

Politiche Economiche e Mercati Finanziari: l'Impatto dei Dazi sull'Equilibrio Economico

Chiar.mo Prof. Gianni Nicolini

RELATORE

Marcello Di Gaetano 283251

CANDIDATO

Politiche Economiche e Mercati Finanziari: l'Impatto dei Dazi sull'Equilibrio Economico

(Marcello Di Gaetano)

INDICE

Introduzione	2
Capitolo 1 - Politiche economiche, monetarie e dinamiche di mercato .4	
1.1 <i>Le politiche economiche e monetarie: definizioni e obiettivi</i>	4
1.2 <i>Le reazioni dei mercati finanziari alle politiche economiche</i>	9
1.3 <i>I principali fattori che influenzano i mercati, tassi di interesse e inflazione attesa</i>	17
1.4 <i>Il ruolo del commercio internazionale e i dazi nell'equilibrio economico</i>	20
Capitolo 2 – Dazi, Trump e storia del protezionismo	23
2.1 <i>I dazi nell'economia moderna: teoria e casi storici.</i>	23
2.1.1 <i>Il tasso di cambio</i>	25
2.1.2 <i>I fattori che determinano il tasso di cambio.....</i>	25
2.2 <i>Analisi dell'impatto dei dazi sui mercati finanziari</i>	27
2.2.1 <i>Guerra commerciale 2018-2019</i>	28
2.2.2 <i>Liberation day, Aprile 2025</i>	30
2.3 <i>Reazione degli intermediari finanziari.....</i>	40
2.4 <i>Utilità reale dei dazi.....</i>	42
Conclusioni	44
Bibliografia	46

Introduzione

Quando un interesse nazionale ha come obiettivo quello di creare le condizioni per cui il vantaggio del proprio Paese danneggi quello di paesi esteri, si genera un clima di reciproca ostilità dove c'è solo un vincitore, l'incertezza. Il presente elaborato analizza uno dei casi più rilevanti e attuali di protezionismo: i dazi commerciali imposti dall'amministrazione Trump nell'Aprile del 2025. Il primo capitolo analizza la teoria delle politiche economiche in generale, con la distinzione tra politica fiscale e politica monetaria. Si proseguirà con un'analisi dei policy maker (chi sono, quali obiettivi hanno e come agiscono per perseguirli all'interno del sistema economico). Elemento chiave della prima parte dell'elaborato è infatti studiare le macro-variabili che ne influenzano l'equilibrio. Una volta definite queste, si entrerà nel dettaglio dell'analisi dei mercati finanziari, interesse principale del presente lavoro: il tema è di assoluta rilevanza poiché tramite l'osservazione dei mercati azionari e, come poi si vedrà, dei loro principali indici, si ha una visione più approfondita di quello che succede nel mondo e del peso che hanno le aspettative dei singoli individui sui corsi azionari.

Dopo aver quindi capito cosa siano i mercati finanziari e nello specifico quelli azionari, i loro indici più rappresentativi e come reagiscono a cambiamenti dei tassi di interesse e dell'inflazione attesa, si inizierà ad introdurre l'argomento delle politiche commerciali e dei dazi, degli effetti del protezionismo e del liberoscambismo nel breve e nel lungo termine portando anche all'attenzione un caso storico rilevante: lo Smoot-Hawley Tariff Act del 1930.

Il fine di questi approfondimenti letterari è quello di indagare, nel secondo capitolo, su come i nuovi dazi imposti da Trump abbiano influenzato i mercati finanziari e la stabilità del sistema finanziario con un focus sulle risposte di Cina ed Europa, facendo riferimento anche ad un caso recente con i medesimi protagonisti, quello della guerra commerciale avvenuta tra USA e governo cinese negli anni 2018-2019. La tesi esplorerà come i diversi attori del contesto economico abbiano reagito alle politiche commerciali degli Stati Uniti, l'impatto di queste decisioni sui flussi di capitale, sulla stabilità dei mercati azionari, di

quelli valutari e sulle strategie intraprese dai principali intermediari finanziari per aggirare la crisi.

Infine, grazie ai dati e alle diverse fonti accademiche che permetteranno di esplorare gli effetti dei dazi durante la fine dello scorso decennio, si verificherà quanto può una loro implementazione avere un'effettiva utilità in ordine da rispettare gli obiettivi strategici con la quale vengono dichiarati. Si noterà pertanto che politiche come l' "America First", guerre commerciali tra grandi potenze e barriere tariffarie settoriali stanno mettendo in discussione i benefici tradizionalmente associati al libero scambio. Se da un lato i sostenitori del protezionismo invocano i dazi come strumenti per tutelare l'industria nazionale e correggere gli squilibri della bilancia commerciale, dall'altro molti economisti avvertono che tali misure comportano costi elevati per i consumatori, sotto forma di prezzi interni più alti, e rischiano di innescare pericolose ritorsioni da parte dei partner esteri, con effetti destabilizzanti sulla crescita globale.

Capitolo 1 - Politiche economiche, monetarie e dinamiche di mercato

1.1 Le politiche economiche e monetarie: definizioni e obiettivi

Quando si parla di politica economica, si fa riferimento a quali decisioni dovrebbe intraprendere un policy maker. Esistono diversi tipi policy maker, ma quelli che saranno approfonditi in questa analisi ed in generale i più significativi in termini di importanza delle decisioni prese sono la Banca Centrale Europea (BCE), tipicamente responsabile della politica monetaria dell'eurozona, e il Governo Nazionale, a cui fanno capo la politica fiscale o strutturale¹. Il loro compito è prima di tutto quello di mantenere stabile il sistema economico a seconda della "patologia" dalla quale è affetto, che non è sempre facile da identificare (si può parlare infatti di recessione, inflazione, deflazione, debito pubblico insostenibile, etc.), attraverso adeguati strumenti come la politica di bilancio e appunto, la politica monetaria.

Quando l'economia non è stabile, infatti, aumenta l'incertezza, e sono ben noti i suoi effetti dannosi sia dal lato dei consumi che da quello dell'accumulazione: il singolo risparmiatore è infatti costretto a proteggersi dai rischi tramite strategie molto spesso costose e non accessibili. Sarebbe allo stesso tempo però sbagliato affermare che sia necessario l'intervento di un'autorità pubblica sempre e comunque, in certi casi infatti una decisione sbagliata può non produrre gli effetti desiderati o addirittura peggiorare la situazione precedente².

Ma quali sono i principali ambiti di azione dell'autorità pubblica nell'economia, oltre a quello di stabilizzazione? Il secondo è quello di *allocazione delle risorse*, il mercato e l'iniziativa privata in situazioni di eccessivo liberalismo conducono ad una non efficiente distribuzione delle risorse produttive che come conseguenza porta ai cosiddetti fallimenti del mercato (asimmetrie informative, monopolio, esternalità etc.) che come dice J. Stiglitz

¹ P. M. Enrico, M. Signorelli (2015), *Politica Economica*, Cap. 1

² Franzini (2017), *Disuguaglianze*.

*“Mentre la letteratura tradizionale considera i fallimenti dell’economia di mercato come delle eccezioni alla regola generale che le economie decentralizzate portano a una allocazione efficiente delle risorse (...) è solo in circostanze eccezionali che il mercato è efficiente. Ciò rende molto più difficile l’analisi del ruolo appropriato per lo Stato, il problema diviene di identificare ampi fallimenti dell’economia di mercato dove ci sia spazio per interventi di miglioramento del benessere da parte dello Stato e non più di identificare fallimenti dell’economia di mercato, essendo questi endemici”*³. Il terzo ambito di intervento è quello della *redistribuzione dei redditi e della ricchezza* degli individui col fine di non permettere l’espandersi di disuguaglianze e di impedire che i soggetti con maggiori possibilità economiche possano in qualche modo influenzare le autorità politiche a proprio vantaggio; strumento utile a tale scopo è quello della tassazione.

Proseguendo nell’analisi, dopo aver definito i tre paradigmi da cui nascono i suoi principali obiettivi, bisogna identificare come viene realizzata la politica economica, come viene decisa, cosa vuole realizzare ovvero quali variabili macroeconomiche intende modificare. La prima distinzione, che ricorre anche tra le prime definizioni di questo capitolo, è quella tra le politiche *fiscali* e quelle *monetarie*. Quando si parla di **politica fiscale**, infatti, ci si riferisce ad entrate uscite e saldi di finanza pubblica e a strumenti di politica economica gestiti direttamente dal governo di una determinata nazione utilizzati per influenzare macro-variabili⁴ (obiettivi) come la domanda aggregata, la crescita economica e la distribuzione del reddito. Il bilancio dello stato elenca le spese del settore statale e le entrate, costituite dal gettito fiscale e può essere in disavanzo, quando le spese superano le entrate, in pareggio, con spese uguali alle entrate, o in avanzo, quando le entrate superano le spese. In Italia il bilancio viene proposto dal governo al parlamento, il quale ha il compito di votarlo apportando eventuali modifiche. Quando un bilancio è in disavanzo, viene finanziato tramite l’emissione di titoli di stato e la somma di tutti i disavanzi passati indica la consistenza del debito pubblico. La dimensione del debito in sé non è tanto rilevante quanto la sua influenza sul PIL e quanto un governo può

³ Stiglitz, 1992, p. 58.

