

NON È ANCORA FINITA LA FESTA MA LE GIOIE SARANNO VOLATILI

Commento Agosto 2024

L'anno scorso, ad agosto, ci aveva pensato l'agenzia di rating Fitch, riducendo la nota del debito americano da AAA a AA+, a scuotere l'ottimismo dei mercati. Gli economisti dell'importante società consideravano comunque stabile l'*outlook* per gli Stati Uniti, ma erano preoccupati per "il deterioramento fiscale dei prossimi tre anni, un onere del debito pubblico elevato e crescente, e l'erosione della governance" rispetto alle altre grandi economie. Il contesto era quello dell'inflazione, certo in discesa, ma comunque ancora sostenuta, considerata appiccicosa (*sticky*) soprattutto nell'ultimo miglio. Per dar vita al *rally* dei mercati si è dovuto aspettare il mese di ottobre e una correzione, per lo S&P, di oltre il 10%. L'inflazione in frenata, la crescita che ha sorpreso al rialzo, la narrazione sull'intelligenza artificiale e i risultati aziendali migliori delle aspettative, hanno carburato la corsa che sembrava inarrestabile. Le preoccupazioni espresse da Fitch sono ora anche più attuali di un

anno fa, con un problema di governance e di debito pubblico ancora più insidioso. Ma non sufficienti, almeno fino ad ora, a sfidare il *bull market*, espressione di un'economia americana che è riuscita a crescere malgrado i tassi oltre il 5%.

In questo mese di agosto le preoccupazioni estive tornano a rovinare le vacanze degli investitori e dei gestori patrimoniali. Questi, in particolare, si sono resi conto che quest'anno non c'è nemmeno stato bisogno di una grande agenzia di rating per complicare i loro sonni. È bastato un indicatore macroeconomico che ha alle sue spalle una storia di grandi successi previsionali: il Sahn Rule Recession Indicator. Questo strumento, creato da Claudia Sahn nel 2019, come parte del suo lavoro di ricerca alla Federal Reserve, segnala in tempo reale il probabile inizio di una recessione quando la media mobile trimestrale del tasso di disoccupazione aumenta di 0,50 punti percentuali o più rispetto al minimo delle medie trimestrali dei 12 mesi

precedenti. E ciò è successo con gli ultimi dati sulle buste paga di luglio che, escluso il settore agricolo, sono aumentate di 114 mila unità, mentre le attese erano per 176 mila. Il tasso di disoccupazione è balzato dal 4.1% al 4.3% in luglio, il più alto livello degli ultimi tre anni. Il Sahm Rule è quindi lievitato a 0.53%, dopo essere salito a 0.43% a giugno, suggerendo che la recessione negli Stati Uniti arriverà in un paio di mesi: il tasso di accuratezza dell'indicatore, risalendo a ogni recessione fino agli anni '70, è del 100%. A confermare questo segnale ha provveduto anche l'indice Ism manifatturiero sceso a 46.8 (atteso a 48.8) che registra l'umore nero dei direttori degli acquisti e che, sotto la soglia di 50 punti, entra in zona contrazione.

Tutto ciò ha contribuito a scatenare l'inferno sui mercati. Il Nasdaq, con una perdita del 2.5% nell'ultimo giorno di contrattazione del mese, registra una flessione totale da inizio luglio, superiore al 10%, entrando in territorio di correzione. Le Magnifiche 7, avendo lasciato sul terreno 3'300 miliardi di capitalizzazione dai rispettivi massimi, sono come se

avessero cancellato un titolo come la Apple dai radar di mercato. Le borse europee, con la flessione del 4.6% nell'ultima settimana del mese, hanno di fatto perso il 10% dai massimi di marzo. La Svizzera, grazie al forte rialzo di Roche, ha contenuto le perdite, dai massimi di periodo, attorno al 5%. E anche la borsa di Tokyo, con un -5.7%, ha vissuto la peggior seduta da quasi un decennio. Per non parlare del mercato obbligazionario (da tempo segnala l'approssimarsi della recessione), ha visto il rendimento del decennale scendere al 3.8% malgrado la Federal Reserve continua a mantenere i tassi al 5.25%.

