La “ricetta impossibile” di Trump

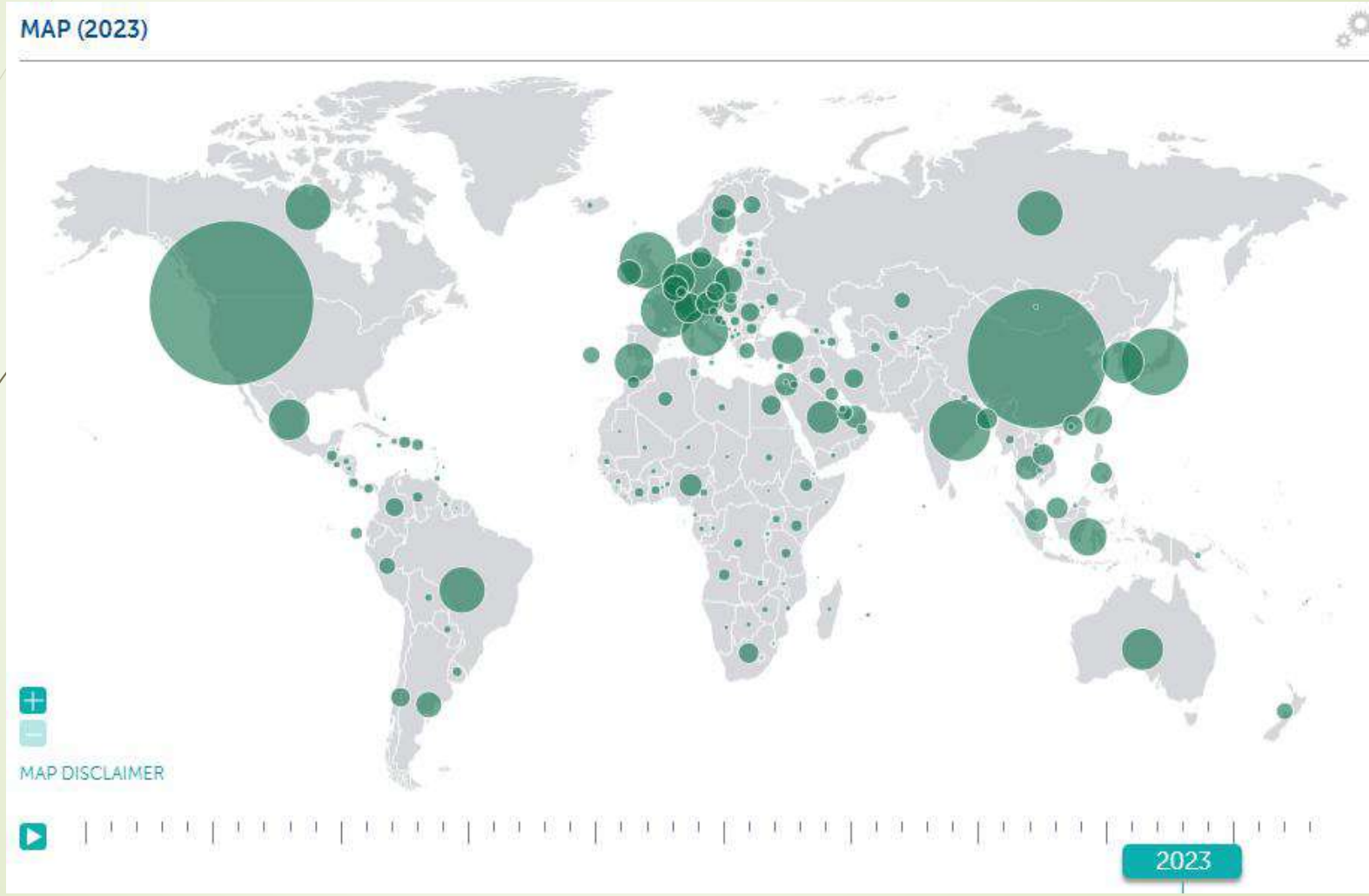
Giuseppe Travaglini

DESP, Dipartimento di Economia Società Politica
Università di Urbino Carlo Bo

Lunedì 12 maggio 2025

Relatore: Giuseppe Travaglini

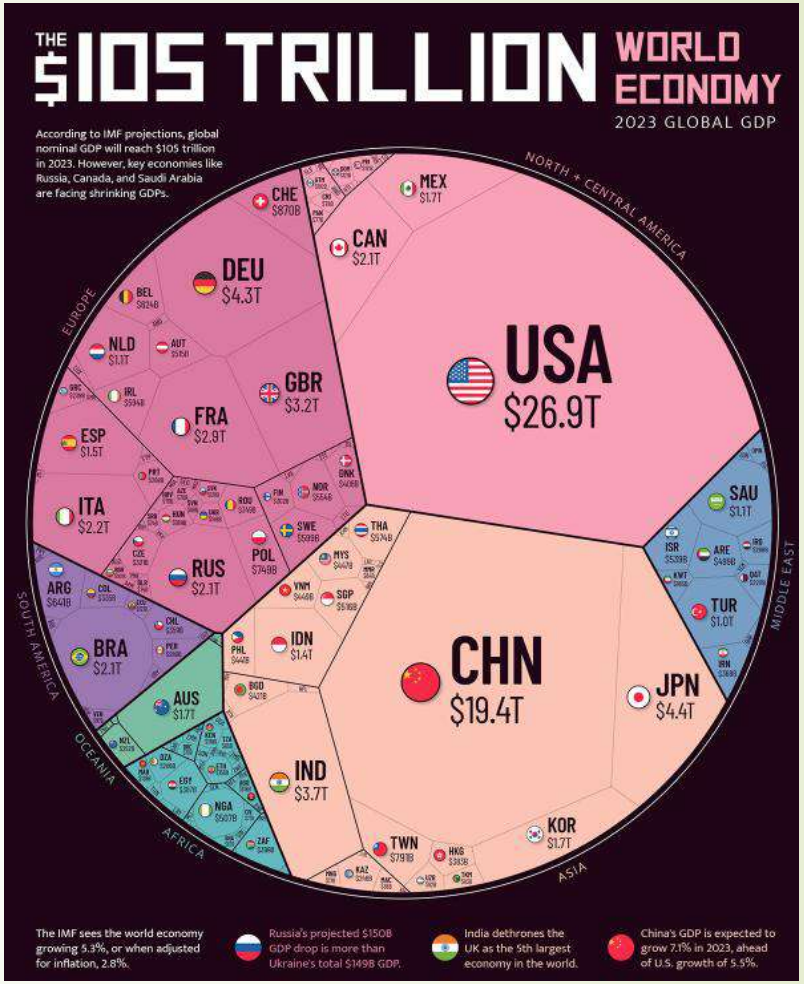
Le principali economie mondiali



