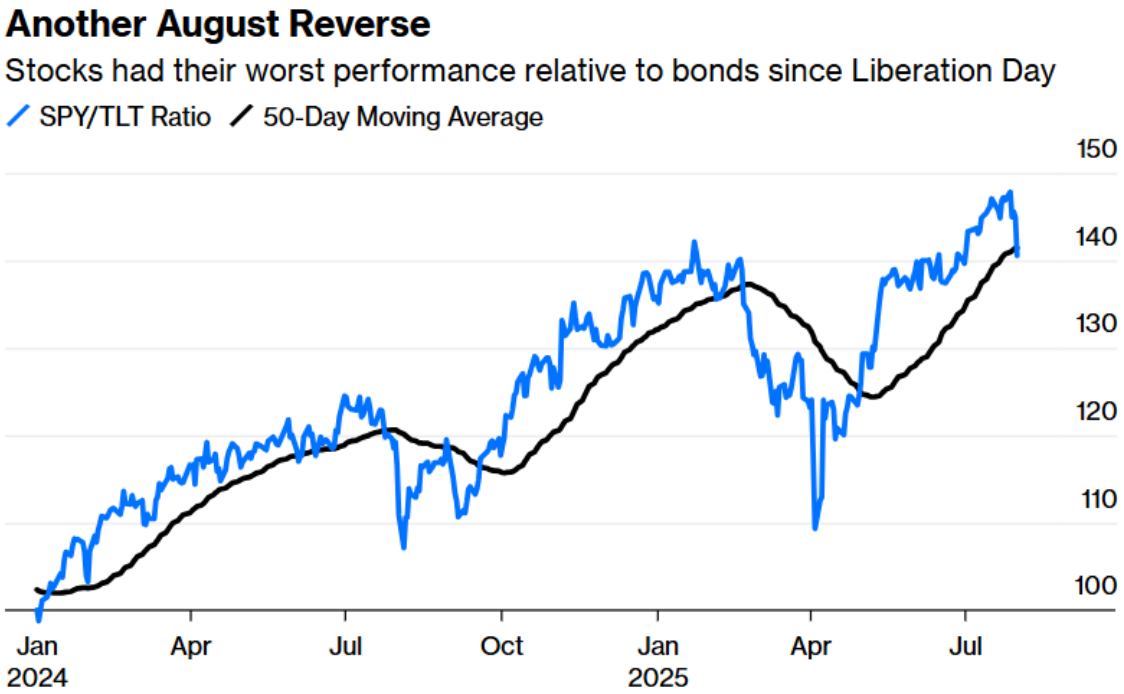
**Questione di Focus**

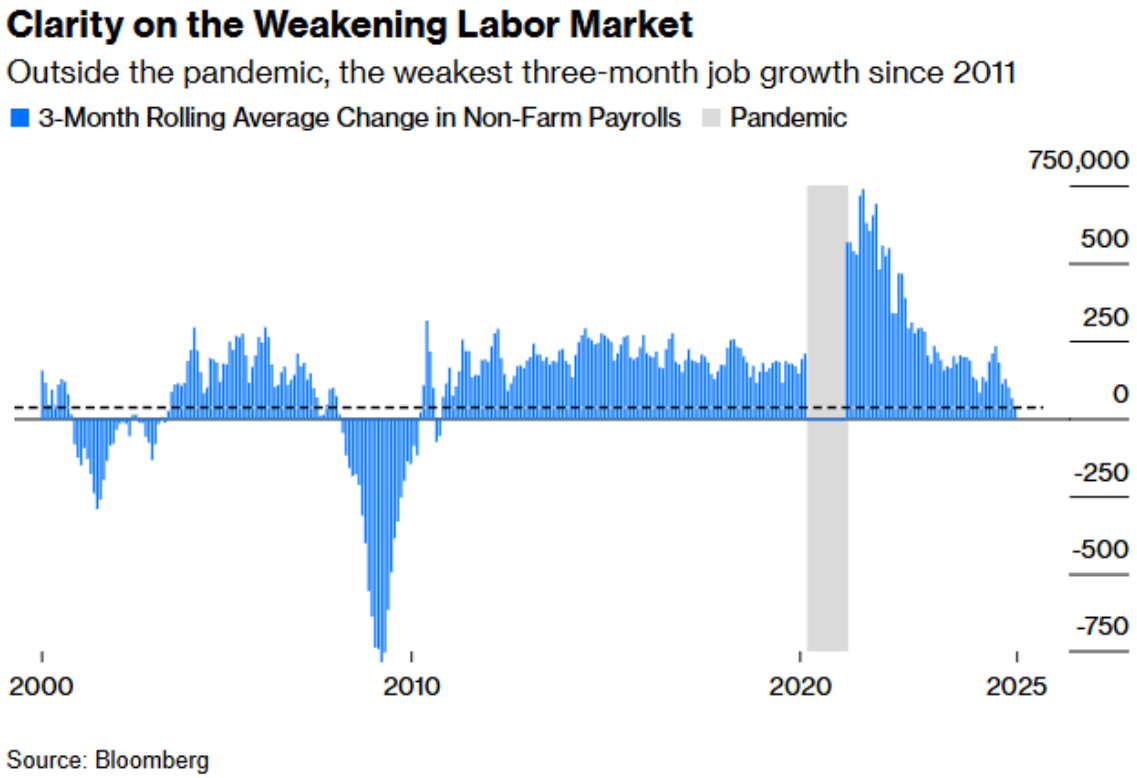
Dopo mesi di straordinaria resilienza dei mercati azionari, che hanno ignorato tensioni geopolitiche, dati macro altalenanti e rialzi dei tassi per concentrarsi esclusivamente sulla narrativa dell'intelligenza artificiale e sulla prospettiva di una Fed ormai vicina al pivot, l'inizio di agosto ha segnato una brusca interruzione.
La pubblicazione dei dati sul mercato del lavoro statunitense ha innescato una reazione violenta, che ha coinvolto tutte le asset class e ha provocato il peggior reversal per i titoli azionari rispetto ai Treasury dal giorno della cosiddetta "Liberation Day", quando gli Stati Uniti avevano parzialmente fatto marcia indietro sui dazi commerciali.



