2025

GAMMA Capital Markets

ABOUT MARKETS

YOUR COMPASS IN FINANCE

03 settembre 2025

“Il giorno dopo la festa”

Prepared by

Alessio Garzone

Portfolio Manager

www.gammamarkets.it

alessio.garzone@gammamarkets.it

TAKEAWAYS

- Il vero appuntamento da seguire non è il Job Report del 5 settembre, ma la **revisione delle buste paga del BLS attesa il 9 settembre**. Questa revisione può introdurre correzioni rilevanti ai dati sull'occupazione, cambiando radicalmente la lettura del mercato del lavoro.

- Se emergesse una debolezza significativa, la Fed potrebbe essere spinta non a un taglio standard di 25 punti base, ma a un "**jumbo cut**" da 50 punti. Nell'immediato i mercati reagirebbero con entusiasmo, ma una mossa così ampia verrebbe presto interpretata come **segnale di fragilità economica**, con il rischio di passare dall'euforia ai timori di stagnazione e inflazione insieme.

- Infine, i rendimenti a lungo termine che restano elevati non riflettono solo la traiettoria dei tassi, ma anche i dubbi sulla **sostenibilità del debito americano e sulla credibilità istituzionale**. Un mix che rende più complesso lo scenario per gli asset rischiosi.

TAGLIO A SETTEMBRE

Lo so io, lo sai tu, lo sa anche Jerome Powell.
Dopo Jackson Hole, il taglio dei tassi è ormai una certezza implicita. La vera questione non è più "se" ci sarà, ma "quanto sarà grande".
Prima della riunione della Fed del 17 settembre ci sono due appuntamenti chiave:

- il Job Report del 5 settembre, che ci dirà come sta andando l'occupazione;
- la revisione del BLS del 9 settembre, che può correggere in modo anche significativo i dati passati sul mercato del lavoro (è già successo nel 2024).

Se questa revisione dovesse mostrare un mercato del lavoro più debole del previsto, la Fed potrebbe sentirsi costretta a tagliare non 25 punti base, ma **50 punti**.

Come reagiranno i mercati?
Probabilmente in due fasi: **all'inizio festeggeranno il taglio dei tassi**, perché significa più liquidità e condizioni finanziarie più facili. Ma subito dopo arriverà la seconda lettura: un taglio così ampio non è un regalo, è un **segnale che l'economia rallenta**. E lì l'umore può cambiare rapidamente, dall'euforia al timore per la crescita.

PERCHÉ IL 9 CONTA PIÙ DEL 5

Tutti guardano al Job Report del 5 settembre. Bene, ma non dimentichiamoci che si tratta di un dato mensile, per definizione volatile e spesso corretto pesantemente nei mesi successivi. Il vero appuntamento chiave è il **9 settembre**, quando il Bureau of Labor Statistics pubblicherà la revisione preliminare delle buste paga. Non un semplice aggiornamento, ma un un ricalcolo di un intero anno di occupazione, basato su dati concreti delle aziende, cioè le **buste paga effettive**.

