

Interest Rate Strategy

Il QT e gli impatti sui Treasury

I recenti episodi di bancarotta di Silicon Valley Bank e Signature Bank hanno innescato un aumento di volatilità sul mercato dei Treasury per i timori riguardo alla sostenibilità di una politica monetaria troppo restrittiva. Per diminuire i rischi di ingenerare un eccessivo inasprimento delle condizioni finanziarie, la Fed potrebbe considerare l'ipotesi di rallentare il ritmo di riduzione dei titoli a bilancio, ora pari a 95 miliardi di dollari al mese.

Dalla nostra analisi, tuttavia, emerge che l'impatto del proseguimento del Quantitative Tightening sul term premium del rendimento del Treasury a dieci anni è limitato e compensato dalla diminuzione della componente aspettative per l'approssimarsi della fine del ciclo dei rialzi.

I recenti episodi di bancarotta di Silicon Valley Bank e Signature Bank hanno innescato un aumento di volatilità sul mercato dei Treasury per i timori riguardo alla sostenibilità di una politica monetaria troppo restrittiva. La prosecuzione del Quantitative Tightening (QT) non sembra essere al momento in discussione, nonostante il livello di incertezza elevato. La Fed, tuttavia, potrebbe considerare l'ipotesi di rallentare il ritmo di riduzione degli attivi a bilancio, ora pari a 95 miliardi di dollari al mese, per diminuire i rischi di ingenerare un eccessivo inasprimento delle condizioni finanziarie ed anche in considerazione della bassa liquidità che caratterizza attualmente il mercato dei Treasury. In merito alla liquidità dei Treasury dedichiamo un box alla fine del presente documento. Per valutare l'interazione tra la riduzione del bilancio ed il rendimento del Treasury a dieci anni, consideriamo la scomposizione in term premium ed aspettative di lungo periodo dei tassi a breve, utilizzando il modello ACM della NY Fed (Adrian, Crump, Moench).

Da giugno 2022 ad oggi, la Fed ha ridotto il portafoglio SOMA di 550 miliardi di dollari, considerando sia Treasury che MBS. Durante lo stesso periodo, il rendimento del Treasury a 10 anni è aumentato in maniera molto correlata alla componente aspettative. Il term premium, invece, ha mostrato un andamento piuttosto volatile ed il valore corrente risulta su un livello compresso rispetto alla media degli ultimi anni. Qualora gli effetti del QT sui rendimenti a lungo termine dei Treasury fossero speculari rispetto a quelli del QE, invece, avremmo dovuto osservare un aumento del term premium con la riduzione dei titoli appartenenti al portafoglio SOMA.

17 marzo 2023 – 10:45 CET

Data e ora di produzione

Direzione Studi e Ricerche

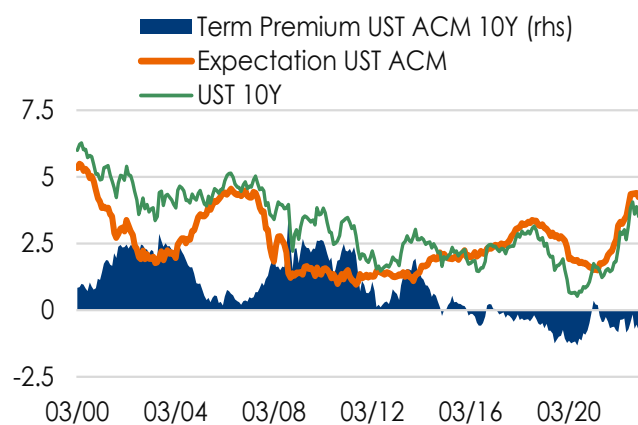
Rates, FX & Commodities Research

Federica Migliardi
Fixed Income Strategist

17 marzo 2023 – 10:50 CET

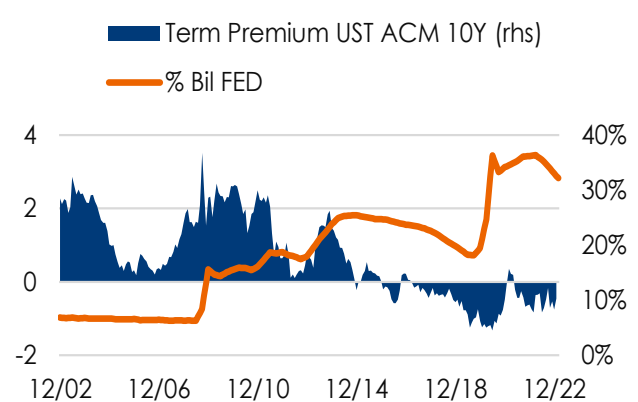
Data e ora di circolazione

Rendimento Treasury 10 anni: componente aspettative e term premium (%)