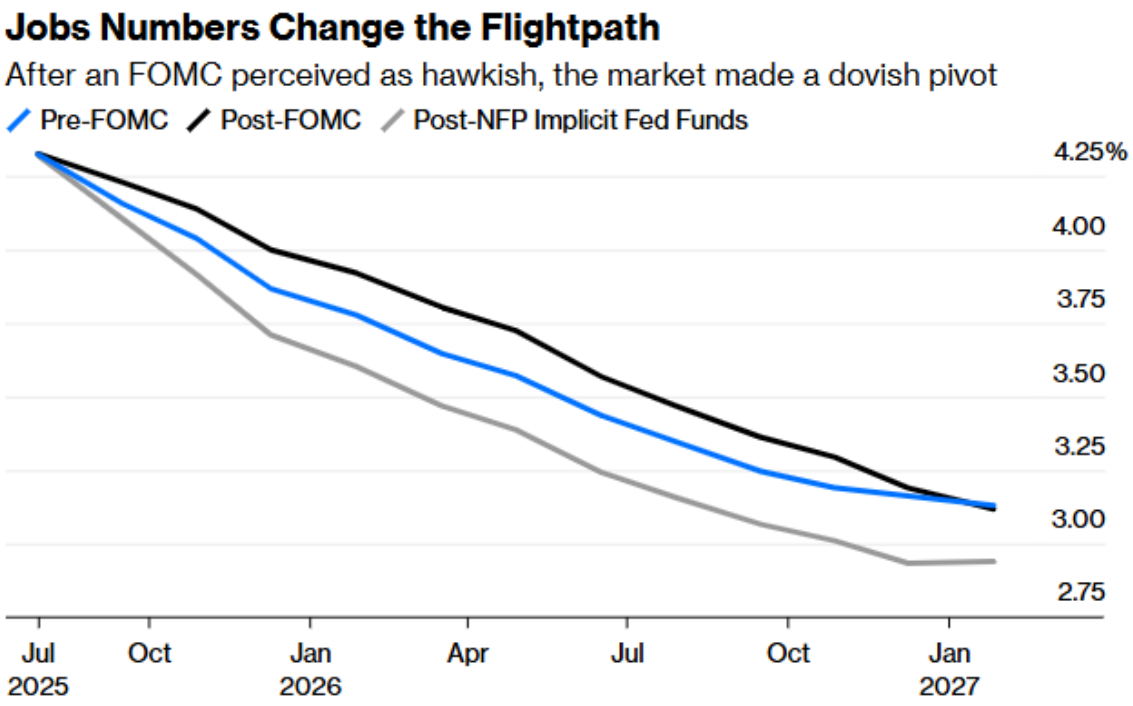

Source: Bloomberg
Note: Normalized: 100 = 01/01/2024

Per la seconda estate consecutiva, agosto si è aperto con un'improvvisa inversione del sentiment. Se un anno fa il centro dello shock era Tokyo e un inatteso deterioramento del mercato del lavoro giapponese, questa volta la scossa arriva dagli Stati Uniti e porta con sé implicazioni politiche, monetarie e istituzionali molto più profonde.

Il fulcro dell'evento è stato il rapporto sull'occupazione. Sebbene i numeri grezzi possano sembrare ancora compatibili con un'economia in espansione, la revisione al ribasso dei mesi precedenti ha rappresentato un colpo durissimo alla narrativa di una crescita solida. Il dato, depurato dagli effetti della pandemia, mostra che il tasso di crescita occupazionale degli ultimi tre mesi è stato il più debole dal 2011.




Una tale revisione mina alla base la fiducia nella solidità del ciclo economico e obbliga i mercati a riconsiderare rapidamente le proprie aspettative. Quella che fino a pochi giorni fa era una Fed ancora cauta e attendista, diventa ora – per effetto della pressione dei dati – una banca centrale potenzialmente costretta a intervenire già a settembre con un taglio dei tassi.

