

Interest Rate Strategy

UST buyback: un nuovo strumento di controllo della curva?

9 maggio 2025 – 16:20 CET

Data e ora di produzione

Da metà 2024, il Tesoro ha riacquisito Treasury per 135 miliardi e, secondo quanto riportato nel comunicato del TBAC di maggio, potrebbero essere apportate modifiche al programma con l'obiettivo di ampliarne l'utilizzo.

Nonostante le dichiarazioni ufficiali da parte del Tesoro, il programma di buy-back difficilmente potrà diventare uno strumento per controllare il livello dei rendimenti dei Treasury. Il Tesoro potrà implementare modifiche tali da rendere i buyback uno strumento più flessibile, tuttavia, l'impatto sul livello dei Treasury continuerà ad essere limitato e il fine ultimo resterà quello di migliorare l'efficienza del mercato.

Research Department

Rates, FX & Commodities Research

Federica Migliardi
Fixed Income Strategist

9 maggio 2025 – 16:22 CET

Data e ora di circolazione

Dall'insediamento della nuova amministrazione Trump, i rendimenti dei Treasury hanno registrato un periodo di elevata volatilità. Gli annunci sui dazi del 2 aprile, più aggressivi del previsto, hanno innescato una dinamica bullish sui Treasury, a causa dei crescenti rischi di recessione: il rendimento del decennale, dal livello del 4.35% di fine marzo, è sceso fino a raggiungere un minimo del 3.99% il 4 aprile. Lo spread tra swap SOFR e Treasury a 10 anni ha raggiunto un minimo di -65pb, a causa dell'aumentata percezione del rischio di credito sovrano, e contemporaneamente l'indice di volatilità sui Treasury Move ha raggiunto un massimo di 140. Recentemente, l'apertura a negoziati tra USA ed alcuni dei principali partner commerciali ha contribuito al ritorno del rendimento del decennale sui livelli precedenti l'annuncio sui dazi. Nonostante il calo delle ultime settimane, la volatilità rimane ancora elevata e l'indice Move si mantiene su un livello superiore rispetto alla media degli ultimi 5 anni. Le fasi di elevata volatilità aumentano i costi di transazione ed il premio di liquidità sui Treasury. Come si può notare nel grafico in basso a destra, l'ampliamento del bid-ask spread di titoli off-the-run è stato maggiore rispetto a quello di un titolo on-the-run in concomitanza con gli annunci sui dazi: il bid-ask spread del Treasury 1.75% 08/2041 si è allargato di oltre 2 pb, mentre il titolo on-the-run 4.75% 02/2045 di appena 1 pb.

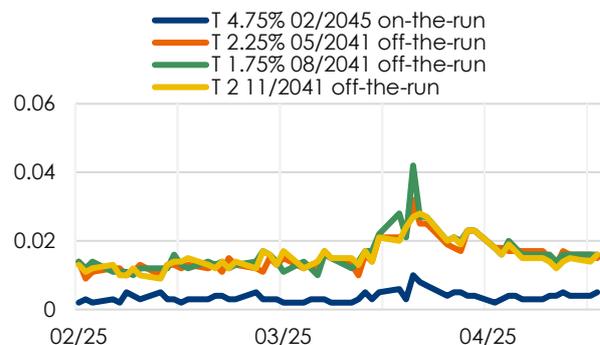
La dinamica Treasury a dieci anni è una variabile attentamente monitorata dalla nuova amministrazione: il segretario del Tesoro S. Bessent ha dichiarato in diverse occasioni ufficiali che è interesse dell'amministrazione finanziaria il debito statunitense al minore costo possibile. In un'intervista a Bloomberg, successiva all'episodio di sell-off di metà aprile, S. Bessent ha dichiarato che il programma di riacquisto titoli rappresenta uno strumento importante a disposizione del Tesoro e che non esclude la possibilità di incrementarne l'utilizzo ("we have a big toolkit that we can roll out. We could up the buybacks if we wanted").

