

L'ALPHA E IL BETA

22 gennaio 2018

Un tovagliolo di carta

Una curva di aliquote e gettito fiscale tracciata su un tovagliolo di carta del ristorante diventa il fondamento teorico dell'economia "supply-side". Quarant'anni dopo quella curva resta il cardine teorico della riforma fiscale di Donald Trump

E' cominciato tutto su un tovagliolo di carta.

Il fondamento teorico della politica economica del partito repubblicano è racchiuso in un grafico disegnato a penna sul tovagliolo di carta di un ristorante a Washington.

Era il dicembre del 1974 e Dick Cheney, all'epoca vice capo dello staff del presidente Gerald Ford, incontrava al ristorante "Two Continents" a Washington un certo Art Laffer, giovane professore fresco di dottorato. Cheney aveva bisogno di idee per affrontare la questione del deficit federale senza aumentare le tasse.

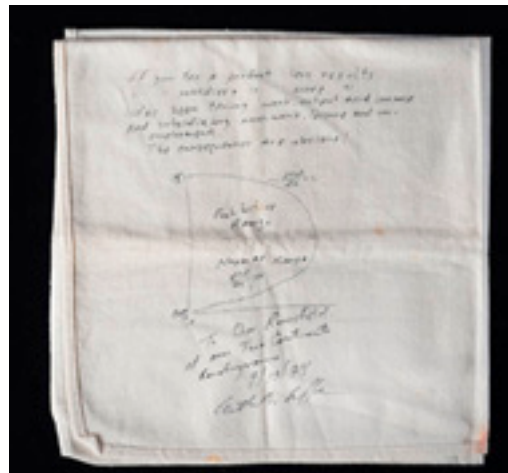
"Aumentare le tasse è una pessima idea" spiegò il giovane economista, se il presidente voleva avere maggiori entrate fiscali era necessaria una spinta all'attività economica e le tasse andavano semmai diminuite.

Per argomentare l'apparente paradosso tracciò su un tovagliolo di carta quella che sarebbe diventata la celebre curva eponima: Laffer dimostrò che il medesimo gettito fiscale poteva essere ottenuto con un'aliquota più alta su una minore base imponibile, ma anche con un'aliquota più bassa applicata a un imponibile più ampio.

"Quello che Art dimostrò a quel tavolo" ricordò Cheney trent'anni più tardi "era che se volevi più entrate fiscali ti conveniva abbassare le tasse per stimolare la crescita dell'economia".

Laffer argomentava che i soggetti economici sono tanto meno motivati al lavoro quanto più alte sono le aliquote fiscali. Se per paradosso l'aliquota fiscale fosse 100%, l'incentivo a lavorare sarebbe nullo e sarebbero parimenti uguali a zero anche le entrate fiscali.

Al contrario, minori tasse si traducono in più denaro nelle tasche di lavoratori e imprese, ne beneficiano gli spiriti animali dell'attività economica, l'ottimismo si estende in tutti i settori e il governo alla fine porta a casa più soldi pur avendo abbassato le tasse.



Il tovagliolo di Laffer è diventato un'icona del pensiero economico moderno ma l'originale, di carta, è andato perduto. Laffer ne fece una riproduzione in un secondo tempo su un tovagliolo di tessuto. Fonte NYT, National Museum of Modern American History.

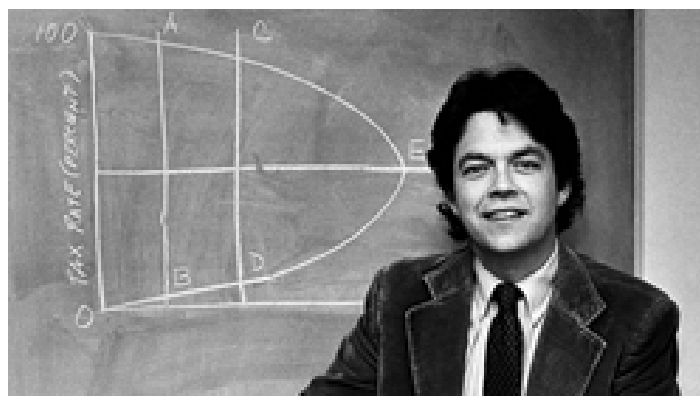
A cena con Laffer e Cheney quella sera c'era anche Jude Wanniski, giornalista del Wall Street Journal. Fu lui il vero apostolo della teoria di Laffer, i suoi articoli e libri portarono il nocciolo teorico della cosiddetta "supply-side economics" alla ribalta nazionale. Fu un successo, quell'originale approccio alla politica economica sembrava lo strumento ideale per affrancare l'economia dalla stagflazione degli anni Settanta.