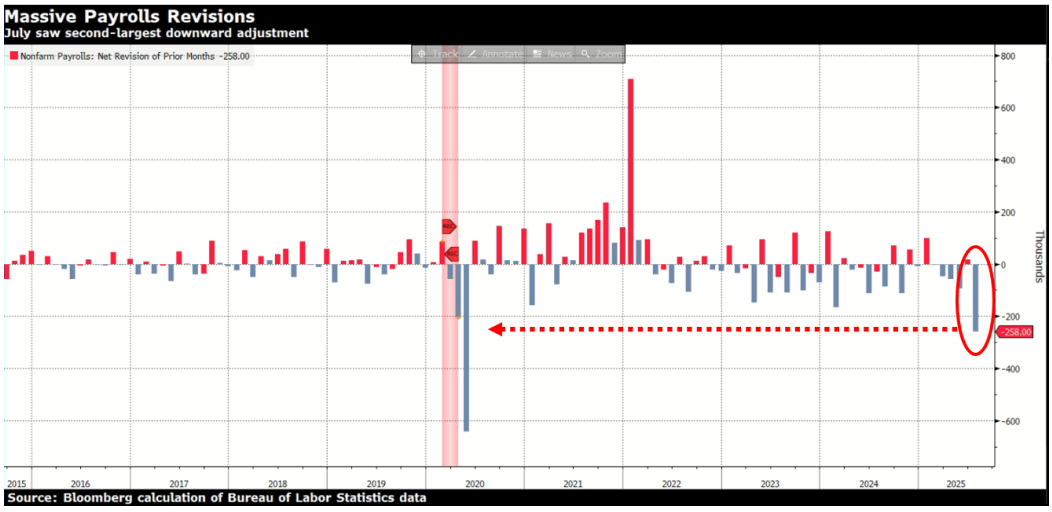
CES Preliminary Benchmark Announcement

In accordance with usual practice, the Bureau of Labor Statistics (BLS) is announcing the preliminary estimate of the upcoming annual benchmark revision to the establishment survey employment series. The final benchmark revision will be issued in February 2025 with the publication of the January 2025 Employment Situation news release.

Each year, the Current Employment Statistics (CES) survey employment estimates are benchmarked to comprehensive counts of employment for the month of March. These counts are derived from state unemployment insurance (UI) tax records that nearly all employers are required to file. For National CES employment series, the annual benchmark revisions over the last 10 years have averaged plus or minus one-tenth of one percent of total nonfarm employment. The preliminary estimate of the benchmark revision indicates an adjustment to March 2024 total nonfarm employment of -818,000 (-0.5 percent).

Eppure, quasi nessuno ne parla. Non ho visto un solo articolo o analisi dedicata. Eppure nel 2024 questa stessa revisione cancellò più di **800.000 posti di lavoro dalle statistiche ufficiali**, costringendo Powell a spiegare il **maxi-taglio di 50 punti base**. Perché? Perché molti dei posti annunciati in precedenza non erano reali, spesso si trattava di lavori part-time o di doppi impieghi della stessa persona, finiti per essere conteggiati due volte.

Le revisioni non sono una novità. A luglio, ad esempio, il BLS aveva annunciato 73.000 nuovi posti di lavoro, ma nello stesso comunicato ha **rivisto al ribasso maggio e giugno di oltre 250.000 unità**: la peggior correzione bimestrale dagli anni '70, escluso il COVID. Non a caso, poche ore dopo Trump licenziò la commissaria del BLS, accusandola di aver manipolato i dati.



Capite quindi perché il 9 settembre è molto più di un dato tecnico. È un banco di prova per la credibilità delle istituzioni americane. Se emergessero di nuovo centinaia di migliaia di posti "**fantasma**", la Fed non potrebbe

più rifugiarsi nella narrativa di un mercato del lavoro resiliente. Sarebbe costretta a reagire con forza — e il tema non sarebbe più "taglio da 25 o no", ma se servirà un jumbo cut da 50 punti base.

RIFLESSIONE

Vorrei fare una riflessione.

Tra due settimane la Fed taglierà i tassi per la prima volta nel 2025. Il mercato dà ormai quasi per **certo un movimento di 25 punti base** il 17 settembre e sconta un allentamento complessivo di mezzo punto entro fine anno.
Come accennavo all'inizio, però, se i dati del 5 e del 9 settembre dovessero segnalare una reale debolezza del mercato del lavoro, la Fed potrebbe essere costretta a un taglio ben più profondo, **da 50 punti base**. Non lo penso solo io, anche Christopher Waller, uno dei membri più ascoltati del Board, ha lasciato intendere questa possibilità.