Treasury swap spread (pb)



Fonte: Bloomberg, Intesa Sanpaolo

Bid-ask spread Treasury on-the-run e off-the run (%)



Fonte: Bloomberg, Intesa Sanpaolo

Riteniamo che l'implementazione di un programma di buyback su larga scala presenta evidenti criticità.

- In primo luogo, il regolamento prevede l'utilizzo dei riacquisti per migliorare la liquidità dei titoli di stato e la gestione della liquidità. Nella sezione FAQ sui buyback del Tesoro si chiarisce che i riacquisti non sono condotti con l'obiettivo di stabilizzare episodi di stress di mercato. Tale funzione è invece svolta dalla Federal Reserve qualora tali episodi compromettano la corretta trasmissione della politica monetaria.
- L'implementazione di riacquisti su larga scala richiederebbe ulteriori risorse di finanziamento. Un modo per finanziare i riacquisti sarebbe quello di emettere più titoli a breve scadenza, T-Bill ma in questo caso comporterebbe una sostituzione di debito a lunga con debito a breve. Attualmente la percentuale di T-Bill sul totale del debito è pari a 21.2% ed è aumentata significativamente negli ultimi anni anche se inferiore ai massimi storici raggiunti negli anni 80' pari al 35%. Una percentuale elevata di T-bill presenta il vantaggio di ridurre il term-premium sui titoli a lunga ma accresce i rischi di rifinanziamento, aumenta la volatilità del deficit e richiederebbe un livello di TGA più elevato. Il TBAC ha individuato come la soglia del 20% di debito in T-Bill rappresenti un livello ottimale in termini di costi e benefici.
- Un ulteriore limite all'implementazione dei buyback su più ampia scala è rappresentato dagli impatti sulla contabilità di bilancio. L'acquisto, ad esempio, di titoli a lunga scadenza con cedole più elevate rispetto al mercato ridurrebbe i costi di finanziamento nel breve periodo ma aumenterebbe lo stock di debito nominale (il Tesoro riacquisterebbe titoli sopra la pari a fronte di debito a condizioni di mercato). Inoltre, la perdita realizzata dal riacquisto dovrà essere registrata nell'anno di esecuzione del riacquisto con conseguente impatto sul deficit di bilancio.

Il programma di buy-back sta migliorando la liquidità del mercato

A partire da maggio 2024, il Tesoro statunitense ha implementato il nuovo programma di buyback ("[Regular buyback Program](#)") che prevede operazioni di riacquisto di titoli off-the-run su base regolare e predefinita al fine di migliorare la condizione di liquidità dei titoli ed ottimizzare l'impiego del saldo di bilancio.

Il nuovo programma prevede la pubblicazione, con cadenza trimestrale e in concomitanza con le riunioni del TBAC, dei dettagli delle operazioni di riacquisto che verranno eseguite nel corso dei tre mesi successivi (date di esecuzione, importi massimi previsti per ogni tipologia di titolo e scadenze). Da luglio 2024, il Tesoro ha innalzato l'ammontare massimo per le operazioni effettuate a supporto della liquidità su titoli nominali da 2 a 4 miliardi di dollari, mantenendo invariati a 2 miliardi l'importo massimo per le operazioni effettuate sul tratto a lungo della curva (10-20 anni e 20-30 anni) e 500 milioni per quanto riguarda i TIPS. I riacquisti effettuati per la gestione del saldo di liquidità vengono condotti, invece, durante le settimane immediatamente precedenti o successive alle principali scadenze fiscali (metà aprile, giugno settembre e dicembre) e riguardano solo titoli nominali a breve scadenza (inferiore a due anni) per un importo massimo di 20 miliardi su base trimestrale. È previsto inoltre un ammontare massimo su base annuale pari a 240 miliardi.