"Il successo della 'supply-side economy' è dovuto al fatto che la puoi spiegare a un politico in sei minuti, e lui può andare avanti a parlarne per sei mesi" scherzava un economista.

Mentre la teoria del "meno tasse, più crescita" guadagnava consenso soprattutto tra i politici, attirava l'attenzione, e le critiche, del mondo accademico. L'incontro al Two Continents e quel tovagliolo sono entrati nell'iconografia della storia economica moderna ma non tutti sono d'accordo con quelle conclusioni.

L'economia 'supply-side' è nota anche come la teoria dello 'trickle-down', dello 'sgocciolamento', il presupposto è che la prosperità economica della parte alta della società non può che 'sgocciolare' a valle allargando il benessere al resto della popolazione. Il principio è che la crescita economica è guidata da investitori, imprese, risparmiatori: i benefici di questi tre macro-gruppi si trasformano in benefici per tutti.

Il problema è che questo "elegante arco di cause ed effetti non esiste nel mondo reale", non sembrano esserci robuste ragioni per ritenere che la relazione tra aliquote e gettito si possa rappresentare con una perfetta curva a U. Impossibile poi stabilire con univoca certezza quale sia il punto di equilibrio tra massimizzazione delle entrate e penalizzazione dell'attività economica. L'efficacia della teoria 'trickle-down' non è mai stata davvero dimostrata. Ricordiamo che 'correlazione non vuol dire causazione', negli anni di Reagan ci furono sì il taglio delle tasse, ma si verificarono anche una forte crescita di produttività, una maggiore partecipazione delle donne al lavoro e soprattutto c'era un debito federale contenuto che permise a Reagan di aumentare la spesa pubblica del 2,5% all'anno.



Il professor Laffer nel 1981. La sua curva eponima ebbe un ruolo centrale nelle campagne elettorali di Ronald Reagan e di George W. Bush. Fonte: NYT, Associated Press.

La curva di Laffer sta conoscendo un nuovo periodo di celebrità.

Il taglio delle tasse è stato un rilevante successo politico di Donald Trump che proprio sabato scorso ha celebrato il primo anniversario dell'insediamento.

Un anniversario festeggiato con l'economia che gira a quattro cilindri e con continui record di borsa. La crescita dell'indice Dow Jones di circa 32% dall'insediamento fino al 18 gennaio scorso fa del primo anno di Trump il secondo migliore in assoluto dopo Franklin Delano Roosevelt.

L'anniversario è stato però offuscato da due eventi spiacevoli.

Il libro di Michael Wolff "Fire and Fury" è stato un vero e proprio pugno nello stomaco.

Trump ne esce a pezzi, presentato come un narcisista concentrato su se stesso, circondato da una corte di adulatori, convinti delle sue deboli capacità di governo e in costante competizione nel tentativo di condizionarne le idee e le iniziative.

Il secondo evento è la bocciatura del Senato del bilancio presentato dal governo. La conseguenza è stata la chiusura degli uffici e delle attività federali, il cosiddetto "shutdown". Non è la prima volta che accade, è la prima volta che accade con un presidente che controlla entrambi i rami del Congresso.

Ma se si osservano solo i comportamenti fuori dalle righe e i tweet stravaganti, si rischia di perdere la visione completa dell'azione di governo di Trump.

