

Università di Urbino Carlo Bo
Società Italiana di Economia

Dopo i dazi di Trump

Effetti economici attuali e attesi delle politiche tariffarie USA dal
Liberation day in poi

12 maggio 2025

Annamaria Simonazzi

Fondazione Sapienza Università di Rome

Effetti sul sistema finanziario e sulla struttura
produttiva

Does changing the trade regime change the dollar regime? (Peterson Institute)

- I dazi del «Liberation day» sono stati seguiti da una reazione insolita del mercato: una svendita sia dei titoli del Tesoro USA che del dollaro.
- La fiducia nel dollaro ha subito un duro colpo a causa della politica tariffaria di Trump, ma anche a causa delle idee di politica finanziaria diffuse dal suo team. Tra queste, la conversione forzata dei titoli del Tesoro o l'imposizione di commissioni per il privilegio di concedere prestiti al governo statunitense.
- Quale impatto avranno questi cambiamenti sul ruolo del dollaro e sul sistema finanziario internazionale?
- Quale l'impatto sulle principali valute e sul sistema produttivo?

Filosofia di Mar-a-lago. Obiettivo: ridurre il persistente deficit commerciale.

- 1. La liberalizzazione commerciale ha lasciato gli Stati Uniti aperti a pratiche mercantiliste straniere ed è una delle cause principali del deficit commerciale aggregato statunitense.
- 2. lo status del dollaro come principale valuta di riserva internazionale obbliga gli Stati Uniti a registrare deficit commerciali per rifornire di dollari i detentori ufficiali esteri (Triffin dilemma)
- 3. i deficit USA sono causati interamente da afflussi finanziari esteri cui l'America deve far fronte consumando più di quanto produce.

Come indebolire il \$ mantenendone il ruolo di valuta di riserva

- Mar-a-lago agreement
- l'accordo prevede che i partner commerciali americani contribuiscano ad indebolire il dollaro (vendendo \$ contro altre valute) e si impegnino a fornire finanziamenti a basso costo e a lungo termine al governo degli Stati Uniti (aumentando la durata delle loro rimanenti partecipazioni in titoli del Tesoro, anche acquistando obbligazioni a cedola zero a 100 anni dal governo degli Stati Uniti),
- rafforzato dalla minaccia di tariffe più elevate o dalla cessazione delle garanzie di difesa

Obiezioni di Obstfeld

- Sebbene le politiche commerciali estere e interne possano influenzare separatamente sia le importazioni che le esportazioni, non sono le principali cause della loro differenza, il deficit commerciale (ipotesi di pieno impiego e spiazzamento delle esportazioni dalla sostituzione delle importazioni).
- Gli Stati Uniti possono rifornire il mondo di dollari senza deficit commerciali (movimenti finanziari della BP).
- Infine, il deficit commerciale riflette l'interazione di fattori macroeconomici interni ed esterni (tra cui il tasso di risparmio cinese e il deficit di bilancio del governo statunitense) e spesso i fattori interni sono dominanti (il boom dei prestiti sub-prime che hanno portato alla crisi del 2007-8). Ad esempio, deficit fiscali federali più elevati aumenteranno probabilmente i deficit commerciali statunitensi, nonostante l'aumento dei dazi sulle importazioni.

Reazione dei mercati

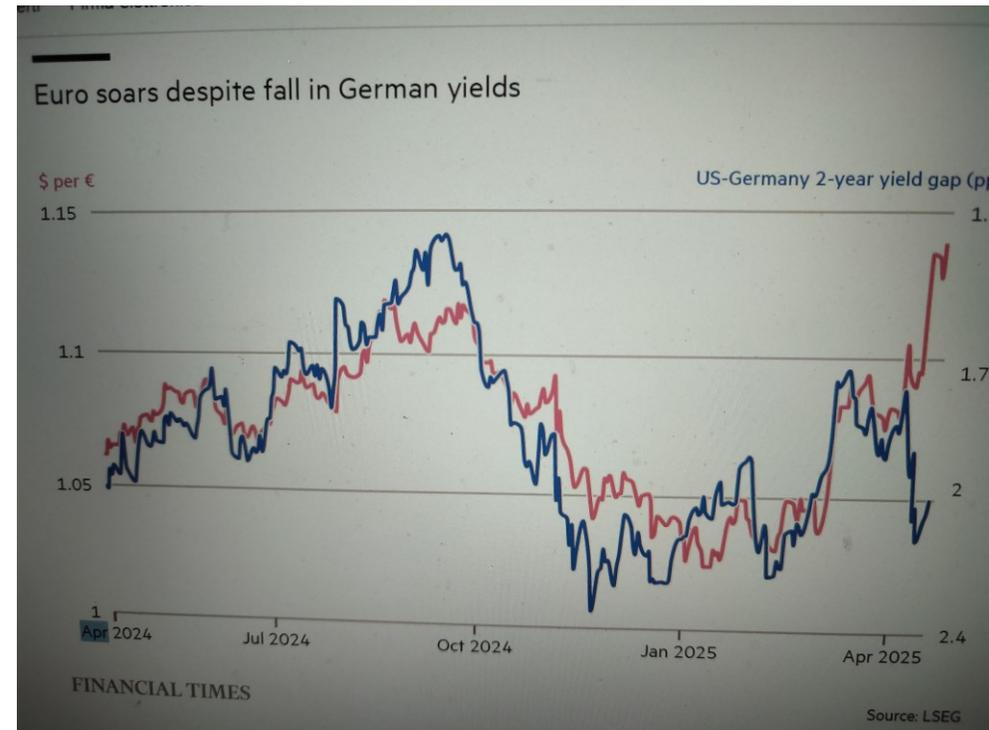
- Relazione causale attesa:
- L'aumento dei dazi → aumento dell'inflazione → aumento dei tassi di interesse → afflusso di capitali → apprezzamento del \$
- L'aumento dei tassi (riduzione del prezzo dei titoli) avrebbe inoltre peggiorato il disavanzo pubblico

Fino all'inizio di marzo, rendimenti più elevati hanno attratto capitali esteri, rafforzando il dollaro. Dopo, i rendimenti dei titoli del Tesoro sono aumentati vertiginosamente e il \$ è crollato. Viceversa, i rendimenti sul Bund cadono e l'euro si apprezza. Il differenziale \$-Bund a 2 anni aumenta di 2 punti % (da 1,7 punti a inizio marzo).