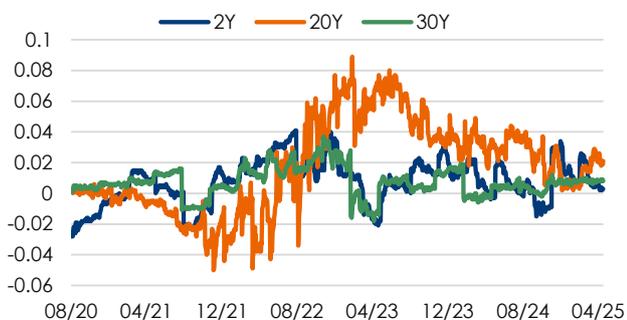
Il Tesoro, in passato aveva già condotto operazioni di buyback su scala meno ampia. Durante gli anni 2000-2002 sono stati eseguiti riacquisti per un totale di 67.5 miliardi e, tra il 2015 ed il 2023, per un totale di 34 milioni di dollari. Dall'inizio dell'implementazione del nuovo piano, da maggio 2024, l'ammontare dei buyback è aumentato progressivamente (grafico pagina seguente a destra). Il Tesoro ha riacquistato governativi off-the-run per un totale di 135 miliardi di dollari, di

cui solo 51 miliardi nell'ultimo trimestre ed anche per il prossimo trimestre l'importo previsto è di 50 miliardi¹.

Il TBAC a febbraio 2025 ha pubblicato un'analisi sulle operazioni di acquisto effettuate dal 29 maggio 2024 al 22 gennaio 2025². I punti principali dell'analisi evidenziano che:

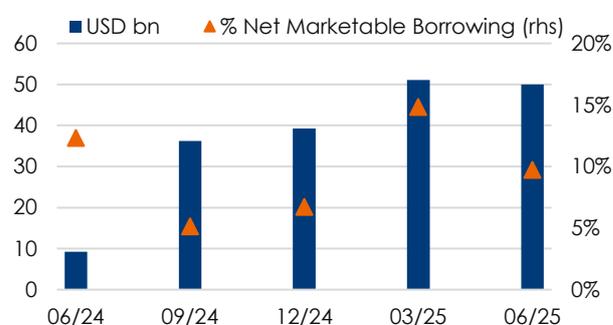
- La domanda da parte del mercato rispetto all'offerta di riacquisto è stata solida: nel 68% delle operazioni di riacquisto è stato raggiunto l'importo massimo offerto;
- In media, solo il 38% dei titoli offerti alle operazioni di riacquisto sono stati richiesti; la percentuale è più elevata nel caso di titoli nominali con scadenza breve (da 1 mese a 2 anni) e quelli a lunga (da 10 anni a 20 anni) e ultra-lunga (da 20 anni a 30 anni); la domanda è risultata inferiore nelle operazioni riguardanti il settore medio della curva (da 7 a 10 anni). Per quanto riguarda i riacquisti sui TIPS, in media, il 39% dei titoli offerti è stato richiesto per modesti ammontari. La variabilità dell'ammontare applicato a seconda del titolo evidenzia che nell'effettuare le operazioni di riacquisto oltre ad esigenze di liquidità rientrano considerazioni di relative value.
- L'analisi del TBAC evidenzia inoltre che, nel periodo considerato, gli indicatori di liquidità sui Treasury sono migliorati. Lo spread tra i rendimenti dei titoli on-the-run ed i titoli off-the-run è uno degli indicatori possibili per analizzare l'andamento del premio di liquidità dei Treasury. Il grafico in basso a sinistra mostra come lo spread sia aumentato significativamente durante il periodo post-pandemico per l'aumento del debito circolante e durante tutta la fase di politica monetaria restrittiva. Nell'ultimo periodo il premio di liquidità si è stabilizzato su livelli inferiori rispetto ai picchi registrati a fine 2022.