⁴ P. M. Enrico, M. Signorelli (2015), *Politica Economica*, Cap. 2.

controllarlo⁵. La misura usata, introdotta per la prima volta con il trattato di Maastricht è quindi relativa in termini di percentuali del PIL, e prevede che il rapporto tra debito pubblico e PIL di un paese non possa superare il 60%⁶.

I principali **strumenti di politica fiscale** utilizzati dai governi sono la variazione degli acquisti pubblici e la variazione delle imposte. Uno dei principali obiettivi perseguito mediante tali strumenti è quello di rendere la politica fiscale anticiclica ovvero con una strategia di bilancio pubblico che miri a mitigare gli shock economici aumentando la spesa pubblica o riducendo le tasse durante un periodo di recessione e viceversa durante un periodo di espansione economica, con la finalità ultima di rendere stabile il ciclo economico. Un problema che emerge nell'attuazione di politiche anticicliche discrezionali è la lentezza burocratica che le stesse implicano, necessitando di notevoli tempi di studio con successiva approvazione in parlamento, non permettendo la loro introduzione nel momento esatto in cui servirebbero. Ad esempio, una politica restrittiva che comincia a produrre i suoi effetti dopo che il PIL sia già iniziato a scendere, rischierebbe non solo di non ridurre il ciclo, ma anche di ampliarlo.⁷ Proprio per questa ragione esiste una forma di politica fiscale anticiclica automaticamente attivata senza decisioni specifiche del governo, i cosiddetti *stabilizzatori automatici*, quegli strumenti in grado di rispondere autonomamente al variare del reddito o della produzione. I due tipi più importanti di stabilizzatori automatici sono un sistema di imposte proporzionale (o progressivo) e sussidi a imprese e famiglie: nel primo caso, se l'economia è in una fase di recessione, diminuisce anche la base imponibile su cui vengono calcolare le imposte ed inoltre aumenta la disoccupazione quindi i sussidi. Se al contrario l'economia è in espansione, avviene il processo automatico con variazioni di segno opposto⁸.

La **politica monetaria**, come già detto precedentemente, consiste in quell'insieme di strumenti utilizzati da una banca centrale di un determinato paese per assicurare la

⁵ Blanchard, O., Amighini, A., & Giavazzi, F. (2021). *Macroeconomia: una prospettiva europea*. Il Mulino

⁶ <http://europa.eu/scadplus/leg/it/lvb/l25014.htm>, Introdurre l'euro, i criteri di convergenza

⁷ Valente, P., (2017), *Manuale di politica fiscale dell'Unione Europea*, eurilink uni. Press

⁸ P. M. Enrico, M. Signorelli (2015), *Politica Economica*, pag. 221-246

stabilità dei prezzi, che costituisce una parte significativa delle politiche di stabilizzazione economica; l'articolo 105 del trattato di Maastricht stesso definisce che *“l'obiettivo principale della BCE è il mantenimento della stabilità dei prezzi”*.⁹ Solitamente ad una banca centrale viene dato il mandato di raggiungere taluni obiettivi prefissati come la stabilità dei tassi di interesse e dei tassi di cambio.¹⁰ Con le sue decisioni di politica monetaria una banca centrale può svolgere un ruolo nel sostenere o agevolare lo sviluppo economico. Regolando il tasso di interesse le banche influenzano gli investimenti delle famiglie e delle imprese, tuttavia, questa è una funzione residuale poiché si tratta di politica economica e non monetaria (di cui si deve occupare lo Stato). Infatti, la BCE non può far aumentare l'inflazione per garantire lo sviluppo economico a differenza della FED e anche nel trattato di Maastricht viene definito dall'come sia un obiettivo di secondaria importanza rispetto a quello della stabilità dei prezzi.

Una banca centrale può agire per aumentare o ridurre la quantità di moneta in circolazione nel sistema (liquidità), un aumento della liquidità nel mercato è correlato a bassi tassi di interesse sui mercati finanziari, mentre una diminuzione della liquidità è correlato ad un aumento dei tassi. Il tasso di interesse è il prezzo della moneta espresso in termini percentuali. Se una banca ha bisogno di liquidità la banca centrale andrà a rifinanziarla con il *tasso di rifinanziamento marginale*, se la banca ha un eccesso di liquidità può depositarlo presso la banca centrale, che accetta sempre richieste di questo tipo al tasso dei depositi presso la banca centrale. Il potere della banca centrale sta nella definizione di questi tassi di interesse influenzando il mercato, essa infatti è conosciuta come prestatore e deposito di ultima istanza, perché la sua finalità non è quella di mettersi in competizione con altre banche. La banca centrale definendo i suoi tassi sarà quindi in grado di modificare indirettamente anche i tassi delle altre banche influenzando il costo del denaro sul mercato interbancario. Fissando rifinanziamento al 5% sul mercato interbancario non ci saranno mai operazioni superiori al 5%, questo ragionamento vale anche con i tassi di deposito. Se la banca centrale aumenta i tassi (ad esempio il tasso sui depositi prima era lo 0,5 e diventa il 3%) anche le altre banche tenderanno a fare operazioni a tassi più elevati.

⁹ <https://www.europarl.europa.eu/about-parliament/it/in-the-past/the-parliament-and-the-treaties/maastricht-treaty>

¹⁰ M. Motolese, C.K. Nielsen (2024), Lezioni di politica economica, Cap. 17

Chiaramente, una banca centrale da sola non è in grado di modificare le macrovariabili a cui fanno capo i suoi obiettivi quindi, posti questi (disoccupazione, domanda di moneta, stabilità dei prezzi e crescita economica), vanno evidenziati gli strumenti della quale deve dotarsi. Gli strumenti devono essere sotto il diretto controllo della banca centrale e sono immediatamente misurabili e controllabili.

Operazioni di mercato aperto (OMA): per diminuire l'ammontare della liquidità all'interno del sistema in un'operazione di mercato aperto, la banca centrale vende attività come titoli di stato, alzando i tassi d'interesse e incentivando il risparmio rispetto ai consumi. Per stimolare l'economia aumento la quantità di moneta in circolazione comprando titoli (emettendo moneta), diminuisce il rendimento del titolo perché il suo prezzo si alza (ci sono meno titoli in circolazione) e incentiva i consumi.

Coefficiente di riserva obbligatoria: un aumento dei coefficienti di riserva obbligatoria causa una diminuzione della liquidità sul mercato (attuando quindi una politica monetaria restrittiva) e contestualmente un aumento dei tassi d'interesse. Con una diminuzione del coefficiente di riserva obbligatoria, c'è più liquidità sul mercato e si parla di politica monetaria espansiva.¹¹ Va infine precisato che ad oggi quello della riserva obbligatoria non è considerato uno strumento prioritario dalla Banca Centrale Europea.

Attraverso la determinazione del tasso di rifinanziamento e le relative operazioni di mercato aperto le banche centrali possono quindi esercitare un notevole controllo sull'offerta di moneta che tuttavia non risulta essere assoluto dovendosi confrontare con due problemi nello specifico dovuti al fatto che gran parte dell'offerta di moneta è creata attraverso il sistema bancario a riserva frazionata. Il primo problema è che la banca centrale non supervisiona la quantità di moneta che i singoli individui decidono di detenere sotto forma di depositi bancari e tanto meno le banche sono in grado di creare autonomamente moneta. Facendo un esempio, se da un giorno all'altro le persone perdessero fiducia nel sistema bancario tradizionale e decidessero di detenere la loro ricchezza in forma esclusivamente liquida, le banche perderebbero riserve e creerebbero

¹¹ M. Motolese, C.K. Nielsen (2024), Lezioni di politica economica, Cap. 17

meno moneta: l'offerta di moneta diminuisce anche se la banca centrale non interviene.¹² Il secondo problema deriva dal controllo dell'offerta di moneta da parte della Banca Centrale. Quest'ultima, infatti, non ha alcuna discrezione su quanto le banche decidano di impiegare i loro depositi e il denaro depositato presso una banca crea moneta solo quando la banca stessa decide di impiegarlo per concedere un prestito. Le banche commerciali autonomamente possono decidere di detenere riserve in eccesso oltre quelle determinate dal coefficiente di riserva obbligatorio, cosa che di conseguenza non permette alla banca centrale di conoscere con certezza la quantità di moneta creata all'interno del sistema bancario. Facendo un altro esempio, se i banchieri da un giorno all'altro decidessero di essere più prudenti di loro sponte e di non concedere più mutui detenendo maggiori riserve, l'offerta di moneta si contrarrebbe, ancora una volta senza intervento della banca centrale. Quindi, in un sistema bancario a riserva frazionaria la quantità di moneta è frutto anche del comportamento delle banche e dei depositanti stessi, e dato che la banca centrale non può controllare o prevedere questo tipo di comportamenti non è in grado neppure di detenere un controllo assoluto sull'offerta di moneta.¹³

1.2 Le reazioni dei mercati finanziari alle politiche economiche

Prima di descrivere come funzionano e reagiscono i mercati finanziari alle decisioni dei policy makers, bisogna identificare cosa sono i mercati in generale, le loro numerose classificazioni e definizioni. In primo luogo, il mercato è il luogo fisico o virtuale dove avvengono le contrattazioni di beni e servizi. Il mercato finanziario è un concetto ampio che descrive ogni luogo di contrattazione dove compratori e venditori interagiscono per dar vita a negoziazioni di attività finanziarie (azioni, obbligazioni, derivati, valute, crediti, ecc.). La classificazione dei mercati finanziari avviene sulla base delle:

- 1) *Attività scambiate*: ovvero obbligazioni, azioni, derivati (options), valuta, mercato creditizio e mercati delle commodities.
- 2) *Regolamentazione*: In base alla presenza ed il ruolo di intermediari che regolano le contrattazioni tra compratori e venditori. a) Regolamentati, Il mercato

¹² N. G. Mankiw, M. P. Taylor (2024), Macroeconomia, Cap. 4

¹³ N. G. Mankiw, M. P. Taylor (2024), Macroeconomia, Cap. 4

è organizzato e gestito da un soggetto (borsa valori) che definisce le regole e le procedure di funzionamento del mercato con l'obiettivo di massimizzare gli scambi. b) OTC (Over-the-Counter), Domanda e offerta si incontrano autonomamente, senza il supporto di intermediari dedicati (borse valori).

