1. TRUMP VA ALLA GUERRA (DEI DAZI, E NON SOLO)

Domenico Delli Gatti e Marco Lossani[♦]

- *Trump ha lanciato una nuova, aggressiva politica tariffaria. Com'è nel suo stile, agli annunci spesso roboanti hanno fatto seguito negoziazioni, sospensioni ed esenzioni. Il risultato è un comportamento aggressivo e allo stesso tempo ondivago che ha generato enorme incertezza.*
- *Molti commentatori non sono riusciti a trovare alcuna logica nel comportamento di Trump. In questo contributo analizzeremo i punti principali di un documento – redatto da Stephen Miran – in cui viene auspicata una profonda ristrutturazione del sistema commerciale e finanziario globale incentrata su una svolta neo-protezionista della politica commerciale USA.*
- *La conclusione raggiunta è che la guerra commerciale avviata da Trump sia difficilmente razionalizzabile. Il New Grand Bargain prospettato da Miran lascia perplessi. Si tratta di un documento ricco di ambiguità che lascia molti dubbi, non solo sulla opportunità del ricorso alle tariffe per correggere lo squilibrio commerciale USA, ma più in generale su come verrà gestita la globalizzazione e l'ordine economico-politico internazionale in futuro.*

1. Introduzione

In occasione del discorso inaugurale del suo secondo mandato (Trump II), Trump aveva affermato: "*Instead of taxing our citizens to enrich other countries we will tariff and tax foreign countries to enrich our citizens*." Facendo seguito alle promesse, Trump ha lanciato una nuova, aggressiva politica tariffaria.[1] Com'è nel suo stile, agli annunci spesso roboanti hanno fatto seguito negoziazioni, sospensioni ed esenzioni. Il risultato è un comportamento aggressivo e allo stesso tempo ondivago che ha generato enorme incertezza. Nel 2018 l'obiettivo primario della guerra commerciale ingaggiata dalla prima amministrazione Trump (Trump I) era la Cina e la sua politica di indebita appropriazione di tecnologia USA (accentuando politiche di ritorsione già implementate da Obama e che Biden aveva sostanzialmente mantenuto) in ossequio al principio del *pivot to Asia* che ha caratterizzato le amministrazioni presidenziali (sia democratiche che repubblicane) negli ultimi 20 anni. Cosa esattamente voglia o speri Trump è invece fonte di infinite controversie.

Vista e considerata l'incertezza generata, molti autorevoli commentatori (anche americani) non sono riusciti a trovare alcuna logica nel comportamento di Trump se non quella di manifestare il proprio potere[2]! Tuttavia, supponiamo che questi commentatori abbiano torto. Cerchiamo quindi di gettare luce sulle decisioni (e sulle prese di posizione pubbliche) di Trump e dei suoi collaboratori più stretti. L'analisi di diverse affermazioni e di alcuni documenti ci

♦ Università Cattolica del Sacro Cuore

[1] Nel testo useremo il termine *dazio* per tradurre "tariff". Definiamo *politica commerciale o tariffaria* l'imposizione di dazi e di restrizioni quantitative agli scambi commerciali internazionali.

[2] Per tutti si rinvia ai numerosi contributi critici di Paul Krugman, pubblicati su https://paulkrugman.substack.com/

porta ad affermare che l'Amministrazione Trump pensi che:

1. Il deficit commerciale USA è un male in sé.
2. Il deficit commerciale è causa del ridimensionamento dell'industria manifatturiera degli USA.
3. Il deficit commerciale è effetto delle barriere tariffarie e non-tariffarie imposte dal resto del mondo sulle merci USA, oltre che delle pratiche commerciali fraudolente delle imprese esportatrici straniere.
4. I dazi sulle importazioni sono necessari per correggere il deficit commerciale.
5. I dazi sulle importazioni costringeranno le imprese straniere colpite a (ri)aprire stabilimenti produttivi negli USA, favorendo una ripresa dell'occupazione USA (soprattutto nel manifatturiero) e/o a ridurre il prezzo dei beni esportati negli USA, evitando di produrre conseguenze inflazionistiche negli USA.
6. I dazi sulle importazioni potrebbero essere usati anche come arma negoziale per rendere più sicuri gli USA, aumentando la pressione sugli alleati perché spendano di più in difesa.

Affronteremo questi punti per verificare se la Trumponomics sinora adottata abbia senso. In seguito passeremo in rassegna quanto accaduto in questi 11 mesi, in conseguenza della guerra dei dazi.

2. Alle origini del deficit commerciale

Il punto di partenza della politica commerciale di Trump è l'enfasi sulle conseguenze negative del deficit commerciale. Come si può notare dalla Fig.1, la bilancia commerciale USA (i) registra un deficit che dura da quarant'anni circa, (ii) la cui grandezza (valore assoluto in mld. Dollari) è aumentata nel tempo[3]. Per analizzare le possibili cause di tale deficit commerciale è utile considerare la più semplice relazione di contabilità nazionale[4]

$$Y = C + I + G + (X - M) \qquad (1)$$

da cui si ottiene

$$M - X = A - Y \qquad (1bis)$$

che mostra come il deficit di bilancia commerciale $(M - X)$ sia identicamente uguale alla differenza tra la domanda interna, $(A = C + I + G)$ e il PIL, Y .

Il paese spende più di quanto produce. Le importazioni (in eccesso rispetto alle esportazioni) sono l'elemento che consente al paese di vivere al di sopra dei propri mezzi. Una condizione altrimenti impossibile qualora ci si trovasse in autarchia.

Con semplici passaggi e ricordando che il risparmio delle famiglie S è pari alla differenza tra reddito *disponibile* (Y-T, dove T rappresenta il gettito delle imposte) e consumi C, possiamo riscrivere la (1) come:

$$S = I + (G - T) + NX \qquad (2)$$

dove NX misura il saldo della bilancia commerciale e $(G - T)$ definisce la misura del deficit pubblico.

In un paese in cui le famiglie sono operatori finanziari in surplus $(S > 0)$ e il saldo commerciale è positivo $(NX > 0)$[5] il significato economico della (2) è molto semplice. Il risparmio delle famiglie

[3] Attualmente il deficit commerciale è pari al 3% circa del PIL USA.

[4] Indichiamo con Y il PIL reale, C è la spesa delle famiglie in beni di consumo, I è la spesa delle imprese per beni d'investimento, G la spesa pubblica, X le esportazioni e M le importazioni. Tutte le variabili sono a prezzi costanti.

[5] Come nel caso della Cina.

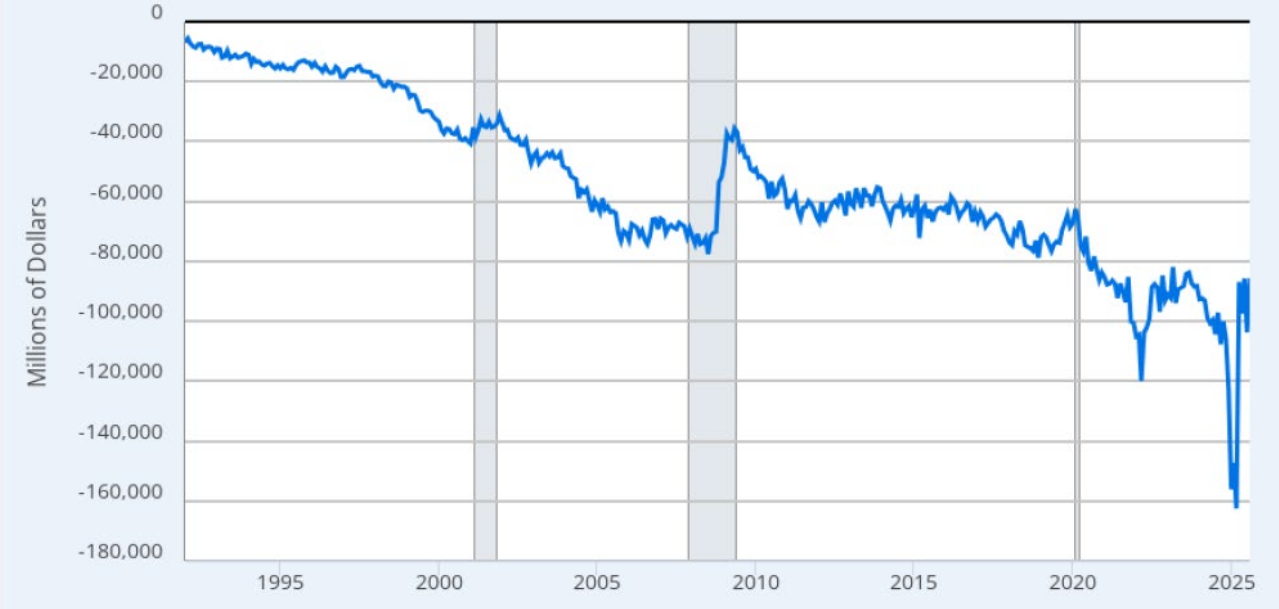
copre il deficit finanziario delle imprese (che devono spendere per investimenti, I), del settore pubblico $(G - T)$ e del Resto del mondo (RdM). Infatti, se $NX > 0$, le famiglie di questo paese acquistano attività finanziarie emesse all'estero e in questo modo finanziano il deficit di RdM.

Consideriamo ora un paese come gli USA, per il quale vale la condizione $NX < 0$. La condizione (2) può essere riscritta come

$$S - NX = I + (G - T) \qquad \text{(2bis)}$$

che evidenzia il modo in cui un paese come gli USA può finanziare i propri investimenti o il proprio deficit pubblico: ricorrendo al risparmio privato oppure a quello fornito da RdM, $(NX < 0)$.

Fig. 1 - USA: Bilancia Commerciale (mil. Dollari)



Fonte: FRED

2.1 Deficit delle partite correnti e posizione netta sull'estero

Se il saldo delle partite correnti è positivo la posizione finanziaria netta sull'estero (PNE) aumenta. Viceversa nel caso di un paese come gli USA in cui accade il contrario. Il deficit di parte corrente USA si traduce in una variazione *negativa* della posizione netta sull'estero degli USA: l'indebitamento netto sull'estero degli USA aumenta. Gli stranieri inviano risparmio estero negli USA acquistando i titoli emessi da residenti USA (privati e pubblici); questo risparmio si aggiunge al risparmio generato internamente e finanzia investimenti e deficit pubblico.

Il ripetersi nel tempo di deficit di parte corrente comporta quindi un incremento continuo del valore assoluto della posizione netta sull'estero. Un risultato che trova conferma nella Fig. 2.

Come si forma il risparmio che RdM trasferisce negli USA? Per rispondere, supponiamo che il mondo consista di due soli paesi: USA e il RdM. Indichiamo con l'apice F le grandezze macroeconomiche di quest'ultimo. Per

costruzione, la produzione mondiale è identicamente uguale alla spesa mondiale:

$$Y + Y^F = A + A^F \qquad (3)$$

Quindi

$$M - X = A - Y = Y^F - A^F = X^F - M^F = \\ = S^F - I^F - (G - T)^F \qquad (3bis)$$

Il risparmio che RdM invia negli USA è pari all'eccesso della produzione sull'assorbimento del RdM, che è a sua volta uguale all'eccesso del risparmio di RdM sulla somma di investimenti e deficit pubblico di RdM.