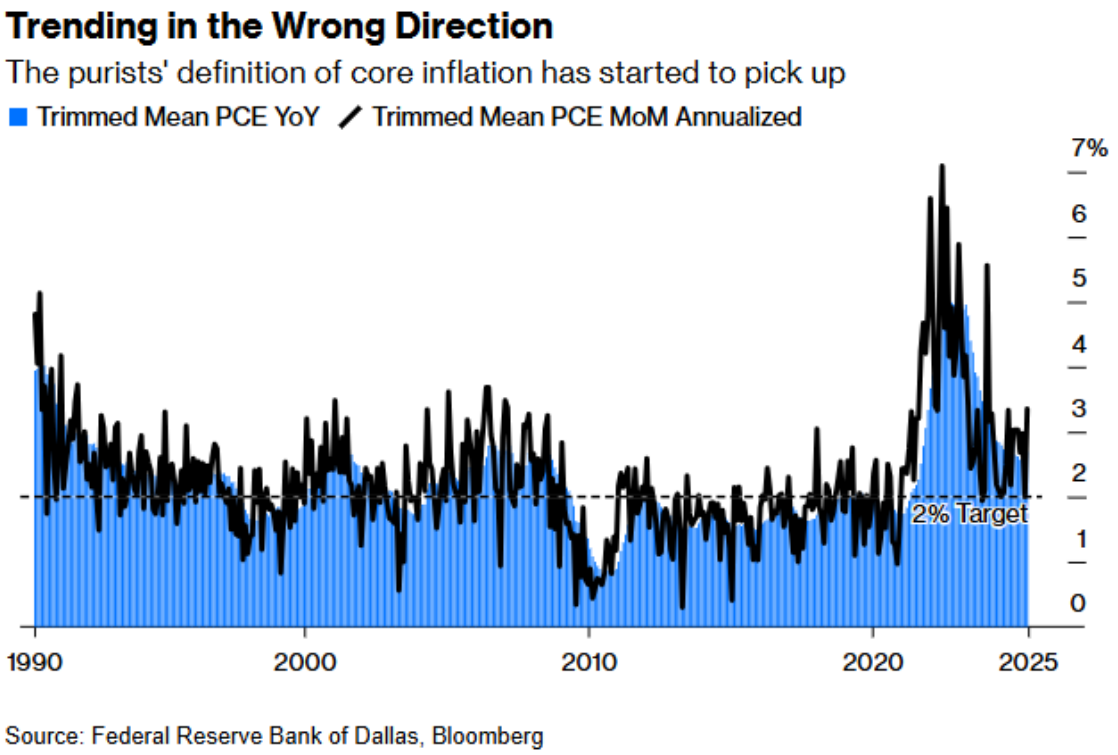



Source: Bloomberg

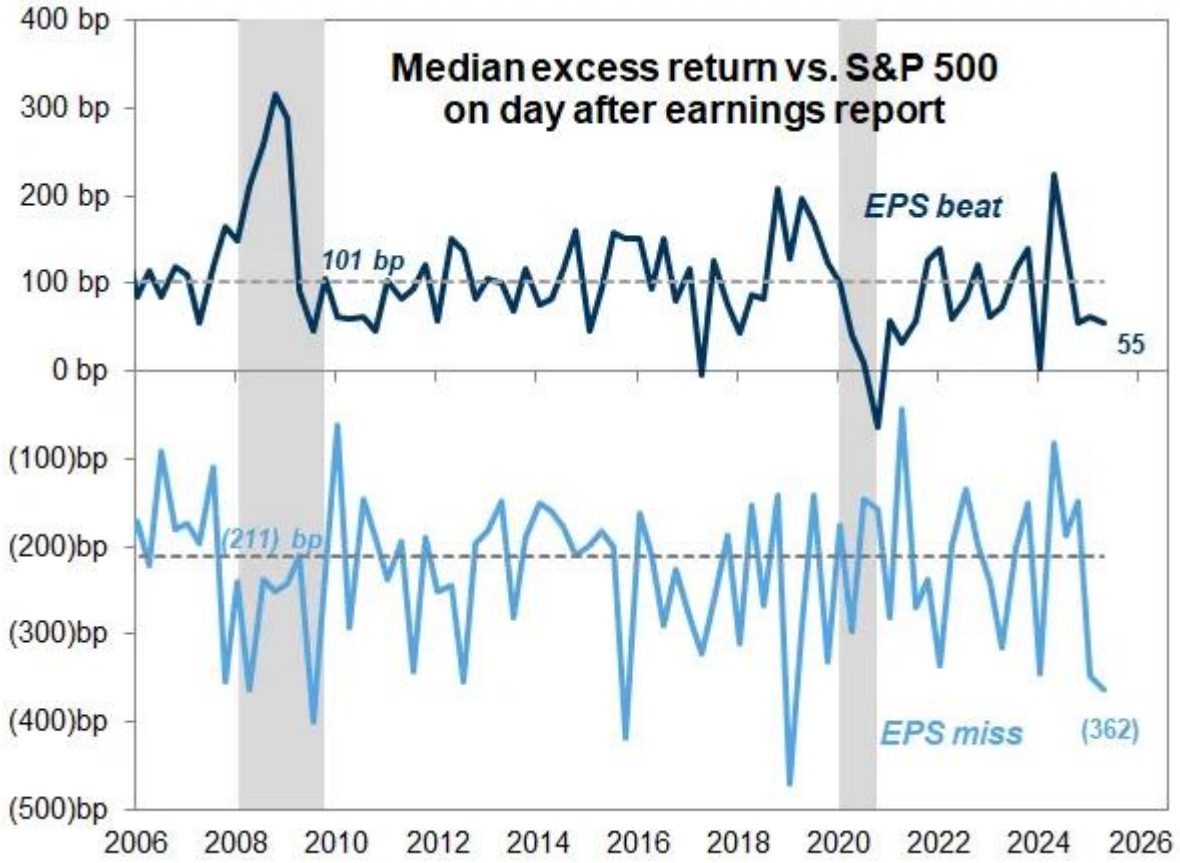
Il mercato ha reagito di conseguenza: il rendimento del Treasury a due anni è crollato nella giornata successiva ai dati sull'occupazione, segnando la discesa più marcata dalla riunione del FOMC del dicembre 2023, quella passata alla storia come il "Powell Pivot". Anche allora si era assistito a una correzione delle aspettative in chiave espansiva, che però non si era poi tradotta immediatamente in un'azione concreta. Oggi il contesto appare diverso: la pressione dei dati potrebbe non lasciare alternative alla Fed, che si trova tuttavia in una posizione estremamente scomoda.

