



***L'economia internazionale  
nell'era dei dazi***







# ***L'economia internazionale nell'era dei dazi***

***dicembre 2025***

Autori del presente rapporto sono: Angelo Baglioni (Coordinatore), Domenico Delli Gatti, Fedele De Novellis, Lorenzo Di Matteo, Marco Lossani, Domenico Massaro.



**Associazione per Sviluppo degli Studi di Banca e Borsa**

**Università Cattolica del Sacro Cuore**

Comitato Scientifico del Laboratorio di Analisi Monetaria:

Marco Lossani (Direttore LAM), Angelo Baglioni, Andrea Boitani,  
Massimo Bordignon, Domenico Delli Gatti, Piero Giarda, Vittorio  
Emanuele Parsi

Laboratorio di Analisi Monetaria – Università Cattolica del Sacro Cuore:

Segreteria: Barbara Caprara

Via Necchi, 5 - 20123 Milano

tel. 02-7234.2487 - [laboratorio.monetario@unicatt.it](mailto:laboratorio.monetario@unicatt.it) - [LAM](#)

Associazione per lo Sviluppo degli Studi di Banca e Borsa:

Sede: presso Università Cattolica del Sacro Cuore – Largo A. Gemelli, 1 - Milano

Segreteria: Via Necchi, 5 - Milano – tel. 02-72342472 - [www.assbb.it](http://www.assbb.it)



## INDICE

<b>INTRODUZIONE E SINTESI</b>	pag. 1
<b>1. TRUMP VA ALLA GUERRA (DEI DAZI, E NON SOLO) – Domenico Delli Gatti e Marco Lossani</b>	pag.3
1. Introduzione	3
2. Alle origini del deficit commerciale	4
3. Come correggere il deficit commerciale?	7
4. Il ruolo della politica commerciale	8
5. Il piano di Miran	11
6. Dalla teoria alla pratica. Cosa è successo (finora)?	16
6. Conclusioni	25
<b>2. LE PROSPETTIVE DELL'ECONOMIA AMERICANA NELL'ERA DI TRUMP – Domenico Delli Gatti e Domenico Massaro</b>	28
1. Introduzione	28
2. I principali driver congiunturali	30
3. La dinamica del PIL e dell'inflazione nel primo semestre 2025	34
4. Il mercato del lavoro: un "equilibrio strano"	37
5. Le previsioni	40
<b>3. LA CONGIUNTURA ITALIANA ED EUROPEA NELLA TEMPESTA DEI DAZI – Fedele De Novellis e Lorenzo Di Matteo</b>	42
1. Introduzione	42
2. Nel 2025 una ripresa "irlandese"	43
3. I dazi Usa e il cambio dell'euro peggiorano la posizione competitiva dell'industria europea	45
4. Primi effetti delle nuove politiche commerciali internazionali	47
5. La difficile uscita dell'Europa dal modello di sviluppo export-led e le politiche del 2025-26	50



## INTRODUZIONE

Angelo Baglioni\*

L'avvento della seconda amministrazione Trump ha portato con sé una nuova fase di protezionismo nella politica commerciale statunitense, ben più aggressiva e generalizzata di quella attuata dalla prima amministrazione Trump e da quella di Biden. In questo numero di *Osservatorio Monetario* discutiamo la politica di Trump e ne valutiamo gli effetti sull'economia americana ed europea.

La retorica Trumpiana non regge se confrontata con le indicazioni della teoria economica e con l'evidenza empirica. Per ora, il risultato della politica protezionistica dell'amministrazione americana è stato un aumento del disavanzo commerciale degli USA verso il resto del mondo, che nei primi otto mesi di quest'anno è passato da 778 a 925 miliardi di dollari. Nel primo semestre gli USA hanno visto un calo dell'export e un sensibile aumento delle importazioni. Quest'ultimo è stato anche dovuto alla aggressiva politica di comunicazione di Trump, che ha generato un forte effetto di *frontloading* da parte degli importatori statunitensi, che hanno anticipato gli acquisti di beni dall'estero cercando di giocare d'anticipo rispetto alla effettiva applicazione delle tariffe annunciate da Trump. Alla fine di un periodo segnato da ampie oscillazioni della politica tariffaria americana, resta sul tappeto una tariffa media effettiva sulle importazioni negli USA di circa il 17%, il livello più alto da quasi un secolo a questa parte. Il gettito generato dalle tariffe è pari all'1,2% del PIL statunitense: cinque volte superiore alle entrate generate da tariffe nel resto dei paesi dell'OECD. Questo, però, è avvenuto al prezzo di creare un clima di forte incertezza e un calo di fiducia dei consumatori americani, colpiti da un calo del tenore di vita dovuto al rincaro di

molti beni, soprattutto alimentari, indotto dalle tariffe. Tanto che lo stesso Trump ha deciso in novembre di revocare diverse tariffe sulle importazioni di beni alimentari; tuttavia, il beneficio stimato di questa revoca sembra molto modesto (35 dollari per famiglia) rispetto al costo dell'intero pacchetto di tariffe, stimato nell'ordine dei 1.700 dollari a famiglia. Sul fronte valutario, il clima di incertezza creato da Trump ha indotto molti portfolio manager internazionali a ri-orientare le loro politiche di investimento verso i rispettivi paesi, a scapito dell'investimento in attività finanziarie denominate in dollari. Ciò ha provocato un marcato deprezzamento della valuta statunitense sul mercato dei cambi: un risultato diametralmente opposto a quello che in linea di principio ci si aspetterebbe come effetto di una politica protezionistica.

Sotto questo profilo, emerge una evidente contraddizione nella politica dell'attuale amministrazione americana, in particolare nella retorica MAGA (*Make America Great Again*). Da un lato, questa politica vorrebbe mantenere e anzi rafforzare il ruolo del dollaro come valuta di riserva a livello internazionale. Fa parte di questa strategia la promozione delle stablecoin denominate in dollari. Il Genius Act ha esplicitamente la finalità di attrarre investimenti dall'estero in stablecoin: risorse che le società emittenti, a loro volta, investono in titoli del debito pubblico federale americano. In altre parole, il sostegno alle stablecoin mira alla *digital dollarization* del sistema monetario mondiale. D'altro lato, l'amministrazione americana non è disposta a pagare i costi tradizionalmente legati al ruolo di valuta di riserva del dollaro: nel passato, questo ruolo ha conferito agli USA una funzione assicuratrice nei confronti degli altri paesi. Dato il ruolo di *safe asset* delle obbligazioni denominate in dollari, nei momenti di crisi i flussi di capitali

---

\* Università Cattolica del Sacro Cuore

internazionali tendono a concentrarsi verso il dollaro, provocando il suo apprezzamento sul mercato dei cambi. L'apprezzamento del dollaro è una buona notizia per gli stranieri che detengono attività in dollari. Il contrario vale per gli americani: i loro investimenti all'estero perdono di valore, a causa del deprezzamento delle altre valute rispetto al dollaro. Inoltre, l'apprezzamento del dollaro danneggia la competitività delle merci americane nel commercio internazionale. A questo ruolo assicurativo verso il resto del mondo si è accompagnato quello di super-potenza geopolitica e militare, di paese aperto ed egemone culturalmente. Tutto questo è stato rimesso in discussione dall'amministrazione Trump, che punta a fare degli USA un paese chiuso, sul fronte commerciale e dell'immigrazione, che usa la politica dei dazi come arma negoziale (per non dire di minaccia) nelle relazioni internazionali, e che chiede insistentemente agli alleati un ri-equilibrio delle spese militari.

La politica Trumpiana sta esercitando pesanti effetti sull'economia europea. La posizione competitiva europea peggiora non solo per i dazi, ma anche a seguito delle oscillazioni dei tassi di cambio. In effetti, l'euro si sta apprezzando non solo verso il dollaro ma anche verso molte valute asiatiche. In termini reali, i cambi verso i paesi asiatici evidenziano una perdita di competitività dell'area euro. Il timore è che nei prossimi mesi le economie asiatiche, soprattutto la Cina, utilizzino la leva dei prezzi per cercare di collocare in altre aree, compresa la UE, l'eccesso di produzione rispetto alla domanda interna. Ne deriverebbe una pressione al ribasso sui prezzi europei ed un aumento delle importazioni a scapito della produzione interna, che aggraverebbe le tendenze, già da tempo deludenti, della nostra industria.

Emerge con evidenza l'insufficienza del modello di crescita export-led seguito dall'Europa sino allo

scorso decennio: la fase post-pandemica ha visto una crescita molto debole delle esportazioni, soprattutto da parte delle imprese tedesche. Tuttavia, i paesi europei non sembrano ancora in grado di spostare l'asse della crescita verso un modello meno dipendente dalle esportazioni. La dinamica dei consumi interni è deludente, anche per le conseguenze della crisi energetica del 2022-23. Le politiche monetaria e fiscale forniscono un sostegno debole alla domanda aggregata. Sebbene la Bce abbia tagliato più volte i tassi d'interesse, in termini reali essi sono ancora su livelli superiori a quelli di inizio decennio. Dal lato delle politiche di bilancio, i paesi europei stanno rispettando i vincoli definiti sulla base della traiettoria della "spesa netta" concordata a fine 2024. Per cercare di aprire uno spazio fiscale, è stata permessa l'attivazione ai paesi che non rientrano nella procedura per deficit eccessivo della *National Escape Clause*, consentita per affrontare circostanze eccezionali: in questo caso, l'esigenza di rafforzare le dotazioni per la difesa. Un vero e proprio cambiamento della politica di bilancio ha invece caratterizzato la Germania, che ha modificato le proprie regole interne, che risultavano più restrittive di quelle europee: questo ha permesso di adottare un piano importante di rilancio dell'economia, soprattutto attraverso investimenti nella dotazione infrastrutturale e nella difesa. Ne dovremmo vedere gli effetti nel corso dei prossimi anni.

## 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.<sup>1</sup> 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 spera 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<sup>2</sup>! 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

<sup>1</sup> 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.

<sup>2</sup> 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<sup>3</sup>. Per analizzare le possibili cause di tale deficit commerciale è utile considerare la più semplice relazione di contabilità nazionale<sup>4</sup>

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

da cui si ottiene

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

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:

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

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 ( $NX > 0$ )<sup>5</sup> il significato economico della (2) è molto semplice. Il risparmio delle famiglie

<sup>3</sup> Attualmente il deficit commerciale è pari al 3% circa del PIL USA.

<sup>4</sup> 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.

<sup>5</sup> Come nel caso della Cina.

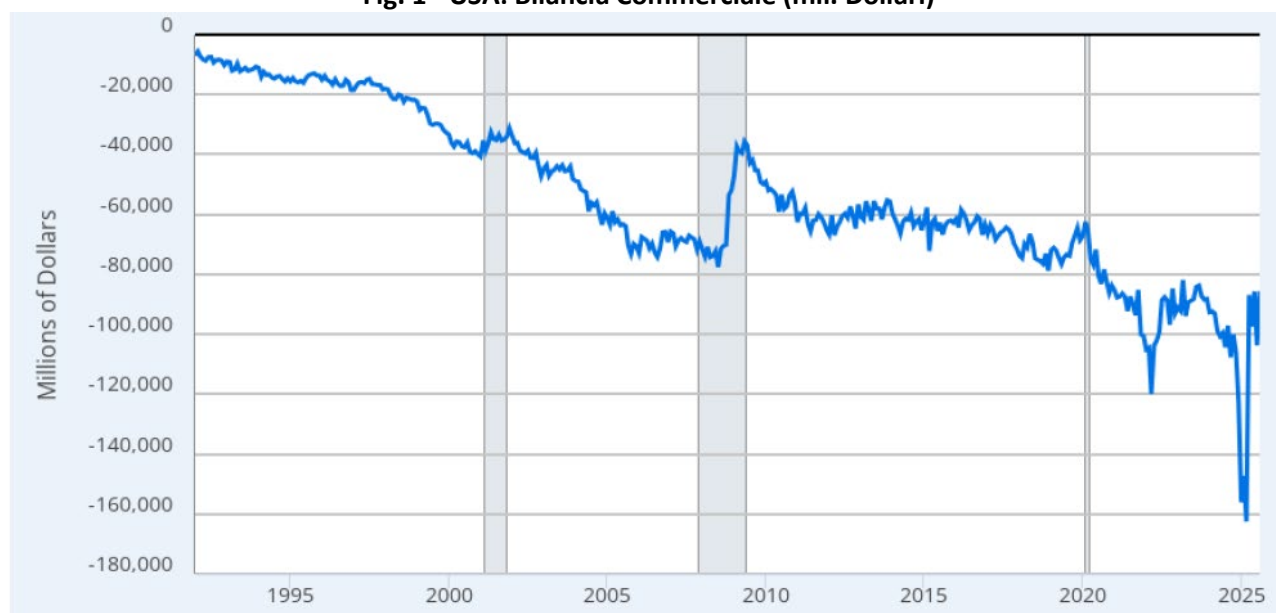
copre il deficit finanziario delle imprese (che devono spendere per investimenti,  $I$ ), del settore pubblico ( $G - T$ ) e del Resto del mondo (RdM). Infatti, se  $NX > 0$ , le famiglie di questo paese acquistano attività finanziarie emesse all'estero e in questo modo finanziano il deficit di RdM.

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

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

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:

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

Quindi

$$\begin{aligned} M - X &= A - Y = Y^F - A^F = X^F - M^F = \\ &= S^F - I^F - (G - T)^F \quad (3bis) \end{aligned}$$

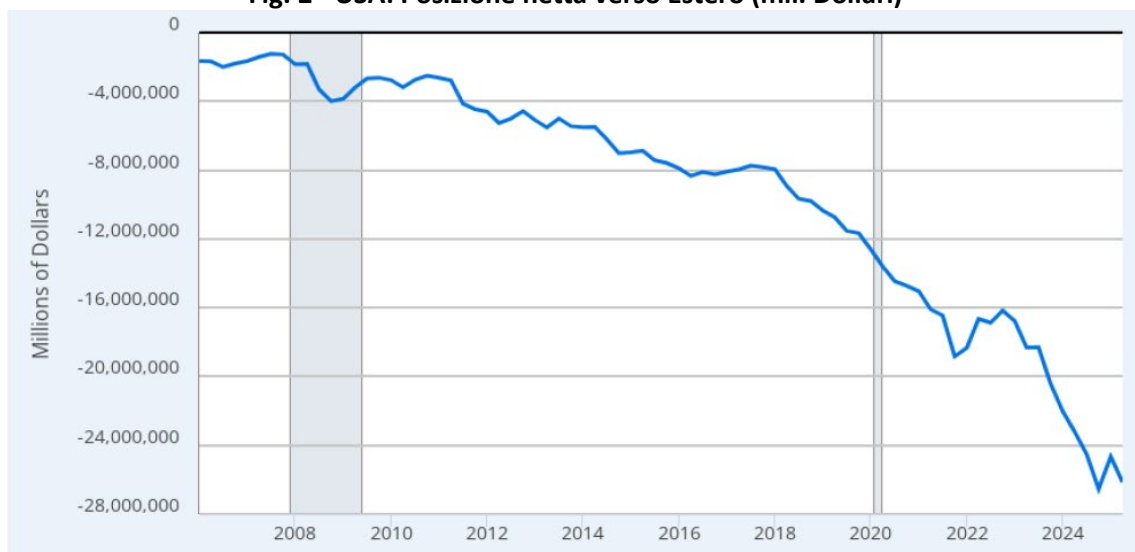
Il risparmio che RdM invia negli USA è pari all'eccesso della produzione sull'assorbimento del RdM, che è a sua volta uguale all'eccesso del risparmio di RdM sulla somma di investimenti e deficit pubblico di RdM.

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* ideale 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<sup>6</sup>. 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*]<sup>7</sup>.

#### 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

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

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:

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

dove  $\alpha$  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*<sup>8</sup>

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

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

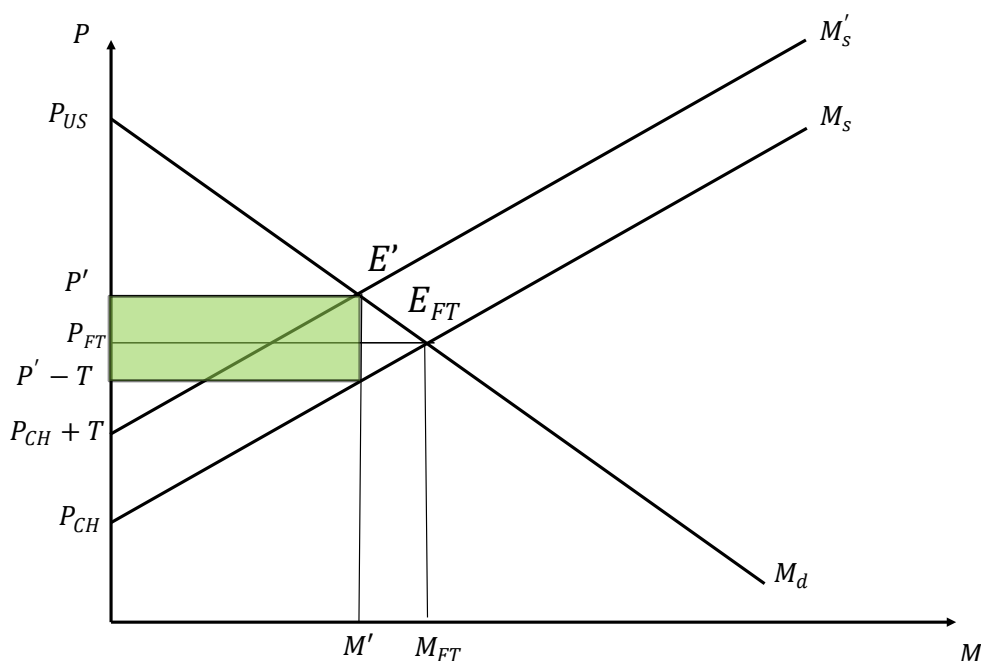
<sup>7</sup> Sul tema si rinvia a Clausing e Obstfeld (2025).