- **Valore del Pil Mondiale.**

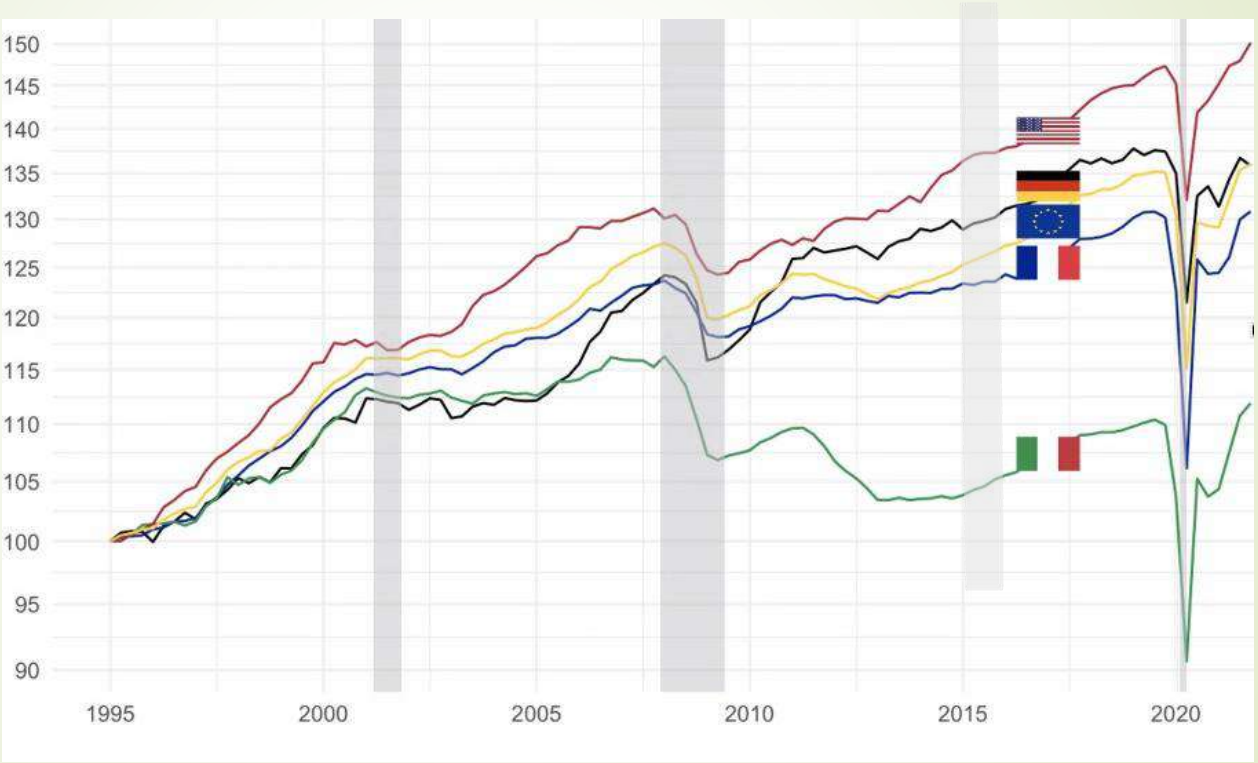
Fonte: International Monetary Fund IMF data. 2023

(1 trilioni= 1000 miliardi)



Il Pil pro capite delle principali economie dal 1995 al 2023.

(Ameco 1995=100)



Fatti stilizzati dell'economia Usa

1. **Consumi privati** Usa elevati, 68% del PIL; **propensione