Seguitemi un attimo in questo ragionamento. In teoria, quando la Fed taglia i tassi a breve, i rendimenti a lunga tendono a scendere. Non è una legge matematica, ma tendenzialmente è così. Il motivo risiede nel fatto che in finanza, il rendimento a *n* anni si può pensare come media attesa (**risk-neutral**) dei futuri tassi a breve lungo quei *n* anni più un premio a termine (**term premium**). La prima parte scende se il mercato crede che i tassi resteranno più bassi a lungo; il term premium, invece, può muoversi in senso opposto e spesso è variabile nel tempo.
Perché dovrebbe salire? Sale quando aumenta l'incertezza su inflazione e crescita, quando c'è molta offerta di durata (più emissioni del Tesoro, QT e meno acquirenti "price-insensitive" come Fed o banche centrali estere), quando cresce il rischio fiscale percepito (sostenibilità del debito) o l'incertezza di policy. In questi casi, anche se la Fed taglia, il premio richiesto dagli investitori per immobilizzare capitale a 10–30 anni può compensare o superare l'effetto dei tagli attesi, e i rendimenti lunghi possono restare alti o addirittura salire.

Ed è proprio quello che sta succedendo. Oggi il **Treasury trentennale viaggia intorno al 5%**, un livello che non vedevamo dai tempi della crisi finanziaria del 2007/2008.

Non è un dettaglio tecnico, ma un messaggio forte che arriva dal mercato obbligazionario. In pratica, gli investitori stanno dicendo che non guardano più soltanto a cosa farà la Fed nel breve, ma si concentrano su un'altra questione, ovvero **la capacità degli Stati Uniti di finanziare un debito sempre più grande**.

In più, l'**inflazione** non è del tutto sotto controllo. L'indice CPI è tornato sopra il 3%, segnalando che la disinflazione non è finita. La Fed ha già abbandonato la strategia del **FAIT**, quella che permetteva di tollerare un po' di inflazione sopra il 2% per compensare i periodi in cui era stata più bassa. Ma questo non significa che la battaglia sia vinta. Il risultato è che i rendimenti lunghi restano alti perché gli investitori, per prestare soldi al Tesoro per 10, 20 o 30 anni, chiedono un premio extra: un'assicurazione contro il rischio che inflazione e debito fuori controllo erodano il valore dei loro investimenti.

Il quadro che emerge è quindi complesso: i tassi ufficiali scenderanno, ma le condizioni di finanziamento a lungo termine restano restrittive. Per gli asset rischiosi, un taglio Fed potrebbe portare sollievo a breve, ma i rendimenti elevati sul tratto lungo raccontano un'altra storia: il mercato chiede un premio sempre più alto per finanziare il debito USA in un contesto di crescita che rallenta e inflazione persistente. In altre parole, il rischio di stagflazione non è più un concetto teorico, ma un fattore che inizia già a riflettersi nei prezzi.

L'ILLUSIONE DEL SOLLIEVO

Segnate due date: **5 e 9 settembre**. Il consenso per il Job Report del 5 settembre è molto cauto: circa +75.000 nuovi occupati, disoccupazione al 4,3% e salari orari +3,7% a/a. Ma il punto non è il numero del mese, piuttosto contano le revisioni dei mesi passati, che di recente hanno già cancellato centinaia di migliaia di posti dalle stime iniziali. Se arrivasse un'altra revisione pesante, il messaggio sarebbe chiaro, ovvero che il rallentamento non è un tema temporaneo, ma è qualcosa di strutturale. E questo aprirebbe la strada a un taglio più aggressivo da parte della Fed.