Infatti, mentre il mercato del lavoro si indebolisce e l'attività manifatturiera rallenta, l'inflazione non offre il margine di manovra sperato. I dati più recenti sul deflatore PCE, nella versione trimmed mean della Fed di Dallas – considerata dagli economisti una misura particolarmente robusta dell'inflazione di fondo – mostrano una ripresa della tendenza al rialzo. L'inflazione non è tornata al target del 2% e anzi si sta muovendo nella direzione opposta. Questo alimenta un dilemma per la banca centrale: da un lato, il rallentamento ciclico giustifica un allentamento monetario; dall'altro, la persistenza di pressioni inflazionistiche rende tale mossa rischiosa, soprattutto in ottica di credibilità. Il calo dei prezzi pagati riportato nel più recente ISM manifatturiero offre un barlume di speranza, suggerendo che il rallentamento economico stia iniziando ad avere un

impatto anche sulle dinamiche inflattive. Tuttavia, il quadro rimane fragile e contraddittorio.




A complicare ulteriormente il contesto, è intervenuto un evento politico di portata non trascurabile: il presidente Trump ha annunciato via Truth Social il licenziamento della responsabile del Bureau of Labor Statistics, Erika McEntarfer, accusandola di aver falsificato i dati sul lavoro per favorire l'amministrazione Biden. La mossa, tanto clamorosa quanto improvvisata, rischia di compromettere ulteriormente la fiducia nelle statistiche ufficiali, proprio in un momento in cui le banche centrali devono fondare le proprie decisioni su dati affidabili. Questo intervento diretto sull'indipendenza statistica rappresenta un grave precedente, che potrebbe avere ripercussioni ben oltre la cronaca politica. Inoltre, le dimissioni del governatore Adriana Kugler dalla Fed aprono la strada a una possibile nomina di un nuovo membro vicino a Trump, alterando gli equilibri interni al board e minando ulteriormente la posizione di Jerome Powell. La possibilità che l'attuale presidente riesca a forzare la nomina del prossimo presidente della Fed, o comunque a indebolire l'autorità dell'istituzione, introduce un nuovo rischio sistemico, che riguarda la governance della politica monetaria americana e, con essa, la stabilità dei mercati globali.