al consumo** 95%; **elevato debito** famiglie pari 72% reddito nazionale statunitense.

2. **Bassa apertura commerciale Usa** (export+import = 25% PIL). In UE (50%), UK (60%), Giappone (45%)

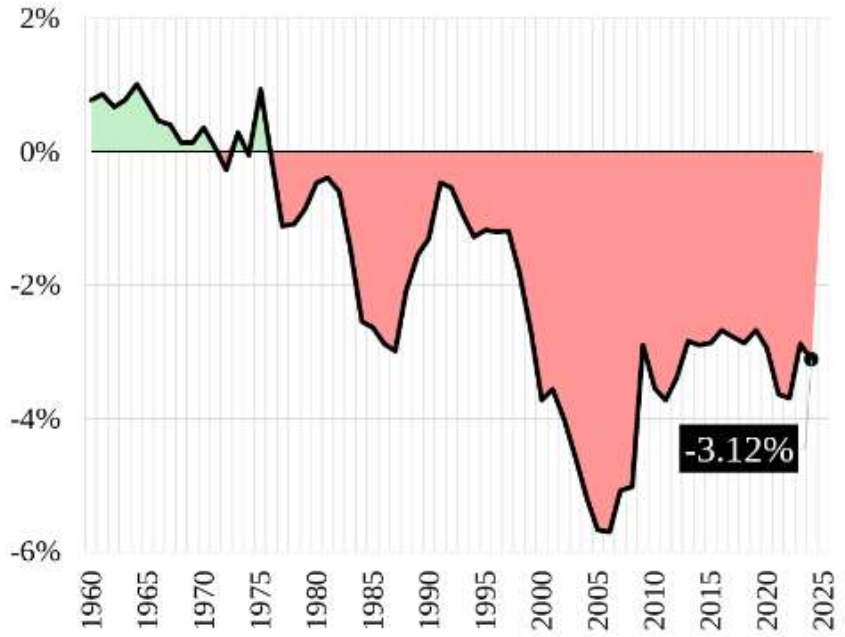
3. **Spesa pubblica limitata** (12% PIL) ma **deficit fiscale** −6,2% PIL (2024)

