

## LA SPACCATURA DI DAVOS

Il World Economic Forum (WEF) di Davos (26 gennaio) marca un vero e proprio cambio di paradigma: è probabilmente finito il mondo di regole creato dopo la Seconda guerra mondiale e contemporaneamente è stato tramortito anche quello dell'incontrollata globalizzazione dopo la caduta del Muro di Berlino. Il nuovo lessico della politica internazionale ora si esprime essenzialmente con i termini di potenza, pressione, leva geopolitica. Dall'altura delle Alpi svizzere, il lungo discorso di Donald Trump segna l'affermazione della potenza americana nei confronti di alleati e nemici trattati (e minacciati) di fatto nello stesso modo: conta solo chi ha sostanziale e concreto potere reale. Nella sua gerarchia ci sono prima di tutto gli Stati Uniti ("America First"); poi la Cina, da contrastare e delimitare; infine, la Russia. Questa impostazione produce un effetto immediato: l'Occidente non è più un "club" con un destino condiviso, ma un teatro in cui ogni paese deve dimostrare la propria utilità agli Stati Uniti. Nel lessico trumpiano, reciprocità e gratitudine non

sono categorie operative: lo sono solo forza e risultati.

### Russia e Groenlandia

La Russia non ha un livello di potenza paragonabile a quello della Cina, ma può aiutare gli Stati Uniti a contenerla. Mosca, pur essendo alleata di Pechino, è consapevole del rischio implicito in un rapporto asimmetrico con un paese con il quale ha confini geografici. In prospettiva, questa "amicizia" potrebbe, nel tempo, diventare più difficile, come spesso è accaduto nella storia dei rapporti tra Russia/Unione Sovietica e Cina: convergenza tattica, non necessariamente fiducia strategica. Nel disegno geopolitico di Trump, la Russia è quindi determinante, oltre a poter diventare fonte di lucrosi affari. Trump ha quindi interesse al suo rafforzamento ed è disposto ad aiutarla nel dossier ucraino.

In questa logica si inserisce anche la Groenlandia, che Trump considera un tassello strategico per il suo posizionamento nell'Artico. Il territorio è anche importante per la presenza di terre

rare e altri materiali strategici e come luogo dove installare parte del nuovo “scudostellare”, ridenominato Golden Dome. Che importa se storicamente la Groenlandia è nell’orbita della Danimarca. Gli Stati Uniti la esigono come regalo, altrimenti la mancata gentilezza potrebbe essere ricordata.

### **Europa: un fastidio**

Dentro questo schema, l’Europa appare un fastidio più che un alleato: non “degna di considerazione” come soggetto politico autonomo. Le minacce tariffarie e i relativi accordi servono a spingere le imprese europee a reindustrializzare gli Stati Uniti, svuotando il Vecchio continente di contenuto produttivo e strategico. È un passaggio fondamentale: la leva commerciale diventa strumento di trasferimento di capacità.

La NATO, nella narrativa trumpiana, non è d’aiuto agli USA: il contributo europeo in Afghanistan e in altri scenari è ritenuto da Trump irrisorio, nonostante le perdite subite anche da militari europei e britannici. Il presidente americano a Davos non ha mancato di essere offensivo e sprezzante con molti interlocutori,

Svizzera inclusa, che lo ha ospitato sul proprio territorio.

Il potere di Washington deve quindi essere tendenzialmente “assoluto”, mentre globalizzazione e diritto internazionale diventano strumenti utili soprattutto ai deboli. Il diritto, nella sua impostazione, si riscrive nella pratica secondo una morale politica personale e una logica di forza.

### **Il controcanto di Carney: la dignità delle potenze medie**

A questo discorso ha fatto da contrappeso quello del primo ministro canadese Mark Carney - paradossalmente leader di un paese che Trump vorrebbe addirittura annettere. Per Carney, le potenze medie possono ancora ritagliarsi uno spazio nel mondo che si sta formando, a condizione di coalizzarsi restando salde nei principi del diritto internazionale. In questo modo è possibile diversificare mercati e relazioni, riducendo la dipendenza dagli Stati Uniti. È vero che nessuna potenza media dispone di una forza militare offensiva, ma agendo con coerenza - secondo il primo ministro canadese ed ex presidente della Banca d’Inghilterra - possono mantenere un ruolo autonomo e diventare un punto di

riferimento per ciò che resta di un Occidente fondato su regole e diritto.