Fonte: Bloomberg, Intesa Sanpaolo

Term Premium (%) e bilancio Fed % GDP



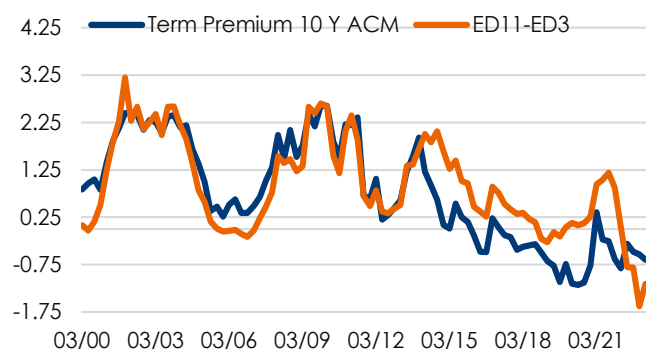
Fonte: Bloomberg, Intesa Sanpaolo

Diverse evidenze mostrano che gli impatti del QT sui rendimenti a lungo termine dei Treasury non sono simmetrici e risultano più contenuti rispetto a quelli osservati durante le fasi di espansione di bilancio¹. Isolare gli effetti del QT sui rendimenti a lunga risulta piuttosto complesso. Un'analisi della Federal Reserve of Kansas City, utilizza un modello VAR per quantificare gli effetti del precedente QT del 2017-2019 sul rendimento del Treasury a 10 anni. L'analisi evidenzia un aumento di 8 pb in media sul rendimento in seguito alla diminuzione di 650 miliardi di dollari totali del portafoglio SOMA (UST e MBS) nell'arco di quasi due anni².

Un ulteriore studio che conferma l'impatto limitato del QT sui Treasuries si riferisce ad una nota pubblicata a giugno³ dalla Fed. In base all'analisi, una riduzione del portafoglio SOMA dell'1% di un ammontare equivalente di Treasury a 10 anni⁴ in percentuale al PIL (in base ai nostri calcoli pari a circa 485 miliardi di UST) genererebbe un aumento di 10 pb del term premium.

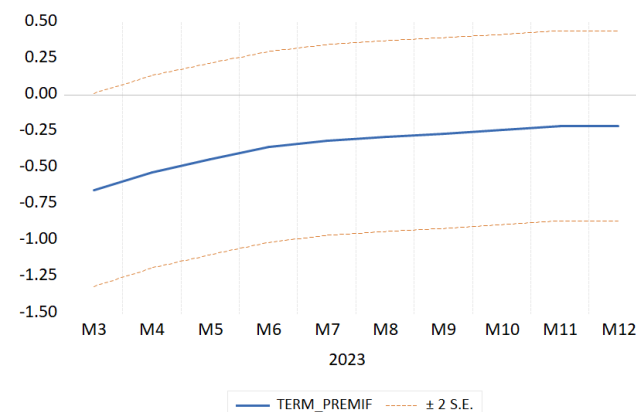
Per analizzare l'andamento del term premium, consideriamo un modello lineare che includa come variabili dipendenti l'ammontare dei Treasury appartenenti al portafoglio SOMA in percentuale al PIL ed alcune variabili legate alle aspettative sui tassi a breve termine. Il term premium rappresenta infatti una componente anticiclica e risulta molto correlato alle aspettative di allentamento/restrizione di politica monetaria, per questa variabile utilizziamo lo spread tra l'undicesimo (dicembre 2025) ed il terzo contratto Future sull'Eurodollaro (dicembre 2023).

Term premium ACM 10 anni e calendar spread Future su Eurodollaro (%)



Fonte: Bloomberg, Intesa Sanpaolo

Previsione term premium ACM 10 anni (%)



Fonte: Bloomberg, Intesa Sanpaolo

¹ Le ragioni dell'asimmetria tra QE e QT, risiedono sia nelle dimensioni e rapidità dei programmi (i piani di espansione di bilancio prevedono ritmi più rapidi di implementazione rispetto a quelli di riduzione) ed al diverso effetto di segnalazione sui tassi a breve termine. Le fasi di QE indicano infatti un periodo prolungato di tassi bassi mentre il QT non implica tassi alti per lungo periodo. Infine, l'ultima importante differenza si riferisce alle modalità di trasmissione: mentre il QE agisce principalmente riducendo la componente di premio al rischio dei rendimenti, la precedente esperienza di QT del 2017 ha prodotto un inasprimento delle condizioni finanziarie specialmente tramite la riduzione delle riserve da cui ne è conseguito un aumento dei tassi overnight.