<sup>8</sup> 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  $\alpha$ .

#### 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

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

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

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

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. Ration 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).<sup>9</sup> Il tasso di interesse sui titoli USA è tendenzialmente mitigato dalla domanda

<sup>9</sup> 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<sup>10</sup>.

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<sup>11</sup>. 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<sup>12</sup>.

---

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.

<sup>10</sup> Nel 1960 Valéry Giscard d'Estaing definì questa situazione un privilegio esorbitante.

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

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

<sup>12</sup> 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.<sup>13</sup>

**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.<sup>14</sup>

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*

<sup>13</sup> 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 tradabile.

<sup>14</sup> 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 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 stesso 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 possibile 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<sup>15</sup> 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 importazioni 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<sup>16</sup> e (forse) l'attività lobbistica delle imprese, soprattutto grandi e multinazionali,<sup>17</sup> 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<sup>18</sup>.

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

<sup>15</sup> Le importazioni di petrolio e prodotti energetici dal Canada vengono soggette a una tariffa ridotta, pari al 10%

<sup>16</sup> 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.

<sup>17</sup> 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.

<sup>18</sup> 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'annuncio 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<sup>19</sup>. 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

---

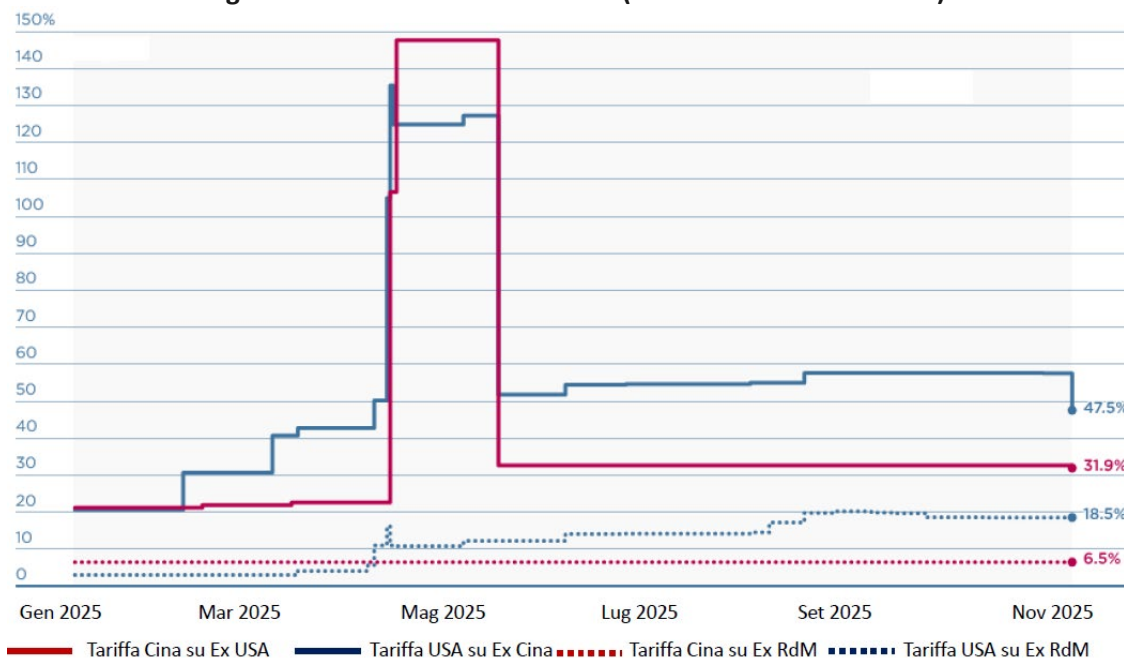
<sup>19</sup> Dazi di quest'ordine di grandezza equivalgono di fatto ad un *embargo*, come riconosciuto dal Segretario al Tesoro Bessent.

47,5%, più alto della tariffa media cinese pari al 31,9%<sup>20</sup>(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<sup>21</sup> ? 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)**

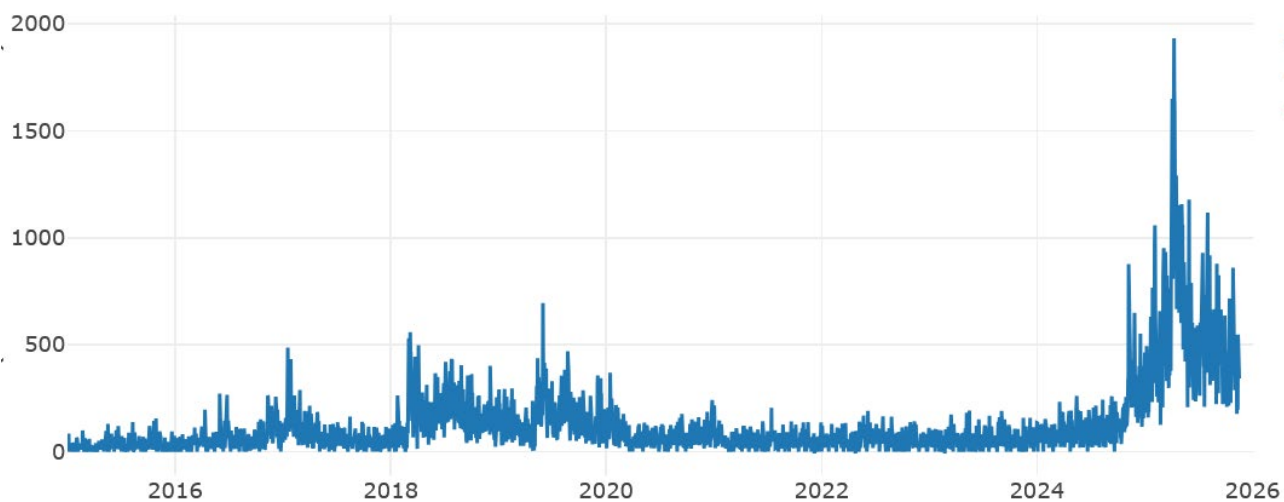


Fonte: PIIE (2025)

<sup>20</sup> 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%!

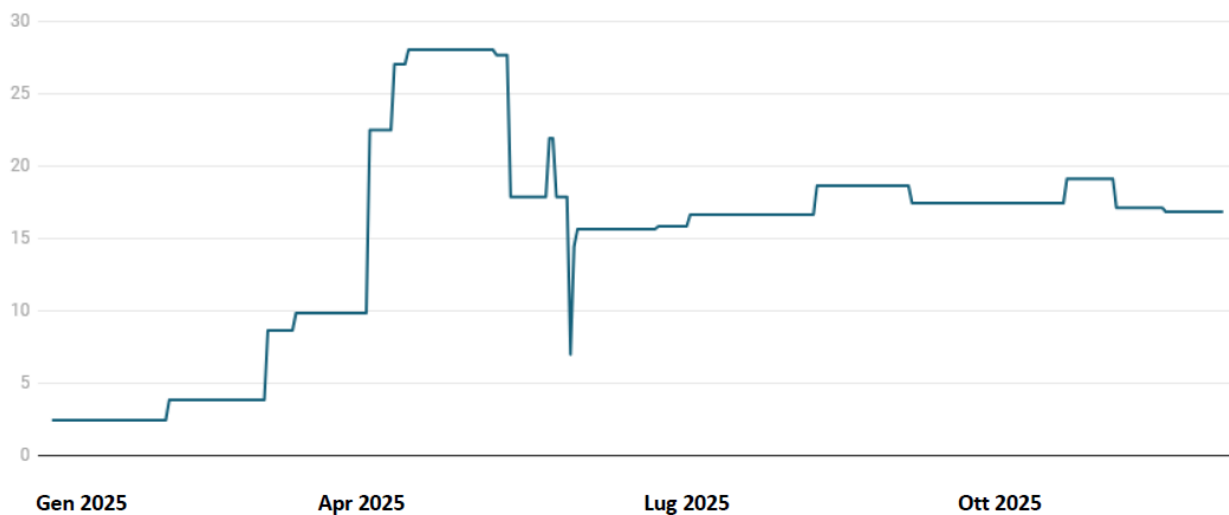
<sup>21</sup> Per una ricostruzione dettagliata e aggiornata dei provvedimenti introdotti, sospesi e annullati si rimanda a Bown (2025).

**Fig. 5 - Indice di Incertezza sulle Politiche Commerciali**



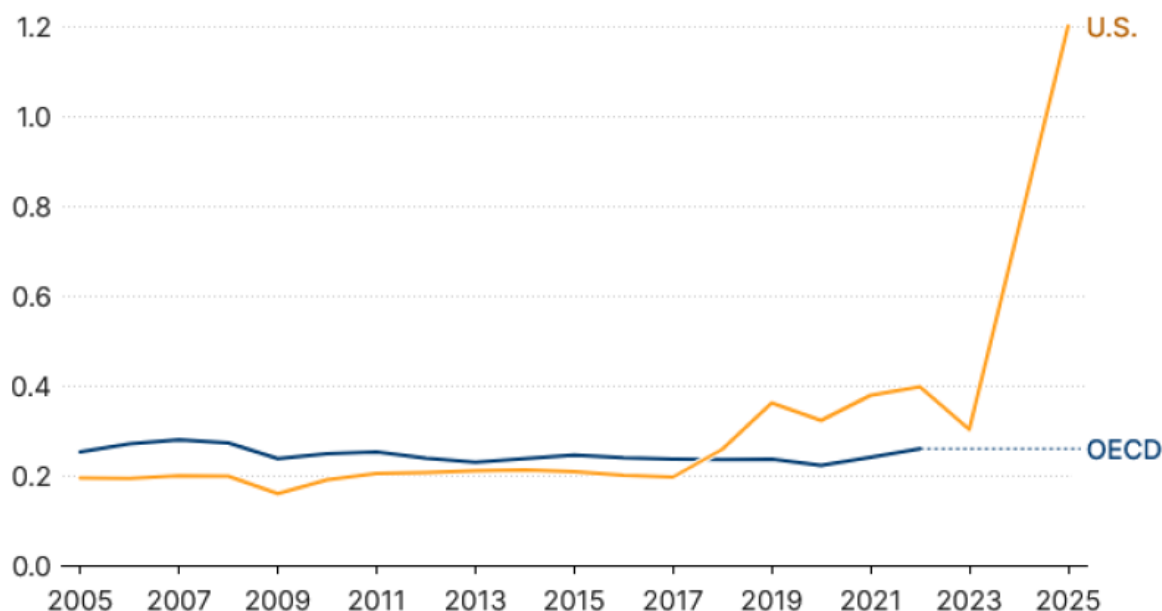
Fonte: Caldara Iacoviello

**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<sup>22</sup>.

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

<sup>22</sup> 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 Cina 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 ascrivere 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)**

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

Fonte: BEA (2025)

### 6.3 Tariffe, prezzi all'import e inflazione USA

Secondo Yale Budget 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 ampiamente 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-fabbrica*) del 20% praticata dai produttori nipponici sul mercato USA.

E' quindi lecito chiedersi quanto sia plausibile l'ipotesi di lavoro (*pass-through* 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 al 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<sup>23</sup>. 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

<sup>23</sup> 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 contribuito 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 sì 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

perplexi. 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), Exorbitant Privilege and Exorbitant 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., (2025), 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*



## 2. LE PROSPETTIVE DELL'ECONOMIA AMERICANA NELL'ERA DI TRUMP

Domenico Delli Gatti e Domenico Massaro ♦

- *I principali fattori di cambiamento congiunturale negli USA sono (a) le “signature policies” che caratterizzano la seconda amministrazione Trump (i dazi, il Big Beautiful Bill, il blocco dell’immigrazione), (b) la politica monetaria – che potrebbe rientrare anch’essa nell’orbita di Trump con la nomina del nuovo Presidente della Fed a maggio 2026 – e infine (c) la rivoluzione dell’Intelligenza Artificiale che spinge verso l’alto i corsi azionari delle Tech companies e alimenta gli investimenti delle imprese in software e data-center.*
- *Gli andamenti correnti di inflazione e tasso di disoccupazione vanno nella direzione attesa: il tasso di inflazione è risalito al 3% e il tasso di disoccupazione è aumentato di qualche decimale. Finora però non si è manifestata né una recrudescenza inflazionistica in grande stile, né una chiara direzione di marcia per il PIL corrente.*
- *Il combinato disposto di una riduzione del PIL potenziale per effetto del blocco dell’immigrazione, dei dazi e di un incremento prospettico della domanda aggregata per effetto del BBB punta nella direzione di un aumento delle tensioni inflazionistiche nel prossimo futuro.*
- *Fattori di mitigazione della dinamica della domanda aggregata e dell’inflazione sono, rispettivamente, il rapido calo del consumer sentiment e il calo dei prezzi del petrolio.*

### 1. Introduzione

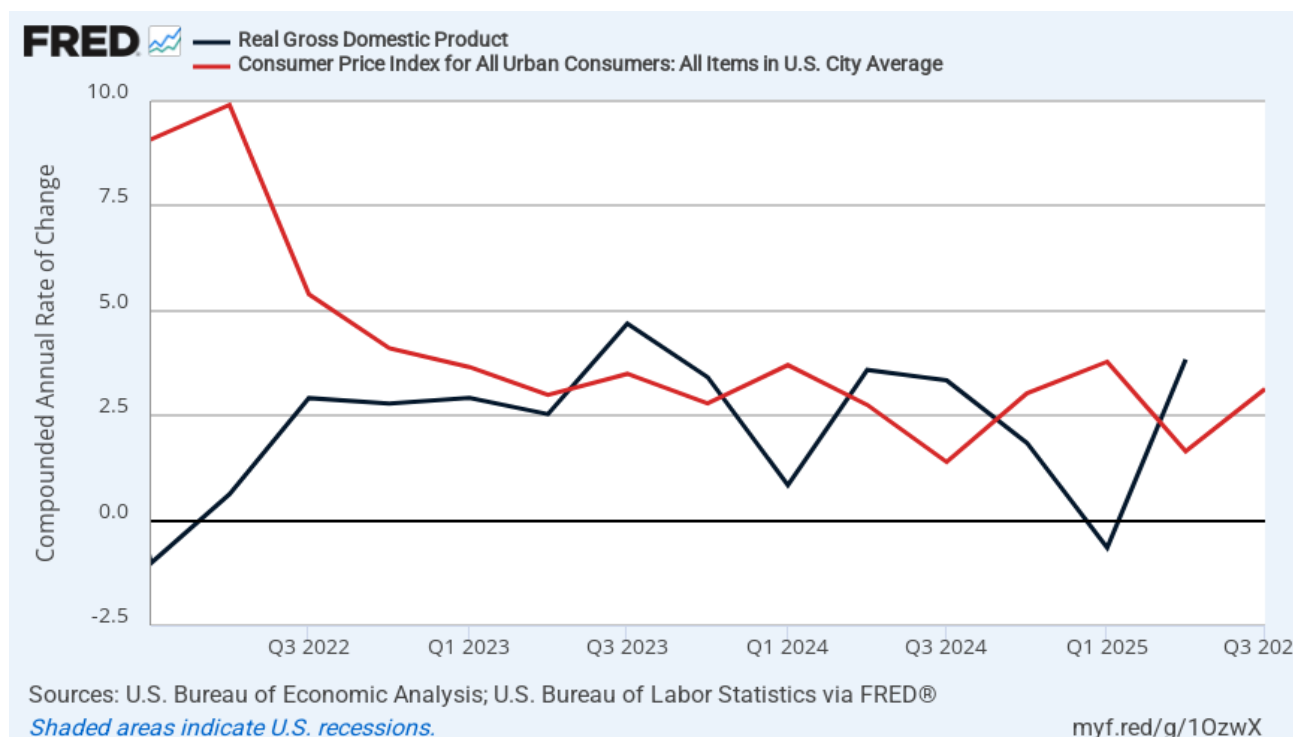
Sul finire della presidenza Biden, l’economia statunitense godeva – dal punto di vista macroeconomico -- di una salute discreta. Il PIL cresceva al tasso del 2% e il tasso di disoccupazione era pari al 4%, prossimo al minimo

storico. L’inflazione – che aveva toccato il 9% nel 2022 – era in fase decrescente, sebbene a fine 2024 fosse ancora decisamente al di sopra del livello obiettivo della Fed, pari al 2% (si veda la Fig. 1).