3) *Modalità di formazione dei prezzi*: In base alla presenza o meno di un "liquidity provider", a) Mercati Market Makers, Il mercato prevede la presenza di un intermediario finanziario (c.d. "Market Maker") che assume l'obbligo di rispondere alle richieste degli operatori (compratori e venditori), garantendo la liquidità al mercato. I prezzi ai quali è disposto a negoziare sono definiti dal market maker, che applica una quotazione bid (più bassa) a controparti venditrici, ed una quotazione ask (più alta) a controparti compratrici b) Mercati ad asta, I prezzi sono definiti dal confronto diretto delle proposte di negoziazione inserite dai potenziali compratori e venditori.

4) *Funzionamento di mercato*: a) Mercati alle grida, gli operatori (traders) si incontrano fisicamente in un luogo (borsa valori) ed interagiscono con un "banditore" che, ascoltate le proposte di negoziazione di compratori e venditori, fissa il prezzo ufficiale, che sarà il prezzo di riferimento per l'intera asta giornaliera. b) Mercati elettronici, gli ordini (proposte di negoziazione) in acquisto ed in vendita sono inseriti tramite un terminale e gestiti da un algoritmo (c.d. "trading engine") che, secondo un predeterminato set di regole, identifica le proposte compatibili che diventano scambi.

5) *Dimensione degli scambi*: a) Mercati all'ingrosso, c'è una soglia dimensionale minima per il singolo scambio di dimensioni tali da escludere la presenza di piccoli operatori. L'accesso stesso al mercato può essere riservato ad operatori che soddisfino criteri dimensionali e di altra natura definiti dal mercato (borsa). b) Mercati al dettaglio, non ci sono soglie dimensionali minime per gli scambi o sono sufficientemente basse da consentire l'operatività anche ad investitori retail.

6) *Modalità di regolamento degli scambi*.

7) *Mercati primari e secondari*, a) Mercato Primario, lo scambio avviene tra l'emittente e l'investitore, ed ha come oggetto titoli di nuova emissione (es. Azioni, obbligazioni, ecc.) che sono quindi negoziati "per la prima volta". b)

Mercato Secondario, la transazione ha ad oggetto titoli già presenti sul mercato in quanto emessi precedentemente.

8) *Maturity*: a) Mercato monetario, è il mercato di quelli strumenti che permettono di “parcheggiare” il denaro per un determinato periodo di tempo. La vita residua del titolo (“maturity”) è inferiore o pari a 12 mesi. Strumenti del mercato monetario sono in genere utilizzati per gestire bisogni di liquidità (investimento o finanziamento) dovuti a disallineamenti tra flussi di cassa in uscita e flussi di cassa in entrata. b) Mercato dei capitali, la vita residua del titolo (“maturity”) è superiore ai 12 mesi. Nel mercato dei capitali gli operatori soddisfano bisogni di raccolta di capitali (equity, long-term debt) che, in quanto tali, hanno orizzonti di impiego superiori ai 12 mesi. In questo caso si parla di gestione dei capitali, quindi di investimenti veri e propri con obiettivi tendenzialmente a lungo termine, al contrario di quello monetario che rappresenta un momentaneo deposito.

I mercati finanziari rappresentano una componente cruciale dell’economia moderna in quanto sono in grado di riflettere, spesso in tempo reale, le aspettative degli investitori riguardo diverse variabili macroeconomiche quali ad esempio la crescita e l’inflazione, ma sono soprattutto in grado di essere indicatori di stabilità. Le politiche economiche, sia di natura fiscale che monetaria, influiscono in modo diretto e indiretto sul comportamento degli operatori finanziari (infatti non è da dimenticare il ruolo notevolissimo delle aspettative) determinando movimenti negli indici azionari, obbligazionari e nei tassi di cambio. Analizzare queste reazioni è essenziale per comprendere l’efficacia percepita delle decisioni di policy e il loro impatto sull’economia reale.

Le politiche fiscali come l’aumento della spesa pubblica o la riduzione delle imposte possono avere, almeno nel breve termine, un effetto positivo sui mercati finanziari con una successiva espansione dell’economia. C’è però un’altra faccia della medaglia, quando simili misure infatti portano ad un eccessivo aumento del debito pubblico o del deficit, i mercati possono reagire in modo contrario temendo un deterioramento della sostenibilità fiscale di un determinato paese. Se aumenta il rischio, a parità di fattori, il titolo è meno interessante, in questo caso si ridurrebbe la domanda del titolo stesso e a questo punto le obbligazioni sovrane potrebbero subire un abbassamento del loro prezzo.

Un esempio storico è rappresentato dal pacchetto di stimolo fiscale approvato negli Stati Uniti nel 2021 che inizialmente alimentò l'ottimismo dei mercati ma che successivamente scaturì forti preoccupazioni in merito all'inflazione, come dicono Blanchard e Johnson (2013, pp. 112-117)¹⁴ infatti, le politiche fiscali espansive possono generare effetti positivi di breve termine, ma comportano rischi di instabilità futura.

Anche le politiche monetarie sono in grado di influenzare i mercati in maniera continuativa, quando la banca centrale, ad esempio, adotta misure espansive come la riduzione dei tassi di interesse i mercati tendono a reagire positivamente e al contrario, quando adotta politiche restrittive, si osservano simultaneamente abbassamenti degli indici azionari. Come detto in precedenza è importante notare che le aspettative giocano un ruolo fondamentale, anche solo l'annuncio infatti, da parte del presidente della banca centrale europea, di un imminente abbassamento dei tassi, può generare una reazione più forte di quella che avrebbe l'abbassamento stesso “la forward guidance può quindi avere un peso maggiore della misura in sé”¹⁵.

In sede di questa analisi, si è deciso di prendere come punto di riferimento per studiare le reazioni e i movimenti di mercato in seguito alle decisioni dei policy makers gli **indici azionari**. Prima di approfondire quali sono i principali e come funzionano, bisogna specificare da cosa nascono e cosa riflettono; quindi, passiamo a una breve rassegna del mercato azionario. Il mercato azionario è il luogo dove vengono negoziati titoli azionari, è quello di cui sentiamo parlare tutti i giorni e quello a cui generalmente si fa riferimento, un'oscillazione dei corsi azionari guadagna sempre le prime pagine dei giornali. Generalmente si usa distinguere il mercato in primario e secondario. Sul mercato primario sono collocate le azioni di nuova emissione, mentre sul mercato secondario sono negoziati i titoli già in circolazione. Nei mercati azionari è possibile negoziare titoli su diverse “trading venues”: 1) *Mercati regolamentati* (Borsa Valori), Una borsa valori è un mercato regolamentato la cui gestione è affidata da una società di gestione del mercato, che ne definisce le regole di ammissione e di funzionamento. 2) *Multilateral Trading*

¹⁴ O. Blanchard & D.R. Johnson, *Macroeconomia* (2013), pp. 112-117.

¹⁵ F.S. Mishkin, *Istituzioni e mercati finanziari*, (2019), pp. 432-438.

Facilities, un Sistema di scambi organizzato, riservato a imprese di investimento, banche e gestori di mercati regolamentati, dove una pluralità di soggetti convoglia di ordini di negoziazione provenienti da clienti o posti in essere dai partecipanti. 3) *Internalizzatori sistematici*, un intermediario che in modo organizzato, frequente, sistematico e sostanziale, negozia per conto proprio eseguendo gli ordini dei clienti, al di fuori di un mercato regolamentato, o di un MTF.

*“Un indice di mercato è il valore composto di un gruppo di titoli negoziati in un determinato mercato. Le fluttuazioni di un indice di mercato offrono agli investitori informazioni utili sull’andamento di un ampio range di titoli.”*¹⁶ Nell’ambito delle scelte di investimento gli indici vengono utilizzati spesso come benchmark; facendo un esempio, nel caso dei fondi comuni di investimento i gestori tendono ad utilizzarli o, con l’obiettivo di replicarne la performance (fondi a gestione passiva c.d. ETF), oppure cercando di superare la performance degli indici in termini di rendimento, utilizzandoli quindi come proxy “da battere”, attribuendo pesi settoriali diversi rispetto a quelli dell’indice nell’intento di ottenere un rendimento superiore (fondi a gestione attiva). In sintesi, è il valore di un ipotetico portafoglio di investimento – espresso in “punti indice” – composto da una pluralità di titoli selezionati secondo un criterio prestabilito e quantificato in relazione ad un valore base di riferimento relative alla data di inizio di calcolo dell’indice.¹⁷ Le modalità di “peso” delle azioni può essere differente a seconda degli indici e, dato che gli indici azionari S&P 500, Dow Jones Industrial Average (DJIA) e NASDAQ Composite sono comunemente considerati barometri dell’economia statunitense e globale, analizzeremo nel dettaglio il funzionamento di questi ultimi.

