

LA CONFUSA LUCIDITÀ DI TRUMP

Commento Aprile 2025

Il mese di marzo, dopo i dubbi di febbraio, ha confermato che il secondo mandato di Donald Trump non sarà una semplice replica del primo. L'apparente confusione che sembra caratterizzare l'operato del quarantasettesimo presidente degli Stati Uniti potrebbe in realtà esprimere un progetto politico-economico complesso e calcolato, che mira, paradossalmente, a frenare, momentaneamente, la crescita americana, e le relative borse, per preservarne la supremazia. Certo, è difficile, visti i toni da far west, immaginare tanta premeditazione. Ma la scelta delle principali persone che sostengono il presidente è un indicatore forte. Trump, con l'aiuto del Segretario al Tesoro Scott Bessent, sembra aver intrapreso un cammino di "confusione programmata" per indebolire l'economia nel breve termine e, spera, per rafforzarla a medio termine.

Wall Street aveva salutato con gioia il ritorno dell'uomo d'affari alla presidenza. La promessa di sgravi fiscali per le aziende, il ridimensionamento della burocrazia e la fiducia incondizionata nella

nuova economia digitalizzata, rappresentata da Elon Musk, avevano creato un'esaltazione che si era subito manifestata nell'andamento dello S&P e soprattutto del Nasdaq. A gennaio i *bond vigilantes* avevano reso attenti ad un problema che i mercati conoscono ma che avevano deliberatamente deciso di ignorare: i debiti pubblici e la necessità di rifinanziarli. Il decennale americano, giunto a toccare il 4.8% il 12 gennaio, ha segnato il suono della campanella d'allarme. Gli Stati Uniti devono rifinanziare nei prossimi mesi oltre sette trilioni di buoni del tesoro. Il costo annuale degli interessi per sostenere il debito pubblico ha già superato quello della difesa. Rinnovare le obbligazioni con tassi vicino al cinque per cento diventa pericoloso per la sostenibilità del rating di affidabilità americano, che già nell'agosto del 2023 aveva lanciato i primi preoccupanti segnali.

Nelle condizioni attuali Bessent non può contare sull'aiuto della Federal Reserve. Jerome Powell non può tagliare troppo i

tassi, nonostante i desiderata di Wall Street e la pressione implicita del Tesoro. Le aspettative di tagli sono già state ridimensionate: da quattro a due nel 2025. La Fed è infatti bloccata da un'inflazione più tenace del previsto con il PCE a febbraio al 2.8%. L'inflazione *core* resta vischiosa, spinta da dinamiche strutturali (salari, dazi, energia) che non rientrano facilmente. Powell è quindi costretto a muoversi con estrema cautela, in un contesto dove la politica monetaria è sempre più subalterna a quella fiscale. Trump è ben conscio di questo nuovo contesto. Con la leva dei dazi vuole spingere soprattutto l'Europa e la Cina a lanciare politiche espansive interne che possano sostenere la crescita mondiale e la relativa domanda aggregata, evitando che il rallentamento programmato dell'economia americana si trasformi in recessione. In sintesi, i suoi obiettivi di breve termine sono sostanzialmente tre: frenare l'inflazione tramite la contrazione della domanda (meno consumi, meno importazioni), provocare crescita esogena in Europa e Cina e favorire la svalutazione del dollaro rendendo le esportazioni americane più competitive.

All'approssimarsi del 2 aprile, giorno della liberazione secondo Trump, quando i dazi verranno generalizzati su una base di reciprocità, il *sentiment* degli americani, misurato dall'Università del Michigan, sia tra il pubblico, sia tra gli uomini d'affari, è crollato al livello più basso degli ultimi dodici anni. Paure e incertezze sull'amministrazione Trump per le temibili minacce di dazi, licenziamenti statali predisposti da Elon Musk, deportazioni di immigrati e tagli di spesa hanno minato la fiducia degli americani a marzo. Certo, i dati economici americani sono ancora buoni e gli indicatori di *sentiment* sono considerati dagli economisti strumenti "leggeri" per valutare il futuro. Ma quando le indicazioni sono così chiare, l'esperienza storica mostra che i rischi di recessione sono veramente importanti.