Usando la (1bis) si potrebbe sostenere che il deficit commerciale USA sia frutto di un *eccesso della domanda interna sulla produzione degli USA.* Gli USA spendono in beni e servizi più di quanto producono e per questo importano dall'estero più di quanto esportano (Cochrane, 2025; Obstfeld,2025). Il RdM rende possibile questo assetto macroeconomico sia fornendo i beni e servizi richiesti dai residenti in USA e non prodotti in loco, sia fornendo i fondi che consentono agli USA di pagare questo eccesso di importazioni.

Alternativamente usando la (3bis) si potrebbe sostenere che il deficit commerciale USA sia frutto di un *eccesso della produzione sulla domanda interna di RdM*, che si traduce in un eccesso di risparmio di RdM (*global saving glut).* Questo eccesso di risparmio si riversa sugli asset denominati in dollari, crea un afflusso netto di capitali negli USA e fa apprezzare il dollaro, inducendo un deficit commerciale negli USA.

Fig. 2 - USA: Posizione netta verso Estero (mil. Dollari)

Fonte: FRED

2.2 Avere un deficit commerciale è davvero un male?

In equilibrio di libero scambio è possibile che l'economia internazionale sperimenti un deficit commerciale (negli USA) contemporaneamente a un surplus commerciale (in Cina). Tuttavia, il duplice squilibrio fa bene ad entrambi. L'integrazione commerciale non è un gioco a somma zero in cui chi esporta vince e chi importa perde. Dall'integrazione commerciale hanno da guadagnare, in linea di principio, entrambi i paesi - come insegna Ricardo sin dal 1817.

Perché gli USA dovrebbero preoccuparsi? Un problema ci sarebbe. Se il deficit commerciale

diventasse persistente il paese si indebiterebbe sempre di più con l'estero. Ciò ha una conseguenza effettiva e una potenziale.
Conseguenza effettiva: i residenti USA nel loro complesso dovranno pagare interessi e dividendi sui titoli pubblici e/o privati acquistati dagli stranieri. Questo implica un trasferimento di risorse all'estero che impatta sulla bilancia delle partite correnti e attraverso queste sulla stessa evoluzione della Posizione Netta verso l'Estero.
Conseguenza potenziale: lo stock di debito emesso da soggetti USA nelle mani di investitori stranieri potrebbe diventare eccessivo, ovvero con il tempo il debito estero potrebbe diventare "insostenibile". Si noti inoltre che se il paese è caratterizzato da *twin deficits* (come è il caso degli USA), si potrebbe andare incontro a una condizione di doppia insostenibilità: sia del debito pubblico che del debito estero. Questa è tipicamente la storia di molte crisi finanziarie nei paesi emergenti. Nessuno prima d'ora aveva espresso preoccupazioni particolari in merito alla solvibilità del Tesoro americano, né tra gli investitori privati né tra i soggetti pubblici (tipicamente le banche centrali) che detengono titoli USA. L'amministrazione Trump ha sollevato il velo sul problema impostandolo in modo da indirizzare le preoccupazioni degli investitori nella direzione meno favorevole al Tesoro USA.

3. Come correggere il deficit commerciale?

È (quasi) superfluo sottolineare come le due interpretazioni esposte in 2.1 abbiano alimentato il dibattito di questi anni sulle cause (e i possibili rimedi) dei *global imbalances*.
La prima interpretazione del deficit commerciale proposta nel paragrafo precedente individua l'origine del deficit commerciale *nel paese che lo registra* e conduce a una raccomandazione di *politica macroeconomica* piuttosto ovvia:

Raccomandazione 1: il paese in questione (nel nostro caso gli USA) dovrebbe adottare un mix di *expenditure switching policy* – ossia di deprezzamento del dollaro – implementata mediante una politica monetaria espansiva della Fed – e di *expenditure reducing policy* – ossia di riduzione della domanda interna– realizzata mediante una politica fiscale restrittiva. L'espansione monetaria avrebbe l'effetto di indurre il deprezzamento (nominale e reale) del dollaro che favorirebbe le esportazioni e frenerebbe le importazioni. La restrizione fiscale avrebbe l'effetto di ridurre l'assorbimento complessivo e per questa via, *indirettamente*, anche l'ammontare di importazioni. In poche parole, il *policy mix* ideale da adottare negli USA per eliminare il deficit commerciale sarebbe fatto di espansione monetaria e restrizione fiscale.
La seconda interpretazione proposta sposta il focus dell'origine del deficit commerciale dal paese che lo registra al *Resto del Mondo*. In questo caso, per correggere il deficit commerciale USA, il Resto del Mondo dovrebbe (collettivamente) adottare un diverso insieme di politiche.
Raccomandazione 2: il Resto del Mondo dovrebbe associare a una *expenditure switching policy* – apprezzamento delle valute straniere rispetto al dollaro – implementata mediante una politica monetaria restrittiva delle banche centrali dei paesi del Resto del Mondo una *expenditure increasing policy* (politica fiscale espansiva). Una espansione fiscale nel resto del mondo avrebbe l'effetto di accrescere l'assorbimento complessivo e per questa via, indirettamente, anche l'ammontare di importazioni del resto del mondo e quindi di esportazioni USA. In questo caso, il *policy mix i*deale da adottare nel Resto del Mondo sarebbe fatto di restrizione monetaria e espansione fiscale. Ovviamente, la difficoltà intrinseca di questo secondo *policy mix* è che le mosse di politica macroeconomica dovrebbero

essere concordate a livello internazionale. Per andare nel concreto: Cina ed Eurozona dovrebbero orientare la loro politica valutaria nella stessa direzione.

Per entrambe le interpretazioni *l'expenditure switching policy* consiste in un deprezzamento del dollaro. Tuttavia, in questa seconda prospettiva essa avverrebbe come effetto di un intervento coordinato delle banche centrali, una nuova edizione del Plaza Agreement del 1985, che nella pubblicistica più recente va sotto il nome di *Mar-a-Lago Accord (MLA)* invece che come effetto di una espansione monetaria negli USA.

Infine, va notato che né la raccomandazione 1 né la raccomandazione 2 contemplano l'imposizione di dazi. In verità la politica tariffaria può essere concepita come una forma *di expenditure reducing policy*, in quanto comporta gli stessi effetti sulle importazioni di una riduzione della domanda interna[6]. Il punto è importante una volta osservato che è del tutto improbabile che Trump II adotti una politica fiscale restrittiva. È invece largamente atteso che prosegua sulla linea di una riduzione della pressione tributaria sulla scia del Tax Cut and Job Act del 2017. Trump II quindi sostituisce la tradizionale politica fiscale restrittiva (suggerita dalla raccomandazione 1 proposta sopra) con la *politica tariffaria* [intesa come *expenditure reducing policy*][7].

4. Il ruolo della politica commerciale

Per capire meglio gli effetti dell'imposizione dei dazi da parte di Trump, può essere utile considerare il funzionamento del mercato dei beni importati. Gli USA esprimono una domanda di importazioni (M) che dipende negativamente dal prezzo in Dollari (P) dei beni importati. Per brevità definiamo il prezzo in Dollari prevalente all'interno del mercato USA come

$$P = eP^F \qquad (4)$$

dove *e* è il tasso di cambio nominale (Dollari per Yuan) – inizialmente pari a $e_0 = 1$ (1 dollaro per 1 yuan) – e P^F è il prezzo in Yuan fissato dai produttori/esportatori cinesi che offrono i beni importati dagli USA. L'offerta di importazioni è una funzione crescente del prezzo. L'equilibrio di questo mercato determina il prezzo e la quantità importata in libero scambio (descritta dal punto E_{FT}nella Fig. 3). Gli USA importeranno una quantità pari a M_{FT} .

L'introduzione di un dazio (nel nostro esempio un dazio specifico pari a T) fa traslare la funzione di offerta di importazioni verso l'alto. Il dazio opera come un'imposta sui consumi. Quindi fa aumentare il livello dei prezzi interno e diminuire le quantità importate. Il nuovo equilibrio è definito dal punto E' in FIG.E, cui corrisponde una riduzione delle importazioni al valore M' (e quindi del deficit commerciale).

È facile dimostrare che l'introduzione di un dazio specifico di T dollari per unità importata comporta un nuovo prezzo di equilibrio:

$$P' = P_{FT} + \alpha T \qquad (5)$$

dove α è un parametro compreso tra zero e uno (la cui dimensione dipende dall'elasticità di domanda ed offerta di importazioni rispetto al prezzo). Il prezzo in Cina sarà invece pari al *border price* [8]

$$P'_B = P' - T = P_{FT} - (1-\alpha)T \qquad (6)$$

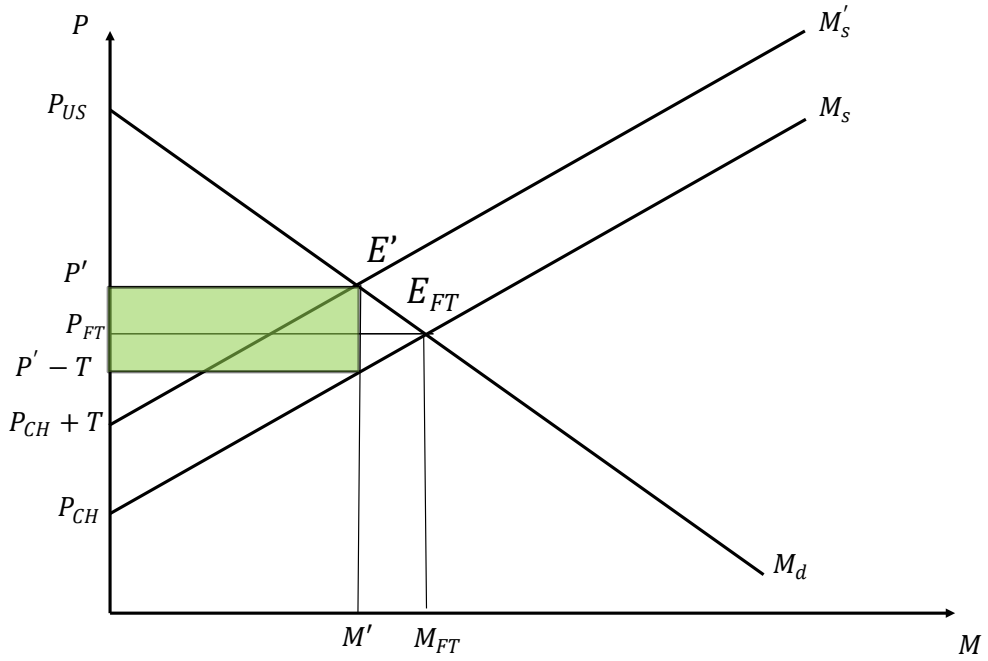
[6] L'aumento dei dazi dovrebbe indurre una riduzione diretta delle importazioni invece che indurla indirettamente attraverso una riduzione dell'assorbimento dovuta alla restrizione fiscale.