---

♦ Università Cattolica del Sacro Cuore e Università degli Studi di Milano

**Fig. 1 – USA: Tasso di crescita del PIL e tasso di inflazione  
(variazione % sul trimestre precedente annualizzata)**



Fonte: Bureau of Economic Analysis e Bureau of Labour Statistics

La seconda amministrazione Trump ha cambiato radicalmente l'impostazione di politica economica rispetto a Biden. Trump ha introdotto e perseguito a colpi di ordini esecutivi due "signature policies": l'incremento drastico dei dazi sulle importazioni e il blocco dell'immigrazione irregolare. Nella primavera del 2025, nel pieno della turbolenza macroeconomica innescata dal Liberation Day, le aspettative (degli operatori e dei previsori) erano diventate decisamente pessimistiche, in relazione soprattutto alla dinamica prospettica dell'inflazione. Al momento in cui scriviamo, trascorso quasi un anno dall'inaugurazione dell'amministrazione Trump, sulla base di dati che si fermano al secondo trimestre del 2025 per il PIL e al terzo trimestre per l'indice dei prezzi al consumo, possiamo affermare che gli effetti su inflazione e disoccupazione della nuova

Presidenza vanno nella direzione prevista (aumento dell'inflazione e del tasso di disoccupazione) ma sono (almeno finora) di portata limitata.

Il tasso di crescita del PIL, entrato in territorio negativo nel primo trimestre, è rimbalzato nel secondo attestandosi attorno al 3%. Il tasso di inflazione è risalito al 3%, mezzo punto sopra il tasso di inflazione al termine del mandato di Biden. Anche il tasso di disoccupazione è risalito ma anch'esso in misura modesta, e si attesta, a settembre 2025, al 4,4%.

Occorre approfondire l'analisi per capire cosa è successo e cogliere le tendenze di fondo che influenzeranno la dinamica macroeconomica nei prossimi anni. A nostro avviso i principali fattori che influenzano e influenzeranno il quadro congiunturale statunitense nel breve e medio

periodo (l'orizzonte temporale della seconda amministrazione Trump) sono:

- la politica tariffaria,
- la politica di contrasto all'immigrazione clandestina,
- la politica fiscale,
- la politica monetaria,
- la rivoluzione dell'Intelligenza Artificiale (IA).

I primi tre fattori sono riconducibili direttamente alla impostazione di politica economica di Trump. Per quanto riguarda il quarto fattore, per il momento la politica monetaria è controllata da un board della Fed relativamente indipendente dal potere politico ma dal maggio 2026, con la fine del mandato di Powell e la nomina (che spetta al Presidente degli USA) di un nuovo Presidente della Fed, ci si attende che anche la politica monetaria finisca nell'orbita di Trump.

La presenza della rivoluzione dell'IA tra i fattori che influenzano la congiuntura di breve-medio periodo appare incongrua. In fin dei conti, il progresso tecnico finora realizzato in questo campo non si è ancora riversato nell'economia reale: gli effetti macroeconomici si vedranno nel lungo periodo. Tuttavia, come vedremo tra breve, esistono ragioni reali e finanziarie che impongono di tenerne conto anche in una disamina di breve-medio periodo.

Organizziamo il saggio come segue. Nella sezione 2 faremo una rassegna degli sviluppi per quanto riguarda ciascuno dei 5 fattori elencati precedentemente. Nelle sezioni 3 e 4 ci occuperemo della dinamica recente di PIL, inflazione e mercato del lavoro. Dedicheremo infine la sezione 5 ad una breve disamina delle previsioni per il 2025 e il 2026.

## 2. I principali driver congiunturali

### *La politica tariffaria*

Le motivazioni e gli effetti della politica dei dazi di Trump sono analizzati in dettaglio nel capitolo 1. Qui basti ricordare che, in base ad argomentazioni teoriche, *a parità di altre condizioni* (ossia prescindendo da altri fattori di variazioni congiunturali), l'imposizione di dazi sulle importazioni dovrebbe avere un impatto positivo sulla produzione interna statunitense, riducendo il deficit commerciale, e sull'inflazione, che dovrebbe aumentare. Per il momento non si osserva né un maggiore slancio dell'attività produttiva – ci sono segnali semmai di indebolimento congiunturale – né una forte spinta inflazionistica. In questa sezione ci chiediamo perché non abbiamo osservato finora gli effetti macroeconomici dei dazi che ci attendiamo in base alla teoria economica.

Le mosse dell'amministrazione americana in ambito tariffario appaiono ondivaghe e dettate da motivazioni extra-economiche, difficilmente prevedibili. Esse hanno quindi dato luogo a un diffuso aumento dell'*incertezza*, misurabile, ad esempio, dall'indice TPU (*Tariff Policy Uncertainty*) presentato nel capitolo 1. Dato il peso dell'economia americana sul PIL mondiale, tale incertezza ostacola gli scambi internazionali, facendo rallentare il commercio globale, e per questa via può ripercuotersi, indirettamente, anche sulle prospettive di crescita dell'economia USA. Il WTO stima nel 2% la variazione negativa che il commercio mondiale ha subito nel corso del 2025 per effetto della sola politica commerciale USA. Il tasso di crescita del commercio mondiale nel 2025, quindi, si attesterebbe attorno al 2% contro un tasso di crescita superiore al 3% nel 2024.

Dalla metà di aprile in poi, tuttavia, assorbito il colpo – anche mediatico – del Liberation Day, l'incertezza sulla politica tariffaria si è

notevolmente ridotta.<sup>1</sup> Non c'è dubbio che la politica tariffaria di Trump costituisca *uno shock macroeconomico* a livello mondiale, ma si tratta di uno shock *temporaneo*, che – secondo alcuni previsori – verrebbe riassorbito completamente in corso d'anno. Altri previsori (tra cui il FMI) concordano sulla natura temporanea dello shock ma ritengono che l'impatto negativo dei dazi sul commercio mondiale si materializzerà prevalentemente nel 2026.

Quanto all'inflazione, attualmente (settembre 2025) si attesta attorno al 3%, in leggera risalita rispetto ad aprile. Probabilmente è ancora troppo presto per osservare gli effetti della politica commerciale sul tasso di inflazione aggregato. Si tenga presente, inoltre, che ci sono alcuni elementi che mitigano l'impatto inflazionistico dei dazi.

- In primo luogo, i dazi *attualmente in vigore* sono molto inferiori a quelli annunciati ad aprile. Possiamo individuare tre motivi. (i) Le tornate negoziali intraprese dall'amministrazione Trump con i paesi esportatori dopo il Liberation Day hanno dato luogo ad abbattimenti consistenti dei dazi annunciati, esenzioni e sospensioni. (ii) Dopo la recente tornata elettorale locale che ha penalizzato i repubblicani, Trump ha fatto marcia indietro abolendo i dazi su alcuni prodotti alimentari che non sono producibili all'interno.<sup>2</sup> (iii) Infine, si stanno diffondendo pratiche di evasione ed elusione dei dazi da parte delle imprese. Al momento in cui scriviamo, il *dazio medio*

*effettivo* dovrebbe attestarsi poco sopra il 15% (che è pur sempre almeno il triplo dell'aliquota media pre-Trump).

- In secondo luogo, finora, l'impatto dei dazi sui prezzi finali al consumo per molti beni importati è stato assorbito dagli importatori americani e/o dagli esportatori stranieri. Il livello medio dei prezzi all'importazione a settembre era praticamente invariato rispetto ad agosto.

La trasmissione dei dazi sui prezzi pagati dai consumatori americani è invece più immediata per i beni importati che non possono essere prodotti internamente o che non sono facilmente sostituibili con beni di produzione nazionale. Secondo i dati pubblicati dal BLS, nell'anno intercorso tra settembre 2024 e settembre 2025, l'indice dei prezzi all'importazione aggregato (al netto dei prodotti energetici) è aumentato del solo 0,8%, ma i prezzi della carne bovina sono aumentati del 12%, quello dei prodotti caseari di oltre il 3%, il prezzo del caffè del 23%, quello del cacao del 33%.

### La politica fiscale

Per quanto riguarda la politica fiscale, osserviamo innanzitutto che i dazi sono una fonte rilevante di gettito tributario (si tratta di una sorta di *External Revenue Service*). Le *maggiori entrate* derivanti dai dazi riscossi nel secondo trimestre del 2025 sono pari a 268 miliardi di dollari (circa 1% del PIL). La più importante misura di politica fiscale promossa dall'amministrazione Trump finora è il

<sup>1</sup> Sul futuro della politica commerciale di Trump pende la spada di Damocle della decisione della Corte Suprema – attesa nelle prossime settimane – sulla legittimità costituzionale del ricorso ad uno strumento emergenziale per l'introduzione dei dazi mediante ordini esecutivi, senza passare per il Congresso. Se la Corte Suprema dovesse dichiarare l'illegittimità della procedura seguita finora dall'amministrazione, in teoria

quest'ultima dovrebbe procedere a rimborsi e sicuramente sarebbe costretta a trovare iter diversi, più complicati, per re-introdurre i dazi.

<sup>2</sup> A metà novembre, Trump ha ridotto radicalmente i dazi su una lunga lista di prodotti alimentari (caffè, carne bovina, pomodori, banane), alcuni dei quali non posso essere prodotti negli USA.





*Reconciliation Act del 2025* (noto anche come One Big Beautiful Bill Act o OBBBA), approvato a luglio. Le disposizioni principali dell'OBBBA generano *minori entrate* per: (i) la riduzione del carico fiscale per le famiglie (attraverso la proroga permanente delle disposizioni fiscali del *Tax Cut and Jobs Act* del 2017 in scadenza); (ii) la piena deducibilità ("full expensing") degli investimenti in capitale, incluse attrezzature e ricerca e sviluppo; (iii) agevolazioni riguardanti: redditi qualificati derivanti da mance e straordinari, interessi su prestiti per veicoli, costi di alcune strutture manifatturiere, deduzione maggiorata per contribuenti di età pari o superiore a 65 anni.

L'OBBBA prevede anche *maggior spesa pubblica* per la difesa e per le attività di contrasto dell'immigrazione clandestina. Minori entrate o maggiori spese per il bilancio pubblico hanno natura espansiva ma ovviamente accrescono il fabbisogno finanziario del settore pubblico.

L'OBBBA però prevede anche modifiche a programmi federali quali Medicaid, ai prestiti studenteschi e al programma di assistenza alimentare SNAP che comportano *minori uscite* e quindi hanno natura restrittiva.

Il segno dell'intero pacchetto comunque è indubbiamente espansivo e, a parità di altre condizioni, accrescerebbe – secondo il Congressional Budget Office (CBO) – il disavanzo di bilancio di 4100 miliardi di dollari nel periodo fiscale 2025–2034. La stima è la somma di 3400 miliardi di disavanzo primario e 700 miliardi di maggiori spese per interessi netti. Se un insieme di disposizioni temporanee venisse reso permanente, il deficit aumenterebbero di circa 5000 miliardi di dollari.

Il gettito dei dazi tuttavia consente di limitare l'impatto sul deficit pubblico dell'OBBBA. Secondo le stime del CBO, qualora le tariffe introdotte fino ad agosto restassero in vigore per l'intero periodo 2025–2035, il gettito dei dazi ridurrebbe il

disavanzo primario di circa 3300 miliardi di dollari. Poiché le entrate da dazi riducono la necessità di nuovo indebitamento federale, le spese per interessi diminuirebbero di ulteriori 700 miliardi di dollari. Complessivamente, l'effetto combinato delle modifiche tariffarie comporterebbe una riduzione del disavanzo totale di circa 4000 miliardi di dollari.

Se questi numeri fossero confermati, in buona sostanza *il gettito da dazi compenserebbe l'aumento del deficit che l'OBBBA avrebbe creato*. In altri termini, i dazi consentirebbero di coprire il "costo" a carico del bilancio pubblico delle misure comprese nell'OBBBA e quindi renderebbero meno espansiva o neutrale la politica fiscale. Anche con un deficit primario invariato, il rapporto debito/Pil continuerebbe ad aumentare (attualmente veleggia attorno al 125%).

#### *La politica di contrasto all'immigrazione illegale*

Le stime sull'immigrazione netta per i prossimi anni sono state riviste al ribasso dal CBO rispetto a gennaio 2025. La revisione riflette le nuove misure amministrative e di controllo dell'immigrazione introdotte dopo gennaio 2025, tra cui: (a) obbligo per molti richiedenti di restare fuori dal Paese in attesa dell'udienza in tribunale; (b) cancellazione di alcuni programmi di permesso umanitario. Inoltre, la politica di arresto e deportazione degli immigrati illegali o irregolari residenti negli USA comporterebbe l'espulsione di una parte della popolazione.

La politica di contrasto all'immigrazione ha effetti rilevanti sulle forze di lavoro (o popolazione attiva), che tendono a diminuire o non crescere come in passato. Di conseguenza, anche il PIL *potenziale* si riduce. Ci soffermeremo nella sezione 4 su questo punto. Più controversa è la valutazione dell'impatto di queste politiche sul PIL *corrente*. Supponendo che quest'ultimo risponda alla domanda aggregata di beni e servizi, le politiche di

blocco dell'immigrazione potrebbero avere un effetto negativo anche sul PIL corrente nella misura in cui tali politiche si traducono in minore occupazione, minori redditi da lavoro (per effetto della minor occupazione) e minori consumi.

### *La politica monetaria*

La politica monetaria è stata cauta nel corso del 2024 e in apertura del 2025. Il tasso di inflazione corrente è ancora di un punto percentuale superiore al target ma la Fed non ha ulteriormente accresciuto il tasso sui Fed Funds (dopo il periodo di *monetary tightening* dovuto alla fiammata inflazionistica del 2022-23). Potremmo qualificare come sostanzialmente neutra la *stance* di politica monetaria nei primi sei mesi dell'amministrazione Trump, con la Fed che temeva una recrudescenza inflazionistica mentre dal mercato del lavoro provenivano segnali contrastanti, con qualche indicazione di indebolimento. Nel frattempo, parallelamente al lancio della campagna di incremento dei dazi, Trump ha accresciuto in modo visibile e consistente la pressione sulla Fed al fine di indurla a ridurre il tasso sui *Fed Funds*. Questo atteggiamento di Trump ha molteplici motivazioni. Si potrebbe spiegare innanzitutto con il timore che l'imposizione di dazi crei turbolenze sui mercati azionari. La reazione negativa dei mercati finanziari agli annunci del Liberation day, col crollo del mercato azionario e un accenno di fuga dai titoli di Stato, potrebbe essere una delle ragioni che hanno indotto Trump ad alzare la pressione sulla Fed affinché tagliasse il tasso di policy. Un allentamento della politica monetaria, infatti, avrebbe attenuato le fibrillazioni sui mercati finanziari, consentendo all'amministrazione di proseguire nella

realizzazione della sua agenda di politica commerciale senza il vincolo rappresentato dalle potenziali vendite di titoli. Powell ha resistito alle sirene dell'amministrazione americana ma le fibrillazioni dei mercati finanziari sono rapidamente rientrate anche in assenza di un allentamento monetario. Trump, infatti, ha fatto marcia indietro rispetto alla posizione iniziale secondo la quale i "dazi reciproci" erano non negoziabili, aprendo una lunga e tormentata fase di rinegoziazione e allentamento dei dazi. Le borse americane sono tornate a salire e a macinare nuovi record. A questo ha contribuito quindi la mitigazione *de facto* della tariffa media di cui abbiamo parlato precedentemente e una straordinaria "resilienza" dell'economia americana. Nella pubblicistica, anche quella critica verso l'amministrazione in carica, si è fatto notare che quella americana è una *teflon economy*.

Un secondo e più strutturale motivo per puntare ad un allentamento della politica monetaria da parte di Trump è la riduzione del costo del debito pubblico in presenza di un aumento prospettico del debito pubblico (legato all'OBBBA).

Come si è detto, Powell ha resistito alle pressioni di Trump e le manovre del Presidente per ammorbidire la linea della Fed cambiando la composizione del FOMC – attraverso la rimozione di Lisa Cook (per il momento bloccata dai giudici) e la nomina di Stephen Miran – non hanno modificato la maggioranza del FOMC. A settembre però il FOMC ha deciso di tagliare il tasso sui Fed Funds di 25 punti base, motivandolo sostanzialmente con i segnali di indebolimento congiunturale provenienti dal mercato del lavoro<sup>3</sup>. come argomenteremo tra poco.