² "The financial market effects of unwinding the Federal Reserve's balance sheet", A.L. Smith, V.J Valcarecel, January 2022.

³ <https://www.federalreserve.gov/econres/notes/feds-notes/substitutability-between-balance-sheet-reductions-and-policy-rate-hikes-some-illustrations-20220603.html>

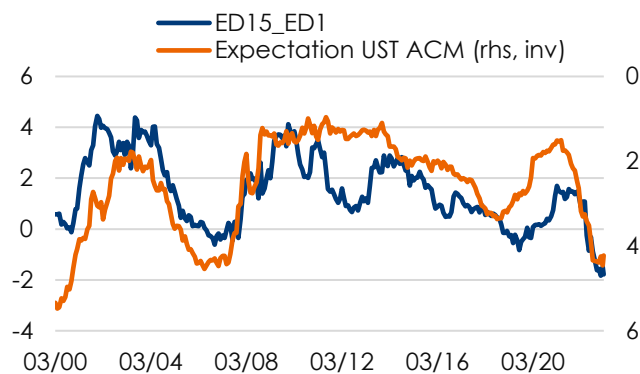
⁴ In base al modello Wei and Li (marzo 2013) si definisce ammontare equivalente di Treasury a dieci anni di un portafoglio, l'ammontare par value del Treasuries a dieci anni on-the run equivalente all'ammontare del portafoglio considerato per la duration. In termini matematici: 10 year equivalent= par value portafolio* average portafolio duration /duration del Treasuries 10y on-the- run.

Considerando dati mensili dal 2000 ad oggi, regrediamo il term premium su una costante, sul totale dei Treasuries appartenenti al portafoglio SOMA in percentuale al PIL, sullo spread tra l'undicesimo ed il terzo contratto Future su Eurodollaro ed infine sulle aspettative di lungo termine dei tassi a breve, ossia il tasso USD OIS 1M forward 10 anni. Tutte le variabili risultano significative e la variabile rappresentata dai Treasury appartenenti al portafoglio SOMA in percentuale al PIL risulta legata al term premium da un coefficiente negativo. L'equazione ha un R^2 del 91% ed una deviazione standard degli errori molto bassa, pari a 0.33. In base alla relazione ottenuta, una riduzione pari all'1% dei Treasury a bilancio in percentuale al PIL (equivalenti a 287 miliardi di dollari), a parità di tutte le altre variabili, comporta un aumento del term premium di soli 3 pb. Mantenendo l'attuale ritmo di riduzione di bilancio fino a fine anno e le altre variabili costanti, i Treasury appartenenti al portafoglio SOMA scenderanno da 21 a 17.9% in percentuale al PIL da cui ne consegue un aumento atteso di circa 9 pb del term premium.

In ottica previsiva del term premium, ipotizziamo un'evoluzione della pendenza sulla curva Eurodollaro in linea con i forward ed una convergenza del tasso USD OIS 1M forward 10 anni verso la media degli ultimi due anni, pari a 2.4%. In questo scenario il term premium, dal valore di fair value pari a -0.60%, piuttosto vicino al valore corrente di -0.65%, salirebbe a -0.35% a giugno 2023 e si manterrebbe circa stabile fino a fine anno a -0.4%.

Ai fini previsionali del rendimento del Treasury a dieci anni, consideriamo un modello lineare anche per la componente aspettative dei tassi a breve e consideriamo come variabili dipendenti una pendenza della curva Future su Eurodollaro più ampia (ED15-ED1) ed un livello di un tasso a breve termine rappresentato dal tasso implicito del quinto contratto su Eurodollaro. Supponendo che le variabili evolvano in linea con i forward, la componente aspettative scenderebbe dal 4% al 3.5% a dicembre 2023. Complessivamente il rendimento del Treasury a dieci anni da un fair value pari a 3.4% diminuirebbe a 3.1% a fine anno.

Stima della componente aspettative ACM 10 anni (%)



Fonte: Bloomberg, Intesa Sanpaolo

Stima della componente aspettative ACM 10 anni (%)



Fonte: Bloomberg, Intesa Sanpaolo

Scenario alternativo 1: Supponiamo che la Fed decida di dimezzare da giugno il ritmo di riduzione dei titoli Treasury da 60 miliardi a 30 miliardi al mese mantenendo invariate tutte le ipotesi considerate in precedenza per l'evoluzione delle variabili considerate. Il term premium si troverebbe su un livello di 3 pb inferiore a fine anno con un impatto quindi veramente minimo sul rendimento del Treasury a dieci anni (3.07% anziché 3.1%).