[7] Sul tema si rinvia a Clausing e Obstfeld (2025).

[8] Il gettito del dazio per il Tesoro USA sarà pari a TM' (pari all'area in verde della Fig. 3).

Per continuare ad esportare negli USA, le imprese straniere devono necessariamente tenere in debito conto gli effetti del dazio. Consideriamo – tra i tanti – diversi scenari che assumono diversi andamenti registrati dal tasso di cambio e diverse decisioni relative alla localizzazione della produzione.

Fig. 3 - Gli effetti della tariffa sul mercato delle importazioni



4.1 Il tasso di cambio non varia

Se il tasso di cambio non varia ($e = e_0 = 1$), i consumatori USA pagheranno una parte ($0 < \alpha < 1$) del dazio per effetto dell'aumento dei prezzi:

$$\Delta P = P' - P_{FT} = \alpha T \quad (7)$$

In questo caso il dazio viene traslato parzialmente dall'esportatore cinese al consumatore americano. La frazione del dazio traslata sul prezzo pagato dal consumatore USA dipende dall'elasticità della domanda di importazioni al prezzo.

- Se la domanda di importazioni è rigida o anelastica (in conseguenza di una bassa sostituibilità tra beni importati e beni prodotti all'interno) la traslazione tende ad essere completa, ossia $\alpha \approx 1$: $\Delta P = T$ In questo caso è il consumatore Usa a pagare interamente il dazio. Il gettito tributario si configura come un trasferimento di risorse dal consumatore USA al Tesoro USA. Il prezzo in Cina rimane essenzialmente al livello di *free trade*. Le quantità importate e il deficit commerciale USA variano poco.
- Se la domanda di importazioni è elastica (per effetto di un'alta sostituibilità tra beni

importati e beni prodotti all'interno) la traslazione tende ad essere minima, ossia $\alpha \approx 0: \ : \ \Delta P = 0$. In questo caso è l'esportatore cinese a pagare il dazio. Il gettito tributario si configura come un trasferimento di risorse dai produttori cinesi al Tesoro USA. Il prezzo in Cina scende considerevolmente al di sotto del livello di *free trade*. Il deficit commerciale USA varia in modo considerevole. Il gettito tributario è però minore che nel caso di un elevato valore di α.

4.2 Il tasso di cambio varia

Nello scenario alternativo, il tasso di cambio del Dollaro può apprezzarsi, (come effettivamente avvenuto nel corso del 2018) assorbendo in parte o in tutto la variazione del prezzo dovuta al dazio. Questo apprezzamento potrebbe scaturire dall'effetto di riduzione della domanda di valuta estera a sua volta causata dalla riduzione delle quantità importate favorita dalla imposizione del dazio.

La compensazione del dazio via tasso di cambio (*currency offset*) è completa quando $P' = P_{FT}$. Questo avviene se

$$e_1(P_{CH} + T) = e_0 P_{CH} \qquad (8)$$

che corrisponde a una variazione percentuale del tasso di cambio pari a

$$\frac{e_1}{e_0} - 1 = \frac{P_{CH}}{P_{CH} + T} - 1 < 0 \qquad (9)$$

che misura l'apprezzamento (in termini percentuali) del tasso di cambio compatibile con un *passthrough* nullo della tariffa sui prezzi interni USA: il dazio non genera inflazione aggiuntiva (o ne crea poca).

4.3. Strategie alternative per le imprese colpite dai dazi

Nella precedente discussione abbiamo assunto che le imprese di RdM (cinesi) continuassero a esportare verso gli USA, anche dopo l'introduzione dei dazi. Non era contemplata nessuna variazione nella strategia commerciale e produttiva. In realtà, le imprese di RdM potrebbero decidere di

a) Abbandonare il mercato USA e cercare sbocchi commerciali altrove.

Date le dimensioni relative dei mercati e l'*overcapacity* in Cina, l'esito più probabile è un massiccio re-indirizzamento delle esportazioni verso i mercati europei, con esiti preoccupanti per la bilancia commerciale di molti paesi UE e per l'andamento dell'occupazione in diversi settori *import-competing* con le produzioni cinesi.

b) Aprire nuovi stabilimenti negli USA.

Trump ripete spesso che le imprese straniere – una volta colpite dai dazi – reagiranno aprendo stabilimenti negli USA, contribuendo a sostenere l'attività manifatturiera locale. Se così fosse, vi sarebbero massicci investimenti diretti all'estero (FDI) da parte delle imprese straniere e il deficit commerciale USA si ridurrebbe.

Tuttavia anche queste affermazioni di Trump meritano di essere analizzate e (meglio) qualificate, tenendo conto del fatto che l'investimento diretto all'estero può essere di due tipi. L'impresa straniera può infatti

- acquisire un'impresa locale (acquistandone le azioni), realizzando un *brownfield* FDI.
- aprire una nuova unità produttiva nel paese di destinazione, realizzando un *greenfield* FDI.

Nel primo caso l'occupazione locale non necessariamente aumenterebbe. Si tratterebbe soltanto di un passaggio di proprietà da soggetti locali a stranieri di unità produttive già esistenti. Non è scontato che questo comporti un aumento di occupazione locale (potrebbe anzi accadere il contrario). E' interessante notare che, in genere, le amministrazioni americane (soprattutto quelle repubblicane), si sono dimostrate restie ad accettare questo tipo di FDI. Basta pensare alla preoccupazione dell'amministrazione Reagan negli anni '80, a fronte del rischio percepito di "svendere le fabbriche USA" ai giapponesi (un caso di *fire sale FDI*, nel gergo di Krugman). Stranamente, però, l'Amministrazione Trump sembra ignorare questo rischio.

Nel secondo caso, va tenuto presente come l'apertura di una nuova unità produttiva all'estero sia operazione lunga e costosa. Ragion per cui, l'effetto *greenfield* potrebbe non manifestarsi – le imprese colpite dai dazi potrebbero trovare più conveniente cambiare la destinazione delle esportazioni piuttosto che aprire nuovi impianti negli USA – o manifestarsi con notevole ritardo (stimato tra i due e i cinque anni. In effetti, per alcune imprese e/o prodotti, l'opzione *greenfield* non è praticabile per diversi motivi: (a) mancanza di input specifici, che sono disponibili solo nel paese d'origine; (b) mancanza di manodopera specializzata (dotata di un capitale umano sviluppato nel paese d'origine). Peraltro non va dimenticato che – al netto di alcune recenti contraddittorie dichiarazioni rese da Trump – il mercato del lavoro americano è praticamente in piena occupazione, col tasso di disoccupazione al 4%. E' quindi ragionevole chiedersi come e a quali condizioni le imprese possano trovare la manodopera necessaria per "mettere a terra" il proprio *greenfield FDI.* Anche perché il ricorso alla forza lavoro immigrata sembra confliggere con gli obiettivi politici del Trump II.

Da ultimo, è importante notare come – quale che sia la natura dei FDI realizzati – questi contribuiscano al saldo positivo dei movimenti di capitale degli USA favorendo un apprezzamento del Dollaro sui mercati valutari. Un elemento che non viene sempre visto positivamente dagli strateghi dell'amministrazione (vedi oltre).

5. Il piano di Miran

Nell'opinione di molti analisti, l'ispiratore di questa svolta neo-protezionista di Trump non sarebbe Peter Navarro (il tristemente famoso Trade Czar) ma piuttosto Stephen Miran (attualmente membro del Board of Governors della Fed e precedentemente capo del Council of Economic Advisers), autore di un paper (Miran, 2024) in cui viene auspicata una profonda ristrutturazione del sistema commerciale e finanziario globale.

5.1. Il dollaro e il deficit commerciale

L'analisi di Miran muove da un punto fondamentale: il deficit commerciale USA è frutto dell'acquisto di *asset* denominati in dollari da parte di soggetti esteri, che crea un afflusso netto di capitali negli USA e fa apprezzare il dollaro. Si tratta della seconda interpretazione del deficit commerciale presentata in 2.1.

Perché un'ampia fetta del risparmio internazionale si riversa sugli asset USA? Secondo Miran, e con ragione, in larga misura questi investimenti di portafoglio nei titoli USA sono dovuti al ruolo di *moneta di riserva internazionale* (MRI) del dollaro e alla natura di *safe assets* dei titoli emessi da soggetti USA (specialmente dei Treasuries).[9] Il tasso di interesse sui titoli USA è tendenzialmente mitigato dalla domanda

[9] La domanda di Treasuries proveniente dalle banche centrali del resto del mondo -- e in particolare della Cina -- riflette l'obiettivo implicito di evitare un apprezzamento della valuta nazionale a fronte di un

internazionale di *safe assets* denominati in dollari[10].

In un sistema di cambi fissi come il *Gold exchange standard* disegnato a Bretton Woods, il ruolo del dollaro come MRI genera il *dilemma di Triffin*: il persistente deficit di parte corrente USA fornisce liquidità al resto del mondo e facilita il commercio internazionale ma induce una perdita di fiducia nella fissità del cambio[11]. C'è quindi un *trade off* tra offerta di liquidità internazionale e convertibilità del dollaro in oro. La perdita di fiducia ha portato al crollo del sistema di Bretton Woods nell'Agosto 1971. Da quel momento il Dollaro si trova in regime di cambi flessibili, ma non ha perso il suo ruolo di MRI. Quindi, la perdita di fiducia si manifesta in modo diverso. Come dice Miran, facendo *emergere il rischio di credito* (incorporato nel tasso di interesse) nei titoli USA. L'erosione della fiducia nell'emittente potrebbe portare a un *Triffin tipping point* a seguito del quale il dollaro perderebbe il suo ruolo di MRI.

Tuttavia, sino a questo momento il *tipping point* non è stato raggiunto e non è neppure in vista (o meglio non era fino al 2 aprile scorso). Il deficit di partite correnti USA non ha dato luogo ad un vistoso deprezzamento del dollaro nonostante sia persistente (dura dagli anni '80 del secolo scorso) perché il resto del mondo è sempre stato disposto ad assorbire dollari, proprio grazie al ruolo di MRI. Non ci sono (ancora) significative e praticabili alternative al dollaro. Ciò implica che gli USA possano permettersi di vivere persistentemente al di sopra dei propri mezzi, senza dover riequilibrare il deficit di parte corrente[12].

Una condizione che molti ancora oggi considerano frutto di un privilegio ma che Miran invece non approva. Sostiene infatti che l'emissione della valuta di riserva non sia un privilegio esorbitante ma – al contrario – comporti costi elevati per il suo emittente, generando sopravvalutazione del dollaro e deficit commerciale.

Queste affermazioni non sono corroborate dall'evidenza empirica. E' sicuramente vero che durante i periodi di crisi, l'apprezzamento del dollaro dovuto *all'effetto safe haven* comporta per il sistema USA perdite in conto capitale (sulle attività finanziarie estere denominate in valute diverse dal dollaro) che generano il cosiddetto *exorbitant duty* (Gourinchas e Rey, 2022). Ma lo status di MRI comporta soprattutto vantaggi non indifferenti, dovuti alla possibilità per gli USA di indebitarsi a bassi tassi di interesse per investire le risorse ottenute in attività ad alto rendimento (denominate in valute diverse dal dollaro). Un gigantesco *carry trade* (solo nel corso degli ultimi tempi l'Unione Europea ha esportato capitali negli USA per oltre 300 mld. all'anno) capace di generare consistenti profitti (e non costi).