<sup>3</sup> Stephen Miran avrebbe voluto un taglio più consistente e ha motivato il suo dissenso affermando che la politica commerciale e di contrasto all'immigrazione di Trump avrebbe ridotto di circa un

punto percentuale il tasso di interesse naturale ( $R^*$  nella notazione dei macroeconomisti), che fa da benchmark per il tasso di interesse di policy. Metà della diminuzione di  $R^*$  sarebbe attribuibile alle misure di

La *stance* della Fed rimane guardinga: il rischio di ulteriori recrudescenze inflazionistiche non è estraneo a questa cautela. La Fed è consapevole del fatto che l'allentamento monetario potrebbe alimentare l'inflazione direttamente attraverso la spinta sulla domanda aggregata e indirettamente attraverso il deprezzamento del dollaro. Curiosamente, l'amministrazione Trump non sembra preoccuparsi (troppo) del deprezzamento del dollaro, in atto ormai da mesi. Il deprezzamento del dollaro può contribuire a riequilibrare le partite correnti, ma il suo effetto sui prezzi si aggiunge, almeno prospetticamente, a quello dei dazi nell'esacerbare l'inflazione.

#### *La rivoluzione dell'IA*

Gli strabilianti incrementi di produttività attesi (o immaginati) da tecnologi, figure apicali delle 7 sorelle del Tech ("Magnificent 7")<sup>4</sup> e fondi di investimento non si sono ancora materializzati nei dati ma gli effetti di breve-medio periodo della rivoluzione dell'IA si vedono già, in primo luogo nelle quotazioni dei mercati azionari. La dinamica esplosiva delle quotazioni azionarie misurata, ad esempio, dallo S&P 500 è trainata dagli investimenti finanziari in azioni emesse dalle Magnificent 7, le altre 493 imprese quotate e incorporate in questo indice si muovono ad un ritmo molto più contenuto.<sup>5</sup> Gli operatori dei mercati finanziari si interrogano da mesi sulla natura dell'ascesa delle quotazioni trainata dalla

---

contrasto dell'immigrazione, l'altra metà all'aumento del risparmio nazionale dovuto ai dazi. Queste osservazioni sembrano poco credibili. Come argomentiamo nella sezione 4, la politica di contrasto dell'immigrazione irregolare tende a ridurre il PIL potenziale. La riduzione del PIL potenziale farebbe aumentare, non diminuire, il tasso di interesse naturale  $R^*$ . Pertanto, nella misura in cui  $R^*$  funge da ancora per il tasso di interesse di policy, il blocco dell'immigrazione dovrebbe indurre un inasprimento, non un allentamento della politica monetaria.

IA. Si tratta di una crescita trainata dai fondamentali o di una bolla simile alla dot.com di alcuni decenni addietro? Come successe anche in occasione del crash delle dot.com, i price-earnings ratios delle 10 più importanti Tech companies (25-30) sono molto più alti della media dei restanti 493 titoli azionari (20) che compongono lo S&P 500<sup>6</sup>. Che si tratti di bolla oppure no, in questa sede ci basta osservare che la dinamica dei prezzi sui mercati finanziari non è priva di conseguenze reali. Essa (i) consente agli azionisti di realizzare notevoli guadagni in conto capitale, che possono finire per alimentare i consumi attraverso l'effetto ricchezza e (ii) fa affluire fondi alle imprese sotto la forma di capitale di rischio e quindi alimenta gli investimenti in capitale tangibile delle imprese impegnate nello sviluppo dell'IA.

La dinamica degli investimenti delle imprese è infatti spinta dagli investimenti specifici destinati allo sviluppo dell'IA, che possono prendere la forma di acquisti di software di chip grafici (investimenti in "Intellectual Property Product") oppure di apertura di nuovi data-center.

### **3. La dinamica del PIL e dell'inflazione nel primo semestre 2025**

La figura 2 riporta il tasso di crescita trimestrale del PIL (misurato sull'asse verticale di sinistra), delle importazioni e degli investimenti fissi lordi misurato sull'asse verticale di destra), nell'ultimo quinquennio.

<sup>4</sup> Alphabet, Amazon, Apple, Meta, Microsoft, Nvidia, Tesla.

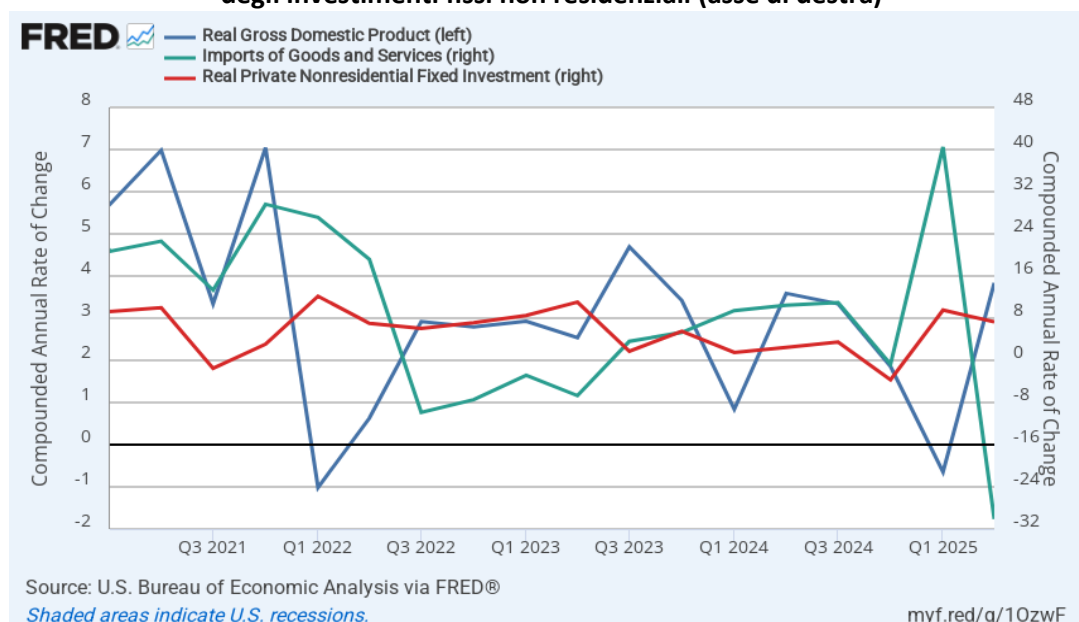
<sup>5</sup> Tra gennaio 2023 e dicembre 2024, S&P500 è aumentato del 58%, il sub-indice delle Magnificent 7 del 156% e quello delle restanti 493 imprese comprese nell'indice del solo 25%. Fonte:

<https://get.ycharts.com/resources/blog/what-happened-to-the-magnificent-seven-stocks/>

<sup>6</sup> Fonte: Torsten Sløk (2025),

<https://www.apolloacademy.com/ai-bubble-today-is-bigger-than-the-itbubble-in-the-1990s/>

**Fig. 2 – USA: Tasso di crescita congiunturale annualizzato del PIL (asse di sinistra), delle importazioni e degli investimenti fissi non residenziali (asse di destra)**



Fonte: Bureau of Economic Analysis

La Tab. 1 riporta la dinamica (misurata dalla variazione percentuale congiunturale – ossia sul trimestre precedente – annualizzata, calcolata su dati destagionalizzati) del PIL e delle sue componenti di domanda nei primi due trimestri del 2025, mettendola a confronto con quella degli ultimi due trimestri del 2024, semestre finale della Presidenza Biden.

La dinamica congiunturale è stata influenzata fortemente dalla politica commerciale. Nel primo trimestre la variazione percentuale del PIL è *negativa* e spiegata dalla dinamica delle importazioni che *aumentano*, su base annualizzata, del 38% (+52% per i soli beni). Le importazioni, infatti, sono una componente negativa del PIL. La spiegazione di questo fenomeno, del tutto ovvia, è che gli importatori USA hanno *anticipato* le importazioni – specialmente di beni – per evitare l'imposizione dei dazi, largamente attesa. Il Liberation Day,

infatti è avvenuto poco dopo la fine del primo trimestre, il 2 Aprile 2025.

Altrettanto evidente è il motivo del rovesciamento della dinamica congiunturale nel secondo trimestre del 2025. Nel secondo trimestre la variazione percentuale del PIL è *positiva* e rilevante (+3.8%). Anche in questo caso a spiegare la dinamica del PIL sono le importazioni che *diminuiscono*, su base annualizzata, del 29%. Si tratta di un effetto di rimbalzo statistico: gli ordini di beni prodotti all'estero che – in tempi normali, ossia pre-Trump – sarebbero stati effettuati nel secondo trimestre, infatti, sono stati anticipati al primo. I dazi annunciati ad aprile (e destinati ad essere abbondantemente rivisti al ribasso nei mesi successivi) non avrebbero avuto il tempo di dispiegare compiutamente i loro effetti di contrazione delle importazioni. Occorrerà attendere i prossimi dati – diciamo su un arco di alcuni trimestri – per cominciare a ragionare sugli effetti quantitativi dei dazi.

**Tab. 1 - Dinamica del PIL e delle sue componenti di domanda**

Variazione % (a/a)	T3 – 2024	T4 – 2024	T1 – 2025	T2 – 2025
PIL	3,3	1,9	-0,6	3,8
Consumi privati	4,0	3,9	0,6	2,5
Investimenti	0,9	-6,8	23,3	-13,8
- Attrezzature	8,2	-4,3	21,4	8,5
- IPP	2,6	-0,6	6,5	15,0
Esportazioni	8,9	-0,9	0,2	-1,8
Importazioni	10,1	-0,2	38,0	-29,3
Spesa Pubblica	5,4	3,3	-1,0	-0,1

Fonte: Bureau of Economic Analysis: News release del 25 settembre 2025.

È interessante notare la dinamica degli investimenti delle imprese. In entrambi i trimestri del 2025 la variazione percentuale degli investimenti (comprensivi della variazione delle scorte) è a due cifre e ha lo stesso segno delle importazioni (ma impatto di significato opposto sul PIL).

Al boom degli investimenti nel primo trimestre contribuiscono primariamente tre componenti: la variazione delle scorte, gli investimenti in macchinari e attrezzature e gli investimenti in “Intellectual Property Products (IPP)”. Questa è la categoria che registra gli investimenti in software per l’IA.<sup>7</sup> Senza l’incremento delle scorte, gli acquisti massicci di attrezzature e gli investimenti in IPP, la flessione del PIL nel primo trimestre sarebbe stata molto più rilevante.

La dinamica degli investimenti si rovescia però nel secondo trimestre: la variazione percentuale diventa negativa. Se andiamo un po’ più in profondità, però, notiamo che è la variazione negativa delle scorte<sup>8</sup> a generare questo risultato. Gli investimenti in macchinari e attrezzature e in IPP continuano a crescere. In particolare, gli investimenti in IPP crescono a due cifre nel secondo trimestre.

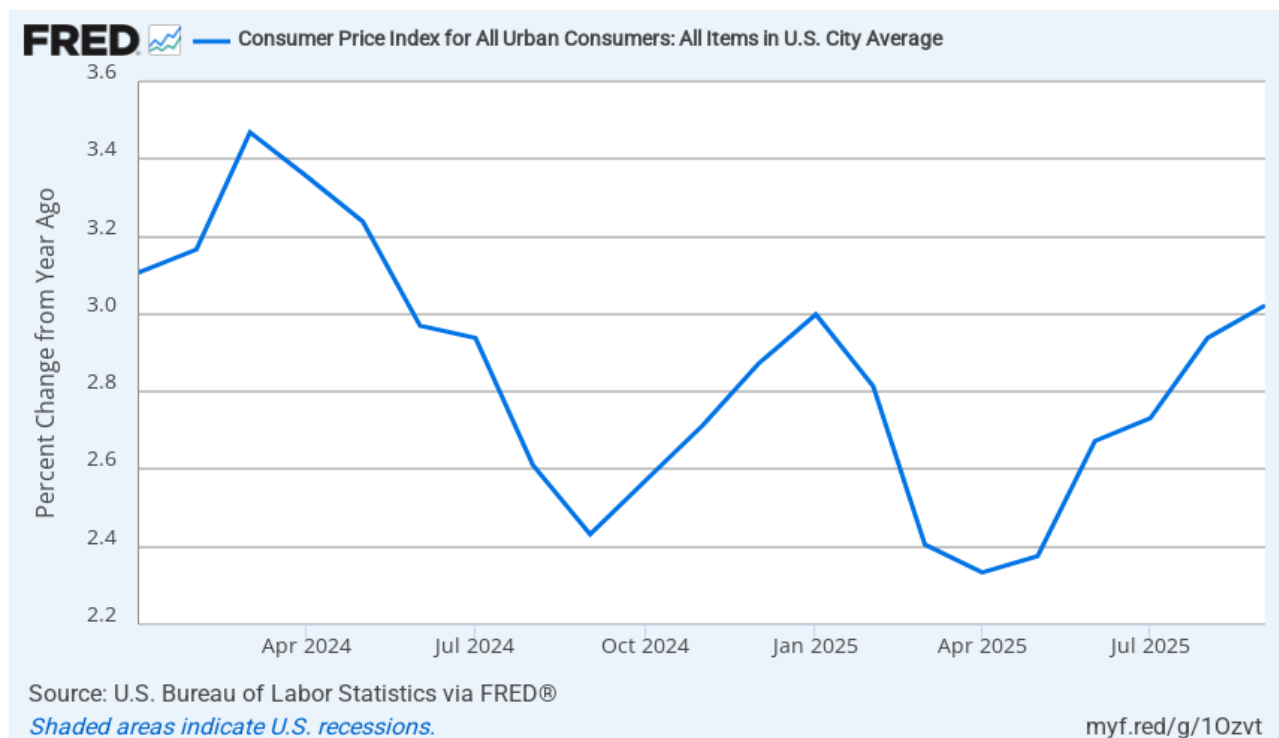
La Fig. 3 riporta il tasso di crescita mensile dell’indice dei prezzi al consumo (Consumer Price Index, CPI) nell’ultimo anno e mezzo. Si nota una tendenza all’aumento del tasso di inflazione negli ultimi sei mesi, che passa dal 2,3% di aprile al 3% di settembre.

<sup>7</sup> Gli investimenti in software e ricerca e sviluppo nel campo dell’ IA, sono considerati spese in conto capitale e inclusi nel computo del PIL come IPP. La spesa per i componenti fisici necessari all’intelligenza artificiale, come la costruzione di nuovi data-center per il training degli AI-bot, ossia l’aspetto “fisico” della rivoluzione

dell’IA, è registrata prevalentemente come investimento in attrezzature.

<sup>8</sup> La variazione delle scorte fornisce un contributo positivo alla crescita del PIL pari a oltre due punti percentuali nel primo trimestre e un contributo negativo pari a oltre 3 punti percentuali nel secondo trimestre.

**Fig. 3 – USA: Tasso di inflazione mensile (variazione % tendenziale del Consumer Price index)**



Fonte: Bureau of Labour Statistics

#### 4. Mercato del lavoro: un “equilibrio strano”

La politica di contrasto dell’immigrazione irregolare ha ridotto (praticamente a zero) l’immigrazione negli USA nel 2025. Nella Fig. 4 riportiamo la variazione mensile della popolazione nata all’estero ma residente negli USA a partire dal gennaio 2024. Da febbraio 2025 ad oggi, le variazioni sono quasi sempre negative. Poiché gli immigrati sono alla ricerca di un lavoro, la riduzione del flusso in entrata nella popolazione implica una riduzione corrispondente del flusso *in entrata nelle forze di lavoro* USA. Eliminata la nuova immigrazione, la variazione delle forze di lavoro si limiterebbe ai soli nuovi membri della popolazione attiva nati negli USA.

Ricordiamo che il PIL *potenziale* è una frazione del PIL di *pieno impiego* e questa frazione è pari al complemento a 1 del tasso di disoccupazione *naturale*. Il PIL di pieno impiego è il PIL che si

verificherebbe se tutte le forze di lavoro fossero occupate. Il tasso di disoccupazione naturale è quel tasso di disoccupazione (minimo e incompressibile) che si realizza quando il mercato del lavoro è sostanzialmente “in equilibrio”. Possiamo ragionevolmente ipotizzare che il tasso di disoccupazione corrente (di poco superiore al 4%) non sia troppo distante dal tasso di disoccupazione naturale. La fotografia del mercato del lavoro nel 2025 che proponiamo, quindi, è caratterizzata, contemporaneamente, da un tasso di disoccupazione (naturale) praticamente invariato rispetto al 2024 e da una riduzione delle forze di lavoro – e quindi del PIL di pieno impiego – per effetto del blocco dell’immigrazione. Ne inferiamo che il blocco dell’immigrazione, a parità di altre condizioni,

tende a *ridurre* il (tasso di crescita del) PIL *potenziale*.<sup>9</sup>

Nella Fig. 5 riportiamo la variazione mensile dell'occupazione negli USA nello stesso periodo. Si tratta dei nuovi posti di lavoro ("job growth") ossia del flusso *in entrata* nei ranghi degli *occupati*. Notiamo che le variazioni mensili dell'occupazione da aprile 2025 è modesta (con l'eccezione di settembre) e in alcuni mesi negativa. Il flusso *medio* di nuovi occupati è di circa 40mila unità al mese, contro le oltre 150mila del 2024.<sup>10</sup> Poiché il tasso di disoccupazione è aumentato ma solo di qualche decimo di punto, possiamo inferire che *l'economia americana è stata in grado di assorbire nei ranghi degli occupati la gran parte dei nuovi entrati nelle forze di lavoro*, ma questi ultimi sono decisamente meno numerosi che in passato.