Chart 1: US long-term Treasury rates and the dollar's value against foreign currencies



Source: Bloomberg, accessed April 22, 2025.



FINANCIAL TIMES

Source: LSEG

Capital flight?

Ragioni di una reazione così ampia dei mercati

- Miopia? Guardavano al 1° term di Trump: più moderato, con -dT prima delle +dazi
- Ragioni economiche: aspettative di recessione (caduta di C e Profitti), la BC riduce i tassi, deprezzam del \$
- Fiducia: dazi, attacco alle istituzioni (FED)... ha scosso la fiducia nel \$ come safe asset.

Che cos'è un safe asset? Un asset che viene universalmente considerato safe.

- Segni di nervosismo? Investitori stranieri (EU fondi pensione e assicurazioni in EU e in Asia) possiedono circa 2,5 tn in \$ assets (la maggior parte unhedged). E anche US stanno monitorando la situazione.
- Valutazioni che il \$ è sopravvalutato, e che l'amministrazione USA guarda con favore a una svalutazione non rassicurano.

Gradually then suddenly?

Cosa ha arrestato la caduta del \$?

- Importante per capire se si ritorna allo status quo ante.
- retromarcia di Trump sui dazi e sugli attacchi alla FED di Jerome Powell?
- Tacito intervento delle BC?

\$ come moneta di riserva

- Dimensione economica: circa un quarto del PIL globale ai tassi di cambio correnti, ben al di sopra della Cina
- Dimensione e liquidità del mercato dei capitali: debito pubbl. USA: 36Tn di \$, 120% del PIL (Treasury market circa 30 Tn di \$); debito estero: 26Tn, 90% PIL
- Moneta di uno stato che è potenza militare e geopolitica. 'around three-quarters of foreign government holdings of safe U.S. assets are by countries with some military tie to the U.S' (FED staff paper).
- Mercati finanziari aperti, apertura al commercio, un forte impegno per lo stato di diritto, un sistema giudiziario efficiente che tutela anche i diritti dei creditori stranieri, stabilità dei prezzi e una solida offerta di asset di riferimento relativamente sicuri.

Il tramonto del \$?

Transizione fra egemoni: Kindleberger's gap (Helen Rey, Bruegel Conf. 4-4-2025)

- 1930: il Regno Unito non aveva la capacità, gli Stati Uniti non avevano la volontà di fornire liquidità al mondo.
- 2025: gli Stati Uniti non hanno la volontà, gli sfidanti (UE, Cina?) non hanno la capacità di fornire il bene pubblico.
- Gli Stati Uniti non apprezzano il privilegio esorbitante: (è vero?) Miran: il ruolo del \$ come M di riserva implica necessariamente un apprezzamento eccessivo del \$ (ma, osserva Rey, si è svalutato più volte, es. anni '70?)
- Ma deve garantire la stabilità del valore, e se questo può beneficiare la finanza, può avere costi per il resto dell'economia (il ritorno all'oro della sterlina nel 1925; la deflazione di Volcker nel 1981)

Sfidanti?

- Cina: “the renminbi is not freely exchangeable, the Chinese capital account is not open, and investor confidence in Chinese institutions is relatively low» (Bertaut et al 2023). Ma accordi con Asia, LA e Africa, (renminbi usato nel commercio bilaterale).
- Euro: 20% delle transazioni internazionali, ma manca mercato dei capitali unificato: uno stock largo, permanente e liquido (Bund troppo piccolo). Rinnovare il Next generation EU e accorpare i diversi debiti nazionali!
- Security: creare infrastrutture per autonomia nel sistema dei pagamenti (66% card payments controllato da non-EU entities). Digital euro.
- Ma “even with more fiscal integration, remaining political separation will continue to cause policy uncertainty” (ibid.)
- Benefici: Afflusso di K: riduce i tassi e favorisce il programma di I pubblici (e riarmo)
- Ma Schnabel: rallentare la riduzione dei tassi per rischi di inflazione: aumento spesa pubblica e dazi: sebbene effetti recessivi potrebbero ridurre l’inflazione, danni alle catene di fornitura possono generare inflazione da costi
- apprezzamento dell’euro (competitività?)

Verso un mondo multipolare?

- (Sanzioni (Iran, Russia), uso coercitivo dei dazi (perfino l'accondiscendente ministro giapponese ha osato un velato avvertimento), ridisegna le aree di influenza: Cina e South East Asia, BRICs
- Un nuovo Plaza Agreement? Difficile: gli USA vogliono svalutare il \$, ma gli altri paesi (EU) non vogliono un apprezzamento della loro valuta (generale beggar-thy-neighbour?).
- Tuttavia, il progresso tecnologico può sostenere il ruolo dominante del dollaro
- Detronizzazione del \$ ancora lontana