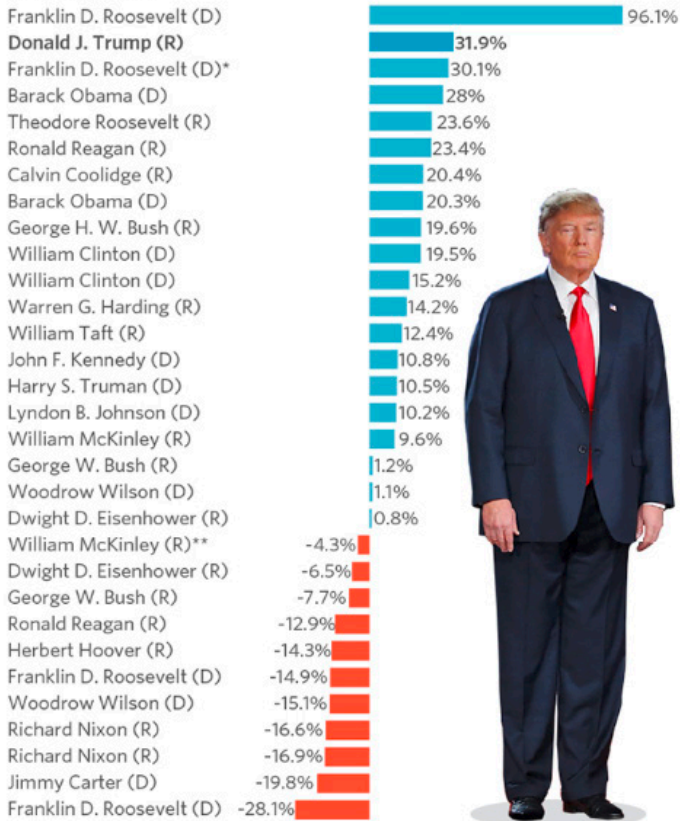
E' certamente un personaggio controverso, con tratti di personalità decisamente fuori dall'ordinario, ma non si può non riconoscere che in questo primo anno dal giuramento abbia fatto cose che sono piaciute alla borsa e non ha fatto cose che avrebbero dispiaciuto. Per le borse il taglio delle tasse è stata un'ottima notizia, ancora meglio l'aver lasciato perdere le misure protezionistiche contro Messico e Cina, o l'abolizione del Nafta, e poi, non ultimo, l'indebolimento del dollaro.

"La nostra moneta è troppo forte e ci sta uccidendo" diceva un anno fa.

La svalutazione della moneta non è mai una risposta corretta nel lungo periodo, i vantaggi di breve termine sono sopravanzati dai danni permanenti (altrimenti lo Zimbabwe sarebbe l'economia più forte del mondo) ma il dollaro debole, che ha sorpreso i mercati, ha fornito un indubbio aiuto a "Corporate America".

The second-best first year in history

The Dow Jones Industrial Average has gained more than 30% in President Trump's first year in office



*Succeeded by Harry S. Truman before one-year

**Died before one-year mark

Source: WSJ Market Data Group, Getty Images

Fonte: Marketwatch, WSJ Market Data Group, Getty Images).

Tra le ragioni della debolezza della valuta americana, la più rilevante è stata la forza relativa delle altre economie, soprattutto quella europea. Ci sono stati flussi di denaro dagli Stati Uniti verso Europa, Giappone ed economie emergenti, a ragione delle valutazioni e delle attese di crescita relativa migliori di quelle americane. Valutazioni, attese di crescita e differenze nelle bilance commerciali tra le due sponde dell'Atlantico compensano il differenziale dei tassi facendo così proseguire la debolezza della divisa americana. Per Larry Hatheway, capo economista del Gruppo GAM, "è probabile che il dollaro andrà a testare la parte superiore della banda di oscillazione; con l'euro la parte alta è stimabile attorno a 1,25, la parte inferiore vicino a quota 1,15; non pensiamo di assistere a significative o durevoli rotture di questi livelli nella prima parte del nuovo anno".

La riforma fiscale magari non darà lo sperato aumento del gettito fiscale e certo peserà sul deficit federale ma darà uno spunto di ulteriore crescita all'economia stimato tra 0,3% e 0,5% del PIL.

Combustibile nel motore dei listini azionari che restano la nostra asset class preferita in termini relativi. Semmai è il momento di aumentare la selettività: piccole e medie capitalizzazioni in Giappone e Mercati Emergenti, aziende orientate al mercato interno in Europa.

Se i mercati puntano in una direzione, dollaro debole, crescita delle borse e delle obbligazioni societarie, è il segnale di una diversificazione allargata alle strategie alternative: strumenti long/short, merger arbitrage e rendimento assoluto.

C'è un altro record nel primo anniversario del presidente americano, il rendimento del titolo a dieci anni, salito a 2,6%, i massimi da tre anni. Se l'economia continua con questo tono e aumentassero le aspettative di inflazione è possibile che il rendimento continui a salire. Un serio rischio per Trump, ne parleremo nelle prossime settimane.



Carlo Benetti è Head of Market Research and Business Innovation di GAM (Italia) SGR S.p.A.

www.gam.com seguiteci anche su:



Disposizioni importanti di carattere legale

I dati esposti in questo documento hanno unicamente scopo informativo e non costituiscono una consulenza in materia di investimenti. Le opinioni e valutazioni contenute in questo documento possono cambiare e riflettono il punto di vista di GAM nell'attuale situazione congiunturale. Non si assume alcuna responsabilità in quanto all'esattezza e alla completezza dei dati. La performance passata non è un indicatore dell'andamento attuale o futuro.