Scenario alternativo 2: manteniamo la riduzione dei Treasury invariata e supponiamo che le aspettative dei tassi a breve ritraccino e ritornino sui livelli osservati prima degli episodi di bancarotta, consideriamo quindi una dinamica delle variabili allineata alla curva forward dell'8

marzo. In questo caso il Treasury a dieci anni salirebbe dal fair value di 3.4% a 3.8% a giugno per poi scendere nuovamente a 3.4% a settembre e 3.2% a dicembre 2023.

In conclusione, gli effetti del proseguimento del QT sul term premium sono limitati e controbilanciati dalla diminuzione della componente aspettative, che è attesa scendere per l'approssimarsi della fine del ciclo dei rialzi. Tali effetti limitati potrebbero supportare il proseguimento del QT a condizione che le riserve del settore bancario si mantengano al di sopra del livello di scarsità e che non sia necessaria una nuova fase di politica monetaria espansiva.

Box- La liquidità sui Treasury ed il programma di buy back del Tesoro

Le edizioni di maggio e novembre 2022 del *Financial Stability Report* riportano un deterioramento della liquidità sul mercato dei Treasuries, in termini di bid-ask spread e di profondità di mercato, già a partire dalla fine del 2021. L'incertezza sul futuro della politica monetaria ed un contesto di volatilità elevata hanno contribuito ad aumentare la cautela negli intermediari che si è riflessa in una diminuzione dei volumi medi delle quotazioni in maniera più evidente sul segmento a breve della curva Treasury per la maggiore sensibilità a variazioni delle aspettative sui tassi. Per migliorare la metrica di liquidità dei Treasury sono state lanciate diverse iniziative:

- L'Inter-Agency Working Group on Treasury Market Surveillance⁵ (IAWG), per migliorare la resilienza del mercato dei Treasury, ha pubblicato una serie di obiettivi che intende perseguire e che comporteranno diversi cambiamenti tecnici sulla struttura e sulla regolamentazione del mercato dei Treasury. Il IAWG effettuerà alcune proposte per accrescere la trasparenza delle quotazioni sul mercato secondario, per uniformare la marginazione in diversi segmenti di mercato, aumentare sorveglianza e centralizzazione delle transazioni al fine di raggiungere una capacità di assorbimento di volumi consistenti sia sul mercato primario che secondario in qualsiasi circostanza economica o finanziaria.
- Il Tesoro sta valutando la possibilità di creare un programma di buy back sui Treasury per migliorare il funzionamento del mercato e allo stesso tempo la gestione della liquidità del Tesoro. Durante l'ultimo Treasury Borrowing Advisory Committee trimestrale (TBAC) è stato pubblicato un documento⁶ con i principi guida del programma, redatti tenendo conto delle opinioni di 25 primary dealers intervistati. Se da un lato i riacquisti dovrebbero essere coerenti con un quadro regolare e prevedibile, dall'altro il Tesoro dovrebbe riservarsi una certa flessibilità nel decidere se eseguire o meno una specifica operazione di riacquisto. La progettazione di un programma di riacquisto è complessa, in quanto richiede una serie di valutazioni operative, analitiche e di mercato. Al momento il Tesoro è ancora in una fase di valutazione sull'opportunità dell'utilizzo e l'implementazione risulta piuttosto lontana. Un eventuale deterioramento delle condizioni di liquidità dei Treasury potrebbe accelerare il processo rendendo maggiormente necessario il supporto di questo tipo di strumento.

⁵ L' Inter-Agency Working Group on Treasury Market Surveillance è costituito da membri dello staff dello U.S. Department of the Treasury, del Board of Governors of the Federal Reserve System, della Federal Reserve Bank of New York, della U.S. Securities and Exchange Commission e della U.S. Commodity Futures Trading Commission.

⁶ <https://home.treasury.gov/system/files/221/TBACCharge1Q12023.pdf>

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 15c-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.intesasnpaolo.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.intesasnpaolo.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.intesasnpaolo.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@intesasnpaolo.com

alessio.tiberi@intesasnpaolo.com

Rates, FX & Commodities Research

Sergio Capaldi (Rates)

Chiara Manenti (Rates)

Federica Migliardi (Rates)

Asmara Jamaleh (FX)

Daniela Corsini (Commodities)

sergio.capaldi@intesasnpaolo.com

chiara.manenti@intesasnpaolo.com

federica.migliardi@intesasnpaolo.com

asmara.jamaleh@intesasnpaolo.com

daniela.corsini@intesasnpaolo.com