

I CENTO GIORNI DI BIDEN

Wall Street ha accompagnato i primi cento giorni di Joe Biden con la performance record di +24%. Biden ha chiesto al Congresso il via libera a nuovi stimoli fiscali e l'aumento delle tasse per società e contribuenti più facoltosi. Un piano ambizioso che dipenderà dal comportamento dell'inflazione.

Nella Grecia classica era Tyche, la dea del caso, a governare le sorti degli uomini. Le mura della città che coronavano la sua fronte erano il simbolo della tutela che le chiedevano gli abitanti, che avesse uno sguardo benevolo sui loro destini.

Nel loro sincretismo religioso, i Romani adottarono Tyche con il nome di Fortuna, dea di fertilità e buona sorte. La Fortuna romana, rappresentata con una cornucopia rovesciata come segno di abbondanza distribuita a caso, coincideva con la prosperità mentre la più antica Tyche non aveva connotazioni positive, rappresentava tanto la buona quanto la cattiva sorte. Tyche distribuiva ai mortali piaceri e afflizioni, sorrisi e sospiri "con una certa preponderanza di sospiri".

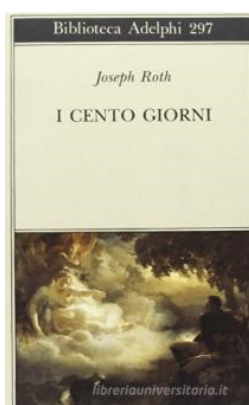


Tyche, Busto in marmo, II sec. d.C. da Perge Antalya, Museo Archeologico

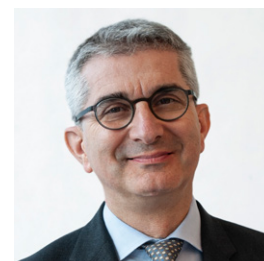
Tyche era la vera protagonista delle commedie di Euripide nelle quali il motore dell'azione è il caso, i destini dei protagonisti cambiano all'improvviso, l'imprevedibilità rovescia le situazioni e i finali sono sempre sorprendenti. Ma non accade lo stesso nella vita reale? La storia non è esposta

all'imprevedibilità del caso come nelle trame delle commedie greche?

"Abbiamo novanta possibilità su cento di vincere" aveva detto Napoleone ai suoi generali la sera prima della battaglia di Waterloo. Sappiamo come andarono le cose, ma se quel 18 giugno del 1815 il terreno non fosse stato reso fangoso dalla pioggia, Napoleone avrebbe potuto manovrare più agilmente l'artiglieria, se il suo ordine di convergere a Wagnelee non fosse stato frainteso con Wagnee, quella divisione sarebbe stata più efficace, se non avesse ritardato quell'unica ora a mandare la Guardia in rinforzo al Maresciallo Ney e, soprattutto, se Ney non avesse indugiato così a lungo nell'indecisione ... Ci sono una infinità di "se" nell'analisi della battaglia di Waterloo. Quel giorno la sorte non fu benevola con Napoleone e mise fine ai suoi Cento Giorni, tanto durò il sogno di riscatto una volta rientrato a Parigi dall'esilio all'Isola d'Elba.



Joseph Roth "I cento giorni", il racconto dei drammatici tre mesi di Napoleone, dal rientro dall'esilio all'Isola d'Elba fino alla disfatta di Waterloo, Adelphi 1994.

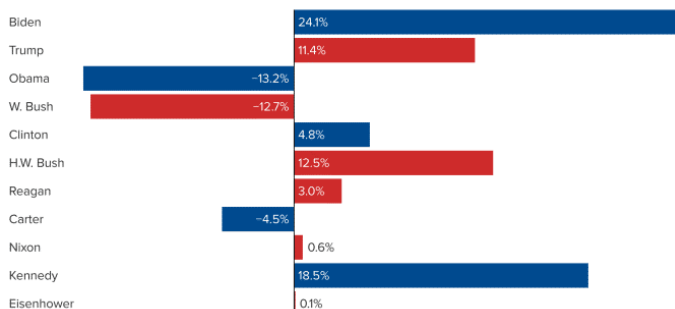


Carlo Benetti
Market Specialist
di GAM (Italia) SGR
S.p.A.