- *Price-weighted* (Dow Jones Industrial Average): implica che la capitalizzazione di ogni società non incide nel calcolo dell’indice, in questo caso il peso di ogni titolo è proporzionale al prezzo dell’azione indipendentemente dalla dimensione della società. Nel Dow Jones, che è storicamente l’indice più vecchio, il criterio di identificazione è basato sulla definizione delle 30 maggiori public companies dell’economia americana. La correlazione è maggiore poiché il numero delle imprese

¹⁶ F.S. Mishkin, Istituzioni e mercati finanziari, (2019)

¹⁷ BorsaItaliana.com, Glossario finanziario

nell'indice è ridotto (ci sono meno titoli). Quindi il titolo con un prezzo più alto, nel caso variasse, positivamente o negativamente che sia, inciderebbe di più nella variazione dell'indice rispetto ad un titolo con un prezzo più basso, anche se l'impresa fosse molto più grande. L'effetto è che l'indice può essere distorto da variazioni di società che non sono le più rappresentative del mercato americano.

- *Value o Cap-weighted* (S&P 500): ogni prezzo è ponderato in base alla capitalizzazione di mercato della società ad esso relativo, attribuendo quindi maggiore rilevanza alle società con un peso superiore sul mercato, in altri termini, l'indice è calcolato come media ponderata per valore di mercato, per cui le variazioni di prezzo delle aziende più grandi (ad es. Apple, Microsoft, Google) influenzano maggiormente il valore dell'S&P 500. È attualmente il più importante indice azionario statunitense, creato nel 1957 da Standard & Poor's e traccia l'andamento di un paniere di 500 grandi società quotate sulle borse di New York (NYSE, NASDAQ, ecc.), selezionate in base alla loro capitalizzazione (oltre alcune miliardi di dollari), liquidità del titolo e rappresentatività della società nel suo settore di business. L'S&P 500 copre circa 80% della capitalizzazione di mercato totale delle borse USA, costituendo di fatto un campione ampio e diversificato dei principali settori economici ¹⁸(quindi ottimo in sede di quest'analisi). Altri requisiti di appartenenza sono un flottante minimo del 50% e risultati economici positivi nell'ultimo anno.
- *Nasdaq composite*: è ponderato anch'esso come l'S&P 500 per la capitalizzazione di mercato, comprende oltre 5000 titoli quotati in borsa Nasdaq, è noto per la sua forte composizione di companies provenienti dal settore tecnologico tanto che viene usato spesso come proxy dell'andamento del comparto tech.¹⁹

¹⁸ BorsaItaliana.com

¹⁹ J. Chen, Investopedia.com, "What does the Nasdaq Composite Index Measure?" (2023)

- *Float-adjusted* (es: MSCI World): a differenza della modalità “Value-weighted”, in quest’ultimo caso si dà rilevanza alla negoziabilità dei titoli indipendentemente dalla dimensione della società.²⁰

Qual è la rappresentatività del mercato azionario di questi indici? Come detto in precedenza l’S&P 500 riesce a coprire la maggior parte della capitalizzazione di mercato (circa l’80%) e al contempo rappresenta anche un mix tra diversi segmenti (anche se prevalentemente large-cap). Il NASDAQ Composite invece, includendo al suo interno migliaia di titoli (circa 5.000)²¹, comprende società di varie dimensioni, non solo a enorme capitalizzazione come i giganti tech, ma anche a medio e piccolo capitale. Invece, il Dow Jones è limitato a società di grandissime dimensioni e notorietà: la media delle capitalizzazioni nel DJIA è molto elevata, le società di medie e piccole dimensioni non vengono assolutamente contemplate. Pertanto, guardando il Dow Jones si può osservare l’andamento delle maggiori multinazionali e imprese leader di settore, mentre l’S&P 500, seppur concentrato sulle large-cap, riesce a dare un’immagine più aggregata dell’economia (essendo intrinsecamente più diversificato). Va inoltre specificato che il peso dei principali titoli negli indici è diverso, nell’S&P 500 la concentrazione è significativa ma non eccessiva (le prime 10 società pesano circa un 33% del totale), nel NASDAQ Composite la concentrazione dei pochi big tech è ancora maggiore mentre nel Dow Jones, avendo 30 titoli equi-pesati per prezzo, in pratica ogni società ha un peso percentuale approssimativamente dal 3% al 7% (dipende dal prezzo), quindi non vi è il singolo titolo che va ad incidere in maniera sproporzionata sull’indice, facendo riferimento ad un abbastanza ristretto numero di companies. Pertanto, queste differenze organiche permettono la non intercambiabilità degli indici: ciascuno fornisce una visione leggermente diversa del mercato azionario, quindi dell’economia, statunitense. Facendo un esempio storico, in dove le big tech companies sovraperformavano nettamente (come negli anni 2010), il NASDAQ Composite tendeva a registrare rendimenti superiori agli altri indici mentre il Dow Jones, più orientato verso titoli tradizionali, cresceva meno rapidamente. Viceversa, in periodi di crisi specifiche del settore tecnologico, un indice più equilibrato come il Dow Jones può mostrare tenuta migliore rispetto al NASDAQ (un

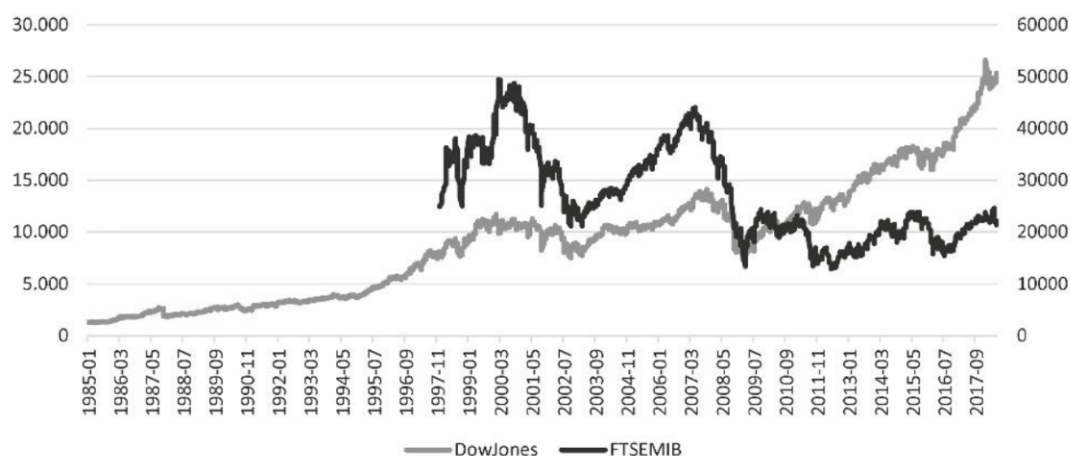
²⁰ A. Turrini Vita (2020), Indice azionario: cosa sono gli indici di borsa

²¹ Si tenga in considerazione che è un numero variabile nel tempo

altro caso storico è lo scoppio della bolla dot-com nel 2000–2002, quando il Dow perse molto meno in percentuale rispetto al crollo drastico del NASDAQ). L’S&P 500, grazie la sua diversificazione, si pone spesso a metà strada tra le performance degli altri due in scenari estremi, ed è per questo considerato da molti analisti la misura più affidabile e completa dell’equity market statunitense.²²

“I prezzi delle azioni all’interno di questi indici sono generalmente molto volatili, come mostra la Figura 1.1, che si concentra sul mercato azionario statunitense e italiano.

Figura 1.1 Prezzi azionari misurati secondo gli indici Dow Jones Industrial Average (1950-2018) e FTSE Mib (1998-2018)



Fonte: DowJones, FTSEMIB

23

Guardando gli Stati Uniti, dopo la continua e quasi costante crescita degli anni Ottanta, il “Lunedì nero” (19 ottobre 1987) che rappresenta la più grande perdita subita dal mercato azionario in un singolo giorno, con l’indice Dow Jones Industrial Average (DJIA) sceso del 22%. Da quel momento no fino agli anni 2000 il mercato azionario ha conosciuto una delle stagioni più prolifiche dalla sua creazione, che ha portato l’indice Dow a oltre 11.000. Poi lo scoppio della bolla tecnologica del 2000 ha costituito un altro crollo, con una perdita del 30% entro la fine del 2002. In seguito, è risalito nuovamente toccando il

²² S&P 500 | Dow Jones, Nasdaq, Index Funds | Britannica Money

²³ Prezzi azionari misurati secondo gli indici Dow Jones Industrial Average (1950-2018) e FTSE Mib (1998-2018)

suo assoluto massimo storico sopra 14.000 nel 2007 e poi ha perso più del 50% del proprio valore, raggiungendo il suo livello più basso da anni, sotto i 7.000 nel 2009. Da quel momento in avanti è iniziata una nuova fase di mercato rialzista, che ha visto il Dow Jones superare i 26.000 punti nel 2018. Con riguardo all'Italia, l'indice FTSE MIB presenta un andamento anche questa volta volatile, ma differente: dal suo massimo di 50.000 punti nel 2000, arriva a 22.000 punti nel 2018 a seguito della forte contrazione del settore bancario intervenuta prima per la crisi finanziaria globale e poi per la crisi del debito sovrano. Queste notevoli fluttuazioni nel prezzo delle azioni influiscono sui patrimoni degli individui e di conseguenza potrebbero avere effetto sulla loro disponibilità a spendere.”²⁴