4. **Risparmio nazionale (privato e pubblico) basso**; investimenti fissi netti 5,2% del PIL (> UE); Inv/Pil=21,5%

5. **Deficit commerciale crescente**; surplus nei servizi, deficit nei beni (2024, 3.1%)

Deficit commerciale Usa in % del Pil.

Figure 2: La bilancia commerciale degli Stati Uniti (% PIL)



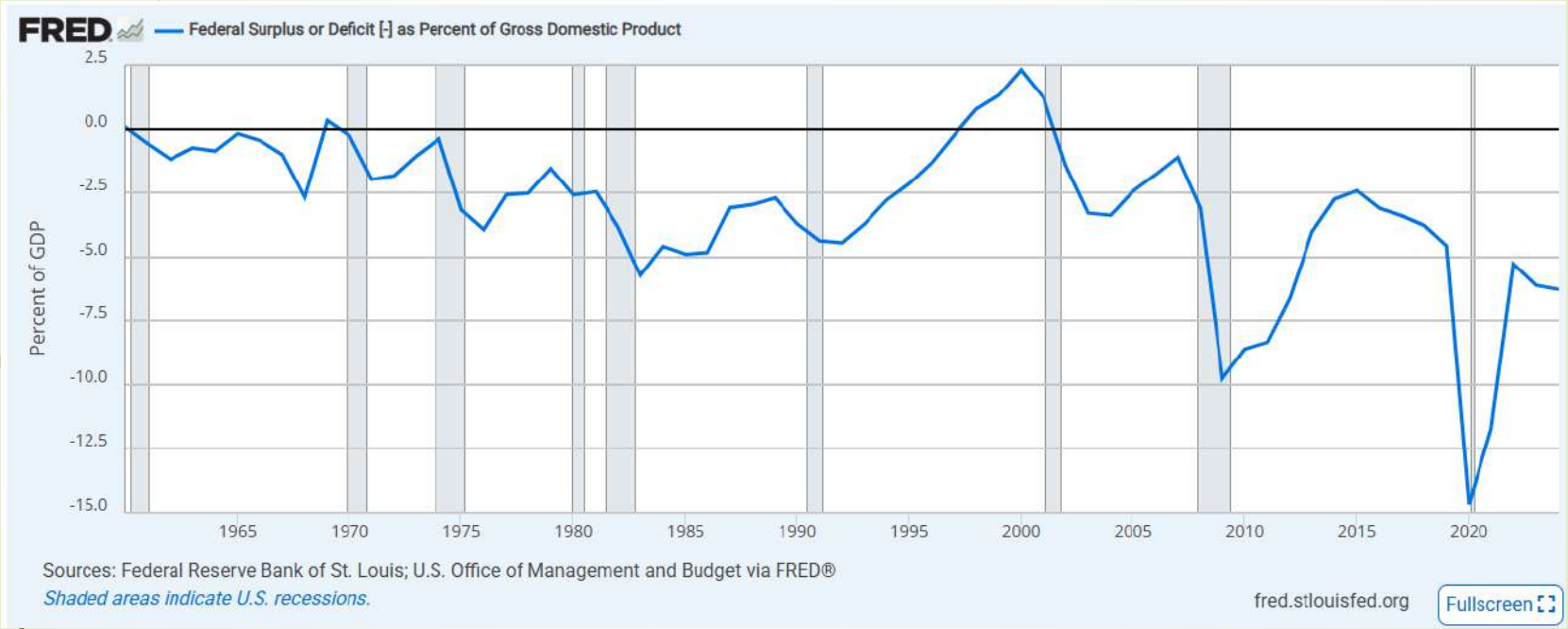
Nota. Saldo della bilancia commerciale in percentuale del PIL. I numeri positivi rappresentano un surplus (verde), mentre quelli negativi un deficit (rosso). Elaborazione degli autori su dati del Bureau of Economic Analysis (BEA) - https://www.bea.gov/data/intl-trade-investment/international-trade-goods-and-services.

