STR si basa sulle rilevazioni già a sua disposizione giornalmente in ambito Money Market Statistical Reporting (MMSR).

La BCE pubblica insieme a €STR anche i tassi €STR composti sulle scadenze a 1 settimana e a 1, 3, 6, 12 mesi, ogni giorno lavorativo target sul suo sito web all'indirizzo <https://sdw.ecb.europa.eu/browse.do?node=9700536>.

La Commissione Europea (Regolamento UE 2021/1848 21/10/2021, ha stabilito che nei contratti indicizzati ad EONIA che risulteranno privi di clausole di fallback o di clausole di fallback robuste alla scadenza del 3 gennaio 2022, il tasso EONIA sia sostituito con €STR più spread pari a 8,5 punti base.

Sul mercato euro, la continuità dell'EURIBOR riformato è confermata: l'EURIBOR, a seguito della riforma ad una nuova metodologia di calcolo ibrida da parte del suo amministratore l'EMMI, rappresenta, da novembre 2019, il costo fondi per le istituzioni creditizie facenti parte del panel dei contribuenti sul mercato interbancario all'ingrosso non garantito. La prima revisione della metodologia di rilevazione del benchmark, obbligatoria ai sensi della BMR è stata confermata il 2 febbraio 2021 e le variazioni apportate, effettive a partire da aprile 2021, sono state minime e con l'obiettivo unicamente di allargare la base delle transazioni e perfezionare le rilevazioni a carico di EMMI.

Transizione sui tassi euro

Type	Current Euro Rate	Replacement	Fallback
O/N	EONIA	€STR	Alternative RFR
Term	EURIBOR (Hybrid)	-	€STR term-structure

Fonte: BCE, Bloomberg, Intesa Sanpaolo

Le norme per i fallback di €STR

First level fallback	Alternative rate (inclusive of spread or adjustments) formally designated, nominated or recommended as a replacement to €STR by a relevant nominating body
Second level fallback	EDFR plus the EDFR/€STR spread

Fonte: BCE, "Report by the working group on euro risk-free rates on €STR fallback arrangements", 12 November 2019, Intesa Sanpaolo

Per quanto riguarda i tassi fallback raccomandati per l'EURIBOR, il Working Group BCE sui RFR, dopo aver indicato l'Euro Short-Term Rate (€STR), come tasso risk-free in euro, ha pubblicato nel novembre 2019 un rapporto raccomandando che la struttura a termine di €STR sia la base per i tassi di fallback di EURIBOR nei prodotti cash e derivati. In ottemperanza ai requisiti della BMR, l'utilizzo dell'EURIBOR deve essere infatti accompagnato dall'identificazione di un tasso di fallback. Dopo due consultazioni pubbliche, a maggio 2021, il WG ha raccomandato l'utilizzo di €STR come fallback EURIBOR basato su:

1. **una metodologia di struttura a termine €STR backward o forward looking a secondo dei diversi** prodotti finanziari e delle loro caratteristiche;

2. **una metodologia di calcolo dello spread di aggiustamento**, utilizzata per evitare differenziali di valore tra EURIBOR e struttura a termine €STR, in caso di attivazione del fallback.

Sul mercato degli OIS, la spinta alla transizione verso €STR è venuta dalle clearing house, che hanno cessato dal 15 ottobre scorso l'attività di clearing su EONIA: a chiusura di mercato, LCH ha fatto transitare circa 13 trilioni di euro di swap EONIA su €STR (70mila contratti), Eurex ha trasferito 364 miliardi di euro e il CME altri 42 miliardi di euro.

Per concludere, al di là delle numerose implicazioni tecniche e legali che la transizione verso i nuovi benchmark risk-free genera, è molto importante che tutti gli operatori di mercato, emittenti e investitori, si rendano consapevoli dei cambiamenti in atto, così da valutare i rischi delle loro esposizioni e gli obblighi legali ad essi connessi, e si attivino per attuare prima possibile la transizione verso i nuovi RFR, nei nuovi strumenti finanziari e in quelli in essere, soprattutto se con scadenza successiva a dicembre 2021.

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 SpA-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 Spa 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

Tel. 02 879+(6)

Macroeconomic Analysis

Luca Mezzomo (Responsabile)	62170	luca.mezzomo@intesasanpaolo.com
Alessio Tiberi	62985	alessio.tiberi@intesasanpaolo.com

Rates, FX & Commodities Research

Sergio Capaldi (Rates)	62036	sergio.capaldi@intesasanpaolo.com
Chiara Manenti (Rates)	62107	chiara.manenti@intesasanpaolo.com
Federica Migliardi (Rates)	62102	federica.migliardi@intesasanpaolo.com
Asmara Jamaleh (FX)	62111	asmara.jamaleh@intesasanpaolo.com
Daniela Corsini (Commodities)	62149	daniela.corsini@intesasanpaolo.com