1.3 I principali fattori che influenzano i mercati, tassi di interesse e inflazione attesa

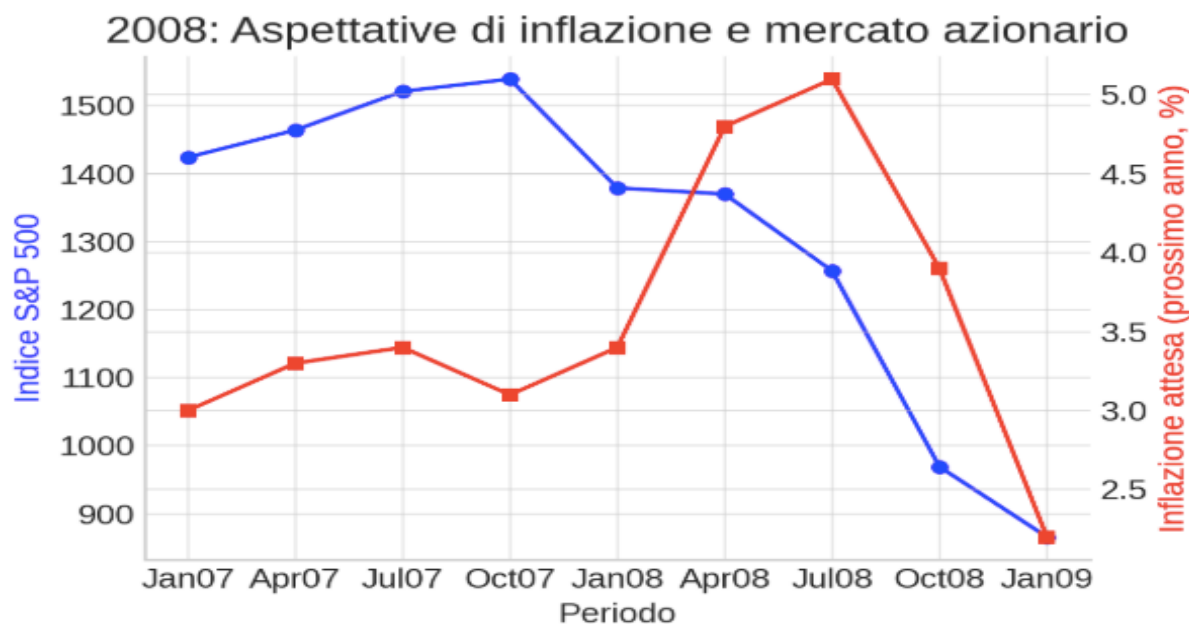
In questo paragrafo si analizzerà come la variazione di determinati parametri (che saranno fondamentali nello sviluppo del capitolo successivo per passare dalla letteratura alla fase di ricerca nello specifico, su un caso molto recente) vada ad incidere sul livello di equilibrio dei tassi di interesse. Quando parliamo di tassi di interesse, sappiamo che le loro variazioni sono inversamente proporzionali alle variazioni del livello dei prezzi delle obbligazioni; quindi, capendo quali sono i fattori che influenzano il prezzo delle obbligazioni ci riusciremo a spiegare anche come “fluttuano” i tassi di interesse. Per capire come cambia il prezzo delle obbligazioni si applicherà brevemente la teoria dell'offerta e della domanda. Quali sono le determinanti della domanda di attività finanziarie? • Ricchezza: se aumenta la ricchezza proporzionalmente aumenta anche la domanda di strumenti finanziari. Se aumenta la domanda, il prezzo delle attività finanziarie tenderà a salire • Rendimento atteso: media dei possibili rendimenti ponderati per le probabilità di accadimento (tanto più si hanno aspettative positive sul rendimento di un titolo tanto più si è propensi a comprarlo) • Rischio: deviazione standard dei rendimenti attesi. Se il rischio di una certa attività aumenta, a parità di fattori tenderò a

²⁴ F.S. Mishkin, Istituzioni e mercati finanziari, (2019), pag.20

domandarne di meno • Liquidità: aumenterò la mia domanda di attività finanziarie se queste sono più liquide. Se un individuo compra un'attività e sa che potrebbe spendere molto tempo e risorse nel caso in cui volesse liquidarla o per farlo dovrebbe scontare il prezzo, questo tenderebbe a diminuire la sua volontà all'acquisto. Tanto più lo strumento è liquido tanto più un individuo è tendenzialmente propenso nei confronti di un investimento.

Le determinanti dell'offerta sono invece • la redditività di investimenti reali, Se, a parità di fattori, la redditività dei progetti che si possono realizzare con i capitali ottenuti emettendo obbligazioni aumenta, quindi aumenta l'offerta di titoli, facendone diminuire il prezzo. • L'inflazione attesa: a parità di fattori, con attese di aumento dell'inflazione, il costo "reale" del capitale diminuisce, quindi se ne domanda di più e (emettendo più titoli) aumenta l'offerta di titoli, di conseguenza il prezzo diminuisce. • Il disavanzo pubblico, maggiore è il disavanzo pubblico, maggiore è l'esigenza di uno stato di finanziarlo; quindi, aumenta l'offerta di titoli di stato e il loro prezzo diminuisce. Prese in considerazione questi fattori, si cerca di passare all'analisi di un contesto macroeconomico in cui sono coinvolti; immaginiamo ad esempio che in seguito ad una decisione di un policy maker (il capo di stato di un paese che adotta delle politiche commerciali protezionistiche) aumenti l'aspettativa sull'inflazione, che farebbe diminuire il rendimento reale dei titoli obbligazionari rendendoli meno interessanti con un seguente abbassamento della loro domanda ed infine del prezzo. Dal punto di vista dell'offerta invece diminuirebbe il costo reale del capitale, con un successivo aumento della richiesta di capitali ed infine una maggiore offerta: minore domanda più minore offerta uguale calo dei mercati.

Figura 1.2



25

Fonte: Fed St. Louis, Univ. of Michigan

Fornendo un altro esempio, l'obiettivo è di descrivere un caso storico di espansione economica: il Piano Biden per le infrastrutture del 2021, citato una prima volta nelle pagine precedenti.²⁶ In questo caso si è osservata negli Stati Uniti un'espansione economica, con spesa pubblica aumentata per oltre 1.200 miliardi di dollari. Con un'espansione dell'economia è aumentata quindi la ricchezza dei singoli individui con una successiva maggiore domanda di titoli e aumento del loro prezzo. Dal punto di vista dell'offerta, si sono osservati un aumento degli investimenti, successivamente un aumento della richiesta di capitali, quindi dell'offerta di titoli. Come si osserva spesso con le espansioni economiche, l'offerta di titoli è aumentata di più della loro domanda portando ad un calo generale dei prezzi.

²⁵ Impennata delle aspettative di inflazione e reazione del mercato azionario nel 2008. In primavera 2008 le aspettative a 1 superarono il 5%, parallelamente l'indice S&P 500 entrò in fase calante, perdendo oltre il 20% rispetto ai massimi dell'ottobre 2007 e preannunciando il crollo di fine 2008. Fonte dati: Fed St. Louis, Univ. of Michigan.

²⁶ A. Lombardi, La Repubblica, Usa-infrastrutture, (7 novembre 2021)

1.4 Il ruolo del commercio internazionale e i dazi nell'equilibrio economico

Tema rilevante in ambito di definizione dei fattori primari di domanda e offerta (come le aspettative inflazionistiche, la ricchezza, il rischio etc.), sono le politiche commerciali, una branca ristretta delle più ampie politiche economiche, ma che può sempre essere in grado mettere in crisi il sistema finanziario e minare il suo equilibrio. È oggetto di questo studio, infatti, quello di evidenziare come i mercati finanziari, e come vedremo poi, in particolare quelli azionari, possano reagire in seguito all'adozione di determinate decisioni protezionistiche da parte dei policy maker. La prima distinzione dovuta è quella tra liberoscambismo e protezionismo. In linea generale, una politica volta al protezionismo come i dazi doganali o le quote all'import (limitazioni sulla quantità di merci estere che possono essere importate), almeno nel breve periodo può favorire i produttori nazionali con il pericolo di innescare numerose ritorsioni e inefficienze allocative nel lungo termine. Gli ostacoli al libero scambio possono influenzare ad esempio anche il tasso di cambio, se un paese, la Germania, imponesse un dazio su un bene importato dall'estero come l'acciaio, quello interno vedrà aumentare la propria richiesta e l'euro tenderà ad apprezzarsi.²⁷ Il libero scambio invece, nel lungo periodo è stato sempre in grado di produrre effetti positivi per l'economia, come un abbassamento generale del livello dei prezzi dovuto all'aumento della competizione e maggiore specializzazione produttiva sebbene con potenziali costi di aggiustamento settoriale nel breve periodo. Di solito quando si parla di politiche commerciali si tende a distinguere sui loro effetti nel breve periodo, chiamato fase di transizione o fase di adattamento, e nel lungo periodo. Nella fase di transizione l'introduzione di barriere allo scambio causa una riallocazione dei fattori produttivi, alcuni settori si espandono e altri settori subiscono grandissime perdite, non è mai una situazione win-win e ciò genera grandi turbolenze finanziarie transitorie che conducono ad un'alta volatilità dei mercati. Nel lungo periodo prevalgono invece gli effetti strutturali, dove con politiche protezionistiche si osserva una riduzione dell'efficienza e della crescita potenziale mentre il libero scambio genera un