Si tratta di uno *strano equilibrio* ("curious balance") per usare la terminologia di Powell di cui parleremo tra breve.

Se la capacità di generare nuovi posti di lavoro fosse rimasta quella del 2024, il tasso di disoccupazione sarebbe diminuito. Si è quindi indebolita, nel corso del 2025, la capacità di creare nuovi posti di lavoro dell'economia americana. Sembra questa la preoccupazione principale della Fed, che ha indotto il FOMC a tagliare il tasso sui Fed Funds a settembre.

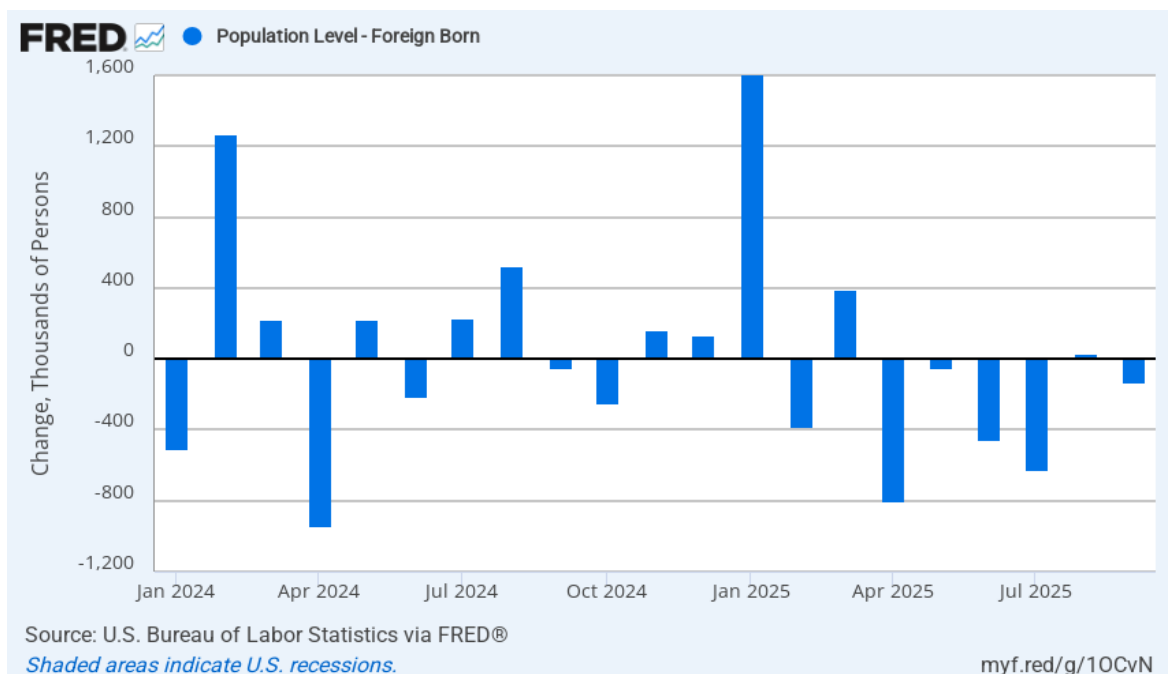
Nell'introduzione alla conferenza stampa di presentazione delle decisioni del FOMC, Powell ha affermato: "In the labor market, the unemployment rate edged up ... in August but remains little changed over the past year at a relatively low level. Payroll job gains have slowed significantly ... *A good part of the slowing likely reflects a decline in the growth of the labor force due to lower immigration* (enfasi aggiunta)... Even so, labor demand has softened, and the recent pace of job creation appears to be running below the "breakeven" rate needed to hold the unemployment rate constant." Durante la conferenza stampa, rispondendo ad un giornalista, Powell ha aggiunto e ribadito: "If you're looking at why employment is doing what it's doing, that's much more about the change in immigration. So the supply of workers has, obviously, come way down. There's very little growth, if any, in the supply of workers. And at the same time, demand for workers has also come down quite sharply and to the point where we see what I've called a "*curious balance* (enfasi aggiunta)." Typically, when we say things are "in balance," that sounds good. But, in this case, the balance is because both supply and demand have come down quite sharply, now demand coming down a little more sharply because we see—we now see the unemployment rate edging up."

<sup>9</sup> Secondo il CBO, il Reconciliation Act aumenta l'offerta di lavoro e il livello di output potenziale attraverso: aliquote fiscali più basse sul reddito da lavoro; piena deducibilità degli investimenti in capitale; requisiti lavorativi per alcuni beneficiari di Medicaid e SNAP. L'effetto sul PIL potenziale di queste misure mitigherebbe quello di opposto del blocco dell'immigrazione.

<sup>10</sup> La direttrice del Bureau of Labor Statistics (BLS) degli Stati Uniti, Erika McEntarfer, è stata licenziata da Trump

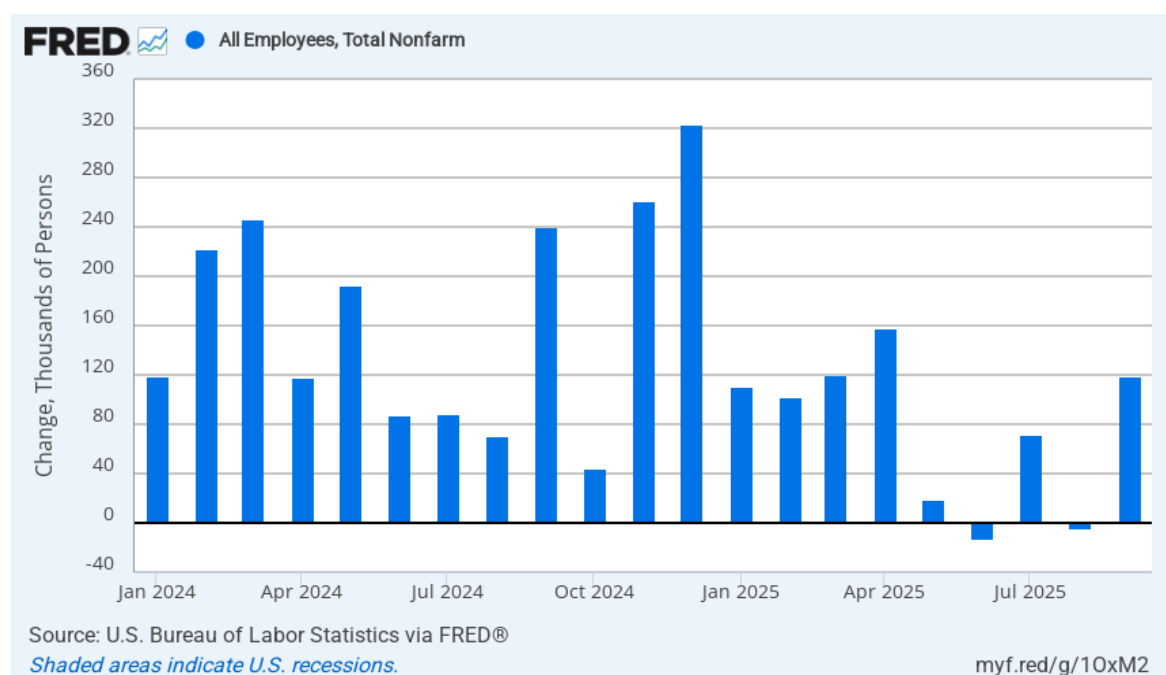
il 1° agosto 2025 sulla scia della pubblicazione dei dati relativi ai nuovi posti di lavoro di luglio, che era risultata inferiore alle aspettative, e della revisione verso il basso dei dati di maggio e giugno. Trump ha rigettato i dati prodotti dal BLS e sgraditi perché "rigged". Trump ha inizialmente candidato E.J. Antony – un economista della Heritage Foundation il cui profilo scientifico è stato messo in discussione da diversi economisti accademici – come nuovo direttore, ma a settembre ha ritirato la candidatura.

**Fig. 4 – USA: Variazione mensile della popolazione residente negli USA ma non nata negli USA (migliaia)**



Fonte: Bureau of Labour Statistics

**Fig. 5 – USA: Variazione mensile della popolazione occupata (migliaia)**



Fonte: Bureau of Labour Statistics



Nello strano equilibrio, dunque, forze di lavoro e occupazione variano in tandem, senza modificare sostanzialmente il tasso di disoccupazione, ancorato al suo livello naturale. Ma il PIL potenziale si riduce.<sup>11</sup> Per definire gli effetti *sul tasso di inflazione* di questo fenomeno occorre stabilire cosa succede al PIL corrente. Possiamo individuare due scenari:

(i) Il PIL corrente oscilla attorno al PIL potenziale. In questo caso, l'indebolimento della capacità di generare occupazione si trasmetterebbe alla produzione e al reddito in aggregato. Minore occupazione (rispetto al 2024) implica minore occupazione e minore output e reddito. Ma l'output gap, ossia la differenza tra PIL corrente e PIL potenziale oscillerebbe attorno a zero e pertanto non vi sarebbe rischio di tensioni inflazionistiche.

(ii) Il PIL corrente non subisce una riduzione. In questo caso, la flessione del PIL potenziale farebbe emergere – anche in assenza di spinta sulla domanda aggregata -- un *output gap positivo*, con associate tensioni inflazionistiche. Se poi le politiche commerciale, fiscale e tributaria spingessero verso l'alto la domanda aggregata e il PIL corrente, l'output gap sarebbe ancora più ampio e la recrudescenza inflazionistica più accentuata.

## 5. Le previsioni

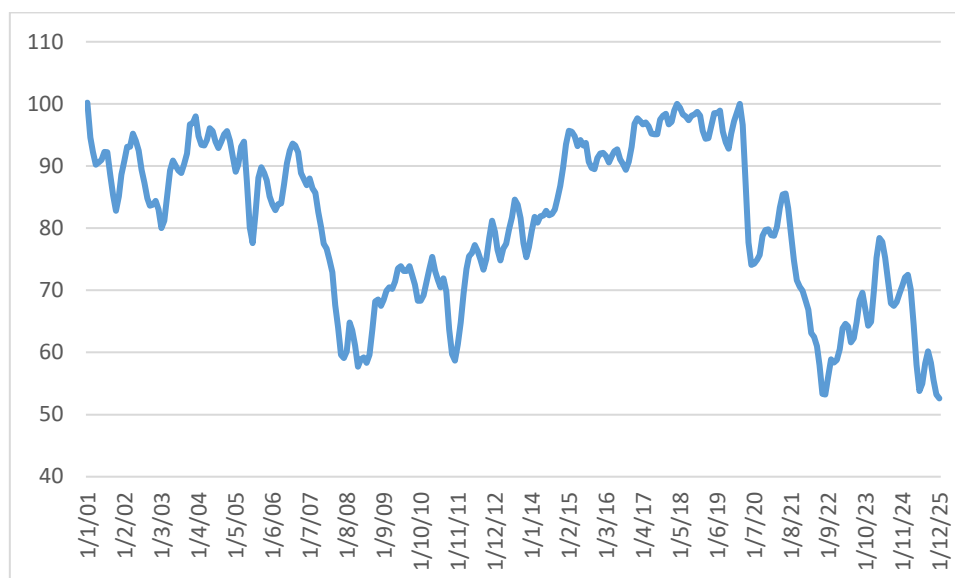
Tiriamo le somme dei ragionamenti fatti finora. Nel prossimo futuro, le politiche commerciale, fiscale e – in prospettiva – monetaria dovrebbero spingere sulla domanda aggregata e quindi sul PIL corrente. La politica di contrasto dell'immigrazione dovrebbe tendenzialmente ridurre il PIL potenziale (come succede per effetto

di shock da offerta negativi). L'output gap dovrebbe quindi essere positivo e tendenzialmente ampliarsi. Dovremmo quindi attenderci un aumento dell'inflazione (anche al di là degli effetti inflazionistici dei dazi).

Ci sono però fattori di mitigazione. Per quanto riguarda la domanda aggregata si notano segnali di aumento del pessimismo delle famiglie, con conseguenze prospetticamente negative per la spesa in beni di consumo. Significativo, da questo punto di vista l'indice di fiducia dei consumatori ("Consumer Sentiment") calcolato dall'Università del Michigan (Fig. 6), che è in fase calante dal 2020 e che è peggiorato drasticamente nel corso del 2025, raggiungendo a dicembre un minimo locale inferiore a quello realizzato nel pieno della grande recessione. I commentatori più pessimisti si aspettano quindi una contrazione dei consumi, trainata in qualche misura dall'attitudine psicologica al consumo (Krugman parla di *Vibe-cession*).

Le previsioni del tasso di crescita del PIL medio annuo USA per il 2025 si collocano nel *range* 1,5-2%. Il CBO prevede che la crescita del PIL reale si attesti all'1,4% nel 2025. Il World Economic Outlook (WEO) del FMI di Ottobre si colloca sull'estremo superiore di questo intervallo. Si tratta comunque di un rallentamento di circa un punto percentuale rispetto al tasso di crescita del 2024. Per il 2026, alcuni previsori si attendono un modesto ritocco al rialzo del tasso di crescita, come il WEO, altri un leggero ridimensionamento, trainato dalla più moderata dinamica dei consumi delle famiglie.

<sup>11</sup> Per semplicità, nel testo si parla di aumento o riduzione del PIL ma si intende aumento o diminuzione del tasso di crescita del PIL.

**Fig. 6 – USA: Consumer sentiment index**


Fonte: University of Michigan

**Tab. 2 - Previsioni del WEO (tasso di variazione % annuo)**

	2024	2025	2026
PIL	2,8	2,0	2,1
Consumo	2.9	2.5	1.8
Investimento	3.5	3.1	2.8
Inflazione	3.0	2.7	2.4

Oltre al ridimensionamento del deficit commerciale, contribuiscono alla crescita i consumi delle famiglie e gli investimenti fissi lordi, che aumentano, nelle previsioni, più del PIL sia nel 2024 che nel 2025.

Quanto al tasso di inflazione, il WEO predice inflazione ancora contenuta (sebbene superiore al target della Fed) sia nel 2025 che nel 2026. Per quanto riguarda l'inflazione, le tendenze esplorate precedentemente sono mitigate dalla dinamica corrente e prospettiva dei prezzi delle materie prime energetiche. Il prezzo del petrolio è in fase decrescente e potrebbe attestarsi nel prossimo futuro attorno a 60 dollari a barile.

Sullo sfondo, si intuiscono segnali di *instabilità finanziaria* che, in un'ottica minskiana (già vista all'opera nel *build up* della crisi finanziaria del 2007-9) potrebbe condurre ad una crisi finanziaria. Dell'andamento anomalo dei corsi azionari abbiamo già parlato. Un crollo di Borsa si porterebbe dietro, come nel 2007-8, la crisi dei fondi di investimento. E il quadro regolatorio è, se possibile, ancora più inadeguato di quello antecedente la crisi dei sub-prime, grazie anche alla deregulation trumpiana. E' una storia già vista e raccontata in passato (molte volte) che speriamo di non dover raccontare di nuovo in futuro.

### 3. LA CONGIUNTURA ITALIANA ED EUROPEA NELLA TEMPESTA DEI DAZI

Fedele De Novellis e Lorenzo Di Matteo ♦

- *Anche nel 2025 le maggiori economie europee hanno registrato una crescita deludente.*
- *Fra i problemi che hanno segnato l'anno che sta terminando vi sono le politiche commerciali protezionistiche adottate dagli Stati Uniti, che hanno peggiorato la posizione competitiva delle imprese europee. A questi si aggiunge l'impatto dell'apprezzamento del cambio reale dell'euro.*
- *In prospettiva le esportazioni europee continueranno ad evidenziare risultati deludenti. Tuttavia, i Paesi europei non sembrano ancora in grado spostare l'asse della crescita verso un modello meno dipendente dalle esportazioni.*
- *Nel corso dell'anno sono state introdotte alcune modifiche all'intonazione della politica di bilancio europea, consentendo una deviazione dei bilanci pubblici dalla traiettoria definita in termini di "spesa primaria" indicata nei Piani strutturali di bilancio di fine 2024. Il vincolo è quello di utilizzare tali spazi per rafforzare la difesa. Le spese per la difesa potrebbero avere un impatto non secondario su alcune filiere, soprattutto i comparti della metalmeccanica, nei quali soprattutto la Germania, ma in parte anche l'Italia, vantano una specializzazione.*

#### 1. Introduzione

Il 2025 è un anno caratterizzato da una fase di ripresa dell'area euro. Tuttavia, il rafforzamento della crescita è derivato soprattutto dall'accelerazione anomala del Pil irlandese, che include i profitti delle multinazionali che hanno la sede in Irlanda per ragioni fiscali. Al netto di questo andamento straordinario, la crescita è rimasta in linea con i ritmi modesti dei due anni precedenti. La crescita ha deluso soprattutto in Germania, ma anche in Italia e Francia i ritmi di crescita restano insoddisfacenti.