Anche il presidente Emmanuel Macron e il cancelliere tedesco Friedrich Merz sono irritati per l'aggressività della linea americana. Si è aperta la possibilità di una sospensione dell'accordo sui dazi firmato dall'Unione europea che, nel frattempo, ha accelerato i negoziati con India e Mercosur e opera per riallacciare i rapporti con la Cina, come hanno fatto Carney e Keir Starmer, primo ministro del Regno Unito. Si tratta di movimenti importanti, ma che per ora sembrano solo infastidire Washington piuttosto che riequilibrare davvero la partita.

### **Il secondo spettro: il tabù dei *Treasury***

Sul dopo-WEF è calato però un secondo spettro, nell'immediato più pericoloso di qualsiasi accordo commerciale: quello finanziario. Un economista di Deutsche Bank (George Saravelos) ha avanzato l'idea che i buoni del Tesoro USA, alla luce di politiche fiscali "allegre" (in realtà avviate da tempo, non solo con Trump), non siano più un *safe haven* incontestabile. L'insieme dei paesi del Vecchio continente detiene l'impressionante cifra di circa 8'000

miliardi di dollari di asset finanziari statunitensi.

Il messaggio implicito è chiaro: se gli investitori europei, viste le problematiche della *governance* americana, decidessero di alleggerire le loro posizioni, i tassi oltre Atlantico salirebbero, mettendo a rischio l'egemonia non solo di Wall Street, ma anche di Washington. Si tratta di movimenti non così incisivi visto il ruolo ancora importante del biglietto verde nelle dinamiche mondiali. Alcuni fondi pensione del Nord Europa (in particolare danesi) hanno comunque colto il senso dell'analisi dell'economista della Deutsche Bank. Certo, si tratta di interventi simbolici ma che hanno impensierito l'Amministrazione Trump.

Scott Bessent, il Segretario al Tesoro, ha riferito di aver parlato con il vertice di Deutsche Bank, che avrebbe ridimensionato la portata della nota, presentandola come la posizione di un singolo analista e non come la linea ufficiale della banca, magari indiretto megafono del paese di domicilio della stessa. Sullo sfondo c'è chi si ricorda un intervento analogo di Deutsche Bank nel 2011, quando considerazioni simili riguardavano i buoni del tesoro italiani.

Quella vicenda portò alle dimissioni del governo Berlusconi. Certo il parallelismo è solo simbolico, ma ciò non toglie che quando un grande intermediario europeo, sulla base di criteri oggettivi, mette in discussione un “tabù”, i mercati ascoltano.

### Dal “debasement trade” al rimbalzo del dollaro

Dopo Davos, i mercati hanno iniziato a vendere dollari e a comprare oro, argento e altre materie prime, segnalando sfiducia nella stabilità del dominio del dollaro (“debasement trade”). Tanto più che Trump si è detto soddisfatto di un dollaro più debole perché favorisce l’*export* americano. Il presidente non ha ascoltato i mercati ma la sua *équipe* economica sì. Dietro le quinte, l’amministrazione ha dovuto muoversi con decisione per contenere l’effetto delle parole di Trump. Bessent ha avuto verosimilmente un ruolo centrale nell’urgenza di stabilizzare le tensioni sul dollaro, minato anche dagli attacchi continui contro Jerome Powell. Il rischio non era una semplice, e magari utile, svalutazione, ma una vera “svendita” disordinata: con la perdita di fiducia che aumenta il premio sul rischio e lo stress sui rendimenti delle obbligazioni a lunga scadenza.

