

La narrativa mainstream celebra la fine del QT come segnale bullish. Ma potrebbe essere esattamente il contrario. **La Fed sta terminando il QT non per generosità, ma perché ha perso il controllo sulla liquidità del sistema.** Ecco perché:

1. La Fed Ha Perso il Controllo sui Tassi Overnight

Il SOFR (tasso overnight che le banche si pagano tra loro) è salito a una media del 4.20% in ottobre, ben sopra i 4.04% di settembre. Ancora più grave: il SOFR ha superato sistematicamente il Discount Window Rate della Fed, il che significa che le banche **pagano di più del massimo garantito dalla Fed** pur di trovare liquidità.

Questo è un segnale di **scarsità strutturale**, non stress temporaneo. È lo stesso pattern che nel settembre 2019 precedette la crisi repo.

2. Le Riserve Bancarie Sono Pericolosamente Basse

Le riserve bancarie sono crollate a \$2.8 trilioni, il minimo degli ultimi 4 anni. Gli analisti stimano che il “Lowest Comfortable Level” (LCL) sia intorno a \$2.6-2.7 trilioni. Siamo quindi a pochi mesi da uno stress sistemico grave, anche assumendo che il QT sia davvero finito.

Nel 2019, quando le riserve scesero sotto \$1.4 trilioni, il mercato repo implose. Oggi il sistema è molto più grande e interconnesso, quindi il rischio è proporzionalmente maggiore.

3. Il Standing Repo Facility ha Toccato Livelli di Emergenza

Il 31 ottobre, l'utilizzo del Standing Repo Facility (SRF) della Fed ha raggiunto un record storico di \$50.35 miliardi. Questo non è stress da fine trimestre: è **stress strutturale persistente**.

Quando la presidente della Dallas Fed Lorie Logan ha dovuto esortare pubblicamente i dealer a utilizzare l'SRF, significava che i **tassi repo privati stavano superando persino il tasso della Fed**, segno chiaro di panico controllato.

4. Il Reverse Repo Facility è Quasi Azzerato

L'ON RRP, il “cuscinetto” che assorbe gli shock di liquidità, è sceso da \$2.5 trilioni (fine 2022) a circa \$8 miliardi oggi. **Quando questo va a zero, la Fed perde il suo principale strumento per gestire la volatilità.**

Nel 2019-2020, il calo dell'ON RRP correlò perfettamente con gli spike del SOFR. Oggi la correlazione si ripete: RRP quasi vuoto, SOFR fuori controllo.

5. Il Basis Trade da \$1.2 Triliioni: Una Bomba a Orologeria

Gli hedge fund gestiscono circa \$1.2 triliioni di “basis trade”, un arbitraggio levered tra Treasury cash e futures che dipende dal finanziamento nel mercato repo. Quando il SOFR sale oltre livelli sostenibili, questi trader sono **costretti a liquidare massicciamente**.

Nel marzo 2020, quando il SOFR schizzò, i basis trader scaricarono \$100-200 miliardi di Treasury in pochi giorni, causando un **collasso della liquidità** nel mercato obbligazionario. I prezzi dei Treasury crollarono nonostante fossero asset “sicuri”.

Oggi la situazione è **ancora più fragile**:

- Riserve più basse del 2019
- RRP essenzialmente vuoto (nessun ammortizzatore)
- SRF già al massimo (la Fed distribuisce “patch” d’emergenza)

Se il SOFR risale sopra 4.5-4.7%, l’unwinding forzato potrebbe scatenare una **cascata di vendite** nei Treasury, innescando marginal calls a catena su tutto il sistema.

6. La “Fine del QT” Non È Vero QE MA Reinvestimento in T-Bills Che Rimane Intrappolato

Ecco il punto cruciale che il mercato ignora completamente: la Fed reinvestirà i pagamenti delle cedole e dei principal payments **esclusivamente in Treasury bills** (scadenza inferiore a 1 anno), mantenendo il bilancio stabile a \$6.6 triliuni.

Ma questo **NON aumenta le riserve bancarie disponibili all’economia reale**. Perché?

Il denaro resta intrappolato nel sistema finanziario primario:

- **I T-bills sono asset ultra-liquidi e a brevissimo termine** che vengono assorbiti principalmente da:

- Money market funds (MMFs)
- Primary dealers (banche d’investimento)
- Foreign central banks
- Corporate treasury departments

- **Questo denaro NON filtra verso l’economia reale**. Non diventa credito bancario, non finanzia mutui, non supporta prestiti alle imprese. Resta **parcheggiato in strumenti overnight o quasi-overnight** da operatori che lo usano per:

- Collaterale nei mercati repo
- Cash management ultra-conservativo

- Arbitraggi di basis trade

- La fragilità strutturale del mercato T-bill oggi:

- Il Tesoro USA ha emesso quantità record di T-bills per finanziare il deficit, portando lo stock outstanding a oltre **\$6 trilioni** (circa 23% del debito pubblico totale)
- Questa è una **concentrazione anomala** sul brevissimo termine, creata per evitare di saturare il mercato delle scadenze lunghe
- Ma ora il mercato T-bill è **sovrasaturo**: gli yield sui T-bill sono compressi, la domanda è fragile, e qualsiasi shock di offerta (es. sospensione del debt ceiling) può causare dislocazioni

- Il “reinvestimento” della Fed aggrava questa fragilità:

- Spostando l'acquisto da Treasury lunghe (10-30 anni) a T-bills, la Fed **concentra ulteriormente** la domanda sul segmento più affollato e vulnerabile
- Questo lascia il segmento lungo della curva, le obbligazioni treasury di lungo (dove operano pensioni, assicurazioni, e basis trader) **senza supporto**, esponendolo a sell-off violenti se la liquidità si restringe
- I T-bills diventano una sorta di “parcheggio forzato” per liquidità che **non può essere utilizzata produttivamente**

In sintesi: il “reinvestimento” non è QE perché:

- **Non crea nuove riserve bancarie** utilizzabili dall'economia
- **Non allenta le condizioni finanziarie** per famiglie e imprese
- **Concentra il rischio** sul segmento T-bill, già sovraccarico
- **Il denaro rimane intrappolato** tra primary dealers, MMFs, e operatori istituzionali che lo usano solo per collaterale e arbitraggi

È una misura tecnica per evitare il collasso repo, non uno stimolo all'economia. La liquidità resta “bloccata” al vertice del sistema finanziario, senza mai raggiungere l'economia reale.

7. Il Vero QE Richiederebbe Acquisto di Asset Lunghi e Espansione Netta delle Riserve

Il QE vero, quello del 2020-2021, funzionava così:

- La Fed **acquistava Treasury lunghe e MBS** (non T-bills)
- Questo **iniettava riserve bancarie fresche** nel sistema
- Le banche potevano usare quelle riserve per **espandere il credito** all'economia reale
- La curva dei rendimenti si appiattiva, **abbassando i costi di finanziamento** su mutui, prestiti corporate, ecc.

Oggi nulla di tutto questo sta accadendo. Il “rollover” in T-bills:

- Mantiene il bilancio Fed costante (nessuna espansione netta)
- Concentra liquidità nel segmento più corto e già saturo
- Lascia il lato lungo della curva esposto a stress
- Non allevia la scarsità di riserve bancarie utilizzabili

Il vero QE probabilmente **non arriverà fino al late 2026**, o solo quando una crisi aperta costringerà la Fed ad agire, esattamente come nel marzo 2020 con la pandemia, se si continua così.

8. La Storia del 2019 Si Ripete?

Nel 2019, quando la Fed terminò il QT e iniziò a tagliare i tassi, i mercati azionari rimasero forti inizialmente, ma **non si evitò la correzione**. Il sistema rimase fragile fino a marzo 2020, quando la pandemia costrinse la Fed a lanciare il **vero QE** (non semplici “reinvestimenti”).

Oggi stiamo rivivendo la stessa dinamica:

- Tagli dei tassi che mascherano problemi strutturali
- Fine del QT celebrata come “svolta dovish”
- Ma sotto: riserve critiche, repo sotto stress, basis trade levered al massimo, mercato T-bill fragile e sovratasato

9. La Concentrazione nei Mega-Cap È un Rischio Sistemico

I “Magnifici 7” (big tech) rappresentano il 33% dell’S&P 500, una concentrazione storica. Se anche uno solo di questi titoli correge pesantemente, per multipli insostenibili, aspettative AI gonfiate, o tensioni geopolitiche (tariffe US-Cina che abbiamo già visto gli effetti ENORMI che ha avuto quel giorno), scatenerebbe **margin call massicci** su hedge fund e operatori levered.

Questi sarebbero costretti a liquidare Treasury (via basis trade) per coprire i margin call, causando uno **spike nel SOFR**, che forza ulteriori liquidazioni in un **circolo vizioso**. È il meccanismo esatto di marzo 2020, ma in un ambiente di riserve ancora più ridotte e un mercato T-bill già saturo.

Quindi in Breve Perché il Bear Market è Più Probabile (Forse Inevitabile) Se la FED ed il Sistema non Cambia Immediatamente?

1. **La Fed ha perso controllo sulla liquidità overnight** ($\text{SOFR} > \text{Discount Window Rate}$)
2. **Le riserve sono criticamente basse**, vicine al livello di crisi
3. **Il Basis Trade da \$1.2T è esposto a unwinding catastrofico** se il repo resta sotto stress
4. **Il “QE silenzioso” non è QE**—è solo rollover in T-bills dove il denaro resta intrappolato tra dealers e MMFs, senza raggiungere l’economia reale
5. **Il mercato T-bill è fragile e sovrasaturo**, e la Fed sta concentrando ulteriormente la domanda sul segmento più vulnerabile
6. **Il 2019 dimostra che “fine QT + tagli tassi” non basta**: serve vero QE (acquisto di asset lunghi con espansione riserve), che arriverà solo in crisi aperta
7. **La concentrazione nei mega-cap rende il mercato estremamente vulnerabile a correzioni concentrate**
8. **Se scende un pilastro (tech), crolla tutto**: il sistema è troppo interconnesso e levered

Il 1° dicembre non porta denaro fresco all’economia. Porta solo la conferma che il sistema era sull’orlo del collasso repo. Lo stress nel mercato overnight è reale, misurabile, e persistente. Il “reinvestimento” in T-bills vuol dire che la liquidità rimane bloccata al vertice del sistema, senza filtrare a famiglie, imprese, o mercati di rischio.

Fino ad allora, ci si potrebbe aspettare tranquillamente volatilità crescente, liquidazioni forzate di Treasury, stress nel mercato T-bill sovrasaturo, correzioni concentrate nei mega-

cap tech, e probabile bear market (momentaneo? Lungo? Non si sa) nei prossimi mesi.
Probabilità bear market con rischio di crisi acuta SE SOFR supera 4.5-4.7%.

La Fed sta rischiando di ripetere il 2019, quando tagli e fine QT non bastarono e servì una pandemia per forzare il vero QE.