5.2. Il dollaro e l'occupazione manifatturiera

Alla stregua di Trump, Miran sottolinea il ruolo giocato dal deficit delle partite correnti nella riduzione dell'occupazione manifatturiera per gli USA. Accanto agli effetti disastrosi per la vita di intere comunità locali, la perdita di occupazione manifatturiera genererebbe una ridotta capacità produttiva nel campo degli apparati militari e dei

avanzo di partite correnti, in una replica di Bretton Woods che è stata definita BWII (Dooley, Folkerts Landau, Garber, 2009). La domanda di titoli USA come SA da parte di investitori privati si verifica in particolare come effetto della *flight to quality* in caso di turbolenze finanziarie.

[10] Nel 1960 Valery Giscard d'Estaing definì questa situazione un privilegio esorbitante.

[11] Nel sistema di Bretton Woods il Dollaro ha un cambio fisso con l'oro, in ragione di 35 dollari per oncia di metallo prezioso.

[12] Come si vede dalla equazione (2bis) e come ribadito da Miran, gli USA possono permettersi *deficit gemelli* (del settore pubblico e della bilancia commerciale) persistenti.

sistemi di difesa che ha messo a repentaglio la sicurezza nazionale degli USA.[13]

***Queste affermazioni non sono corroborate dall'evidenza empirica*.** Il legame che unisce la sopravvalutazione del dollaro al deficit commerciale e alla perdita di occupazione nel manifatturiero è debole. I dati mostrano come l'occupazione abbia un peso decrescente sull'occupazione totale che data dal dopoguerra ed è determinato essenzialmente dalla tendenza di lungo periodo alla terziarizzazione (conseguenza dei processi di dinamica strutturale). In livelli, l'occupazione manifatturiera aumenta fino agli inizi degli anni '80, per poi ridursi fino alla fine della grande recessione, e in seguito risalire leggermente e attestarsi attorno ai 12 milioni di occupati, meno del 10 % dell'occupazione complessiva.

L'andamento registrato negli ultimi 50 anni dall'indicatore di cambio reale effettivo del dollaro non mostra una chiara tendenza verso la sua sopravvalutazione. Inoltre, associare la perdita di occupazione nel manifatturiero soprattutto alle fasi recessive (quando la domanda particolarmente intensa di Dollari rende più cospicuo l'apprezzamento della moneta USA) sconta l'ipotesi secondo cui i maggiori costi per il manifatturiero si manifestano soprattutto quando il ciclo economico si deteriora. Ma la perdita di rilevanza del manifatturiero è un processo che non deriva dal ciclo economico, quanto piuttosto da fattori strutturali che riflettono (le già discusse) tendenze di lungo termine (peraltro comuni a buona parte del mondo avanzato), a prescindere da quanto avviene al tasso di cambio reale e alla bilancia commerciale. Basterà a tale proposito ricordare il caso della Germania che – nonostante l'ampio avanzo commerciale – ha sistematicamente registrato un calo di occupazione nel manifatturiero nel corso degli ultimi decenni (Krugman, 2025). Anche sostenere che il deprezzamento pilotato del Dollaro serva a ricostituire occupazione nei settori ad alto valore aggiunto del manifatturiero considerati strategici per la sicurezza nazionale (come farmaceutico e semi-conduttori) costituisce un'affermazione poco credibile. [14]

Date le premesse precedenti, logica vorrebbe che Miran e Trump considerassero benvenuto il ridimensionamento del ruolo del dollaro come moneta di riserva internazionale. Se il *tipping point* venisse varcato, il Dollaro finalmente si deprezzerebbe e il tasso di cambio giocherebbe il suo ruolo di riequilibrio del deficit di parte corrente. Ma non è così. Notiamo una evidente aporia. Trump (come Miran) vuole riequilibrare le partite correnti ma non vuole assolutamente che il dollaro perda il suo ruolo internazionale: *"If we lost the dollar as the world currency, I think that would be equivalent to losing a war"* (Trump, 2024).

5.3. La proiezione finanziaria del potere

Perché Miran e Trump non vogliono rinunciare al ruolo di MRI del Dollaro? La ragione è essenzialmente politica e va sotto il nome di *financial power projection*: il paese che emette la valuta di riserva internazionale controlla in qualche misura il commercio internazionale sia di beni che di attività finanziarie. *"That allows*

[13] Miran sostiene inoltre che gli effetti peggiori si verificano durante una recessione. Durante una recessione, infatti, scatta la *flight to quality* verso *i safe asset* che fa apprezzare il dollaro (ma riduce anche il costo del debito) e fa perdere competitività al settore tradable.

[14] Non è tanto un Dollaro debole che può servire a questo scopo, quanto una politica industriale settoriale (targeted industrial policy). Come l'Inflation Reduction Act (IRA) e Creating Helpful Incentives to Produce Semiconductors (CHIPS and Science Act), due interventi di politica industriale varati da Biden che Trump ha ferocemente criticato.

America to exert its will in foreign and security policy using financial force instead of kinetic force… America's status as reserve currency confers the burden of an overvalued currency …, balanced against the geopolitical advantages of achieving core national security aims at minimal cost via financial extraterritoriality. The tradeoff is thus between export competitiveness and financial power projection. A ciò va aggiunta un'ulteriore dimensione connessa allo status di MRI, quella della sicurezza nazionale: "*Because power projection is inextricable from the global security order America underwrites, we need to understand the question of reserve status as intertwined with national security. America provides a global defense shield to liberal democracies, and in exchange, America receives the benefits of reserve status—and, as we are grappling with today, the burdens. This connection helps explain why President Trump views other nations as taking advantage of America in both defense and trade simultaneously: the defense umbrella and our trade deficits are linked, through the currency*." (Miran, 2024).

Queste affermazioni non sono corroborate dall'evidenza empirica. Il carattere di MRI deriva dalla affidabilità estrema che viene riconosciuta al suo emittente. Un punto riconosciuto dallo stesso Miran, quando scrive: "*The U.S. dollar is the reserve asset in large part because America provides stability, liquidity, market depth and the rule of law.*" Non solo: alla fine della II guerra mondiale gli USA aprivano il loro mercato e offrivano un supporto di difesa per creare una rete di alleanze nel mondo della Guerra Fredda, usando *anche* il dollaro come strumento della loro *financial statecraft* (per facilitare il raggiungimento degli obiettivi politico-militari, come descritto da Mohsin (2024). Ma sino a pochi anni fa aveva contato decisamente di più il *soft power* esercitato attraverso altri canali, come l'uso di trasferimenti mediante USAID l'Agenzia indipendente per la cooperazione fondata da Kennedy e smantellata nei primi mesi del 2025 proprio da Trump. La *weaponisation* del Dollaro inizia ad essere più chiara e rilevante solo negli ultimi anni con il crescente ricorso a sanzioni – applicate anche in ambito finanziario - per dirimere situazioni conflittuali tra gli USA e altri stati-nazione.

5.4. La politica tariffaria come strumento di pressione

Miran vede nelle tariffe un potente strumento di riequilibrio del deficit commerciale. Sostiene che una tariffa media relativamente bassa sia benefica, portando come esempio il lavoro di Costinot et al.(2020) che stimano nel 20% la tariffa ottimale. Ancora una volta ci troviamo di fronte a una presa di posizione che è poco chiara, male argomentata e persino foriera di contraddizioni. Ad esempio è Miran stesso a riconoscere che la tariffa non possa favorire il *reshoring* di attività a basso valore aggiunto come il tessile; mentre abbia un ruolo da svolgere nel prevenire *offshoring* di attività a più alto valore aggiunto. Non prende però in esame la possibilità che la stessa politica protezionistica potrebbe essere di ostacolo alla reindustrializzazione qualora comporti l'adozione di tariffe sugli scambi di beni intermedi, che sono al cuore delle catene di produzione globale del valore. Inoltre, come già discusso in precedenza, la reindustrializzazione di un sistema come quello americano richiede tempi decisamente lunghi. Non solo per ricostituire capacità produttiva ma anche per riportare le competenze legate allo svolgimento di mansioni ormai andate perdute.

Infine pensare che i dazi servano a ripianare il deficit commerciale è – per certi versi - un pio desiderio. Il deficit non è diminuito dopo il 2016, semmai è aumentato ulteriormente (con l'unica

eccezione del 2023 rispetto al 2022). In realtà, in occasione della prima guerra dei dazi (2018-19), l'imposizione di tariffe (soprattutto sui beni cinesi) ha determinato la riduzione del deficit commerciale bilaterale con la Cina ma al tempo stesso ha favorito una massiccia operazione di *trade diversion*. Molte imprese (cinesi e non solo) hanno reindirizzato le loro esportazioni di beni finiti e/o componenti verso paesi-sponda come il Vietnam – non gravati dalla imposizione tariffaria – per raggiungere il mercato USA. Inoltre, lo spazio lasciato libero dagli esportatori cinesi è stato, per così dire, occupato da Messico e Canada. L'effetto ultimo è stato è stato un ampliamento del deficit bilaterale verso paesi come Messico e Vietnam che ha provocato un aumento (anziché una riduzione) del deficit commerciale complessivo.

5.5. La politica valutaria come strumento di aggiustamento "ampio"

Per riequilibrare il deficit commerciale servirebbero politiche valutarie miranti al deprezzamento del dollaro (*expenditure switching*), coordinate con i paesi partner commerciali. Come implementarle? Occorrerebbe un MLA ma è difficile, anche perché porterebbe il tasso di cambio a variare nella direzione opposta rispetto a quanto necessario per generare il *currency offset* (ossia un apprezzamento del dollaro) e minimizzare l'impatto delle tariffe sull'inflazione.

Il punto appena sollevato evidenzia un *trade-off* tra riduzione del deficit commerciale e mitigazione dell'inflazione di non facile soluzione. Tuttavia, Miran sembra più preoccupato di altre conseguenze. Un deprezzamento del dollaro se radicato nelle aspettative degli operatori, potrebbe render meno attraenti i *Treasuries.* Ciò avrebbe diversi effetti: (i) ci sarebbero deflussi di capitale che indebolirebbero il ruolo di MRI del dollaro; (ii) ci sarebbe un aumento dell'onere del debito pubblico in un momento già caratterizzato da lassismo fiscale (deficit al 6,5% e debito al 120% del PIL); (iii) ci sarebbe un aumento dell'inflazione dovuta al *pass-through* del tasso di cambio sul livello dei prezzi, con riflessi, ancora sul tasso di interesse a lungo termine.