Deficits Usa.

1. **Deficit** commerciale 918 mld $ (3,1% Pil) a fine 2024.
2. **Deficit** pubblico (federale) 6.2% Pil.
3. Per Usa, transizione **da creditore a debitore globale** dagli anni '80.

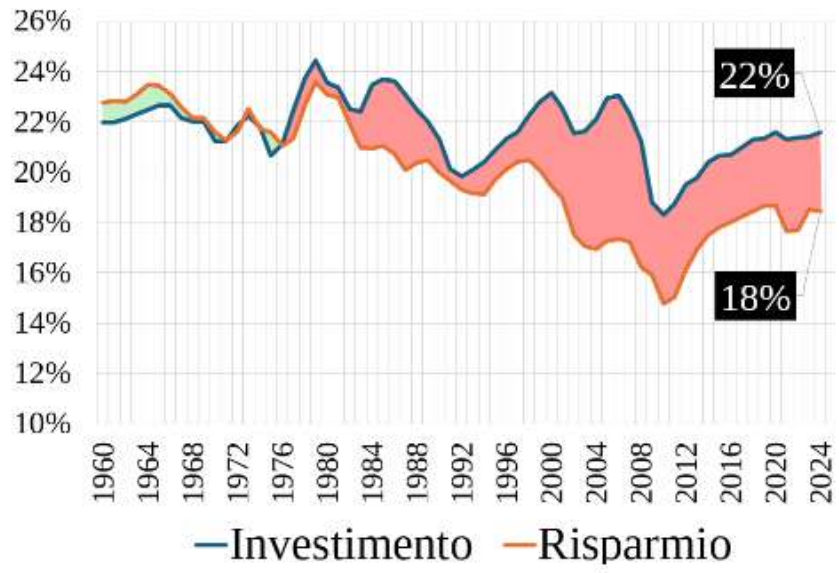
- **Twin deficits**: disavanzo federale + deficit commerciale
- Transitorie riduzioni del deficit legate a discipline fiscali o crisi (1990s, 2008)

Deficit Usa in % del Pil.



Disequilibrio macroeconomico Usa tra risparmio nazionale e investimenti

Figure 3: Risparmio e investimenti negli Stati Uniti (% PIL)



Nota. Risparmio e investimenti nazionali in percentuale del PIL dal 1960 al 2013. La bilancia commerciale è pari al risparmio meno gli investimenti. laborazione degli autori su dati del Bureau of Economic Analysis (BEA) - https://www.bea.gov/data/intl-trade-investment/international-trade-goods-and-services.