Tyche ha invece avuto uno sguardo benevolo sui primi cento giorni di Joe Biden. Wall Street è salita di oltre il 24%, il miglior risultato dai tempi di Eisenhower, "niente male per Sleeping Joe", ha commentato qualcuno. "Joe l'addormentato", come lo definiva Trump in campagna elettorale, ha fatto meglio di lui che pure era stato premiato nei suoi primi cento giorni da un lusinghiero 11,4%.

Stock market gains during the first 100 days

S&P 500 return from Election Day through day 100 of each presidency. Presidents shown in reverse chronological order.



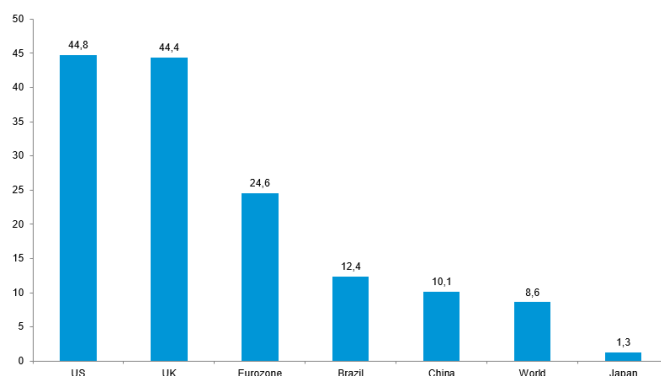
Note: Returns calculated from close on Election Day to close on day 100 of each presidency. Data for Biden as of April 23, day 93 of his presidency.
Source: FactSet, CNBC analysis

Risultati di Wall Street nei primi cento giorni di presidenza (fonte: CNBC, FactSet, CNBC Analysis)

Biden ha superato anche il record del 18,5% dei primi cento giorni di John Kennedy, eletto sull'entusiasmo della Nuova Frontiera, l'avanzamento degli Stati Uniti nelle scoperte scientifiche e nella conquista dello spazio. C'è sentore di Nuova Frontiera anche nelle prime iniziative di Biden, da parte di madre irlandese come Kennedy.

Quando prestò giuramento tre mesi fa, il nuovo presidente aveva davanti a sé tre sfide senza precedenti: il rischio che la pandemia andasse fuori controllo, la crisi economica provocata dalle chiusure forzose, una nazione attraversata da rancori sociali e tensioni razziali come non si vedevano da decenni.

In questi intensissimi mesi, le campagne vaccinali sono state organizzate e accelerate, l'economia nel primo trimestre è cresciuta al tasso annualizzato del 6,4%, al di sotto delle attese ma, in ogni caso, è la seconda maggior crescita trimestrale dal 2003, la più alta nel primo trimestre dal 1984.



Nel primo trimestre l'economia USA si avvicina al pieno recupero, in fase con la distribuzione dei vaccini e il ritorno delle famiglie ai consumi. Il grafico presenta i progressi verso l'immunità di gregge, definita con il 70% di popolazione resistente, ovvero con la somministrazione della doppia dose di vaccini con efficacia 90% al 77,8% della popolazione (fonte: GAM, John Hopkins, Bloomberg)

"L'America è pronta al decollo", ha detto nel suo discorso al Congresso. Per la prima volta alle spalle del presidente c'erano due donne, la vicepresidente Harris e la Speaker della Camera Pelosi.

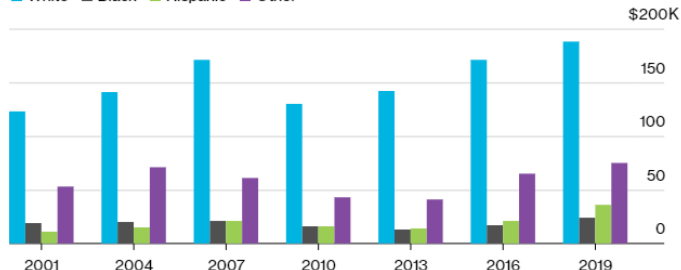
Dopo il pacchetto di quasi due trilioni di dollari votato a marzo, Biden chiede al Congresso un atto di coraggio, l'approvazione di un nuovo pacchetto di stimoli per oltre quattro trilioni di dollari, di cui poco meno di due destinati a rafforzare ed estendere le reti di protezione sociale. Parte del finanziamento dei nuovi impegni di spesa deriverà dall'aumento delle tasse, argomento scivoloso a qualsiasi latitudine.