In questo quadro si inserisce la nomina, probabilmente anticipata, magari precipitata, di Kevin Warsh a nuovo presidente della Federal Reserve: un profilo che ha immediatamente contribuito a ridare fiducia alla più importante istituzione finanziaria del mondo e al dollaro. Warsh è evidentemente gradito a Trump ma non è percepito come completamente subordinato. È stato considerato un falco e oggi viene letto come più “morbido” sui tagli dei tassi.

Ma l’aspetto che più intriga i mercati valutari è dottrinale. Kevin Warsh è partner del Duquesne Family Office di Stanley Druckenmiller, uno dei più influenti conoscitori di approcci d’investimento basati su valutazioni macroeconomiche. Scott Bessent proviene dallo stesso ecosistema: ha costruito la propria carriera negli *Hedge fund global macro* ed è considerato parte della “scuola” di Druckenmiller (tutti hanno lavorato per George Soros). I tre condividono una simile visione critica dell’operato della Fed e vorrebbero un ritorno a una politica monetaria più “classica”, centrata su tassi e disciplina: secondo loro gli strumenti di bilancio - utili nel 2008 - hanno poi contribuito a una politicizzazione della

Federal Reserve e a effetti distorsivi sull'economia reale.<sup>[1]</sup> Questa rete non implica un coordinamento formale, ma crea un evidente allineamento culturale tra Tesoro, Fed e macro-finanza statunitense.

Il mercato valutario ha intuito la *ratio* della nomina di Warsh, che contrasta con la volontà esplicita di Trump di un dollaro debole: il biglietto verde si è rafforzato. Warsh si dice favorevole a tagliare i tassi, ma è anche pronto a ridurre il bilancio della Fed - scelta che potrebbe spingere al rialzo dei tassi a lungo termine. È la linea Bessent che appare vincente e si manifesta come risposta alle intrinseche minacce dell'analista di Deutsche bank, come pure alle politiche del primo ministro giapponese Sanae Takaichi che vuole un rilancio tramite la leva fiscale: un *mix* che potrebbe spingere gli investitori giapponesi a ridurre le esposizioni in dollari e ai *treasury* americani per rientrare sui rendimenti domestici dove il quarantennale rende attorno al 4%.

L'oro, l'argento e altri metalli hanno improvvisamente reagito: le valutazioni scontavano un prodigioso aumento

dell'inflazione che, pensa il mercato, Warsh stroncherà. Il crollo dell'argento (attorno al -30% in un giorno) e dell'oro (-10%) tatticamente segna la fine degli eccessi speculativi. Ma il mercato scommette anche su un cambio strutturale di politica monetaria che potrebbe vedere la prossima Federal Reserve concentrarsi sulle aspettative d'inflazione tramite la riduzione del Bilancio. Se si pensa che la borsa americana continuerà a crescere malgrado il bilancio stia già subendo una cura dimagrante, c'è qualche preoccupazione in più per la tenuta di Wall Street, ora nelle mani delle trimestrali e dell'aspettativa che il dollaro potrebbe rafforzarsi annullando il quasi unanime consenso su una sua svalutazione. La nomina di Walsh deve comunque passare dal Congresso, dove il clima è complicato: pesa lo scontro istituzionale attorno a Powell e incombe il rischio di *shutdown*, sempre potenzialmente destabilizzante.

Nonostante tutto, i mercati hanno chiuso gennaio in positivo: un segnale statisticamente incoraggiante in un anno che si annuncia difficile e complesso. Ma

<sup>[1]</sup> Scott Bessent, "The Fed's New "Gain-of-Function" Monetary Policy; Overuse of nonstandard policies, mission creep, and institutional bloat are threatening

the central bank's monetary independance", *The International Economy*, Primavera 2025.

Davos 2026 ha lasciato in eredità una domanda: chi comanda davvero sul dollaro - la politica fiscale, la banca centrale o l'esecutivo? E quanto può reggere un sistema globale costruito su un equilibrio di fiducia, quando la politica di potenza torna a essere la regola, non l'eccezione? La risposta sembrano suggerirla Bessent, Walsh e Druckenmiller, uomini di un mondo della finanza spesso decorrelato da quello del mercato azionario.