Date Time	Event	Period	Survey	Actual	Prior	Revised
9/05/2025 14:30	Change in Nonfarm Payrolls	Aug	75k	--	73k	--
9/05/2025 14:30	Change in Private Payrolls	Aug	75k	--	83k	--
9/05/2025 14:30	Change in Manufact. Payrolls	Aug	-5k	--	-11k	--
9/05/2025 14:30	Nonfarm Payrolls 3-Mo Avg Chg	Aug	--	--	35k	--
9/05/2025 14:30	Two-Month Payroll Net Revision	Aug	--	--	-258k	--
9/05/2025 14:30	Average Hourly Earnings MoM	Aug	0,30%	--	0,30%	--
9/05/2025 14:30	Average Hourly Earnings YoY	Aug	3,70%	--	3,90%	--
9/05/2025 14:30	Average Weekly Hours All Employees	Aug	34,3	--	34,3	--
9/05/2025 14:30	Unemployment Rate	Aug	4,30%	--	4,20%	--
9/05/2025 14:30	Labor Force Participation Rate	Aug	62,20%	--	62,20%	--
9/05/2025 14:30	Underemployment Rate	Aug	--	--	7,90%	--

C'è poi il tema dell'**indipendenza della banca centrale**. Il licenziamento della commissaria del BLS ha fatto emergere il rischio di politicizzazione delle statistiche. Anche Christine Lagarde ha avvertito che perdere l'autonomia sarebbe un "grave pericolo".
Traduciamolo in finanza semplice: **se gli investitori percepiscono meno credibilità nelle istituzioni che presiedono alla politica monetaria e ai dati, pretendono un premio più alto per tenere in portafoglio debito a lunga scadenza.** Ecco perché i rendimenti a 10 anni (US10Y) e 30 anni (US30Y) restano elevati nonostante l'avvio imminente di un ciclo di tagli: non è solo macro (inflazione/crescita), è proprio fiducia. Anzi, soprattutto **fiducia**.

Tornando al calendario, se il 9 settembre la revisione delle buste paga ridisegnasse davvero la traiettoria dell'occupazione, la Fed avrebbe tutte le giustificazioni per superare i 25 pb attesi e valutare un "**jumbo cut**" da 50 bps (come già visto nel 2024). La reazione iniziale dei mercati sarà probabilmente positiva, perché come dicevamo prima lo schema è sempre lo stesso ovvero tassi più bassi → condizioni finanziarie più facili → rimbalzo degli asset rischiosi. Ma la seconda lettura è quella che conta, quella a freddo, perché con un taglio di 50 bps si ha proprio l'ammissione che l'economia stia peggiorando più del previsto. In quello scenario i rendimenti lunghi resterebbero alti, i titoli ciclici potrebbero girarsi in fretta e l'euforia sull'azionario lasciare spazio ai timori sulla crescita.

Ecco perché il 9 pesa più del 5. Non ci dirà solo quanti posti sono stati creati o persi, ma se la narrativa di un'economia "resiliente" fosse in realtà un effetto ottico dovuto a stime iniziali poi ritrattate. Se così fosse, il mercato dovrà scegliere se restare sull'idea di "**soft landing**" o iniziare a scontare lo scenario più scomodo, coiè quella di una Fed che taglia per necessità, non per scelta.

E allora un pò di coraggio e chiamiamola con il suo vero nome: **stagflazione**.

DISCLAIMER

Questo report è fornito a scopo puramente informativo e non rappresenta in alcun modo una sollecitazione all'investimento, una raccomandazione personalizzata o una consulenza finanziaria. Le informazioni contenute sono basate su fonti ritenute affidabili, ma non ne garantiamo l'accuratezza, la completezza o l'attualità. Le opinioni espresse riflettono l'analisi e i punti di vista degli autori al momento della pubblicazione e possono cambiare senza preavviso. Gli investimenti nei mercati finanziari comportano rischi, inclusa la perdita del capitale investito. Si raccomanda di valutare attentamente gli obiettivi di investimento, il profilo di rischio e la situazione finanziaria personale prima di intraprendere qualsiasi operazione. Non ci assumiamo alcuna responsabilità per decisioni di investimento prese sulla base delle informazioni contenute in questo documento. ***Tutti i diritti riservati.*** *Questo documento non può essere riprodotto, distribuito o utilizzato senza il consenso esplicito degli autori.*