Fra i problemi che hanno segnato il 2025 vi sono le politiche commerciali protezionistiche adottate dagli Stati Uniti. In una fase iniziale gli annunci dei dazi hanno provocato una accelerazione delle importazioni Usa per anticiparne l'introduzione. Anche i Paesi europei hanno esportato di più negli Stati Uniti: l'aumento è stato concentrato nella

farmaceutica, ed ha interessato soprattutto i prodotti provenienti dall'Irlanda.

La posizione competitiva europea peggiora non solo per i dazi, ma anche a seguito delle oscillazioni dei tassi di cambio. L'euro si sta apprezzando sul dollaro e verso molte valute asiatiche. In termini reali i cambi verso i Paesi asiatici evidenziano quindi una perdita di competitività dell'area euro. Il timore è che nei prossimi mesi le economie asiatiche, soprattutto la Cina, utilizzino la leva dei prezzi per cercare di collocare in altre aree, compresa la Ue, l'eccesso di produzione rispetto alla domanda interna. Ne deriverebbe una pressione al ribasso sui prezzi europei ed un aumento delle importazioni a scapito della produzione interna, che aggraverebbe le tendenze, già da tempo deludenti, della nostra industria.

---

♦ REF Milano

Emerge con evidenza l'insufficienza del modello di crescita export led seguito dall'Europa sino allo scorso decennio. Il post-pandemia ha invece visto una crescita molto debole delle esportazioni, soprattutto da parte delle imprese tedesche.

D'altra parte, la dinamica dei consumi è stata anch'essa deludente, anche per le conseguenze della crisi energetica del 2022-23.

Le nuove difficoltà emerse nel 2025 con l'apertura della disputa sulle politiche commerciali hanno quindi evidenziato la necessità di fornire uno stimolo alla domanda interna europea. Tuttavia, sebbene la Bce abbia tagliato più volte i tassi d'interesse, in termini reali siamo ancora su livelli superiori a quelli di inizio decennio. Dal lato delle politiche di bilancio, i Paesi europei stanno rispettando i vincoli definiti sulla base della traiettoria della "spesa netta" concordata a fine 2024; per cercare di aprire uno spazio fiscale, è stata permessa l'attivazione ai Paesi che non rientrano nella procedura per deficit eccessivo della National Escape Clause consentita per affrontare circostanze eccezionali, in questo caso l'esigenza di rafforzare le dotazioni per la difesa. Un vero e proprio cambiamento della politica di bilancio ha invece caratterizzato la Germania, che ha modificato le proprie regole interne, che risultavano più restrittive di quelle europee, e questo ha permesso di adottare un piano importante di rilancio dell'economia soprattutto attraverso investimenti nella dotazione infrastrutturale e nella difesa. Ne dovremmo vedere gli effetti nel corso dei prossimi anni.

Le spese per la difesa potrebbero avere un impatto non secondario su alcune filiere in tutti i Paesi europei. La maggiore crescita della domanda potrebbe interessare soprattutto i comparti della metalmeccanica, nei quali la Germania vanta una forte specializzazione. Anche l'Italia vanta una specializzazione significativa in questi settori, e in particolare alcune regioni del Nord, che

potrebbero vedere un rafforzamento del ciclo industriale dal prossimo anno. L'andamento recente di alcuni indicatori, in particolare le inchieste congiunturali presso le imprese manifatturiere, ha in effetti iniziato ad evidenziare alcuni miglioramenti da alcuni mesi.

## 2. Nel 2025 una ripresa "irlandese"

Il 2025, almeno sulla base delle statistiche di contabilità, è stato un anno di ripresa per l'eurozona. Il Pii avrebbe difatti registrato una variazione in media d'anno pari all'1.3% dopo gli incrementi dello 0.5% e dello 0.8% rispettivamente nei due anni precedenti.

Tuttavia, tale accelerazione si spiega soprattutto a seguito dei forti rialzi registrati nella prima parte dell'anno dal Pil irlandese (Fig. 1). Come noto, il Pil in Irlanda presenta frequentemente variazioni ampie legate al fatto che al suo interno hanno un peso di rilievo i profitti delle aziende multinazionali che vi stabiliscono la sede legale per ragioni di convenienza fiscale. Nella prima metà dell'anno il Pil irlandese è aumentato molto, del 18.5%, a seguito dell'aumento dei redditi delle aziende, principalmente del settore della farmaceutica, le cui esportazioni verso gli Stati Uniti sono aumentate a causa dell'anticipo delle consegne, in previsione dell'aumento dei dazi.

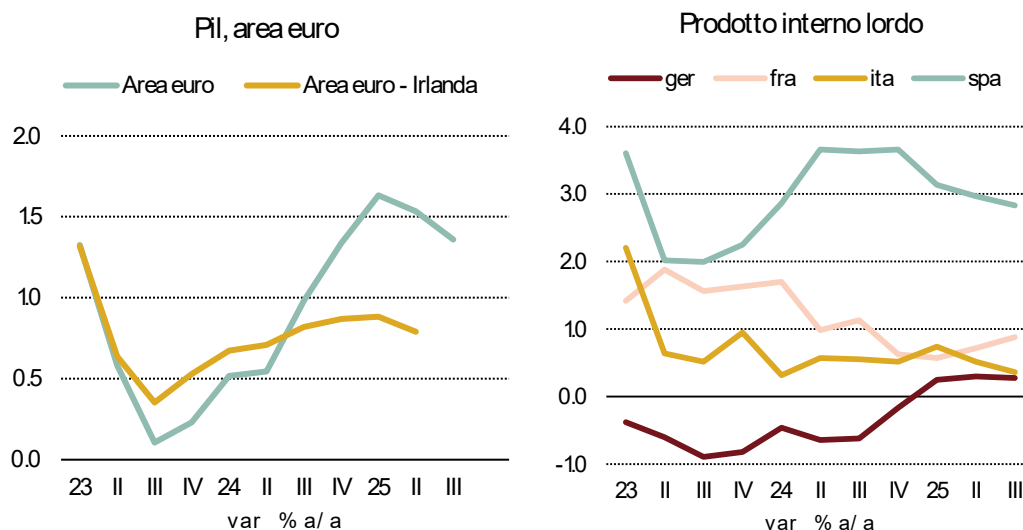
Una volta scorporato il Pil irlandese, la crescita europea si ridimensiona decisamente: ad esempio, la variazione del Pil in media d'anno, con riferimento al solo aggregato delle 4 maggiori economie, risulterebbe pari allo 0.8%, un incremento in linea con quello fatto registrare nei due anni precedenti (+0.7% in entrambi).

In definitiva, la congiuntura europea non ha evidenziato discontinuità di rilievo, mantenendosi su tassi di crescita nel complesso deludenti. Soffermato l'attenzione sulle maggiori economie dell'area, è emerso un leggero miglioramento della dinamica del Pil tedesco, portatasi su valori

di segno positivo dopo un periodo di contrazione. Allo stesso modo, si osserva un rallentamento dell'economia spagnola, che comunque mantiene

ritmi di crescita nettamente superiori a quelli delle altre maggiori economie dell'area. Italia e Francia hanno registrato tassi di crescita deludenti.

**Fig. 1 – La crescita dell'area euro**



Fonte: Eurostat

**FIG. 2 – Le previsioni di crescita dei governi europei e dei maggiori organismi internazionali**

	Commissione Ue nov '25	Commissione Ue mag '25	Ocse set '25	Imf ott '25	Governo Dbp ott '25	Commissione Ue nov '25	Commissione Ue nov '25 - mag '25
<b>Pil 2025</b>							
Germania	0.2	1.1	1.1	0.9	1.0	1.2	0.1
Francia	0.7	1.3	0.9	0.9	1.0	0.9	-0.4
Italia	0.4	0.9	0.6	0.8	0.7	0.8	-0.1
Spagna	2.9	2.0	2.0	2.0		2.3	0.3
Area euro	1.3	1.4	1.0	1.1		1.2	-0.2
<b>Pil 2026</b>							

Fonte: Ocse, Commissione Ue, Imf, Dbp nazionali

L'area euro negli anni scorsi ha risentito soprattutto della frenata dei settori industriali, a seguito delle conseguenze della crisi energetica sui costi di produzione e sulla competitività delle filiere a maggiore intensità energetica; la crescita è stata penalizzata anche dalla crisi dell'automotive, anche a causa dei ritardi nel

processo di transizione verso le motorizzazioni elettriche, e della perdita di competitività soprattutto verso le case automobilistiche cinesi. La crisi ha evidentemente pesato in misura maggiore sulla Germania, dato il peso dei settori manifatturieri nell'economia tedesca, e

soprattutto a seguito della specializzazione nell'industria automobilistica.

Rispetto a queste difficoltà che avevano segnato le tendenze del passato biennio, il 2025 avrebbe dovuto registrare una fase di rafforzamento dell'economia. Secondo le aspettative prevalenti un anno fa, al miglioramento avrebbero concorso la riduzione dei costi energetici, data la discesa delle quotazioni del gas naturale sui mercati europei, lo spegnimento delle spinte inflazionistiche e il conseguente recupero del potere d'acquisto delle famiglie, oltre che il miglioramento delle condizioni monetarie data la fase di riduzione dei tassi d'interesse da parte della Bce.

Tuttavia, sebbene le condizioni sopra evidenziate si siano effettivamente materializzate, le cose non sono andate come ci si attendeva, e la crescita è rimasta su ritmi molto contenuti (Fig. 2).

### **3. I dazi Usa e il cambio dell'euro peggiorano la posizione competitiva dell'industria europea**

Le difficoltà dell'economia europea nel 2025 sono dipese da diversi fattori, fra i quali certamente il cambiamento delle politiche commerciali Usa ha avuto un ruolo decisivo, alimentando un clima di incertezza, che ha condizionato i programmi di investimento delle imprese. In un contesto segnato da un quadro geopolitico internazionale sempre meno rassicurante, l'incertezza sulle politiche economiche è aumentata soprattutto dopo i primi giorni di aprile, quando si è aperta la fase delle trattative sui dazi "reciproci".

La trattativa fra la Ue e gli Stati Uniti è durata alcuni mesi: iniziata nel mese di aprile, dopo il Liberation day, ha portato a siglare un accordo ad agosto.

L'accordo Usa-Ue definisce un dazio del 15%, ma include esenzioni e deroghe per settori come i

prodotti farmaceutici e i semiconduttori, mentre impone dazi più elevati su acciaio e alluminio.

Il dazio di riferimento è fissato ad un livello inferiore, il 10%, nel caso del Regno Unito, mentre per molte altre economie è posizionato allo stesso livello della Ue, ma l'entità delle esenzioni e delle deroghe varia a seconda dei casi. Inoltre, i dazi statunitensi di riferimento sono più elevati per alcuni dei principali concorrenti della Ue, tra cui le grandi economie emergenti (ad esempio Cina, India, altre economie del Sud-est asiatico, e il Brasile). L'Ue beneficia quindi di dazi più bassi sulle esportazioni verso gli Usa rispetto ad altri importanti attori globali, godendo così di un vantaggio relativo che compensa parzialmente la perdita di competitività verso le aziende che producono negli Stati Uniti.

Nel corso del 2025, oltre all'effetto dei dazi americani, è emerso un secondo elemento che contribuisce al deterioramento della competitività dei prodotti europei. Difatti, la perdita di competitività europea è stata acuita dall'apprezzamento del cambio dell'euro: l'euro si è rafforzato innanzitutto nei confronti del dollaro Usa, evidenziando quindi un andamento in direzione contraria a quello che ci si attende dovrebbe accadere quando un Paese adotta politiche di tipo protezionistico. Allo stesso tempo, a fronte dell'apprezzamento del cambio dell'euro sul dollaro, altre economie hanno registrato un andamento relativamente stabile se non in deprezzamento nei confronti della valuta americana. Questo ha portato quindi l'euro ad apprezzarsi nei confronti di un ampio paniere di valute, fra le quali in particolare quella cinese.

D'altra parte, a fronte di un cambio stabile verso il dollaro, l'economia cinese ha evidenziato negli ultimi anni valori bassissimi dell'inflazione, prossimi a zero, con un differenziale di segno negativo rispetto ai Paesi occidentali. Considerando in particolare i prezzi alla

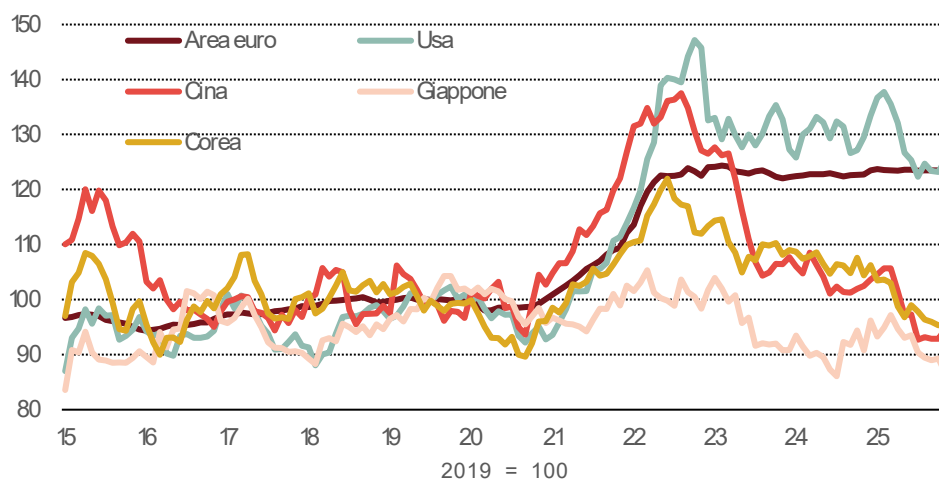
produzione, in Cina si osserva negli ultimi trimestri un andamento decrescente. I prezzi dei manufatti cinesi espressi in dollari si sono quindi contratti negli ultimi anni, portando ad un miglioramento della competitività di prezzo dei prodotti cinesi. Una fase di contrazione ha caratterizzato anche i prezzi in dollari dei manufatti giapponesi, in questo caso principalmente a seguito del deprezzamento del cambio dello yen degli anni precedenti.

Le tendenze degli ultimi anni sono state quindi caratterizzate da una progressiva erosione della competitività di prezzo delle economie occidentali

nei confronti dei maggiori Paesi esportatori di manufatti, soprattutto i Paesi asiatici.

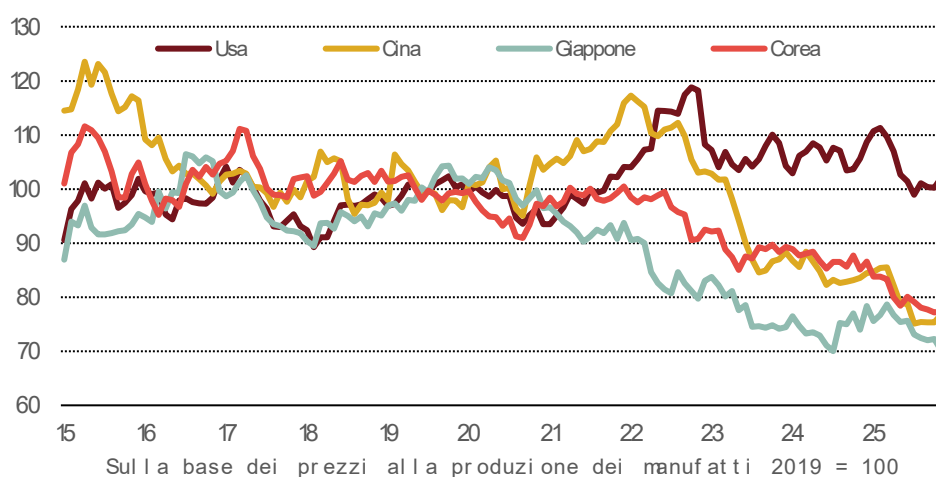
Nella figura 3 i prezzi dei manufatti delle maggiori economie sono espressi in euro, evidenziando come i prezzi europei abbiano evidenziato un disallineamento negli ultimi anni: il differenziale cumulato verso ciascun Paese descrive quindi l'erosione della competitività di prezzo dell'eurozona verso ciascuna economia, e può essere letto quindi alla stregua di un indice di cambio reale bilaterale. Come si osserva dalla figura 4, le maggiori economie asiatiche hanno registrato un deprezzamento del rispettivo tasso di cambio reale rispetto all'euro.