Table 1: Composizione della domanda aggregata (% del Pil)

Years	C	I	G	EXP	IMP
1960-1970	60.4	22.3	16.7	5.1	4.5
1970-1980	60.9	22.3	16.9	7.5	7.7
1980-1990	62.8	22.9	16.0	8.3	10.0
1990-2000	65.1	21.3	15.1	10.2	11.7
2000-2010	67.5	21.6	15.4	10.6	15.0
2010-2020	67.8	20.4	14.8	12.5	15.5
2020-2025	67.8	21.5	13.9	10.9	14.1

Nota. Tassi in % del PIL (medie decennali). Elaborazione degli autori su dati AMECO.

La visione di Trump: dazi e deficit.

1. Prima **Identità contabile** macroeconomica:

$$Y = C + I + G + EXP - IMP$$
$$NX = Y - (C + I + G)$$
dove $NX = EXP - IMP$.

Secondo Trump, dazi → deprezzamento reale,

$$\uparrow \boldsymbol{NX} = \uparrow \boldsymbol{EXP} - \downarrow \boldsymbol{IMP}.$$

2. **Modello IS aperta economia.** Equilibrio interno ed esterno.

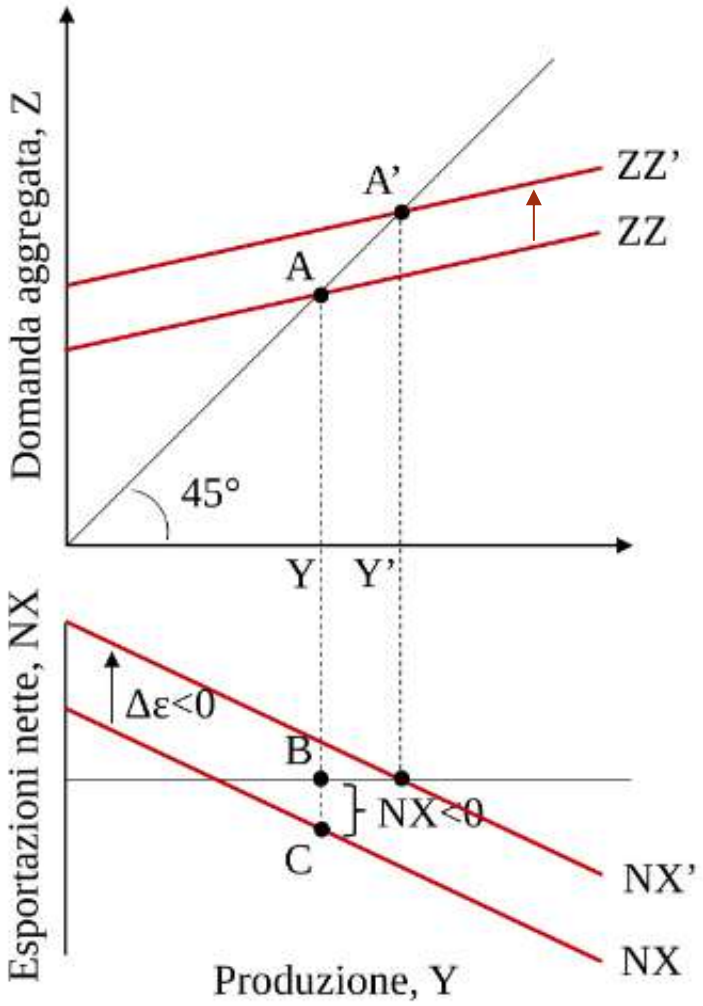
Dazi e tasso di cambio reale
La scheda IS in economia aperta

$$Y = Z \equiv C(Y - T) + I(Y, r) + G + NX(Y, Y^*, \varepsilon) \qquad (2)$$

$$NX(Y, Y^*, \varepsilon) = X(Y^*, \varepsilon) - IM(Y, \varepsilon) \qquad (3)$$

$$\varepsilon = \frac{E \cdot P}{P^* + d} \qquad (4)$$

Figure 4: Produzione di equilibrio, esportazioni nette e dazi.



Nota. Elaborazione grafica degli autori.