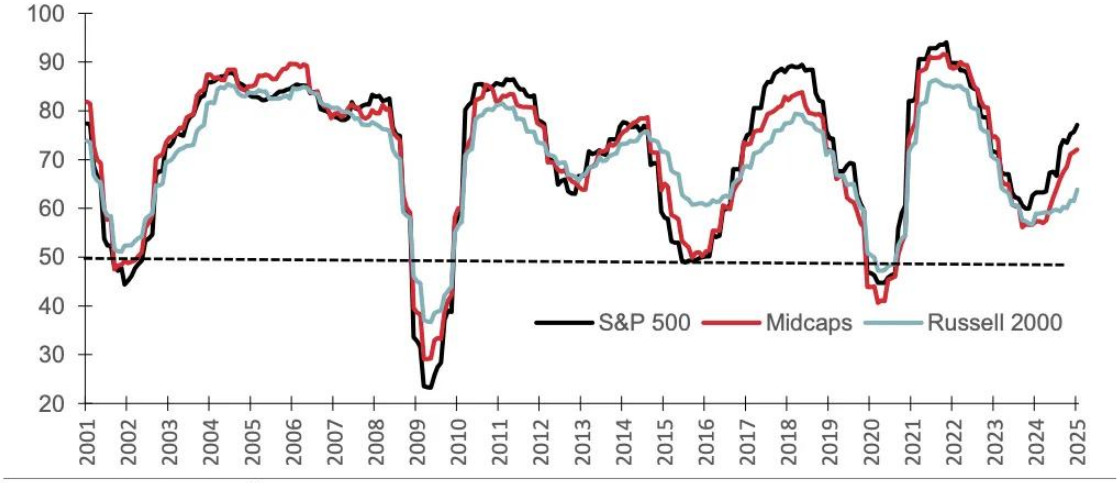



In questo quadro già turbolento, la stagione delle trimestrali ha fornito segnali ambivalenti. Se è vero che la maggior parte delle aziende ha superato le attese, è anche vero che il mercato ha premiato questi risultati con molta meno generosità del solito. La media della sovraperformance giornaliera per chi ha battuto le stime è stata di appena 55 punti base, ben al di sotto dei livelli storici. Questo suggerisce che il mercato non è più disposto a farsi impressionare da risultati migliori delle aspettative, soprattutto se tali aspettative erano già state abbassate in modo eccessivo alla vigilia della reporting season. Goldman Sachs sottolinea come le previsioni degli analisti fossero talmente prudenti da ridurre la portata delle sorprese positive, mentre i casi di mancato raggiungimento degli obiettivi sono stati penalizzati in modo molto più marcato rispetto alla media storica.

Un altro elemento che emerge chiaramente è il peggioramento della breadth di mercato. Sebbene molte aziende riportino ricavi in crescita, oltre la metà ha segnalato un calo dei margini, indicando una pressione crescente sui costi – in parte attribuibile al peso delle tariffe – che non sempre riescono a trasferire ai clienti. Questo disallineamento tra crescita dei ricavi e redditività netta segnala

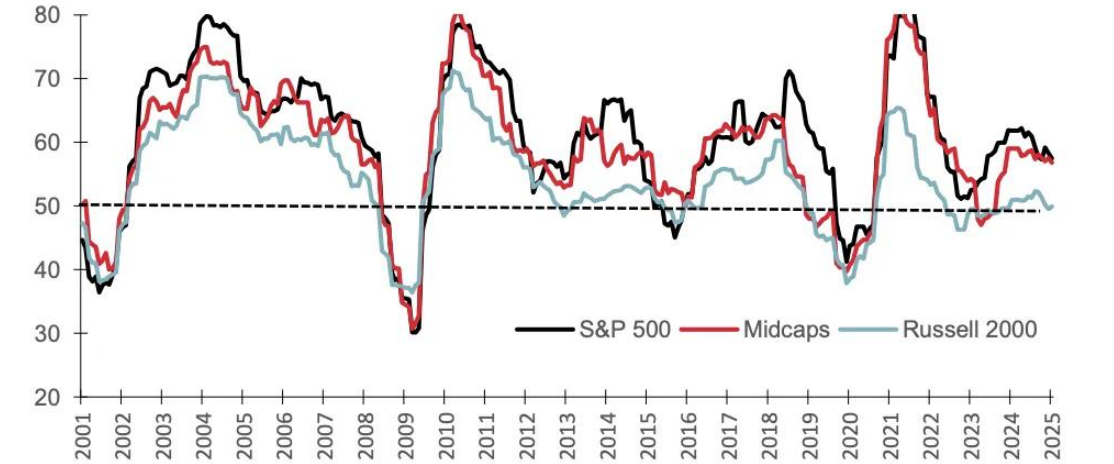
un deterioramento della qualità degli utili, che potrebbe diventare più evidente nei prossimi trimestri.

**Percentage of US non-financial companies seeing historical sales higher than previous year. (based on 12m trailing sales)**