Nell'afa agostana sono in molti a chiedersi se la festa sui mercati sia terminata, anche se l'abitudine storica suggerisce di considerare in termini relativi i fastidi estivi. La stessa Claudia Sahm, intervistata da Fortune, ha affermato che "nessuno dovrebbe essere in preda al panico oggi, anche se sembra che qualcuno potrebbe esserlo".¹ Sahm, che ora è capo economista presso la società d'investimenti New Century Advisors, nota che il reddito delle famiglie continua a

¹ Will Daniel, "This recession indicator is flashing red, but the 'Sahm Rule' creator says 'this time really could be different'", *Fortune*, 2 agosto 2024,

<https://fortune.com/2024/08/02/recession-indicator-claudia-sahm-rule-trigger-unemployment-rate-jobs-report/>

crescere, mentre la spesa dei consumatori e gli investimenti aziendali rimangono resilienti: ci sono misure chiave dell'economia che "sembrano ancora molto buone". Il dato sulla disoccupazione di luglio potrebbe essere influenzato da distorsioni del mercato del lavoro che rientreranno. "Questa volta - afferma Sahm - potrebbe essere davvero diverso. La Sahm Rule potrebbe non dirci ciò che ci ha detto in passato, a causa di queste oscillazioni, dalla carenza di manodopera, con persone che escono dalla forza lavoro, all'arrivo d'immigrati di recente. Tutto ciò può tradursi in cambiamenti nel tasso di disoccupazione, che è il fulcro della regola Sam".² Ciononostante, conclude l'economista, l'indicatore è sempre stato molto accurato e quindi "non dovrebbe essere ignorato" osservando che "le recessioni possono svilupparsi lentamente e poi arrivare rapidamente".³

La scossa di fine luglio-inizio agosto rientra probabilmente nella visione di un *bull market* entrato in una nuova fase in cui le ottimistiche aspettative di mercato cercano riscontri concreti nella realtà. Ma il mercato resta tonico perché abbiamo assistito ad una sana rotazione settoriale,

con il settore tecnologico, il trascinatore dei rialzi, che ha sperimentato le maggiori flessioni. Mentre il settore finanziario, immobiliare ed energetico ha iniziato a riprendersi. Per ora possiamo constatare che l'economia statunitense, che è stata molto forte nella prima metà dell'anno, inizia a moderarsi. Ciò porta a un declino più rapido dell'inflazione e della crescita dei salari, che prepara il terreno per l'allentamento finale della politica monetaria da parte della Federal Reserve.

Mentre i divari nelle condizioni economiche, nell'inflazione e nei rendimenti obbligazionari tra gli Stati Uniti e gli altri paesi si riducono, il dollaro relativamente forte e i rendimenti dei titoli del tesoro sono finalmente rientrati, liberando liquidità nel mercato. Siamo probabilmente assistendo ad un passaggio dai guadagni guidati da solidi fondamentali economici a uno scenario caratterizzato da una crescita economica moderata, un'inflazione in calo e l'allentamento delle banche centrali. A trascinare i mercati nei prossimi mesi sarà quindi la liquidità che dovrà compensare gli effetti dei rallentamenti macroeconomici. In un simile contesto la

² Idem.

³ Idem.

volatilità è destinata a rimanere alta. I mercati tenderanno a chiedersi se la Federal Reserve non ha aspettato troppo a tagliare i tassi. Mentre la reazione alle aspettative di liquidità più facile dovrebbe ridare spinta anche ai titoli dell'Intelligenza artificiale che verranno sempre più valutati nella loro capacità di aumentare la produttività dell'insieme dell'economia. Quando questo *bull market* finirà, ci si ricorderà probabilmente di più dell'agosto del 2023 e della presa di posizione di Fitch che di quello del 2024.