Miran afferma – seguendo Poszar (2024) – che uno strumento (negoziale) utilizzabile per indurre i partner commerciali (ad esclusione della Cina, evidentemente) ad aderire a questo accordo dovrebbe essere basato sulle seguenti tre argomentazioni: un'area di sicurezza comune (*security zone*)

1) è un bene pubblico, alla cui fornitura debbono concorrere i diversi paesi sottoscrivendo US Treasuries;
2) è un bene capitale, da finanziare mediante emissione di titoli a lunghissima scadenza (o irredimibili);
3) è ad accesso ristretto, in conseguenza della imposizione di tariffe.

In poche parole, MLA consisterebbe nella formazione di un'area di sicurezza comune presidiata dagli USA, pagata dagli altri paesi membri comprando titoli di stato USA a lunghissimo termine e chiusa da una barriera tariffaria. I dazi andrebbero imposti sui partner che non vogliono partecipare alle spese per la sicurezza. Detto in termini ancora più espliciti, MLA si configura come una sorta di "Pax Trumpiana" basata su una combinazione di politica commerciale e di difesa, in cui sia la fornitura della moneta di riserva che dell'ombrello militare avviene in base a una nuova suddivisione dei costi. Il bene pubblico della sicurezza – garantito dal (ritrovato) potere militare USA all'interno della *security zone* – viene co-finanziato dagli altri paesi mediante la sottoscrizione di

Treasuries a lunghissimo termine (con scadenza secolare). Contemporaneamente, la re-industrializzazione del paese in alcuni settori chiave richiede un indebolimento del Dollaro, ottenuto anche mediante l'acquisto di valuta estera attuato da un Fondo Sovrano USA in coordinamento con le istituzioni degli altri paesi. Chi non sottoscrive questo *New Grand Bargain* – frutto di accordo multilaterale di carattere non solo commerciale, ma anche finanziario e militare – viene escluso dall'ombrello militare USA e dall'accesso al mercato USA (in conseguenza dell'imposizione di tariffe proibitive, che al tempo stesso favoriscono i settori oggetto di reindustrializzazione).

5.6. I conti non tornano

Questa nuova architettura fa i conti senza (i molti) osti, i *policy maker* del resto del mondo (anche quelli dei paesi alleati). L'anello davvero debole della proposta è costituito dalla "nuova condizione" che si vorrebbe attribuire al Dollaro e dal modo in cui questa verrebbe realizzata. Da un lato si vorrebbe un Dollaro debole, per favorire la reindustrializzazione e l'eliminazione degli squilibri commerciali (pur sapendo che questo deprezzamento potrebbe comportare maggiori tassi di interesse sui Dollari con problemi di finanziamento per il Tesoro USA). Dall'altro lo si vorrebbe mantenere al centro del sistema finanziario internazionale, garantendogli *de facto* lo status di valuta di riserva ("spingendo" gli altri paesi a sottoscrivere Treasuries di durata secolare a condizioni favorevoli per il Tesoro USA). *Due condizioni difficilmente realizzabili*, soprattutto perché incompatibili con gli incentivi di tutti altri paesi (nonostante la minaccia di sanzioni quali le tariffe proibitive e l'esclusione dall'ombrello di sicurezza USA). Quale sarebbe infatti la convenienza per un paese a partecipare a interventi miranti a far deprezzare il Dollaro (contribuendo in tal modo a generare perdite sugli assets in Dollari detenuti), sottoscrivendo al tempo stesso *Treasuries* secolari con rendimento nullo? Difficile trovare una spiegazione, nonostante la presenza delle sanzioni. Inoltre non andrebbe sottovalutato un altro aspetto, quello riguardante la fiducia. Nel corso della storia la valuta di riserva ha sempre goduto di requisiti di liquidità e stabilità che derivavano anche dall'esistenza di regole chiare e condivise tra il paese emittente e gli altri stati.

Durante gli ultimi tempi questa condizione non sembra più essere soddisfatta, proprio in conseguenza dell'enorme quantità di incertezza indotta dalle decisioni dello stresso Trump che ha scalfito la fiducia dei mercati nei confronti dell'emittente la valuta di riserva. L'ovvia implicazione è che al ridursi della fiducia si riduce ulteriormente la spinta ad aderire a un *New Grand Bargain,* che già appare particolarmente oneroso e dai benefici incerti.

6. Dalla teoria alla pratica. Cosa è successo (finora)?

Sin qui la ricostruzione dello stato dell'arte riguardante le posizioni dell'Amministrazione Trump in merito al ridisegno dell'ordine economico internazionale. A distanza di 11 mesi dall'insediamento di Trump alla Casa Bianca è possible tracciare un primo bilancio sulle conseguenze di questa virata neo-protezionista.

6.1 Il nuovo (dis)ordine commerciale

La Costituzione americana conferisce al Congresso il potere di regolare il commercio con gli altri stati-nazione. Da circa 90 anni (dopo l'introduzione del famigerato Smoot-Hawley Tariff Act), tale potere è stato *de facto* delegato dal Congresso all'esecutivo attraverso una legislazione sempre più estesa, utilizzata con riferimento a diverse fattispecie. Ad

esempio, facendo ricorso alla Sezione 232 del Trade Expansion Act del 1962 e all'International Emergency Economic Powers Act (IEEPA) del 1977, Trump ha iniziato a imporre tariffe sulle importazioni invocando l'esistenza di una minaccia alla sicurezza nazionale o di una condizione di emergenza nazionale.

All'inizio di febbraio, Trump annuncia l'introduzione di dazi del 25 per cento sulle importazioni provenienti da Messico e Canada[15] e del 10 per cento sulle importazioni dalla Cina. Nel giro di pochi giorni Trump sospende (per un mese) le tariffe annunciate verso Messico e Canada e introduce una tariffa aggiuntiva del 10 % sulle importazioin dalla Cina. A partire dal "*Liberation Day*" (2 Aprile) – data di pubblicazione del famigerato Executive Order "*Regulating Imports with a Reciprocal Tariff*…" – la politica commerciale USA raggiunge il suo acme. Trump impone "dazi reciproci" su tutte le merci importate da paesi verso i quali gli USA hanno un deficit commerciale (oltre 180). Secondo questo ordine esecutivo, le importazioni USA provenienti dall'UE avrebbero dovuto essere assoggettate a un dazio del 20%, quelle provenienti dal Giappone al 24%, l'India al 27%, il Vietnam al 46%, la Cina al 34%.

Peter Navarro (2025), che ricopre il ruolo di *senior counselor for trade and manufacturing* per Trump, in un articolo su Financial Times afferma che i dazi imposti nel *Liberation Day* non sono negoziabili. Ma la reazione dei mercati finanziari, le divisioni interne al cerchio ristretto dei consulenti e collaboratori di Trump[16] e (forse) l'attività lobbistica delle imprese, soprattutto grandi e multinazionali,[17] inducono un rapido ripensamento. Il 9 aprile, Trump fa marcia indietro e dichiara una moratoria di 90 giorni per tutti i paesi, tranne che per la Cina. Rimane in vigore solo un dazio uniforme del 10% su tutte le merci e del 25% su acciaio, alluminio e automobili. I 90 giorni della moratoria dovrebbero essere utilizzati per raggiungere accordi commerciali con i paesi coinvolti. In realtà, nelle settimane successive l'intero impianto protezionistico viene ulteriormente arricchito da una serie di *tariff carveouts*, che introducono l'esenzione di specifici prodotti o settori da tariffe precedentemente imposte ad alcuni paesi; ma anche da ulteriori inasprimenti, quasi sempre introdotti senza una chiara giustificazione economica[18].

I paesi colpiti dai dazi hanno spesso reagito con cautela all'ordine esecutivo di Trump, assumendo un atteggiamento interlocutorio (prima di raggiungere un nuovo accordo con

[15] Le importazioni di petrolio e prodotti energetici dal Canada vengono soggette a una tariffa ridotta, pari al 10%

[16] Secondo i resoconti giornalistici e in base alle dichiarazioni pubbliche, in fatto di politica commerciale Bessent e Elon Musk agiscono da colombe, Howard Lutnick (segretario al commercio) e soprattutto Peter Navarro da falchi.

[17] La *business community* USA – ossia le imprese locali – che in teoria sono le principali beneficiarie dei dazi – non sembra affatto felice della politica commerciale di Trump. Ad esempio, i produttori di automobili hanno fatto pressioni sull'amministrazione per mitigarne l'aggressività commerciale, preoccupati che i dazi facciano aumentare il costo dei semilavorati usati dalle case automobilistiche basate in USA ma prodotti all'estero. Queste pressioni sono aumentate dopo la reazione dei mercati finanziari all'annuncio dei dazi reciproci.

[18] Va ricordato che i primi provvedimenti verso Canada, Messico e Cina sono stati motivati dall'esigenza di limitare il traffico di fentanyl (al punto che Trump – per bocca di Peter Navarro – si era spinto a dichiarare che "non si tratta di una guerra commerciale ma di una guerra alla droga!") oltre che l'afflusso di immigrati illegali. Nei confronti di Pechino, ritenuta responsabile di non aver ostacolato la circolazione di precursori chimici utilizzati per la produzione dell'oppioide, Trump ha anche reiterato l'accusa di aver condotto pratiche commerciali scorrette.

l'Amministrazione USA o di decidere a loro volta misure ritorsive). Questo è stato il caso di paesi come Svizzera e Brasile. Alla Confederazione elvetica viene inizialmente applicata (nel mese di Agosto) una tariffa del 39%, (giustificata dall'elevato deficit commerciale sofferto dagli USA, sostanzialmente causato dalle importazioni di oro - e non di beni manufatti come sostenuto dall'Amministrazione Trump) che a partire da metà novembre viene ridotta al 15%. Nel caso del Brasile, dopo la tariffa del 10% introdotta nel Liberation Day, Trump decide di portare (alla fine di luglio) al 50% l'imposizione tariffaria su oltre il 40% delle importazioni dal Brasile (costituite per lo più da beni alimentari), in reazione alle indagini condotte nei confronti del precedente Presidente Bolsonaro! Una decisione che viene cancellata alla fine di novembre con l'abolizione delle tariffe aggiuntive sulle importazioni di caffè, carne e altri generi alimentari. Anche l'Unione Europea assume un atteggiamento di attesa, che conduce a una negoziazione che termina nel mese di Agosto. Come discusso nel Cap. 3, l'accordo raggiunto prevede un dazio del 15% (inferiore a quanto all'annunciato all'origine) che include esenzioni e deroghe per settori come i prodotti farmaceutici e i semiconduttori, mentre prevede dazi più elevati (sino al 50%) su acciaio e alluminio.