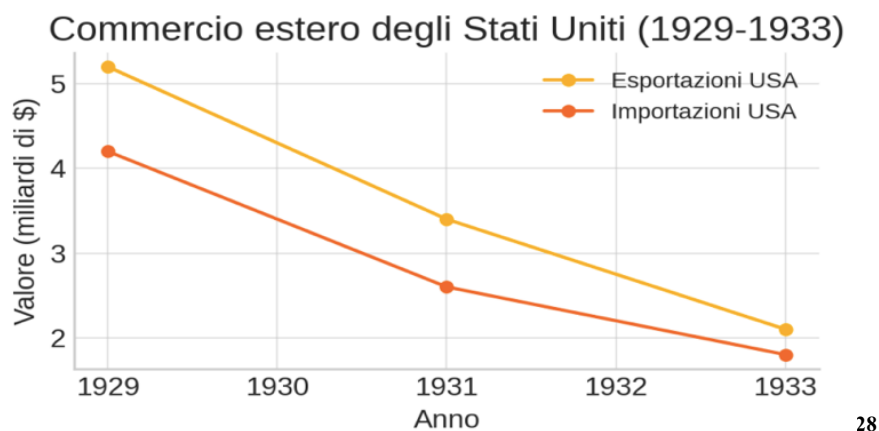
²⁷ F.S. Mishkin, Istituzioni e mercati finanziari, (2019), pp. 573.

maggior benessere medio (PIL pro capite più alto) grazie alla maggiore produttività, competizione e varietà di beni.

Esempio storico di politiche protezionistiche: il caso Smoot-Hawley

Un esempio paradigmatico di svolta protezionistica è sicuramente il Tariff Act Smoot-Hawley varato dagli USA nel 1930 durante la Grande Depressione. Con tale emendamento si decise di aumentare vorticosamente i dazi su oltre 20.000 prodotti alzando l'aliquota sui beni provenienti dall'estero al 60%, dato più elevato dagli albori della potenza economica nordamericana. La risposta internazionale fu immediata: decine di Paesi decisero infatti di adottare delle contro tariffe (c.d. dazi di ritorsione) contro i prodotti statunitensi. Come quadro si ottenne un collasso dell'equilibrio economico mondiale, in effetti il volume degli scambi crollò del 65% nei 5 anni seguenti. La Figura illustra l'impatto sul commercio con l'estero degli USA.

Figura 1.3



Fonte: U.S. Tariff Commission, *BIS Quarterly Review*.

Il valore delle esportazioni statunitensi scese da 5,2 miliardi di dollari nel 1929 a 2,1 nel 1933 (Bureau of the Census) mentre le importazioni calarono da un valore 4,2 a 1,8 miliardi di dollari²⁹. Al livello finanziario, le tariffe “accelerarono il declino dei corsi

²⁸ Commercio estero degli Stati Uniti (valore annuo di esportazioni e importazioni, in miliardi di dollari). Dopo il Tariff Act del 1930 (Smoot-Hawley) il commercio USA-estero subì un drastico calo: nel 1933 l'export valeva circa il 40% del livello del 1929, l'import meno del 45%. Dati fonte: U.S. Tariff Commission, *BIS Quarterly Review*.

²⁹ U.S. Bureau of the Census, (1960), *Historical statistics of the United States: Colonial times to 1957*, pag 537.

azionari e ritardarono la ripresa per anni”³⁰ e i titoli che soffrirono di più furono in particolare quelli di settori esportatori come materie prime e macchinari che subirono sulla borsa di New York crolli di quotazione a doppia cifra. Secondo i dati storici del mercato azionario, inoltre, uno dei più grandi crolli degli indici (circa un 13%, di cui 5% nella settimana prima dell’approvazione dell’Act) durante la grande depressione è strettamente attribuibile all’introduzione delle tariffe per due principali motivazioni: 1-il crollo è avvenuto alla stessa ora dello stesso giorno in cui l’emendamento passò, 2- per il fatto che le società quotate più esposte ai dazi commerciali furono quelle colpite più duramente.³¹

³⁰ Northern Trust, (2023), *Looking back on the Smoot-Hawley Tariffs*, Weekly Economic Commentary.

³¹ Sammon, M. (2020, July 31). Smoot–Hawley and the stock market. MarcosAmmon.com.

Capitolo 2 – Dazi, Trump e storia del protezionismo

2.1 I dazi nell'economia moderna: teoria e casi storici.

I dazi doganali sono già stati introdotti nel capitolo precedente, ma in questo capitolo si cercherà di analizzarli nello specifico, di capire fino in fondo i loro effetti nel lungo periodo, la loro concreta utilità (se esiste) ed in particolare quale impatto abbiano sui mercati finanziari grazie all'osservazione degli indici azionari globali. La prima domanda alla quale rispondere è, cosa sono i dazi? I dazi doganali sono imposte applicate alle transazioni commerciali internazionali, tendenzialmente un paese preferisce ad utilizzarli su beni importati dall'estero affinché si modifichino i prezzi o le relative quantità scambiate. Quando si applica un dazio su un bene importato, il suo prezzo finale tende ad aumentare cosicché i consumatori siano maggiormente incentivati ad acquistare beni di fattura nazionale; in questo ambito quindi il loro obiettivo è quello di proteggere l'economia interna³². Nel contesto del sistema economico attuale, caratterizzato perlopiù da mercati globalizzati e supply chain di dimensione internazionale l'utilizzo di dazi scaturlisce dibattiti molto accesi, essendo visti dalla maggior parte dei policy maker come uno strumento non più attuale e assolutamente non adatto alle nuove frontiere dello sviluppo commerciale, caratterizzato da numerose interdipendenze tra paesi e continenti. Risulta quindi fondamentale esaminare anche le evidenze storiche di politiche tariffarie significative per capire gli effetti concreti che i dazi hanno avuto e sui mercati finanziari e sulla stabilità del sistema economico.

In particolare, i dazi influenzano le aspettative degli investitori, alterano la redditività del settore sulla quale vengono applicati quindi condizionano i flussi di capitale internazionale. Un caso teorico è quello del cosiddetto dazio ottimale, quando un paese che è in grado di influenzare i prezzi mondiali (ad esempio gli Stati Uniti) pone un dazio alle importazioni, potrebbe indurre i fornitori esteri di un determinato bene ad abbassare i loro prezzi e quindi guadagni in funzione di non perdere il proprio ruolo in quel mercato (ad esempio se per un esportatore di acciaio il miglior partner sono proprio gli Stati Uniti).

³² F. List, Il sistema nazionale di economia politica, ed. orig. 1841, Milano, (1972)

L'obiettivo in questione sarebbe quello di migliorare le *ragioni di scambio* e un *terms of trade gain* a favore del paese che li impone che si garantisce allo stesso tempo l'acquisto di importazioni relativamente più a buon mercato e/o vende le proprie esportazioni ad un prezzo più elevato. Non è tutto oro quel che luccica, tale approccio strategico funzionerebbe solo a patto che il paese disponga di un enorme potere di mercato, in sostanza monopolistico, sui beni tassati e, che gli altri paesi se ne stiano a guardare senza reagire. Data questa ipotesi, i contro-dazi dei paesi esteri potrebbero annullare qualsivoglia effetto positivo si fosse pronosticato in precedenza (come vedremo successivamente questo discorso è attualissimo) con esiti solamente peggiorativi per tutte le parti prese in causa (una guerra dei dazi storicamente lascia tutti in condizioni peggiori rispetto al libero scambio): migliorare la propria situazione a spese dei partner commerciali genera solo avversari in ambito di cooperazione economica internazionale.

I dazi per di più, agendo come tasse sui consumi importati, generano un effetto inflazionistico interno poiché le imprese produttrici trasferiscono questo rialzo dei prezzi ai consumatori finali ed anche perché in sostanza la domanda rimane stabile mentre l'offerta totale di beni diminuisce. Gli aumenti tariffari si trasmettono quindi completamente sui prezzi al consumo interni riducendo il potere d'acquisto dei consumatori, molte imprese inoltre colpite dalla continua incertezza rimandano investimenti o assunzioni rallentando l'accumulazione di capitale. Studi sugli Stati Uniti hanno rilevato che con gli aumenti tariffari del 2018-2019 durante la guerra commerciale con la Cina, l'impatto del dazio sui beni importati ha causato l'aumento del loro prezzo per la totalità del suo valore. Studi stimano che verso la fine del 2018 la perdita di reddito reale aggregato per gli USA fosse dell'ordine di \$1,4 miliardi al mese a causa dei dazi introdotti, senza considerare nel calcolo le ritorsioni dei paesi esteri. Questo effetto, si è tradotto in un incremento dei prezzi per molte categorie di prodotti³³ (partendo dalle lavatrici per arrivare ai prodotti di uso quotidiano), contribuendo allo stesso tempo al rialzo del tasso d'inflazione di fondo di alcuni decimi di punto³⁴.