Il buono del tesoro a dieci anni americano è passato dal 4.8% al 4.2% in poche settimane. Questo movimento non è ancora l'espressione della frenata dell'economia americana, ma piuttosto l'effetto di una rotazione di portafogli geografica e di *asset*: la Trump-paura ha spinto a uscire da titoli fortemente sopravvalutati - l'indice Fang+, che contiene titoli come Apple, Amazon,

Nvidia, ha perso oltre il 10% a marzo - per spostarsi su settori con valutazioni più contenute. Lo S&P equi-pesato perde l'1.8% da inizio anno, contro il -5.2% dello S&P a capitalizzazione, dove il peso dei big della digitalizzazione ha un grosso peso. Una parte della liquidità è stata parcheggiata nei buoni del tesoro, mentre altri flussi finanziari sono finiti in Europa (+8.8% da inizio anno), in particolare in Germania (+12.8%), in Svizzera (+10.7%) e in Cina (Hong Kong +16.8%), a causa delle basse valutazioni e delle prospettive d'investimenti di rilancio delle rispettive economie per controbilanciare la prevista frenata dell'export colpito dai dazi.

La configurazione di crescita dell'inflazione (CPE) e il potente calo del *sentiment* (Università del Michigan) nell'ultima settimana di marzo non hanno però spinto gli americani a riposizionare in maniera consistente la liquidità nei buoni del tesoro, visto che sono restati attorno al 4.2%, malgrado il dollaro si sia rafforzato. Il mercato ha qualche timore di stagflazione negli Stati Uniti (inflazione che sale e crescita che scende). I movimenti di fine trimestre non possono quindi essere sufficienti a soddisfare il disegno di Bessent e Trump.

C'è un altro ingrediente nella spregiudicatezza trumpiana: la geopolitica. La minaccia di prendere con le buone o con le cattive la Groenlandia, l'idea di annettere il Canada, una Nato condizionata, il tutto condito da forti dazi, dovrebbero spingere i grandi investitori americani a privilegiare la sicurezza di casa, espressa nei buoni del tesoro.

La realtà è che il vero vincente di questa strategia per il momento è l'oro, che ha superato a marzo i 3'150 dollari l'oncia, dando un sostegno al dollaro, visto che viene negoziato in questa valuta. La ricerca della pace in Ucraina dà speranza all'Europa e prospettive di business agli Stati Uniti che pretendono di controllare le terre rare al confine con la Russia.

Se il disegno di Bessent e Trump nel comparto economico si realizzerà nelle prossime settimane sarà tutto da vedere. È probabile che l'obiettivo di breve termine è portare il decennale americano sotto il 4%, magari attorno al 3.7%. Quindi, lo S&P dovrebbe scendere ancora, verso i 5'400 punti. Non è però detto che ciò avverrà subito. Trump deve evitare che estremi livelli di negatività nel *sentiment* vadano oltre il *soft landing*. Il suo è un gioco estremamente pericoloso. In fisica

ad ogni azione corrisponde una reazione uguale e contraria. L'Europa sta ripartendo, con una narrazione che si è comunque concretizzata nell'andamento positivo delle sue borse. Grazie a Trump la Germania, come dice il suo cancelliere, "è rinata". Nel breve termine quest'evoluzione va nella direzione di quanto vuole l'attuale amministrazione americana. Nel medio termine questo è veramente il segnale che il vecchio continente potrebbe aver ritrovato il vero motore capace di traghettare le parole nei fatti. Una grande Germania nel cuore dell'Europa ha una naturale predisposizione di complementarità con la Russia. In Europa, le spericolate giravolte di Trump aprono la porta ad una dinamica nuova già segnalata da Henry Kissinger nel 1992, l'ultima volta che l'Europa visse una virata storica: "Se le due potenze (Germania e Russia) si integrassero economicamente intrecciando rapporti più stretti, si verrebbe a creare il pericolo della loro egemonia!"¹ La Cina, da parte sua, sta già sconvolgendo i disegni di egemonia digitale di Trump e Musk, con l'apparizione di Deep Seek.

¹ Henry Kissinger, "Welt Am Sonntag", 3 maggio 1992, in Giulio Tremonti, *Guerra o Pace*, Solferino, 2024, Milano, p.35.