La Cina ha invece risposto aggressivamente alla mossa del 2 aprile. Prima alzando i dazi sulle importazioni dagli Stati Uniti. In seguito, imponendo anche misure non tariffarie di carattere quantitativo, praticate soprattutto in alcuni settori sensibili, ripercorrendo una strategia già seguita nel 2018. Non solo ha disposto indagini (condotte dall'antitrust cinese) nei confronti di giganti tecnologici come Google, Intel e Nvidia, rei di aver violato la normativa sulla concorrenza. Ma ha stabilito dazi sulle importazioni dagli Usa di gas naturale liquefatto, carbone, petrolio, macchinari per agricoltura e auto. Una scelta che va a colpire due mercati – carbone e petrolio – che rivestono una notevole importanza per gli esportatori statunitensi. E soprattutto ha introdotto limitazioni alle esportazioni di terre rare, materia prima critica per la costruzione di magneti, batterie, semi-conduttori, apparecchiature elettroniche e di quanto necessario per gestire la transizione ecologica. Trump non è rimasto fermo arrivando a minacciare il ricorso a una ulteriore tariffa del 100% su tutte le importazioni dalla Cina. L'escalation di barriere (tariffarie e non) è tale da portare al timore di una fortissima riduzione dei flussi commerciali bilaterali[19]. L'escalation viene interrotta il 29 Ottobre quando il Segretario al Tesoro Bessent annuncia la definizione di un accordo quadro – *de facto* una tregua, della durata di un anno, della guerra commerciale. Viene dato l'avvio a un nuovo round di trattative che porta a far riprendere gli acquisti cinesi di soia (una voce particolarmente importante per i redditi degli agricoltori del Midwest, considerando che la Cina acquista più del 50% delle esportazioni USA di soia) che erano stati sospesi a partire da Maggio. Inoltre, vengono sospese le limitazioni alle esportazioni cinesi di terre rare, così come le tasse portuali imposte sulla flotta commerciale statunitense. Dal lato americano, vengono ridotte dal 20 al 10% le tariffe legate al traffico di fentanyl; abolite le tasse portuali imposte sulla flotta commerciale cinese; sospesa l'applicazione della tariffa reciproca del 24% sulle importazioni dalla Cina.

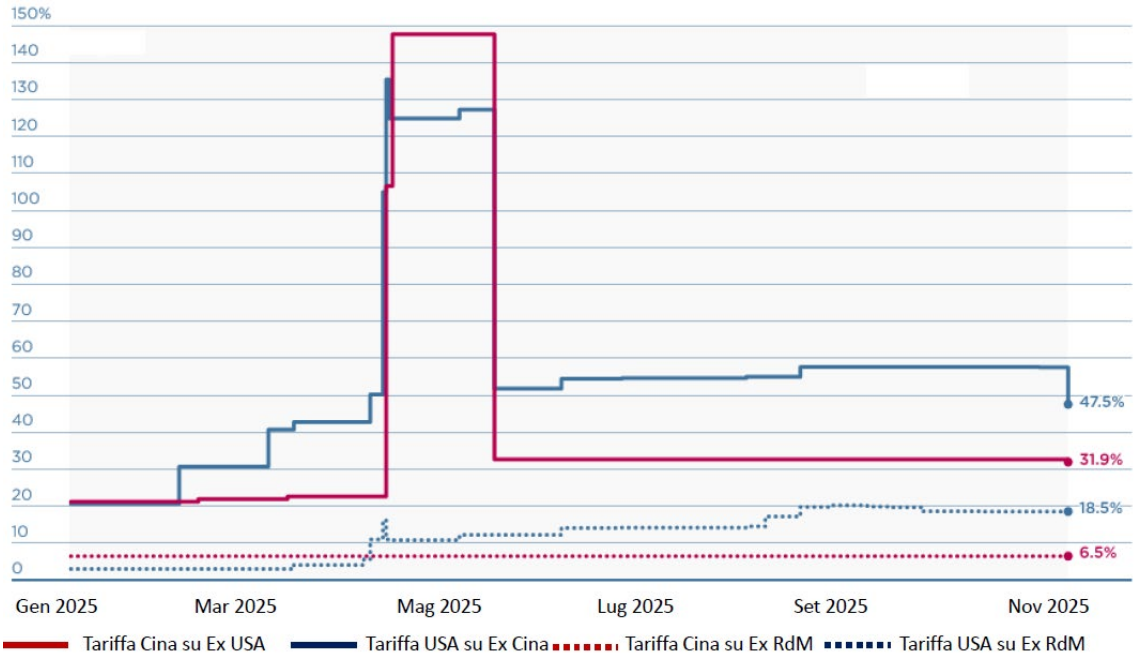
Al termine di due serrati round negoziali la tariffa media praticata dagli USA nei confronti delle importazioni dalla Cina si riduce e raggiunge il

[19] Dazi di quest'ordine di grandezza equivalgono di fatto ad un *embargo*, come riconosciuto dal Segretario al Tesoro Bessent.

47,5%, più alto della tariffa media cinese pari al 31,9%[20](Fig. 4). Colpisce non solo l'attuale livello delle tariffe reciprocamente imposte, ma anche il fatto che nell'arco di pochi mesi si viene radicalmente ad alterare il piano di gioco con la Cina – rivale tecnologico-commerciale per eccellenza – che ancora oggi rappresenta il terzo più importante mercato di sbocco (dopo Canada e Messico) per le esportazioni USA, la seconda area di origine delle importazioni USA (dopo il Messico) e il primo paese al mondo per deficit commerciale bilaterale degli USA (quasi 300 mld. Dollari nel 2024).

Cosa rimane al termine di questi primi 11 mesi di Presidenza Trump costellati da una serie di provvedimenti che hanno seguito un andamento da montagne russe[21] ? In primo luogo, un'incertezza – relativa allo svolgimento di transazioni commerciali– mai sperimentata (Fig. 5) nell'ultimo secolo. A ciò si aggiunge una tariffa media effettiva sulle importazioni (Fig. 6), stimata in ragione del 16,8% (Yale Budget Lab, 2025b), che rappresenta il livello più alto a partire dal 1934 e solo di poco inferiore a quello esistente all'indomani del famigerato Smooth Hawley Act del 1933. Il gettito generato dalle tariffe è pari all'1,2% del PIL USA, 5 volte superiore alle entrate generate da tariffe nel resto dell'area OECD (Fig. 7). Qualora la Corte Suprema decidesse di invalidare le tariffe introdotte da Trump avvalendosi dello IEEPA, il tasso medio di protezione effettivo sarebbe quasi dimezzato e raggiungerebbe il 9,1%, un valore comunque quadruplo rispetto a quello vigente al termine del mandato Biden.

Fig. 4 - USA vs. Cina: tariffa media (Gennaio-Novembre 2025)

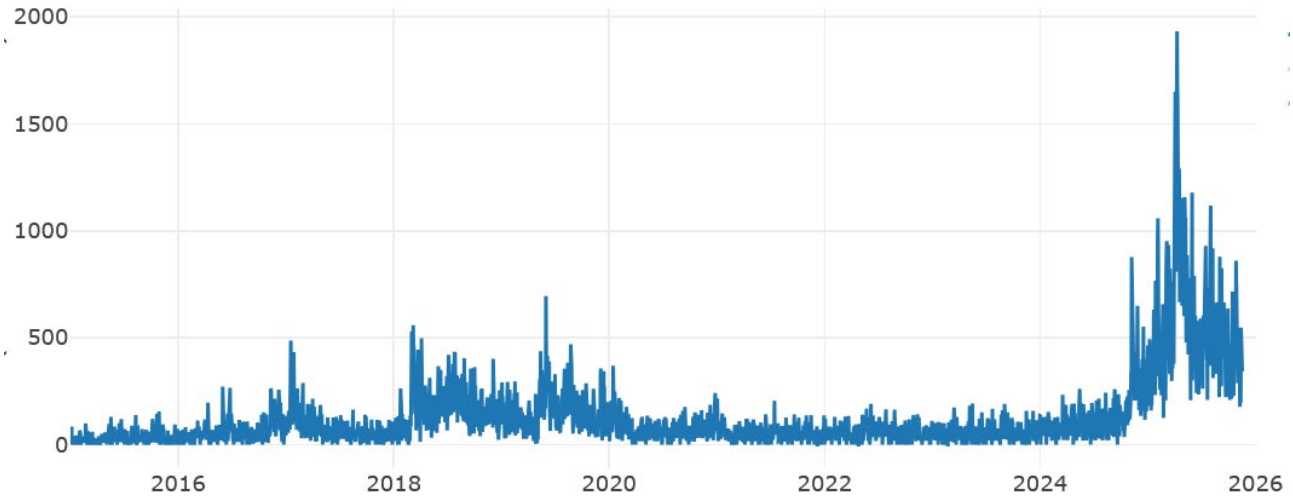


Fonte: PIIE (2025)

[20] Ancora all'inizio di Maggio – prima dei negoziati svolti a Ginevra e poi in Corea – la tariffa media USA sulle merci cinesi aveva toccato il 127,2%, mentre quella cinese era del 147,6%!

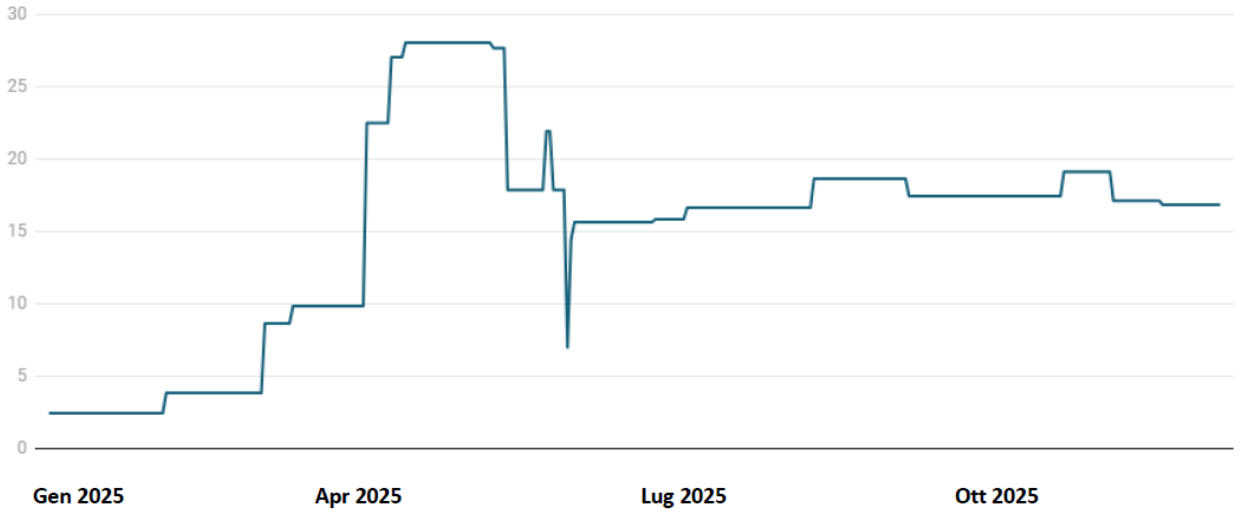
[21] Per una ricostruzione dettagliata e aggiornata dei provvedimenti introdotti, sospesi e annullati si rimanda a Bown (2025).