Non è solo un programma di stimoli all'economia, quello di Biden è un vero e proprio programma rifondativo della società americana, è la scommessa politica che raccoglie la terza sfida presente nel giorno dell'insediamento, riconciliare un paese innervato da divisioni che si pensavano dimenticate, ridurre almeno di poco le disuguaglianze.

Wealth Gaps

Median family net worth

White Black Hispanic Other



Le disuguaglianze si ramificano anche nelle differenze etniche, i tassi di disoccupazione tra le minoranze ispaniche e afroamericane sono persistentemente più elevati (fonte: Bloomberg, Federal Reserve)

E' una scommessa ambiziosa, forse la più ambiziosa di un nuovo presidente dai tempi della Nuova Frontiera di Kennedy, il suo successo passa per impegni di spesa pari a quasi un terzo del PIL. Nel suo discorso Biden ha utilizzato più volte l'espressione "fair share", la "giusta quota" con cui anche i più ricchi devono partecipare allo sforzo di pacificazione sociale, "è il momento che anche Corporate America e l'uno per cento degli americani più ricchi paghino la loro giusta quota".

Posti in prospettiva, gli aumenti delle tasse proposti non sono così tremendi. Una politica che sposta la competizione sulle tasse trascurando la formazione della forza lavoro o l'adeguamento delle infrastrutture è auto-lesionista, ha scritto tempo fa Janet Yellen. Come darle torto, la Segretaria al Tesoro riformula in versione politica l'antica e più generale opposizione tra costo (le tasse, il prezzo di un bene o di un servizio) e valore (le infrastrutture, o certi servizi professionali): quando si percepisce il "valore" di un bene o di un servizio, il suo costo passa in secondo piano. Messo in questi termini il "deal" di Biden, più tasse in cambio di migliori infrastrutture, potrebbe funzionare. A nessuno piace vedere aumentare il proprio conto fiscale eppure Jeff Bezos, e con lui altri grandi imprenditori, si sono dichiarati favorevoli a pagare più tasse se la contropartita è avere infrastrutture migliori.

Putting Biden's corporate tax hike, in historical context

Statutory corporate tax rate

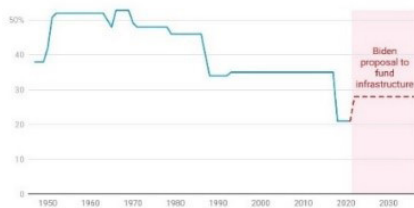


Chart: Justin Wolfers - Source: IRS SOI Tax Stats - Historical Table 24 - Created with Datawrapper

Fonte: Chamber of Progress, Justin Wolfers.

Un aumento delle tasse può inoltre essere adottato con maggiore facilità quando le cose vanno bene e in questo momento gli Stati Uniti stanno riprendendo il sentiero di crescita con tassi "cinesi", gli ulteriori stimoli fiscali forniscono ulteriore sicurezza. No, non sarà l'aumento delle tasse a interrompere il favorevole ciclo di crescita imboccato dall'economia americana.

"Fata viam invenient", il destino troverà la sua via esclama Giove nell'Eneide. L'esito della scommessa di Biden giace nel grembo di Tyche, ma il suo occhio benevolo non sarà sufficiente.

Dal tempio di Tyche bisogna passare al "tempio del segreto keynesiano" come lo definisce Akerlof in un paper del 2019, ovvero come i pacchetti fiscali stimoleranno sì l'economia, ma anche l'inflazione. Le ipotesi sull'inflazione futura non mancano e gli economisti si dividono: Larry Summers, Oliver Blanchard o Greg Mankiw temono che l'aumento dei prezzi possa scappare di mano, un timore non condiviso dai premi Nobel Paul Krugman e Joe Stiglitz.

Con questi ultimi si schierano Joe Biden, Jerome Powell e Wall Street. La scorsa settimana la Fed ha rivisto al rialzo le stime della crescita, 6,5% quest'anno per tornare sulla terra nel 2022 con 3,3%. Per Powell il "tapering", il riavvolgimento del nastro, è ancora lontano perciò i tassi restano a zero e proseguono gli acquisti di titoli per centoventi miliardi di dollari al mese.