**Fig. 3 – Prezzi in euro dei manufatti internazionali**



Fonte: Ecb, Ocse, Cpb

**Fig. 4 – Tassi di cambio reale verso l'euro**



Fonte: Ecb, Ocse, Cpb

Le dinamiche illustrate inducono a guardare alle pressioni competitive dei prodotti asiatici verso le produzioni europee sotto una luce differente dopo l'introduzione dei dazi da parte degli Stati Uniti. Soprattutto, va considerato che le minori possibilità di penetrazione nel mercato Usa potrebbero spingere le aziende asiatiche, e in particolare quelle cinesi, ad adottare politiche di prezzo molto aggressive, allo scopo di trovare sbocchi all'eccesso di capacità produttiva sul mercato interno.

Per questa ragione, le imprese europee potrebbero ritrovarsi a sperimentare una maggiore pressione concorrenziale dall'esterno, con un aumento progressivo della penetrazione dei prodotti asiatici sul mercato europeo.

I dati dei mesi scorsi mostrano effettivamente una dinamica delle esportazioni cinesi verso altre economie, compresa la Ue, piuttosto vivace, a fronte di una ampia contrazione di quelle dirette verso gli Stati Uniti. Tale aumento è coerente con l'ipotesi di un riorientamento delle esportazioni della Cina. Tuttavia, al momento non è immediato distinguere in che misura si tratti di un vero fenomeno di *trade diversion*, piuttosto che di un

tentativo di eludere i dazi attraverso le cosiddette "triangolazioni", ovvero l'esportazione di prodotti verso Paesi terzi usati come transito per poi inviare tali merci vero gli Stati Uniti.

Le prospettive dell'interscambio con i Paesi asiatici restano incerte anche perché non possono essere escluse misure di ritorsione da parte di alcune economie dell'area in risposta ai dazi americani. Una possibilità è legata all'eventualità che la Cina ridimensioni le proprie forniture di terre rare, mettendo in difficoltà alcune filiere, come già avvenuto nei mesi scorsi.

#### **4. Primi effetti delle nuove politiche commerciali internazionali**

Gli scambi commerciali internazionali nel corso del 2025 sono già stati ampiamente condizionati dalle conseguenze delle guerre tariffarie. In particolare, in una prima fase l'effetto più importante è stato quello legato al *frontloading* da parte degli Stati Uniti. L'aumento della domanda Usa volto ad anticipare l'introduzione dei dazi ha comportato un incremento momentaneo delle importazioni,



che ha portato ad una fase di crescita della domanda di prodotti industriali e materie prime.

Il *frontloading* ha comportato in buona misura una accumulazione di scorte da parte delle imprese americane, ma in parte ha anche portato ad anticipare alcune consegne di prodotti finali, di beni di consumo o di investimento.

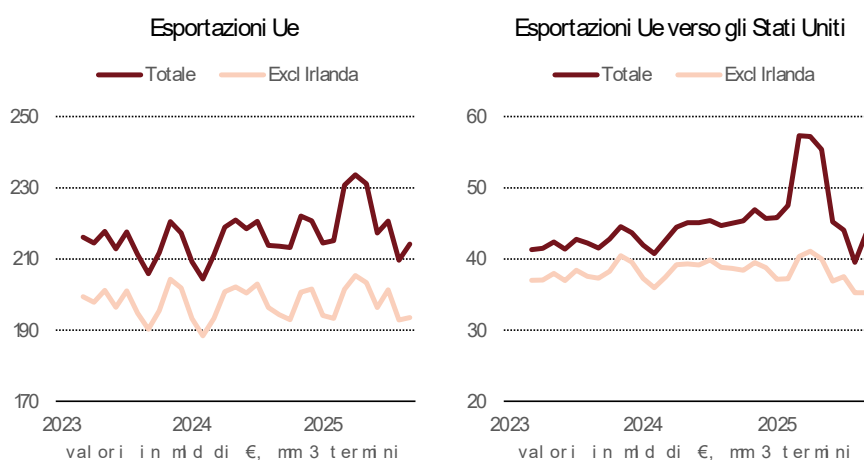
Tale comportamento è motivo di preoccupazione considerando che l'anticipo delle importazioni americane potrebbe portare ad contrazione nei prossimi mesi, con effetti quindi negativi sulla domanda internazionale.

Anche i dati relativi alle esportazioni dei Paesi Ue hanno risentito del cambiamento di tono della domanda internazionale. Nelle tavole riportate alla fine del capitolo si mostra l'andamento trimestrale delle esportazioni delle economie Ue, descrivendone la variazione assoluta e in percentuale sullo stesso periodo dell'anno precedente. In particolare, le prime due tavole mostrano, per l'insieme dei Paesi Ue e per l'Italia rispettivamente, l'andamento delle esportazioni disaggregate sulla base dei mercati di destinazione, mentre le altre due tavole presentano il dettaglio sulla base dei settori.

I dati confermano nel primo trimestre dell'anno l'effetto del *frontloading*, con una crescita anno su anno delle esportazioni europee del 9.3%, circa 59 miliardi di euro: tale aumento deriva per 44 miliardi dall'export verso gli Usa (+34.6%) e per 11 miliardi (+22.4%) da quelle verso la Svizzera, rappresentato a sua volta ampiamente da prodotti del settore della farmaceutica.

Difatti, dal punto di vista dei settori produttivi, l'aumento delle esportazioni europee nel primo trimestre è stato quasi interamente dovuto alla farmaceutica, con una crescita anno su anno pari a 45 miliardi circa (+59.2%). Tra gli altri settori, aumenti relativamente vivaci sono stati registrati dall'industria alimentare e dall'elettronica. Va considerato inoltre che la maggior parte dei prodotti farmaceutici le cui consegne verso gli Stati Uniti hanno accelerato, proviene dall'Irlanda. In effetti, una volta escluse le esportazioni Irlandesi, il fenomeno del *frontloading* si attenua molto, mentre diventa più evidente la frenata delle esportazioni europee verso gli Usa nel corso del periodo estivo (Fig. 5).

**Fig. 5 – Esportazioni dell'Unione europea**

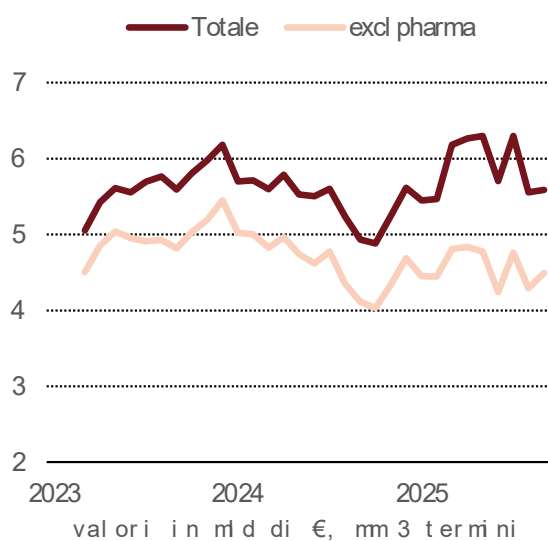


Fonte Eurostat

I dati relativi alle esportazioni dell'Italia mostrano nel primo trimestre una crescita, anche se decisamente meno sostenuta (+3.1%) rispetto al complesso dei Paesi Ue, e pari a 4.9 miliardi, di cui

1.8 delle esportazioni destinate al mercato americano (+10.5%). Anche nel caso italiano il peso della farmaceutica sulla dinamica delle esportazioni è stato significativo (Fig. 6).

**Fig. 6. – Esportazioni Italia verso gli Stati Uniti**



Fonte Eurostat

I risultati delle indagini congiunturali condotte presso le imprese industriali consentono una lettura della percezione che queste hanno del quadro attuale (Fig. 7). Tra i saldi dell'indagine, è motivo di interesse quello relativo alla valutazione delle imprese circa la propria posizione competitiva sui mercati esteri. Guardando ai risultati per il complesso dei Paesi europei si

osserva nel corso degli ultimi trimestri un peggioramento piuttosto marcato di tale saldo riferito alla competitività sui mercati extra-Ue. Il peggioramento è risultato particolarmente pronunciato nel caso tedesco, ma ha interessato anche l'industria italiana.

**Fig. 7 – Giudizi delle imprese sulla posizione competitiva sui mercati Extra-Ue**



Fonte Eurostat

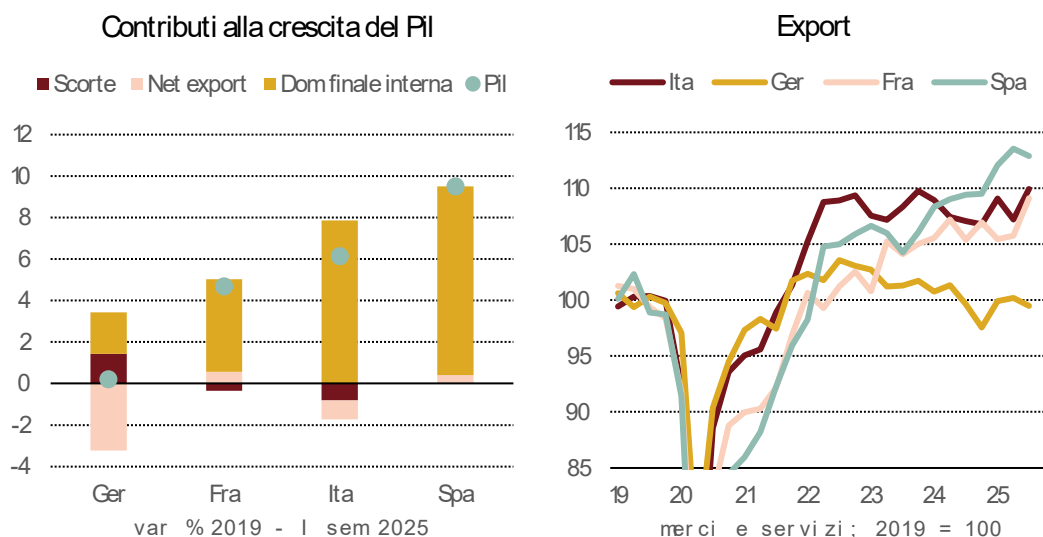
### 5. La difficile uscita dell'Europa dal modello di sviluppo export-led e le politiche del 2025-26

Le analisi dei paragrafi precedenti confermano che il quadro economico internazionale non fornirà un sostegno alla crescita dell'eurozona anche nei prossimi trimestri. Emerge quindi la necessità per i Paesi europei di superare il modello di sviluppo export-led che ha caratterizzato gli ultimi decenni sulla spinta soprattutto della vocazione industriale dell'economia tedesca.

Attraverso i grafici seguenti si ricostruisce la crescita dell'economia nel periodo post-pandemia (quindi l'incremento cumulato del Pil nel periodo 2019-25) nei quattro maggiori Paesi europei sulla base del contributo delle diverse componenti della

domanda. In particolare, i dati mostrano come la domanda interna finale abbia svolto un ruolo determinante rispetto all'entità dei divari di crescita, in presenza di un contributo vicino a zero delle esportazioni nette e delle scorte (Figura 8). L'unico Paese che ha evidenziato un contributo delle esportazioni nette alla crescita significativo, e di segno negativo, è la Germania, dove le esportazioni nel 2025 si posizionano ancora in prossimità dei livelli pre-pandemia, mostrando una discontinuità sostanziale nelle tendenze dell'economia tedesca, che veniva da circa tre decenni di crescita delle esportazioni a tassi elevati, e superiori mediamente a quelli delle altre economie europee.

**Fig. 8 – Maggiori economie europee, domanda interna ed estera**



Fonte Eurostat

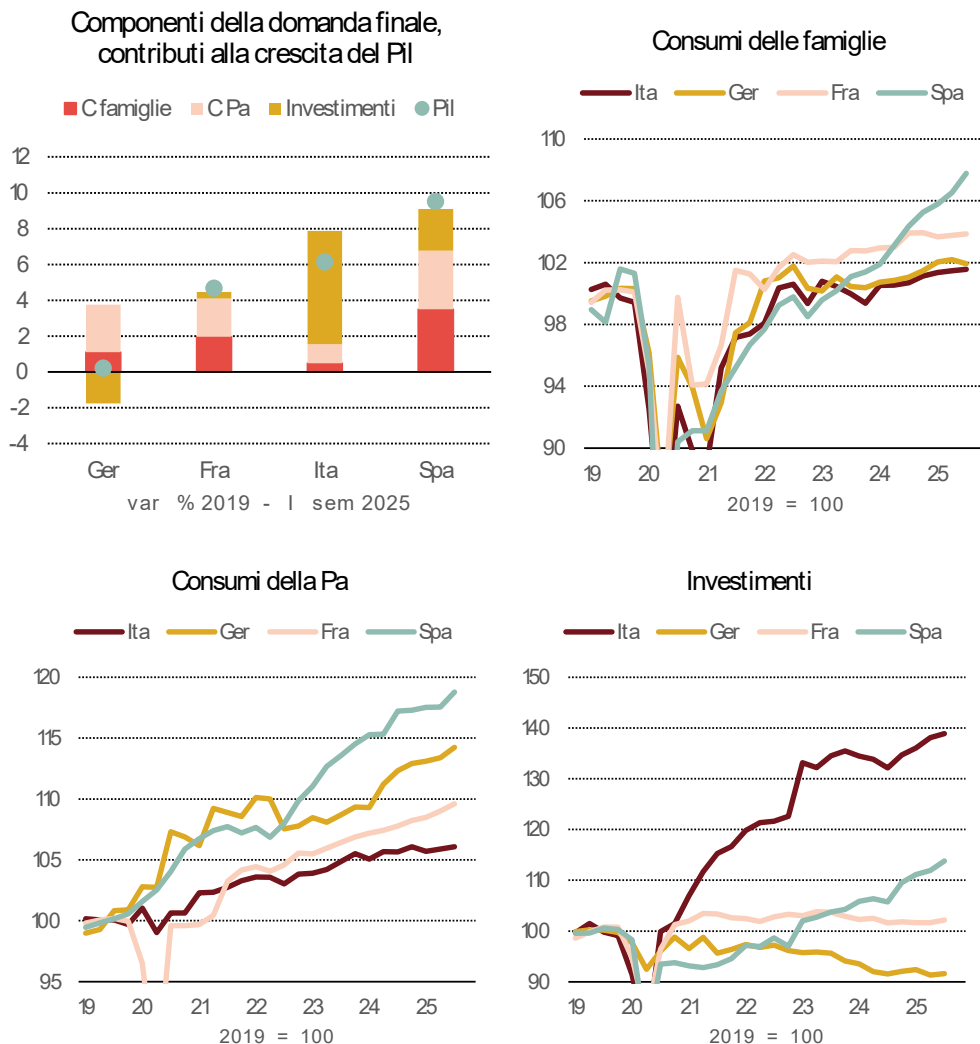
Data la frenata delle esportazioni, durante gli anni scorsi la crescita europea è stata strettamente dipendente dalla crescita della domanda interna, con esiti evidentemente deludenti (Fig. 9). La ragione sta soprattutto nella lenta crescita dei redditi e dei consumi delle famiglie. La crescita della domanda, ha anche rispecchiato il ruolo giocato dalle politiche di bilancio, e in particolare dalla crescita dei consumi pubblici. Solo in Italia questa componente non è praticamente aumentata, mentre sono cresciuti molto gli investimenti, anche in questo caso per effetto delle politiche che hanno sostenuto gli investimenti privati (bonus edilizi) e pubblici (soprattutto nella fase più recente per effetto del Pnrr).

Il ruolo delle politiche è stato quindi decisivo per orientare le caratteristiche della crescita europea durante gli anni scorsi, e soprattutto nel periodo sino al 2023, data la sospensione delle regole di bilancio europee e il *quantitative easing* delle Bce.

Il periodo successivo al 2023 avrebbe dovuto invece caratterizzarsi, secondo gli auspici, per un superamento delle conseguenze della pandemia e della crisi energetica, e per l'inizio di una fase di crescita meno legata al sostegno delle politiche economiche. In questo contesto, veniva avviato un percorso di superamento delle politiche eccezionali d'inizio decennio, attraverso un aggiustamento dei saldi di finanza pubblica e una progressiva riduzione dello stock dei titoli detenuti dalla Bce.

Sul versante delle politiche di bilancio, le regole europee sono state recentemente riformate. La nuova governance è stata approvata nella primavera del 2024, ed ha avuto una prima applicazione nel mese di settembre, con la pubblicazione da parte di ciascun Paese Ue del Piano di bilancio strutturale di medio termine.