³³ US Tariffs: What's the Impact? J.P. Morgan Research

³⁴ The Impact of the 2018 Tariffs on Prices and Welfare, American Economic Association

2.1.1 Il tasso di cambio

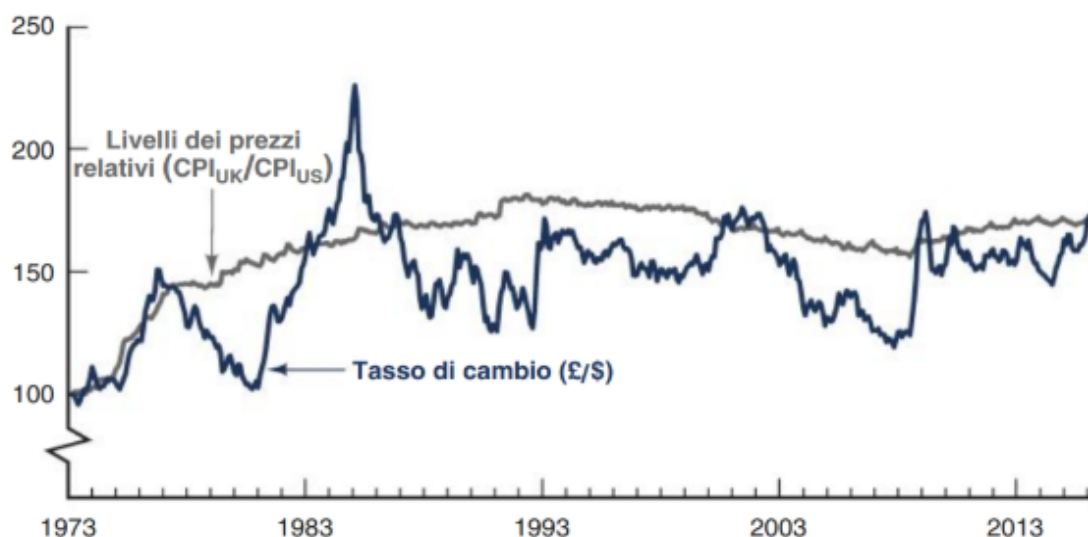
Quando si parla di dazi non si può non parlare del **tasso di cambio**; infatti, quello tra i due è un rapporto strettissimo e multidirezionale dove i due elementi sono in grado di influenzarsi a vicenda tramite i canali finanziari. Descrivendolo brevemente, il tasso di cambio indica il rapporto di prezzo esistente fra due valute. In quanto tale è un «prezzo relativo» dato che indica il valore di una valuta espresso in unità dell'altra, ovvero «relativamente all'altra valuta» e la sua definizione e individuazione dipende dalla valuta di riferimento. Tipi di quotazione del tasso di cambio: 1) *Certo per incerto*, dove il tasso di cambio esprime, data un'unità di valuta domestica (quantità certa), la quantità (incerta) di valuta estera necessaria per lo scambio. $\text{€}/\text{\$} = 1,10$ Dato 1€ - servono 1,10 dollari per uno scambio dove l'euro è la valuta certa (domestica) e il dollaro è la valuta incerta (estera). 2) *Incerto per certo*, dove il tasso di cambio esprime, data la quantità (incerta) di valuta domestica, la quantità necessaria per ottenere un'unità (certa) di valuta estera. $\text{¥}/\text{€} = 163,72$ dove: servono 163,72 ¥ per 1€ dove lo Yen è la valuta incerta (domestica) e l'euro è la valuta certa (estera).

2.1.2 I fattori che determinano il tasso di cambio

I fattori che determinano il tasso di cambio tra due valute sono: 1) *La legge del prezzo unico*, lo stesso bene dovrebbe avere lo stesso prezzo negli stessi paesi. Se così non fosse si potrebbe fare arbitraggio con tale prodotto. Tuttavia, è necessario considerare alcune ipotesi: H1 = Libera circolazione delle merci, H2 = Assenza di costi di transazione/trasporto, H3 = Perfetta informazione. La differenza di prezzo di uno stesso bene venduto in paesi diversi riflette il tasso di cambio. Il tasso di cambio riflette quindi il potere di acquisto di una valuta 2) *Teoria della parità del potere d'acquisto*, “Una perdita di potere di acquisto per una moneta/valuta implica un deprezzamento rispetto ad un'altra”. Valgono le ipotesi precedenti e, generalizzando, considerando tutti i beni ed i servizi disponibili, il riferimento è il livello generale dei prezzi. Ne consegue che un aumento generalizzato dei prezzi in un Paese (ovvero inflazione) implica nel lungo termine una svalutazione della moneta. Se c'è inflazione tutti i prezzi aumentano così

come diminuisce il tasso di cambio poiché il potere di acquisto si riduce. Il tasso di cambio rappresenta il valore della moneta se c'è maggiore quantità di moneta a parità di domanda, la moneta si svaluta.

Figura 2.1: Livello dei prezzi relativi e tasso di cambio Regno Unito/Stati Uniti (1973/2016)



35

Fonte: Federal Reserve Bank of St. Louis FRED database

“Lungo tutto il periodo preso in esame, l’aumento del livello dei prezzi nel Regno Unito rispetto al livello dei prezzi negli Stati Uniti è associato a un apprezzamento del dollaro verso la sterlina, come prevede la parità del potere di acquisto. Tuttavia, la teoria della PPP non regge in riferimento a periodi più brevi.”³⁵

3) *Parità dei tassi d’interesse*, “A parità di rischio, i rendimenti in due Paesi dovrebbero essere gli stessi”. Se due paesi aventi pari rischio pagano tassi di interesse differenti, nasce un’opportunità di arbitraggio. Nell’esempio nei mercati internazionali l’euro verrà venduto per acquistare obbligazioni in dollari che pagano interessi maggiori. Dato che la domanda dell’euro diminuisce, quest’ultimo subirà una svalutazione. La BCE sarà quindi costretta ad aumentare i tassi fino al punto in cui questi pareggeranno quelli imposti dalla FED. Se la FED aumenta i tassi e la BCE non segue le modifiche, l’euro subisce, quindi, una svalutazione. Con una moneta debole l’export diventa più competitivo ma l’import

³⁵ Fonte: Federal Reserve Bank of St. Louis FRED database, <https://fred.stlouisfed.org/series/CP0000GBM086NEST>; <https://fred.stlouisfed.org/series/CPIAUCNS>; <https://fred.stlouisfed.org/series/EXUSUK>.

³⁶ F.S. Mishkin, Istituzioni e mercati finanziari, (2019), pag 571

diventa più costoso. Pertanto, *all'aumentare dei rendimenti nel mercato estero si ha un deprezzamento della valuta domestica e all'aumentare dei rendimenti nel mercato domestico si ha un apprezzamento della valuta domestica*. Anche le aspettative sulla variazione futura del tasso di cambio genereranno modifiche sul tasso di cambio attuale. Attese di apprezzamento € generano un aumento domanda di asset in euro che aumenta la domanda di euro per acquistare asset denominati in euro, apprezzandolo. Gli USA hanno un deficit commerciale storicamente in negativo, tuttavia ciò non determina una riduzione del tasso di cambio per il fatto che il dollaro è una moneta internazionale.

Prendendo come riferimento sempre gli Stati Uniti nella guerra commerciale del 2018/2019, si è visto che se da una parte l'inflazione interna porta, per varie ragioni analizzate in precedenza, al deprezzamento della valuta, d'altro canto può condurre ad un suo rafforzamento, almeno nel breve periodo, quando gli investitori “cercheranno rifugio” spostando capitali verso asset percepiti come sicuri (titoli di stato Usa, valuta statunitense) generando un aumento della domanda del dollaro. Con queste due forze opposte in gioco fondamentalmente non vi è una regola aurea che è in grado di prevedere quale delle due prevarrà, dipende tutto dalle aspettative degli investitori (se c'è o meno fiducia nella stabilità dei prezzi e nelle decisioni dei policy maker), dall'eventuale risposta della banca centrale (in questo caso la FED) e il contesto globale, di fatto se gli USA continuano ad apparire come un porto sicuro, il dollaro sarebbe in grado di rafforzarsi anche in presenza di “inflazione da dazi”.

2.2 Analisi dell'impatto dei dazi sui mercati finanziari

Questo sotto-capitolo andrà a rappresentare il cuore dell'analisi di questo lavoro, si cercherà di capire come uno strumento di politica commerciale è stato in grado di influenzare la stabilità finanziaria nel passato e come lo sta facendo in questi mesi. Il piano è quello di avere una visione ampia e approfondita di come i mercati finanziari, in particolare quello valutario e azionario, reagiscano alle politiche commerciali di Donald Trump per trarne le conclusioni in merito individuando successivamente come si comportano i principali intermediari finanziari dinanzi a determinati shock degli indici.

2.2.1 Guerra commerciale 2018-2019

La guerra commerciale del 2018-2019 offre indicazioni fondamentali su come i dazi influenzino i mercati valutari (FX). Durante quel periodo, infatti, l'amministrazione Trump ha aumentato le tariffe su una moltitudine di beni cinesi dal valore stimato di 370 miliardi di dollari portandole dal 3% fino ad una media del 19%. La Cina ovviamente non si è fatta aspettare con i suoi contro-dazi, rispondendo con ritorsioni che alzarono le percentuali tariffarie sui beni importanti dagli Stati Uniti dal 7% sino al 21%. Nonostante diversi fattori abbiano influenzato la valuta, l'incertezza legata alla politica commerciale tendeva a rafforzare il dollaro: "l'indice DXY è salito fino al 10% durante le finestre di annuncio dei dazi nel 2018 e del 4% nel 2019"³⁷.

