

## **CONFUSIONE E CAOS**

Che confusione! In un primo tempo, i mercati hanno accolto con smodata accondiscendenza l'arrivo di Trump che prometteva alleggerimenti fiscali e deregolamentazione. "Make America great again" sembrava lo slogan perfetto per esaltare la centralità di Wall Street. Poi, però, andando verso il "Liberation Day", del 2 aprile, si sono resi conto che il presidente aveva un progetto globale e ambizioso: rivedere nelle sue fondamenta la globalizzazione, subordinandola alle necessità di Washington. L'annuncio di pesanti dazi per gli alleati, accompagnati da esternazioni che normalmente si esprimono nei confronti dei nemici, hanno preoccupato i mercati più delle impossibili tariffe indirizzate ai prodotti del nemico cinese. Una parte della stampa ha contribuito a insediare il dubbio che la politica dei dazi fosse motivata essenzialmente dall'egocentrismo semplicistico del tycoon. Altri, invece, hanno concentrato l'attenzione sulle ragioni che motivano la ricerca di un potente cambiamento strutturale e il metodo per ottenerlo.

Al centro c'è la dinamica del debito pubblico che si aggira attorno ai 36 trilioni di dollari e il rischio di non riuscire, in un futuro prossimo, a finanziarlo. Nel 2025, quasi il 25% del debito federale è in scadenza (9 trilioni di dollari). Mentre il tasso medio storico del debito si situa attorno al 2.7%, oggi il rendimento dei titoli del Tesoro a 10 anni sfiora il 4.5%, quello a 30 anni ha toccato anche il 5%. Se queste condizioni permangono, il governo federale deve mettere in conto una spesa di quasi mille miliardi di dollari in pagamenti d'interesse. Il debito pubblico va corretto, ma Trump non può venir meno alle sue promesse elettorali. Il fulcro del disegno di legge denominato "The One, Big, Beautiful Bill", approvato dalla Camera dei Rappresentanti il 22 maggio 2025, con un margine minimo, prevede l'estensione dei tagli fiscali introdotti nel 2017 e nuove importanti deduzioni fiscali. Queste misure potrebbero aumentare il deficit federale di circa 3'800 miliardi di dollari nel prossimo decennio. Per compensare parzialmente la riduzione delle entrate fiscali, l'amministrazione

propone tagli significativi alla spesa pubblica, escludendo però la difesa. I settori più colpiti includono la sanità pubblica, l'ambiente, l'assistenza abitativa e gli aiuti internazionali. Al contrario, la spesa per la difesa e la sicurezza è destinata sostanzialmente ad aumentare.

Per coprire parte dei costi, che producono ormai stabilmente un deficit di 2 mila miliardi di dollari annui, l'amministrazione contava su Elon Musk, nominato capo del Department of Government Efficiency (DOGE), istituito all'inizio del 2025. L'obiettivo dichiarato era di eliminare sprechi e inefficienze nel governo federale, con un ambizioso piano di riduzione della spesa. Inizialmente si trattava di tagliare 2'000 miliardi di dollari dal bilancio federale, poi ridimensionati a 1'000 miliardi per accontentarsi, infine, di 175 miliardi ottenuti tramite scriteriati licenziamenti pubblici. Dopo 130 giorni, il grande imprenditore Elon Musk ha dovuto alzare bandiera bianca per tornare alla sua azienda e cercare di contenere la stizza che ha suscitato in una buona parte della sua potenziale clientela.

Ma il piatto forte della trumpiana strategia finanziaria riguarda l'idea di far pagare ad amici e nemici il mostruoso indebitamento

attraverso i dazi doganali. Probabilmente, un desiderio di potenza personale si è sovrapposto alla deliberata strategia di usare la superiorità militare e tecnologica americana per chiedere importanti tributi (da un minimo generale del 10% fino ai punitivi 145% alla Cina) per accedere al mercato americano. I dazi, dopo negoziati, possono essere ridotti, soprattutto se le aziende estere decidono d'investire negli Stati Uniti o se gli stati acquistano prodotti americani.

Le risposte alle imposizioni di Trump sono state calibrate tra disponibilità e attesa, a seconda della forza dell'interlocutore. Pechino ha scelto la sfida aperta applicando anche lei barriere all'importazione e ricordando a Trump la dipendenza degli Stati Uniti dalle produzioni, alcune attualmente ineludibili, provenienti dalla Cina. L'Europa ha reagito "con profondo rammarico" adottando una tattica che combina diplomazia, contromisure economiche e mobilitazione dell'opinione pubblica. La strategia di Trump è quella di mantenere i dazi generali del 10% e di rinviare quelli più importanti per permettere l'apertura di veri negoziati.

Wall Street ha reagito con violenza all'annuncio dei dazi, ma poi, con le continue giravolte di Trump, si è convinta che l'uomo d'affari Trump saprà negoziare e riequilibrare il commercio e la produzione internazionale a favore degli Stati Uniti. I mercati azionari mondiali hanno risposto positivamente nel mese di maggio con lo S&P tornato in positivo da inizio anno (+0.5%), mentre gli indici europei lievitano di quasi il 10% (Eurostoxx50) e in alcuni casi hanno addirittura superato i massimi storici: il Dax segna un +20.54% da inizio anno.