Sull'inflazione Washington si allinea a Francoforte ritenendola un fenomeno transitorio. Sono ritenuti transitori gli aumenti delle materie prime, e transitori gli effetti sui prezzi causati dal disallineamento tra l'aumento della domanda "repressa" e un'offerta "fuori forma" dopo un anno di chiusure. E' per definizione transitorio anche il cosiddetto "effetto base", il confronto con i livelli eccezionalmente depressi dell'anno scorso. D'altra parte non sono scomparsi i freni all'inflazione, l'eccesso di risparmio rispetto agli investimenti e il progresso digitale.

Nelle sue dichiarazioni Powell ha lasciato un'area di incertezza nel sottolineare che la politica monetaria resterà invariata per un "periodo prolungato", senza specificare in quanto possa consistere o suggerendo qualche indizio. Non lo sappiamo noi, ma non lo sapete neppure voi sembra dire Powell in filigrana.



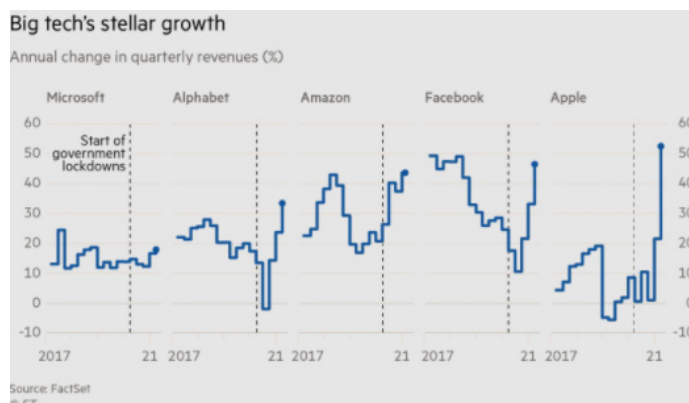
Statua di Tyche, I-II sec. d.C. circa, Museo Archeologico Nazionale di Atene

Non è di aiuto il cambio di approccio comunicato a fine agosto, il passaggio dall'"Inflation Targeting" al "Flexible Average Inflation Targeting", ovvero all'inflazione media. Il passaggio consente maggiori gradi di libertà all'istituto centrale ma qualcuno ha fatto notare come tale flessibilità metta la parola fine allo strumento della "forward guidance" come lo abbiamo conosciuto fino ad ora.

Il cambio di stile comunicativo adottato nel corso degli anni dalle banche centrali, maggior apertura nel far conoscere gli obiettivi, ha orientato le aspettative degli operatori e aumentato l'efficacia delle misure adottate. La flessibilità dell'approccio FAIT va in una direzione diversa, anziché dare certezze aumenta l'entropia nell'interpretazione delle intenzioni della banca centrale. L'inflazione può essere alimentata non solo dalle grandezze economiche, contano anche le narrazioni: nella Germania di Weimar, ad esempio, si credeva che causa della devastante iperinflazione fossero le manipolazioni del governo americano sul prezzo dell'oro e delle materie prime, non la disinvoltata stampa di banconote. Come dicevamo

poche settimane fa, la narrazione prevalente è di una ripresa dell'inflazione ragionevolmente equilibrata, non un vero e proprio cambio di scenario (L'Alpha e il Beta del 19.4.2021).

La velocità delle vaccinazioni, la velocità del recupero del mercato del lavoro e gli stimoli governativi costituiscono tre motori formidabili alla fiducia e alla spesa per consumi delle famiglie. La progressiva rimozione dei vincoli e delle chiusure va di pari passo con il ritorno della domanda. Condizioni confermate dagli utili societari comunicati negli ultimi giorni tra i quali spiccano in modo particolare gli utili del settore tecnologico, stellari e sorprendenti come i finali delle commedie di Euripide.



Fonte: Financial Times, FactSet

Le azioni restano il luogo da abitare. Nella condizione del Reflation Trade godranno del sostegno delle sorprese economiche positive e degli utili societari. Ma resterebbero il luogo da abitare anche nel caso si verificasse la condizione opposta della stagnazione, perché in questo caso continuerebbero a essere favorite dalla liquidità, dai tassi bassi e dagli stimoli governativi.

Per maggiori informazioni visitate il sito [GAM.com](https://www.gam.com)



Importanti avvertenze legali:

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.