Spread Treasury on-the-run e off-the-run per scadenza (%)



Fonte: Bloomberg, Intesa Sanpaolo

Buyback effettuati in termini assoluti (mld di dollari) e rispetto all'ammontare di offerta netta di UST



Fonte: Bloomberg, Intesa Sanpaolo

Un recente studio³ evidenzia che i riacquisti di un trimestre hanno un impatto trascurabile sui rendimenti dei Treasury (dell'ordine di un terzo di pb). Gli effetti dei riacquisti sono maggiori nel caso di titoli riacquistati con vita residua breve. La ragione di un impatto limitato sui rendimenti del titolo riacquistato e sui titoli considerati sostituiti è da ricercarsi nel fatto che l'importo dei riacquisti viene distribuito su diversi titoli proposti in ogni operazione (inizialmente era previsto un massimo di 20 titoli offerti dal tesoro in ogni operazione, ma da agosto 2024 tale limite è stato rimosso⁴). Dallo studio emerge inoltre che se i riacquisti fossero concentrati su un numero inferiore

¹ <https://home.treasury.gov/system/files/221/Tentative-Buyback-ScheduleQ22025.pdf>

² <https://home.treasury.gov/system/files/221/TBACCharge1Q12025.pdf>

³ Treasury buybacks, the Federal Reserve's portfolio, and changes in local supply, Journal of Banking and Finance, Novembre 2024.

⁴ <https://home.treasury.gov/news/press-releases/jy2512>

di titoli, l'impatto in termini di rendimento e gli effetti ricaduta sarebbero maggiori, ma rimarrebbero comunque limitati per i titoli a lunga scadenza.

I verbali dell'ultimo TBAC⁵ evidenziano modifiche al programma di buyback potranno essere implementate al fine di estenderne ed ampliarne l'utilizzo. Tali revisioni potrebbero riguardare modifiche agli importi massimi di acquisto, alla programmazione e alla frequenza delle operazioni di riacquisto, all'ammissibilità dei titoli, alla composizione delle scadenze e al processo di esecuzione e all'ammissibilità delle controparti.

Riteniamo che il Tesoro potrà implementare modifiche al programma tali da rendere i buyback uno strumento più flessibile, tuttavia, l'impatto sulla dinamica dei Treasury continuerà ad essere limitato.

⁵ <https://home.treasury.gov/news/press-releases/sb0120>

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., 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.

CH: Queste informazioni costituiscono un'advertisement in relazione agli strumenti finanziari degli emittenti e non sono prospetto informativo ai sensi della legge svizzera sui servizi finanziari ("SerFi") e nessun prospetto informativo di questo tipo è stato o sarà preparato per o in relazione all'offerta degli strumenti finanziari degli emittenti. Le presenti informazioni non costituiscono un'offerta di vendita né una sollecitazione all'acquisto degli strumenti finanziari degli emittenti.

Gli strumenti finanziari degli emittenti non possono essere offerti al pubblico, direttamente o indirettamente, in Svizzera ai sensi della FinSa e non è stata né sarà presentata alcuna richiesta per l'ammissione degli strumenti finanziari degli emittenti alla negoziazione in nessuna sede di negoziazione (Borsa o sistema multilaterale di negoziazione) in Svizzera. Né queste informazioni né qualsiasi altro materiale di offerta o di marketing relativo agli strumenti finanziari degli emittenti possono essere distribuiti pubblicamente o resi altrimenti disponibili al pubblico in Svizzera.

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 – in accordo con 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 società del loro 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>.

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 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 Research Department - Responsabile Gregorio De Felice

Macroeconomic Analysis

Luca Mezzomo (Responsabile)

luca.mezzomo@intesanpaolo.com

Rates, FX & Commodities Research

Chiara Manenti (Responsabile)

chiara.manenti@intesanpaolo.com

Sergio Capaldi (Rates)

sergio.capaldi@intesanpaolo.com

Federica Migliardi (Rates)

federica.migliardi@intesanpaolo.com

Asmara Jamaleh (FX)

asmara.jamaleh@intesanpaolo.com

Daniela Corsini (Commodities)

daniela.corsini@intesanpaolo.com