Fig. 5 - Indice di Incertezza sulle Politiche Commerciali



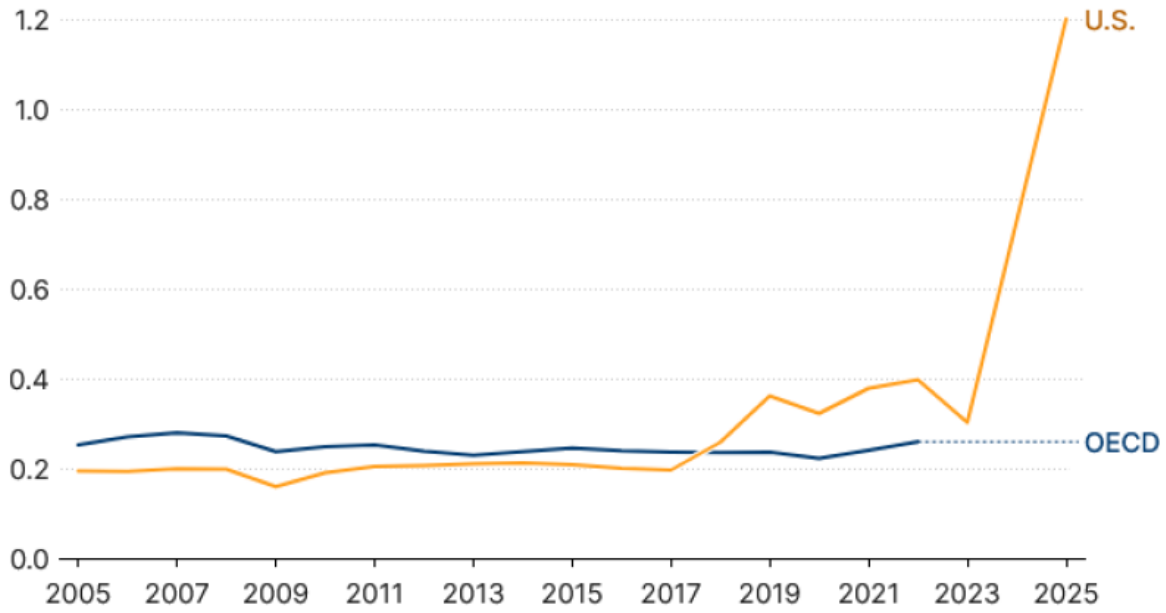
Fonte: Caldara Iacoviello

FIG. 6 - USA: Tariffa media effettiva sulle importazioni



Fonte: PIIE (2025)

Fig. 7 - Gettito tariffario (percentuale del PIL) 2005-2025



Fonte: OECD (2025)

6.2 Tariffe e deficit commerciale USA

Nei primi due trimestri del 2025 si è registrato un sensibile aumento – su base tendenziale – delle importazioni che si è unito a un calo dell'export. Mentre l'aumento delle importazioni può essere facilmente spiegato dalle operazioni di *front loading* degli importatori – che hanno acquistato i beni esteri prima che le tariffe annunciate diventassero effettive – il calo dell'export merita un'analisi più approfondita. È probabile che sia stato causato dalla impossibilità di gestire in condizioni normali un ciclo produttivo gravato dal maggior costo (o in taluni casi dalla indisponibilità) di diversi input (anche intermedi) critici[22].

Le prime verifiche empiriche condotte supportano questa congettura (Hufbauer e Zhang, 2025c). La variazione delle quantità importate (suddivise per categoria merceologiche) esprime una debole correlazione negativa con la variazione del corrispondente gettito tariffario. Unica eccezione è il comparto dei beni manufatti vari — che comprende per lo più beni di consumo – e soprattutto quello dei mezzi di trasporto. Nel secondo trimestre dell'anno i volumi importati di mezzi trasporto sono diminuiti del 19,6% mentre il corrispondente gettito tariffario (duty to import ratio) è cresciuto del 13,8%. L'andamento delle esportazioni (analogamente suddivise per categoria merceologica) rispetto al corrispondente gettito tariffario è stato caratterizzato da una correlazione negativa più forte e statisticamente significativa che conferma

[22] Basterà ricordare che un'auto ibrida prodotta da una marca giapponese e venduta negli USA ha al suo interno un cambio prodotto in Giappone, componenti per il 30% provenienti da USA e Canda e per il 25% dal Messico. Mentre il solo motore è assemblato negli USA, l'assemblaggio finale dell'intero veicolo si svolge in Messico. Un esempio, che vale anche per molti altri settori, che dimostra l'elevata frammentazione del ciclo produttivo e lascia intuire l'effetto delle tariffe sui flussi di commercio estero.

come l'imposizione di tariffe sulle importazioni – soprattutto in un mondo con elevate interconnessioni – possa facilmente tradursi in una tassa sulle esportazioni, che così si riducono.
Indicazioni altrettanto interessanti provengono dall'analisi dei flussi di import disaggregati per aree di origine. Nei primi 6 mesi dell'anno le importazioni provenienti dalla Cina sono calate (in termini reali) del 16,9% mentre quelle dal Canada del 3,9%. La crescita reale dell'import complessivo pari al 10,1% è invece da ascriversi soprattutto alla crescita dell'import dall'Unione Europea (+14,3%), che ha goduto di tariffe inferiori rispetto a quanto originariamente annunciato, e Messico (+5,2%).
Gli ultimi dati disponibili (Bureau of Economic Analysis, 2025) (che coprono i primi 8 mesi e incorporano gli effetti delle misure entrate in vigore a partire dal 7 agosto) mostrano una lieve inversione di tendenza (TAB.1). A luglio le imprese aumentavano ancora – rispetto a un anno prima – gli acquisti di beni esteri per evitare di pagare le maggiori tariffe vigenti dal 7 agosto. Ad agosto le importazioni invece calano del 4% (264 contro i 275 mld.). Dopo mesi trascorsi ad accumulare scorte di magazzino, le imprese statunitensi contraggono acquisti di macchinari, prodotti e componenti farmaceutici, macchinari per telecomunicazioni. Dal lato delle esportazioni si registra invece un aumento (da 177 a 179 mld. Dollari). Ad agosto, il deficit commerciale si è perciò ridotto passando da 97 a 85 mld. Dollari. Un risultato che contiene solo modestamente l'aumento del disavanzo commerciale che si è andato cumulando nel corso dei primi 8 mesi dell'anno, passato da 778 a 925 mld. Dollari (con aumento di 147 mld. Dollari) (Tab. 1).

Tab. 1 - USA: Bilancia commerciale (mld. Dollari)

	Importazioni	Esportazioni	Saldo
Agosto 2025	264.6	179	-85.6
Genn.-Agosto 2025	2.373	1.448	-925
Genn.-Agosto 2024	2.165	1.386	-778

Fonte: BEA (2025)

6.3 Tariffe, prezzi all'import e inflazione USA
Secondo Yale Buget Lab (2025b), l'incremento tariffario provocherà un aumento dell'inflazione al consumo pari all'1,2%. Il risultato è frutto di una stima che assume un pieno *pass-through* delle tariffe sui prezzi pagati dai consumatori e che si traduce in una equivalente perdita di reddito (nel breve periodo) di 1.700 dollari per famiglia (assumendo scambi commerciali invariati rispetto alla condizione esistente prima dell'avvio della Trade War). Una volta tenuto conto di eventuali riduzioni dei flussi di importazioni indotti proprio dalle maggiori tariffe lo Yale Budget Lab stime un impatto delle tariffe sull'andamento dei prezzi al consumo contenuto in 0,9 punti percentuali, corrispondenti a una perdita di reddito per famiglia uguale di 1.300 Dollari.
L'impatto inflazionistico (e regressivo) delle tariffe era stato ampiamento previsto. Tuttavia va riconosciuto che rimane ancora difficile stabilire precisamente l'impatto delle tariffe sull'andamento dei prezzi. Per due motivi. In primis, per il ruolo preponderante dei prezzi dei servizi (per lo più non oggetto di scambi

internazionali) nell'influenzare la dinamica inflazionistica, che ha comunque raggiunto livelli superiori a quelli toccati alla fine del mandato Biden. In secondo luogo, per l'eterogeneità dei comportamenti seguiti dai prezzi di diversi beni importati. Mentre il prezzo di molti beni alimentari importati è fortemente cresciuto (almeno del 20% rispetto a un anno prima), altri beni importati hanno avuto dei prezzi in Dollari invariati o persino diminuiti. Come le auto importate dal Giappone che hanno beneficiato di una riduzione dei prezzi in dollari (*ex-fabrica*) del 20% praticata dai produttori nipponici sul mercato USA.

E' quindi lecito chiedersi quanto sia plausibile l'ipotesi di lavoro (*pass-trough* pieno) alla base dell'esercizio di Yale Budget Lab (2025b). Abbiamo già discusso in precedenza come il costo della tariffa possa essere sostenuto (in combinazioni diverse) da diverse categorie di soggetti: i venditori stranieri di beni esteri che praticano prezzi (in Dollari) più bassi sul mercato USA; gli importatori domestici che riducono i loro margini di profitto sulle vendite realizzate sul mercato USA, comprimendo la crescita dei prezzi in Dollari dopo aver pagato la tariffa; i consumatori USA che pagano prezzi di mercato in Dollari più elevati.

Secondo Cavallo, Llamas e Vasquez (2025) – che hanno realizzato una stima in tempo reale degli effetti delle tariffe sui prezzi – i prezzi al dettaglio di molti beni hanno iniziato a reagire gradualmente già pochi giorni dopo i primi annunci di Trump. Nel periodo marzo-settembre, i prezzi dei beni importati (nel campione da loro esaminato) sono cresciuti del 5,4% rispetto alla tendenza esistente prima dell'avvio della guerra tariffaria. Un valore di gran lunga inferiore alla tariffa media effettiva applicata uguale al 19,9% che corrisponde a un *pass-through* vicino dal 20%. Diversamente, una recente analisi predisposta da una casa di investimento, mostra come le più alte tariffe si sarebbero scaricate per il 55% su maggiori prezzi pagati dai consumatori USA, per il 22% sarebbero andate a gravare sulle società USA sottoforma di minori profitti e per il 18% avrebbero inciso sui bilanci delle imprese straniere riducendone i *mark-up* sulle vendite.

Ciò che invece appare chiaramente è l'impatto esercitato dalle tariffe sulla fiducia dei consumatori e sul consenso espresso dall'elettorato USA nei confronti dell'Amministrazione Trump, che secondo recenti sondaggi (24 Novembre) è sceso al 38%. Un'ampia fetta degli elettori, anche di fede repubblicana, attribuisce il calo del loro tenore di vita al rincaro di molti beni alimentari (uova, carne e caffè su tutti) indotto dalle tariffe. Un punto da non sottovalutare quando si ragiona sulla dimensione temporale delle politiche neo-protezioniste di Trump. La decisione dello scorso 14 novembre – con la revoca di molte delle tariffe prima imposte sulle importazioni proprio di beni alimentari – lo dimostra in modo chiaro[23]. Peccato che il beneficio stimato di tale riduzione ammonti a 35 Dollari per famiglia (Hufbauer e Zhang, 2025d), ben poco se paragonato al costo (prima citato) per famiglia dell'intero pacchetto di tariffe: 1.700 Dollari!