La "ricetta impossibile"

- Ricordiamo che in Usa il **risparmio nazionale** S_N è strutturalmente **minore** degli **investimenti** I. Cioè, $S_N - I < 0$
- Dalla precedente contabilità macroeconomica deriva una ulteriore identità secondo cui il saldo commerciale $NX = X - IM$ è uguale alla somma tra risparmio nazionale, SN e investimento lordo interno I:

$$NX = S_N - I$$

1. Se $\boldsymbol{NX > 0}$ allora $SN > I$ ossia risparmio prestato all'estero. **Creditore.**
2. Se $\boldsymbol{NX < 0}$ allora $SN < I$ ossia risparmio «importato» dall'estero. **Debitore.**

- Negli USA oggi, $\boldsymbol{I}$ $(21{,}7\%\ PIL)$ $>$ $\boldsymbol{S}$ $(19{,}1\%\ PIL)$ $\Rightarrow$ $\boldsymbol{NX}$ **negativo**

- Per ottenere un **surplus commerciale** servirebbe: (1) ↑ risparmio nazionale **oppure** ↓ investimenti.

Conseguenze:

1. Un **maggiore investimento interno si riflette** o in un aumento del risparmio privato, del risparmio pubblico oppure in un **peggioramento del saldo commerciale** (ossia nell'importazione di risparmio estero). Questa configurazione è quella che caratterizza oggi i saldi dell'economia americana trascinata dall'investimento interno.

2. **Alternativamente, un surplus commerciale** (anche raggiunto tramite l'utilizzo di misure protezionistiche) deve riflettersi in un maggiore risparmio privato, in un miglioramento del saldo di bilancio pubblico o in una riduzione degli investimenti. Quindi, avanzi commerciali e maggiori investimenti non sono variabili indipendenti.

3. Ma obiettivo **MAGA**: richiede più investimenti & surplus commerciale; un **risultato incompatibile** nel breve periodo a meno di scaricare il prezzo dell'aggiustamento tutto sui partners commerciali.

Scenari futuri.

1. **Rientro imprese, nessuna ritorsione**: breve , medio → inflazione & stagflazione

2. **Rientro imprese, ritorsioni estere**: guerra commerciale, frammentazione blocchi.

3. **Nessun rientro, ritorsioni estere**: stagnazione/stagflazione, rischio instabilità.

Scenari possibili (1)

1. *Rientrano le imprese che producono all'estero. Le altre nazioni non reagiscono.*
   - *Breve periodo.* Si riduce l'import. Cresce l'export. Migliora il saldo commerciale. Aumenta il reddito nazionale negli Stati Uniti e, di conseguenza risparmio e investimento. Cresce però il tasso di interesse. Si apprezza il tasso di cambio. Migliorano le entrate fiscali in ragione della maggiore produzione interna. L'investimento deve però crescere meno del risparmio nazionale per colmare il *gap* di risparmio che in precedenza proveniva dall'estero.
   - *Medio periodo.* L'inflazione spinta da dazi e domanda interna tende a ridurre i redditi reali. Analogamente, l'aumento del costo degli input produttivi (importati) e l'aumento dei tassi di interesse (se la banca centrale reagisce all'inflazione) possono probabilmente determinare una riduzione degli investimenti, della domanda e occupazione, e causare un ulteriore apprezzamento reale del dollaro. Il risultato potrebbe essere una "stagflazione" da dazi con una bilancia commerciale in pareggio (o addirittura in avanzo) ma a prezzo di una recessione. Un risultato non dissimile da quello ottenuto della Corea del Sud nel 1998, quando il surplus commerciale venne raggiunto con una pesante recessione economica e crisi finanziaria (Krugman and Obstfeld, 2009). Uno scenario non auspicabile.