L'accordo del 9 maggio con il Regno Unito ha ridotto diverse irragionevoli tariffe, anche se resta quella base del 10%, in cambio dell'impegno di Londra ad acquistare aerei Boing per un valore di 10 miliardi di dollari ed ampliare l'accesso alla carne bovina e all'etanolo. Durante la visita del presidente Donald Trump in Arabia Saudita, a maggio, Riad ha annunciato un impegno a investire 600 miliardi di dollari negli Stati Uniti. Questi investimenti coprono settori strategici come difesa (142 miliardi di dollari), intelligenza artificiale (contratti per 23 miliardi di dollari con azienda quali NVIDIA, AMD, Amazon, Qualcomm),

energia, infrastrutture (20 miliardi di dollari in *data center* negli USA) e minerali critici. Questi accordi fanno parte di un pacchetto di investimenti annunciati durante il tour di Trump nel Golfo, che ha incluso anche impegni da parte di Qatar ed Emirati Arabi Uniti per un totale di circa 2'000 miliardi di dollari. Al vertice di Ginevra, il 13 maggio, un accordo è stato trovato per ridurre le esorbitanti tariffe con la Cina, con una sospensione di 90 giorni.

I mercati hanno individuato in questi sviluppi la dimostrazione che i dazi punitivi sotto "Trump 2" sono solo una merce di scambio. Con gli alleati, l'obiettivo del presidente sembra ora quello di garantire l'accesso al mercato e aumentare le esportazioni statunitensi. Con i rivali, l'attenzione rimane sulla sicurezza nazionale e non sulla distruzione reciproca. Questo ritrovato ottimismo ha quindi spinto gli indici a ripartire, aiutati anche da crescita degli utili a due cifre (+13% nel primo trimestre), *buyback* (che continueranno fino a metà giugno) e liquidità abbondante (la massa monetaria M2 delle principali economie mondiali non è lontana dai massimi storici).

In un'ottica di corto termine le borse sembrano ancora seguire un *momentum*

positivo. La salita degli indici americani è stata trascinata dal popolo *retail*, i piccoli investitori. Le mani forti, i fondi d'investimento, le casse pensioni, gli *hedge fund* (secondo alcune accreditate statistiche), hanno alleggerito le posizioni tra febbraio e marzo e non sono ancora rientrati. Avendo perso il treno è possibile che nelle prossime due settimane tenteranno di migliorare le performance prima della fine del periodo dei *buyback* e della scadenza tecnica per le opzioni e i *future* del 20 giugno, il giorno delle Quattro streghe.

Ma i prossimi 3-6 mesi potrebbero essere più volatili. Le ansie sui dazi si stanno attenuando, ma le preoccupazioni sul mercato del debito degli Stati Uniti persistono. Le intemperanze di Trump dovranno fare i conti con l'unico vero potere in grado di contenerlo nel breve termine: quello del mercato obbligazionario. Il decennale americano stenta a scendere sotto il 4% e scimmiotta il 5%, in prossimità del quale si trova il trentennale. Il Congresso discute l'emissione di debito per la seconda metà dell'anno ed è pungolato dal recente

declassamento di Moody's. Il terreno che dovrà accogliere queste emissioni deve quindi essere accuratamente preparato. Trump continuerà a utilizzare i dazi come mezzo per compensare la crescita del debito. Secondo una ricerca dello Yale Budget Lab<sup>1</sup>, una tariffa reciproca del 10% sarebbe sufficiente a compensare l'80% dell'aumento del deficit. Il passo ulteriore dovrebbe farlo la Federal Reserve, tagliando i tassi.

Per riuscirci Jerome Powell ha bisogno di un rallentamento dell'economia che tenga sotto controllo l'inflazione. Trump ha già scoperto che minacciare l'indipendenza della Fed spaventa il mercato obbligazionario. Lui e il Segretario al Tesoro Scott Bessent devono agire per far scendere l'inflazione: ci sta provando con la geopolitica che tiene sotto controllo il prezzo del petrolio. È questo il contesto necessario affinché Jerome Powell decida di tagliare i tassi a settembre, magari sospendendo l'inasprimento quantitativo (*Quantitative Tightening*). Ma c'è un altro aspetto che può stimolare il mercato obbligazionario e che riguarda le banche. Una modifica sospensiva del

---

<sup>1</sup> [https://budgetlab.yale.edu/research/state-us-tariffs-may-23-2025?utm\\_source=chatgpt.com](https://budgetlab.yale.edu/research/state-us-tariffs-may-23-2025?utm_source=chatgpt.com)

*Supplementary leverage ratio*, una regolamentazione creata dopo la crisi del 2008 per rafforzare gli istituti di credito, permetterebbe a questi ultimi di acquistare più buoni del tesoro contribuendo a far scendere i tassi senza penalizzazioni patrimoniali.

Il mercato azionario, più orientato al breve termine dagli *animal spirits*, potrebbe accogliere positivamente queste possibili trasformazioni. Il mercato obbligazionario, invece, guarda più a lungo termine e non è convinto che l'aggressività tariffaria e la potenza militare siano la via giusta per sostenere il ruolo centrale degli Stati Uniti. Come dice Warren Buffet, i dazi sono un atto di guerra. I *bond vigilantes* avranno quindi un ruolo centrale nelle prossime settimane nel giudicare la dinamica del debito e la sua sostenibilità. Bessent deve riuscire a convincere i mercati che il caos trumpiano può rafforzare gli Stati Uniti. Per riuscirci ha bisogno di risolvere una contraddizione: i tassi devono scendere e il dollaro deve rafforzarsi. Bastano la forza e le minacce a riportare i flussi monetari verso il dollaro? Probabilmente no. Le posizioni corte (le vendite di usd a termine) sono oggi talmente forti che basterebbe poco per ridare fiato al dollaro che da inizio

anno perde circa il 9% contro le principali valute. Ci vuole però un clima di fiducia che il Trump 2 sta annegando nel caos e nella confusione, in un contesto che ora preoccupa anche dal profilo giuridico.