6.4 Tariffe, tasso di cambio e mercati finanziari

L'andamento del tasso di cambio del Dollaro nelle settimane successive al *Liberation Day* è stato lungamente discusso. Il Dollaro si è deprezzato

[23] Lo scorso 14 Novembre viene emanato l'Executive Order 14257 "*Modifying the Scope of the Reciprocal Tariff with Respect to Certain Agricultural Products"* in cui Trump ammette la possibilità che le tariffe abbiano contributo ad aumentare i prezzi di diversi beni alimentari e perciò ne annuncia l'eliminazione (di molte, ma non di tutte). Ancora oggi esistono molti beni alimentari gravati dalla tariffa piena. Questo è il caso delle importazioni di tè (dall'India) e di miele (dalla Cina) su cui viene pagata una tariffa rispettivamente pari al 50% e al 47%!

(10% circa, nel raffronto tra il primo semestre dell'anno 2025 e quello del 2024) (Fig. 8). Un risultato diametralmente opposto rispetto a quanto normalmente descritto in letteratura e, soprattutto, atteso dall'Amministrazione USA. Lo stesso Trump – come molti dei suoi collaboratori (Miran,2024) – aveva infatti ricordato come la tariffa sarebbe andata a incidere sui conti dei produttori stranieri, proprio per effetto del probabile apprezzamento del Dollaro (sulla falsariga di quanto avvenuto in occasione della prima guerra commerciale con la Cina, tra il 2018 e il 2019); in tal modo i consumatori americani non avrebbero pagato alcun costo legato alla virata neo-protezionistica.

Fig. 8 - Tasso di Cambio Effettivo del Dollaro (2020=100)

Fonte: FRED

La reazione espressa dai mercati valutari è stata invece assai diversa. Per alcuni il deprezzamento del biglietto verde è una sorta di *conundrum*, razionalizzabile (Hassan et al, 2025) solo dal fatto che la frammentazione provocata dalle tariffe *anche in ambito finanziario* ha spinto i *portfolio managers* internazionali verso investimenti più orientati ai rispettivi mercati domestici (*inward-looking*). Ne è derivato un minor flusso di investimenti in Dollari, arrivando a creare le condizioni per un indebolimento del biglietto verde e una riduzione del premio goduto dal Dollaro in quanto *safe asset* per eccellenza. Per altri (Ostry et al., 2025) l'indebolimento del Dollaro è invece comprensibile una volta tenuto conto della gestione della politica monetaria da parte della Fed. In caso di "guerra commerciale simmetrica" (in altre parole di una guerra tariffaria con ritorsioni commerciali, come è stato sicuramente il caso a partire dall'Aprile di quest'anno) che avviene in un contesto caratterizzato dalla diffusa adozione di pratica di *pricing* in una valuta dominante (come è sicuramente il caso del Dollaro da svariati decenni

a questa parte), la Fed si trova a fronteggiare un *trade off* (tra inflazione e stabilizzazione del prodotto) meno esasperato. Il fatto che i prezzi (non solo USA ma anche del Resto del Mondo) siano per lo più fissati in Dollari e mantenuti costanti fa si che le tariffe producano conseguenze inflazionistiche più contenute: la politica monetaria USA può essere gestita con una intonazione più espansiva, favorendo in tal modo l'indebolimento del Dollaro.

L'andamento registrato da mercato azionario e obbligazionario è stato ancora più sorprendente. Inizialmente, le Borse dei paesi *colpiti dai dazi* hanno reagito negativamente all'annuncio, ma l'effetto davvero sorprendente è stato l'*iniziale mini-crash* del mercato azionario *statunitense.* L'indice S&P è crollato del 4,8% il 3 aprile e del 6% il 4 aprile, facendo registrare il peggior andamento dal 2020. La turbolenza sul mercato azionario USA si è trasmessa rapidamente a quello obbligazionario. I rendimenti dei Treasuries sono schizzati verso l'alto concorrendo a determinare una situazione tipica per un'economia emergente, normalmente gravata da tensioni valutarie unite a difficoltà crescenti per il mercato delle obbligazioni sovrane. E contribuendo a rafforzare l'idea che "l'eccezionalismo americano" era ormai giunto al capolinea. Tuttavia i timori di una crisi finanziaria sono (abbastanza) rapidamente rientrati. Nei 6 mesi successivi, i mercati hanno non solo recuperato ma sono ulteriormente cresciuti rispetto alle quotazioni di Aprile, nonostante l'incertezza commerciale sia rimasta elevatissima. Uno scenario caratterizzato da una insolita resilienza che è stato definito la "*teflon economy*" (The Economist, 2025).

7. Conclusioni

La guerra commerciale avviata da Trump è difficilmente razionalizzabile. *Il New Grand Bargain* prospettato da Miran (2024) lascia perplessi. Si tratta di un documento ricco di ambiguità che lascia molti dubbi, non solo sulla opportunità del ricorso alle tariffe per correggere lo squilibrio commerciale USA, ma più in generale su come verrà gestita la globalizzazione e l'ordine economico-politico internazionale in futuro.

Gli ultimi mesi ci hanno posto davanti a una fase della globalizzazione sempre più segnata dalla crescente rivalità USA e Cina e dalle loro azioni guidate da interessi strategici e di natura geopolitica. L'esito finale potrebbe essere un mondo sempre più "fratturato" tra due blocchi, disintegrati tra loro ma integrati al loro interno, per effetto di un sostanziale ri-direzionamento dei flussi commerciali e finanziari innescato *anche* dalla guerra commerciale (Shearing, 2025¸World Economic Forum, 2025). Uno scenario che replicherebbe su larga scala quanto già visto dopo le decisioni di Trump I (2018), quando i dazi provocarono una diffusa diversione dei flussi commerciali, che si spostarono dai paesi gravati dai dazi verso quelli esenti (o meno gravati).

Per certi versi questo scenario è la nuova, estesa versione del *friendshoring* di Janet Yellen (2022). Diventa perciò essenziale comprendere quali possano essere i paesi amici o affini (*like-minded states* – nel gergo moderno – o paesi allineati – tornando al gergo in voga negli anni '60) su cui contare. I paesi potenzialmente allineati con il Governo di Pechino sono facilmente identificabili: autocrazie e/o produttori di materie prime. I paesi potenzialmente allineati con Washington (una volta definiti membri del "blocco occidentale") sarebbero altrettanto facilmente riconoscibili: paesi ricchi - dotati di tecnologia di frontiera e/o conoscenza; paesi poveri – in grado di produrre a condizioni efficienti – beni manufatti sofisticati consumati dai paesi ricchi. L'aspetto peculiare della *economic and financial statecraft* di Trump – che rende più difficile una facile identificazione degli "amici" – è che la guerra commerciale è stata

avviata nei confronti di tutti. C'è quindi il rischio concreto di scatenare una reazione avversa *anche* interna al "blocco occidentale" che potrebbe ritorcersi contro gli USA. Il fronte contrario a Washington verrebbe ulteriormente consolidato, andando ben oltre il gruppo dei BRICs o del Global *South* che hanno già dichiarato e tentato (per il momento senza successo) di avviare la de-dollarizzazione dei loro sistemi economici. Il progetto trumpiano di ridisegnare l'ordine economico e politico internazionale a partire dalla realizzazione di un Mar-A-Lago Accord svanirebbe sul nascere.

C'è veramente da chiedersi se quanto realizzato nel corso del 2025 abbia un senso e – soprattutto – se "tariffa" sia ancora la parola preferita da Trump…….!

Bibliografia

Bown, C., (2025), Trump's trade war timeline 2.0: An up-to-date guide, disponibile a https://www.piie.com/blogs/realtime-economics/2025/trumps-trade-war-timeline-20-date-guide

Bureau of Economic Analysis (2025), U.S. International Trade in Goods and Services, August 2025, 19 Novembre.

Caldara, Dario, Matteo Iacoviello, Patrick Molligo, Andrea Prestipino, Andrea Raffo, (2020), The Economic Effects of Trade Policy Uncertainty, Journal of Monetary Economics, 109, pp. 38-59

Cavallo, A., Llamas, P. e Vasquez, F., (2025), Tracking the Short-Run Price Impact of U.S. Tariffs, Harvard University, mimeo.

Clausing, K., e Obstfeld, M., (2025), Tariffs as Fiscal Policy, PIIE Working Paper 25-19.

Cochrane, J., (2025),Tariffs, Saving and Investment, https://www.grumpy-economist.com/p/tariffs-saving-and-investment

Costinot, A., Rodriguez-Clare, A., Werning, I., (2020), Micro to Macro, Optimal Trade Policy with Firm Heterogeneity, Econometrica.

Dooley, M., Folkerts Landau, D., Garber, P., (2009), Bretton Woods II Still Defines the International Monetary System, NBER W.P. 14731.

Gourinchas,P.O., Rey, H., (2022), Exhorbitant Privilege and Exhorbitant Duty, CEPR D.P. NO 16944.

Hassan, T., Mertens, T., Wang,J. e Zhang, (2025), Trade War and the Dollar Anchor, Brookings Papers on Economic Activity, Ottobre.

Hufbauer, G. e Zhang, Y. (2025a), Who is paying for Trump's tariffs? So far, it's US businesses, PIIE, Real Time Economics, 16 Settembre.

Hufbauer, G. e Zhang, Y. (2025b), The US imported a larger amount of goods in the first half of 2025, but less from China and more from the EU and Mexico, PIIE, Real Time Economics, 29 Ottobre.

Hufbauer, G. e Zhang, Y. (2025c), How much did US imports of different products change after Trump's tariffs?, PIIE, Real Time Economics, 18 Novembre.

Hufbauer, G. e Zhang, Y. (2025c),Trump's Thanksgiving tariff relief amounts to $35 per US household, PIIE, Real Time Economics, 25 Novembre.

Krugman, P., (2025) A Note on Trade Deficit and Manufacturing, https://paulkrugman.substack.com/

Miran, S. (2024), A User's Guide to Restructuring the Global Trading System, Hudson Bay Capital.

Mohsin,S., (2024), Paper Soldiers: How the Weaponization of the Dollar Changed the World Order, Penguin Random House.

Navarro, P., (2025), Donald Trump's tariffs will fix a broken system, Financial Times, 7 Aprile.

Obstfeld, M., (2025),The US Trade Deficit: Myths and Realities,Brookings Papers on Economic Activity, March.

Ostry,D., Lloyd, S., e Corsetti, G., (20255), Trading blows: The exchange-rate response to tariffs and retaliations, Bank of England Staff Working Paper No. 1.139, Agosto.

Poszar, Z., (2024), Money and World Order, Ex Uno Plures 2(8).

Shearing, N. (2025) Trump's economic rivalry with China is forcing countries to pick a side, Chatham House, 15 Settembre.

The Economist, (2025), War, Geopolitics, Energy Crisis: How the Economy Evades Every Disaster, 15 Luglio.

Trump,D., (2024), Speech at the Economic Club of New York, Settembre.

Yale Budget Lab (2025a), Short-Run Effects of 2025 Tariffs So Far , 2 Settembre.

Yale Budget Lab (2025b), State of U.S. Tariffs: November 17, 2025.

Yellen, J. (2022), Special Address on the Future of Global Economy and US Economic Leadership, Atlantic Council, 13 Aprile.

World Economic Forum, (2025), The Global Risk Report, 2025, WEF, Cologny-Geneve