Scenari possibili (2)

2. *Rientrano le imprese che producono all'estero. Le altri nazioni reagiscono.*

- *Breve periodo.* All'introduzione dei dazi statunitensi, anche gli altri Paesi applicano tariffe doganali e altre forme di barriere non tariffarie. Ciò potrebbe ridurre le esportazioni statunitensi con un inatteso impatto negativo sulla bilancia commerciale e un rallentamento congiunturale. Alcuni partner commerciali, colpiti dalle tariffe, potrebbero probabilmente svalutare le loro valute per migliorare la competitività delle loro merci. Questa scelta renderebbe le merci statunitensi più costose all'estero, riducendo le esportazioni e peggiorando il deficit commerciale degli Stati Uniti.
- *Medio periodo.* Gli (ex) partners commerciali degli Stati Uniti potrebbero cercare di formare o rafforzare alleanze economiche regionali al fine di costituire blocchi economici autosufficienti per fronteggiare la pressione economica e commerciale statunitense. La Cina può divenire il principale partner economico di queste coalizioni e in particolare dell'area europea. Questo scenario potrebbe condurre a un sistema commerciale e finanziario globale più frammentato, con flussi di capitali e commerci polarizzati regionalmente, risultando inoltre in una redistribuzione dell'equilibrio commerciale tra gli altri partner commerciali (European Parliament, 2018).

Scenari possibili (3)

3. *Non rientrano le imprese che producono all'estero. Le altre nazioni reagiscono.*

- *Breve periodo.* L'assenza di un rientro delle imprese statunitensi all'estero accentua la dipendenza dagli approvvigionamenti internazionali, in particolare per beni essenziali il cui prezzo risulta ora artificialmente gonfiato dai dazi. In questo contesto, l'efficacia delle barriere tariffarie nel proteggere le industrie domestiche si dimostra limitata, se non addirittura controproducente, poiché le catene del valore globali sono troppo interconnesse per poter essere riconfigurate rapidamente senza costi elevati. Un precedente significativo si è avuto nel 2018, quando i dazi imposti sulle importazioni cinesi non produssero una riduzione del deficit commerciale, ma si limitarono a modificarne la composizione geografica, alterando il contributo relativo dei singoli partner. L'effetto complessivo fu un peggioramento del disavanzo di bilancio, dovuto anche alla contrazione delle esportazioni. La produzione interna ne risentì negativamente, mentre l'incertezza commerciale contribuì ad aumentare la volatilità dei mercati finanziari e a ridurre l'offerta di credito a famiglie e imprese.
- *Medio periodo.* La persistente incertezza politica e commerciale riduce la fiducia delle famiglie, degli investitori, sia domestici che internazionali, portando a un calo degli investimenti e ad un aumento del risparmio precauzionale. L'economia statunitense entra in stagnazione o persino in stagflazione, a causa della diminuzione delle esportazioni, degli investimenti e dell'incremento dei costi di produzione. Gli asset finanziari americani non sono più percepiti dal resto del mondo come "beni rifugio" e perciò aumentano i tassi d'interesse e cresce anche la possibilità di una crisi della finanza pubblica. Gli Stati Uniti potrebbero ritrovarsi isolati in un contesto economico e finanziario più instabile. La leadership globale degli Stati Uniti viene messa probabilmente in discussione, con nuove alleanze e blocchi commerciali che emergono in alternativa ai mercati americani e alla minore influenza politica ed economica.

Conclusioni

1. **Dazi** non eliminano **deficit** senza riequilibrare **risparmio-investimento.**

2. **Twin deficits** restano nodo centrale per sostenibilità USA.

3. Rischi per economia globale: **stagflazione** interna Usa, **frammentazione commerciale**, **de-dollarizzazione.**

Reference.

1. Paper: G. Travaglini & A. Bellocchi (2025) “La ‘ricetta impossibile’ di Trump”. WP GEU Urbino n.1/2025.
2. Fonti: BEA, Tax Foundation, AMECO, Brookings, Peterson Institute
3. Blanchard (2025), Krugman & Obstfeld (2009), European Parliament (2018)