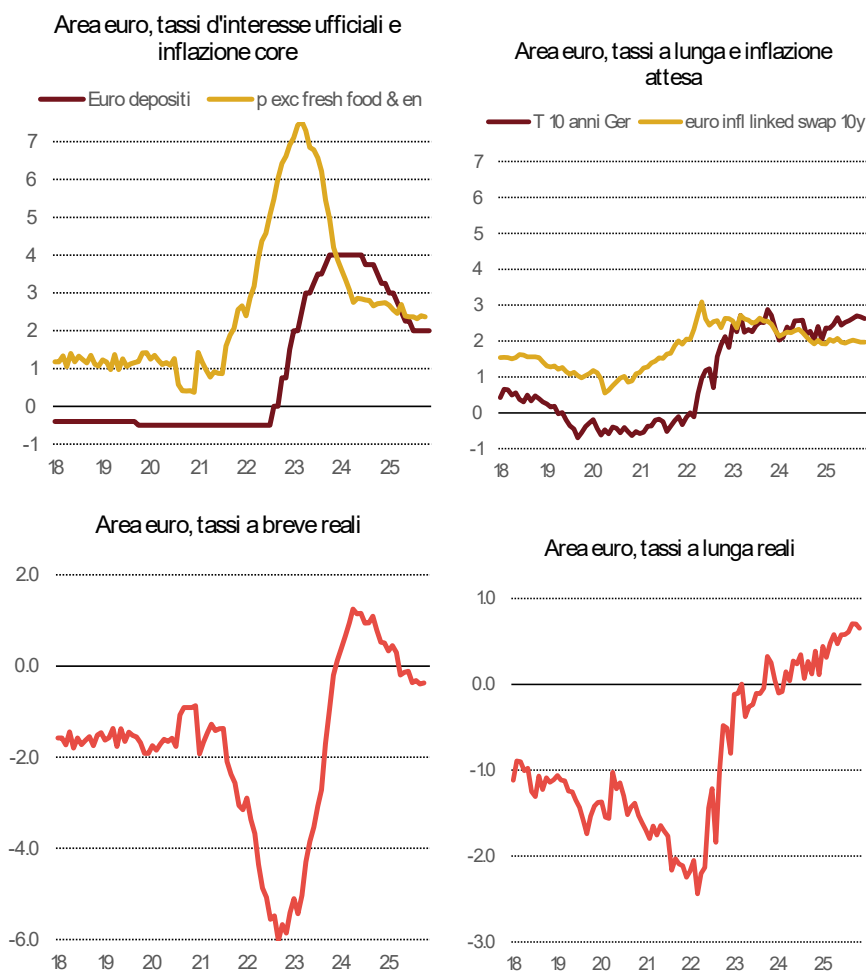
**Fig. 9 – Maggiori economie europee, componenti della domanda interna**



Fonte Eurostat

Tuttavia, diversamente da quanto ci si attendeva, il 2025 si è rivelato un anno debole, segnato da rischi importanti sul versante della crescita. Date le difficoltà del quadro congiunturale, anche le politiche economiche hanno modificato la propria intonazione. Innanzitutto, la Bce ha ridotto i tassi d'interesse più volte, portando il tasso sui depositi al 2% rispetto al massimo del 4% raggiunto sino alla prima metà del 2024 (Figura 10).

Tuttavia, il cambiamento di intonazione della politica monetaria è ancora parziale. Il livello dei tassi d'interesse è ancora superiore rispetto ai valori prevalenti sino al periodo della pandemia, sia in termini nominali, che in termini reali. Dato anche il rafforzamento del tasso di cambio dell'euro degli ultimi mesi, le condizioni monetarie dell'eurozona non sono diventate più accomodanti.

**Fig. 10 – Tassi d'interesse, nominali e reali**


Fonte Bce

Le difficoltà della congiuntura europea hanno anche portato diversi Paesi a manifestare perplessità sulle caratteristiche della nuova governance, soprattutto con riferimento ai limitati margini di manovra di cui dispongono gli Stati nei periodi meno favorevoli della congiuntura economica.

In effetti, la riforma recente della governance fiscale dell'Unione europea segue un'impostazione volta ad attenuare la pro-ciclicità delle politiche di bilancio, preservando però margini di flessibilità concreti solamente in presenza di shock eccezionali<sup>1</sup>. L'elemento cardine della revisione consiste nell'ancoraggio del

<sup>1</sup> La nuova governance prevede due tipi di clausole di salvaguardia (escape clauses):

Clausola di salvaguardia generale - Consente una deviazione temporanea dagli obiettivi di bilancio in caso di grave recessione nell'UE o nella zona euro o di

circostanze eccezionali che colpiscono globalmente gli Stati membri.

Clausola di salvaguardia nazionale - Può essere attivata solo per lo Stato membro interessato, su sua richiesta e previa raccomandazione della Commissione. Serve a

bilancio pubblico alla dinamica della *net primary expenditure*, una variabile operativa che esclude le componenti correlate con il ciclo economico. Tale specificazione permette agli Stati membri di lasciare agire pienamente gli stabilizzatori automatici, disponendo quindi di un meccanismo di risposta anticiclico nel breve periodo e, al contempo, con un impatto neutrale sui saldi strutturali nel medio termine. Tuttavia, si tratta di un meccanismo di portata limitata e, non a caso, dinanzi alle difficoltà del quadro macroeconomico del 2025, sono state sollevate diverse critiche all'impostazione della nuova governance europea. Al riguardo, diversi Paesi sostengono che i vincoli incorporati nel nuovo quadro risultano eccessivamente stringenti data l'impossibilità di adottare misure di tipo discrezionale con effetti sui deficit. Le difficoltà sono maggiori per le economie che hanno fatto ampio uso della sospensione delle regole fiscali durante il periodo pandemico, e che ora devono affrontare un consolidamento di dimensioni significative; il caso francese costituisce, da questo punto di vista, un esempio emblematico. Tuttavia, anche Paesi con fondamentali di finanza pubblica più robusti presentano margini limitati per assorbire spese straordinarie senza dovere introdurre altre misure che ne garantiscano la copertura finanziaria.

La necessità di ampliare gli spazi fiscali a disposizione dei Governi è emersa soprattutto in relazione a due temi di crescente importanza: l'aumento del finanziamento delle spese per la difesa e, in prospettiva, le risorse necessarie per la futura ricostruzione dell'Ucraina. Entrambe le categorie di intervento presentano caratteristiche assimilabili a dei beni pubblici europei e, pertanto,

appare più appropriato utilizzare un finanziamento attraverso strumenti comuni.

Tuttavia, il dibattito sulla possibilità di ricorrere a nuove risorse proprie dell'Unione dopo l'esperienza di *Next Generation EU* non ha ricevuto riscontri univocamente positivi da parte dei Paesi europei, rendendo poco probabile il ricorso a breve ad un aumento significativo della capacità fiscale europea. Nel frattempo, data la prevalente competenza nazionale in materia di difesa, la Commissione ha optato per il ricorso alla *National Escape Clause*, permettendo una deviazione dei conti pubblici dei Paesi europei dal profilo della spesa primaria netta, allo scopo di finanziare l'aumento delle spese nel settore della difesa.

Un ulteriore elemento che modifica l'intonazione delle politiche di bilancio europee è stato inoltre il cambiamento del quadro normativo tedesco. La Germania ha infatti approvato una riforma delle proprie regole fiscali interne, storicamente più restrittive rispetto ai vincoli europei, introducendo una maggiore flessibilità nell'utilizzo della politica di bilancio. Ciò potrebbe determinare, nei prossimi anni, deficit più elevati, con il superamento della soglia del 3% del Pil. In particolare, sulla base delle indicazioni del *Draft Budgetary Plan* tedesco dello scorso mese di ottobre, l'utilizzo della clausola sulle spese militari consentirebbe un allargamento del deficit sino al 4.8 del Pil nel 2026.

In definitiva, la politica di bilancio europea è cambiata negli ultimi mesi in misura sostanziale in Germania, e più limitata in altre economie. Nel caso italiano la Legge di bilancio ha presentato obiettivi in linea con la traiettoria della spesa netta, ma nel Dpfp di ottobre il Governo ha anticipato che, una volta conseguita, la prossima

---

fronteggiare circostanze eccezionali al di fuori del controllo dello Stato, con forte impatto sulle finanze pubbliche. La sua attivazione è temporanea e non deve

compromettere la sostenibilità di bilancio a medio termine.

primavera, l'uscita della procedura per deficit eccessivo, anche l'Italia dovrebbe ricorrere alla clausola, aumentando le spese di alcuni decimi di Pil, sino a raggiungere lo 0.5% nel 2028, quanto permesso sulla base della distanza fra il saldo di bilancio programmatico e la soglia del 3% del Pil. In generale, l'aumento delle spese per la difesa non cambierebbe in maniera sostanziale le prospettive dell'economia italiana. Tuttavia, va considerato che la concentrazione di queste spese sulle voci della difesa va ad alimentare in parte le spese correnti e in parte la domanda ad alcuni settori industriali. In generale, le aziende che

potrebbero convertirsi per soddisfare la domanda innescata dai beni per la difesa sono concentrate prevalentemente nei settori della metalmeccanica, ed hanno un peso importante nell'economia tedesca; tuttavia, anche in Italia questi settori hanno un ruolo significativo sull'industria nazionale, soprattutto in alcune regioni, come il Veneto, la Lombardia e il Piemonte. In definitiva, il cambiamento di regime della politica di bilancio può comportare un effetto concentrato su alcuni comparti nei quali l'industria italiana vanta una buona specializzazione.

**FIG. 11 – Export di merci della UE verso Paesi extra-Ue, 2025**

Variazioni tendenziali, in valore

	Var ass (mln €)			Var %		
	I trim	II trim	III trim	I trim	II trim	III trim
<b>Totale</b>	<b>58.850</b>	<b>-3.469</b>	<b>1.649</b>	<b>9.3</b>	<b>-0.5</b>	<b>0.3</b>
Stati Uniti	44.175	261	-4.588	34.6	0.2	-3.4
Canada	-46	131	-183	-0.4	1.1	-1.5
Messico	-875	-1.061	410	-6.5	-7.5	3.1
Brasile	277	-472	-447	2.6	-4.2	-4.1
Regno Unito	1.482	377	1.214	1.7	0.4	1.4
Svizzera	10.799	3.010	5.135	22.4	6.1	11.1
Norvegia	-134	238	1.501	-0.8	1.5	10.2
Turchia	678	921	-236	2.4	3.3	-0.9
Russia	-498	-530	-753	-6.2	-6.8	-9.3
Cina	-4.311	-7.652	-3.371	-8.0	-13.4	-6.5
Giappone	407	1.287	-1.627	2.4	8.4	-9.5
Corea del Sud	73	-349	345	0.5	-2.6	2.6
India	28	-497	-383	0.2	-4.2	-3.1
Australia	-1.133	-385	-275	-11.7	-3.9	-2.9
Altri Paesi	7.928	1.251	4.905	4.5	0.7	2.7

Elaborazioni su dati Eurostat




**FIG. 12 – Export di merci dell'Italia, 2025**

Variazioni tendenziali, in valore

	Var ass (mln €)			Var %		
	I trim	II trim	III trim	I trim	II trim	III trim
<b>Totale</b>	<b>4.856</b>	<b>1987</b>	<b>9.423</b>	<b>3.1</b>	<b>12</b>	<b>6.4</b>
Stati Uniti	1.766	589	1.966	10.5	3.6	13.3
Canada	15	-3	98	1.1	-0.2	6.4
Messico	-143	-278	-107	-8.8	-15.4	-6.7
Brasile	230	-62	-75	17.1	-4.1	-5.2
Regno Unito	593	-463	357	9.3	-6.2	5.7
Svizzera	798	1.163	647	11.3	15.5	8.5
Norvegia	156	43	104	29.1	7.3	20.0
Turchia	-899	-946	-730	-19.7	-19.9	-19.8
Russia	-240	-203	-206	-21.1	-19.2	-18.5
Cina	-426	-479	-182	-11.0	-12.2	-5.1
Giappone	44	30	52	2.1	14	2.7
Corea del Sud	-278	-48	58	-17.2	-3.1	4.0
India	74	-48	206	6.0	-3.6	17.2
Australia	-54	-134	144	-4.1	-9.6	11.1
Unione Europea	2.813	2.466	5.518	3.5	3.0	7.4
di cui : Germania	1.110	54	371	6.1	0.3	2.2
di cui : Francia	421	454	1.988	2.7	2.8	13.8
di cui : Spagna	806	1.248	949	9.3	14.2	12.0
Altri Paesi	407	361	1.572	1.7	14	6.6

Elaborazioni su dati Eurostat

**FIG. 13 – Export di merci della Ue verso Paesi extra-Ue, 2025**

Variazioni tendenziali, in valore

	Var ass (mln €)			Var %		
	I trim	II trim	III trim	I trim	II trim	III trim
<b>Totale merci</b>	<b>58.850</b>	<b>-3.469</b>	<b>1649</b>	<b>9.3</b>	<b>-0.5</b>	<b>0.3</b>
Agricoltura, silvicoltura, pesca	-605	-291	245	-5.4	-3.0	2.8
Combustibili e minerali	585	-305	288	17.1	-8.3	9.1
Alimentari e bevande	2.571	1.539	-104	5.5	3.1	-0.2
Tessile	-207	-215	-130	-3.7	-3.7	-2.5
Abbigliamento	-242	-348	-174	-2.4	-3.7	-1.7
Pelletteria	-467	-447	-309	-4.9	-4.9	-3.6
Legno	397	79	58	8.6	1.5	1.2
Carta e prodotti stampati	651	-418	-438	7.9	-4.9	-5.2
Coke e prodotti raffinati	-4.790	-6.371	-2.073	-18.3	-25.0	-8.9
Chimica	2.423	-1.881	-5.585	4.2	-3.3	-9.8
Farmaceutica	44.991	10.017	4.998	59.2	12.5	5.9
Gomma e plastica	264	-233	-173	1.7	-1.5	-1.1
Minerali non metalliferi	10	-106	-223	0.1	-1.4	-3.0
Metalli di base e prod. in metallo	2.328	-169	1.352	5.7	-0.4	3.3
Computer, apparecchi elettronici	5.271	3.967	3.054	11.1	8.3	6.1
Apparecchi elettrici	1.124	-6	-578	3.4	0.0	-1.7
Macchinari e apparecchi n.c.a.	1.108	-795	-1.221	1.4	-1.0	-1.5
Automobili	-2.488	-4.248	-4.196	-4.6	-7.6	-8.5
Altri mezzi trasp	2.547	-4.107	6.926	5.2	-7.6	14.1
Mobili	-23	53	57	-0.5	1.1	1.2
Altre industrie manifatturiere	850	438	-419	3.6	1.8	-1.8
Energia e rifiuti	1.776	73	630	28.9	1.3	11.7
Altri prodotti n.c.a.	777	305	-335	6.1	2.1	-2.3

Elaborazioni su dati Eurostat

**FIG. 14 – Export di merci dell'Italia, 2025**

Variazioni tendenziali, in valore

	Var ass (mln €)			Var %		
	I trim	II trim	III trim	I trim	II trim	III trim
<b>Totale merci</b>	<b>4.856</b>	<b>1987</b>	<b>9.423</b>	<b>3.1</b>	<b>12</b>	<b>6.4</b>
Agricoltura, silvicoltura, pesca	215	248	195	9.0	13.0	10.5
Combustibili e minerali	103	154	156	20.3	33.3	39.9
Alimentari e bevande	833	774	716	5.7	5.1	4.7
Tessile	-45	-56	-24	-1.8	-2.0	-1.0
Abbigliamento	-492	-159	13	-6.7	-2.5	0.2
Pelletteria	-447	-220	-115	-6.8	-3.6	-2.0
Legno	18	20	24	2.9	3.1	4.2
Carta e prodotti stampati	59	-18	-49	2.9	-0.8	-2.5
Coke e prodotti raffinati	-1.323	-814	412	-26.9	-19.3	11.3
Chimica	188	-204	-166	1.9	-2.0	-1.7
Farmaceutica	4.896	4.984	3.699	40.1	36.7	28.6
Gomma e plastica	-5	-110	118	-0.1	-2.1	2.5
Minerali non metalliferi	-11	-46	25	-0.4	-1.4	0.9
Metalli di base e prod. in metallo	983	262	2.022	6.4	1.6	13.9
Computer, apparecchi elettronici	-318	-439	246	-5.9	-8.1	4.8
Apparecchi elettrici	3	-76	-35	0.0	-0.9	-0.5
Macchinari e apparecchi n.c.a.	-641	-362	424	-2.6	-1.4	1.8
Automobili	-1.060	-705	-4	-15.1	-10.5	-0.1
Altri mezzi trasp	1.942	-245	2.169	21.5	-2.5	26.0
Mobili	-29	-53	14	-1.0	-1.8	0.6
Altre industrie manifatturiere	-321	-767	-452	-4.5	-9.9	-7.2
Energia e rifiuti	256	-64	-9	31.9	-7.6	-1.2
Altri prodotti n.c.a.	52	-120	43	1.3	-3.0	1.1

Elaborazioni su dati Eurostat