

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 corregge 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 (SOFR > 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.