Source: SG Cross Asset Research/Equity Quant, Factset

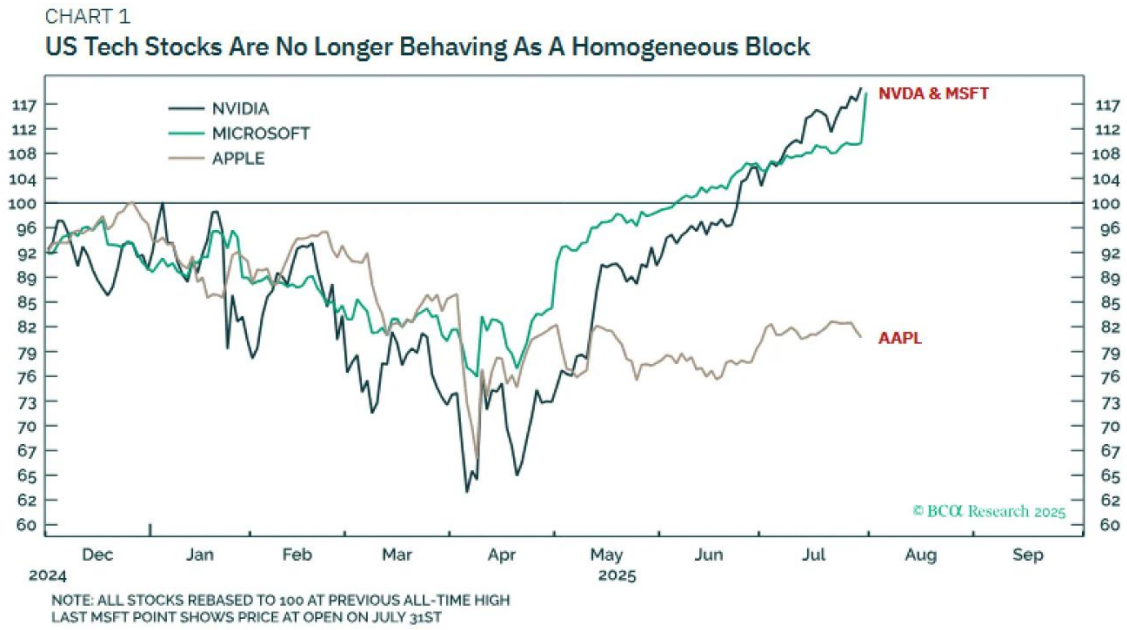
**Percentage of US non-financial companies seeing historical net income higher than previous year (based on 12m trailing net income)**




Source: SG Cross Asset Research/Equity Quant, Factset

A ciò si aggiunge la crescente polarizzazione all'interno dell'S&P 500. I titoli dei Magnifici 7 continuano a dominare, ma anche qui iniziano a vedersi crepe. Apple ha perso circa 700 miliardi di capitalizzazione rispetto ai massimi, una correzione che, in termini assoluti, è paragonabile alla capitalizzazione complessiva di interi settori. La leadership di Microsoft e Nvidia rimane intatta, ma cresce la consapevolezza che l'adozione dell'intelligenza artificiale dovrà tradursi, nei prossimi trimestri, in un effettivo miglioramento della produttività anche per le

altre 493 aziende dell'indice. In mancanza di una diffusione reale e tangibile dei benefici dell'AI, il mercato potrebbe perdere uno dei suoi principali motori di crescita.




L'insieme di questi elementi delinea uno scenario in cui il focus del mercato appare destinato a spostarsi con decisione dal solo tema dei tagli dei tassi verso una valutazione più approfondita dei rischi macroeconomici. Il rallentamento della crescita, la resilienza dell'inflazione, l'instabilità politica, la perdita di credibilità istituzionale e il deterioramento della qualità degli utili stanno progressivamente ridisegnando la narrativa dominante. Se fino a ieri la domanda principale era "quando taglierà la Fed?", oggi prende forma un nuovo interrogativo, ben più inquietante: "quanto può reggere la crescita prima che si inneschi una spirale più negativa?"

I mercati, per il momento, restano sospesi tra due forze contrapposte. Da un lato, l'attesa di un ciclo di tagli che riporti sollievo alle valutazioni e alimenti nuova liquidità. Dall'altro, il rischio che il rallentamento macro e l'instabilità istituzionale anticipino l'arrivo di un contesto più difficile da gestire. In questo equilibrio instabile, sarà fondamentale osservare l'evoluzione dei prossimi dati macro, la risposta della Fed e, soprattutto, la capacità degli utili aziendali di sostenere valutazioni che oggi sembrano difficili da giustificare senza il supporto di una crescita reale e diffusa.

In definitiva, se c'è una certezza che emerge da questo inizio di agosto, è che l'epoca dell'ottimismo incondizionato è finita. Si apre una fase nuova, più

complessa, in cui i mercati dovranno tornare a fare i conti con i fondamentali. E questa volta, non sarà sufficiente l'ennesimo rally dei soliti noti per mascherare la fragilità dell'intero sistema.