Altri elementi che hanno influito sulle valute includono gli aumenti dei tassi della Fed nel 2018 e i successivi tagli nel 2019, il peggioramento delle prospettive di crescita in Cina ed Europa, e le trattative per la Brexit. Nel frattempo, si è osservato un deprezzamento del renminbi cinese in linea con l'andamento altalenante dei negoziati commerciali, fino al 10% nel 2018 e al 5% nel 2019. La strategia della Banca Popolare Cinese (PBOC) ha previsto una svalutazione controllata dello yuan (CNY), che opera in un regime di cambio semi-fisso, attenuando quindi l'impatto dei dazi rendendo le esportazioni cinesi relativamente più economiche con l'obiettivo simultaneo di preservarne la competitività all'interno dei mercati internazionali. Questo comportamento della Cina ha portato gli Stati Uniti ad etichettarla come "manipolatrice di valuta" nel 2019 e "creatrice di un vantaggio competitivo scorretto", generando ulteriore volatilità nei mercati valutari.³⁸

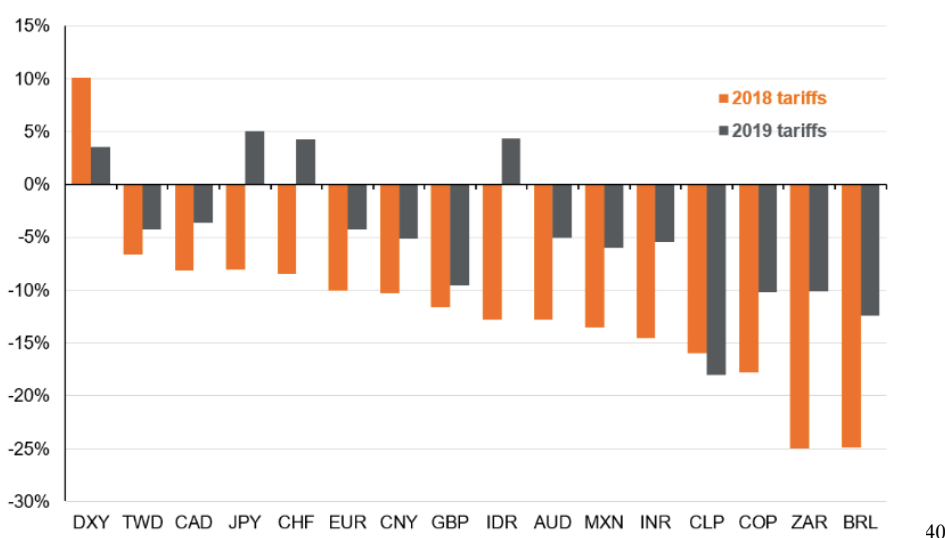
"L'incertezza sul commercio globale ha influenzato anche altre valute del G10 e dei mercati emergenti (EM). L'euro (EUR) si è deprezzato fino al 10% nel 2018 e al 4% nel 2019, mentre altri partner commerciali principali, come il peso messicano (MXN), sono scesi fino al 14% nel 2018 e al 6% nel 2019. Le valute legate alle materie prime e alla Cina, come il Peso cileno (CLP), il Peso Colombiano (COP), il Rand Sudafricano (ZAR)

³⁷ G. Santos, M. Valentini, "How would the U.S. dollar respond to a Trade War 2.0?", (2024), J.P. Morgan Asset Management

³⁸ <https://www.ilsole24ore.com/art/usa-cina-tesoro-dichiara-formalmente-pechino-manipolatore-valuta-ACoolQd>

e il Real Brasiliano (BRL), sono state particolarmente colpite.”³⁹ Molte valute dei mercati emergenti più colpiti hanno impiegato oltre tre anni per tornare a livelli simili a quelli antecedente alla crisi, mentre alcune, come lo yuan, non sono mai state in grado di riprendersi completamente.

Figura 2.2: Performance del mercato valutario durante gli annunci dei dazi dell’amministrazione Trump nel 2018 e nel 2019



Fonte: FactSet, J.P. Morgan Asset Management. Le colonne mostrano l'apprezzamento massimo (dal punto più basso al più alto) o il deprezzamento massimo (dal punto più alto al più basso) durante le finestre temporali degli annunci tariffari.

Molte valute dei mercati emergenti più colpiti hanno impiegato oltre tre anni per tornare a livelli simili a quelli antecedente alla crisi, mentre alcune, come lo yuan, non sono mai state in grado di riprendersi completamente.

Dal punto di vista del **mercato azionario**, ogni fase di escalation tariffaria durante il conflitto USA-Cina ha innescato una forte volatilità in borsa. In corrispondenza di annunci di nuovi dazi o al fallimento dei negoziati, ad esempio, l'indice SP500 ha

³⁹ G. Santos, M. Valentini, “How would the U.S. dollar respond to a Trade War 2.0?”, (2024), J.P. Morgan Asset Management

⁴⁰ J.P. Morgan Asset Management

mostrato fasi calanti pronunciate per poi risalire con apparenti segnali di accordo, un esempio emblematico è il *calo di oltre il 2,5% dell'S&P 500 l'4 maggio 2019, a seguito dell'annuncio di Trump di nuovi dazi del 25% su \$200 miliardi di beni cinesi*. In sostanza gli investitori hanno cercato di prezzare l'evoluzione delle tensioni commerciali, spesso frutto di dichiarazioni o addirittura tweet improvvisi, aumentando l'incertezza politica percepita legata al policy maker, in questo caso il Presidente Donald Trump. Quest'ultima è considerata uno dei principali motivi del rallentamento degli investimenti privati nel 2019.⁴¹

2.2.2 Liberation day, Aprile 2025

Ora si cercherà di traslare l'analisi **ai giorni nostri**, come detto in varie parti di questo capitolo, infatti, il discorso dei dazi con una nuova amministrazione Trump entrata in vigore nel mese di gennaio 2025, risulta soprattutto oggi attuale e motivo di preoccupazioni da parte degli investitori di tutto il mondo. Tornando ancora una volta a parlare di tweet improvvisi (strumento di comunicazione al quale l'attuale Presidente USA sembra alquanto propenso), nello scorso mese di Aprile Trump ha preannunciato il cosiddetto "Liberation Day", giorno in cui (02/04/2025) sarebbero venuti in essere nuovi rialzi tariffari. In risposta a tale tweet, come ha reagito il mercato? Si è registrata una repentina correzione dei prezzi degli asset rischiosi in borsa ed il **Fondo Monetario Internazionale (FMI) nel suo report sulla stabilità finanziaria globale** ha sottolineato come le tensioni commerciali hanno fatto aumentare vertiginosamente i rischi legati all'instabilità, con la possibilità concreta di una "brusca rivalutazione del rischio" sui mercati.

Il rapporto è stato pubblicato in occasione degli incontri primaverili del FMI a Washington, dove si sono riuniti ministri delle finanze e banchieri centrali, rivedendo al ribasso le previsioni di crescita globale a causa delle preoccupazioni legate ai dazi. Sostanzialmente il timore è legato al fatto che una spirale di ritorsioni tariffarie possa innescare un calo di fiducia e una crescita della volatilità al livello globale conducendo a forti vendite di attività finanziarie, restrizioni delle condizioni di finanziamento e

⁴¹ IMF says trade war cuts global growth to lowest since financial crisis a decade ago | Reuters.

potenziali crolli di economie fragili⁴². *«La nostra valutazione è che il rischio per la stabilità finanziaria globale sia aumentato in modo significativo a causa dell'accresciuta incertezza legata alle politiche economiche e della crescente volatilità dei mercati. Il calo della fiducia degli investitori che abbiamo osservato ha innescato i recenti ribassi nei mercati azionari. L'inasprimento delle condizioni finanziarie globali sta esercitando pressioni al ribasso sull'attività economica»*, ha dichiarato Tobias Adrian, consigliere finanziario del Fondo Monetario Internazionale. Un altro problema evidenziato dal rapporto del FMI è stato quello dei prestatori non bancari, i cosiddetti “nonbank lenders”, evidenziando come di fatto siano soggetti ad una regolamentazione più blanda delle banche tradizionali allo stesso tempo però costituendo un rischio sistemico non affatto trascurabile. Si accenna infatti alla presenza di un “legame sempre più stretto” tra i prestatori non bancari e le banche tradizionali e che quindi questi dovrebbero essere obbligati ad informare in maniera più esaustiva i regolatori in modo da identificare sia le eccessive assunzioni di rischi che le mancanze di trasparenza al livello di governance. Secondo il Fondo Monetario Internazionale, inoltre, gli alti livelli di indebitamento dei prestatori non bancari mettono a rischio la stabilità del sistema finanziario, recentemente è stato notato che questi investitori hanno amplificato la recente vendita in larga scala dei titoli del tesoro americano di aprile per via delle pressioni subite per rispondere a margin calls (l'obbligo di fornire garanzie aggiuntive in ordine di coprire delle perdite velocemente).

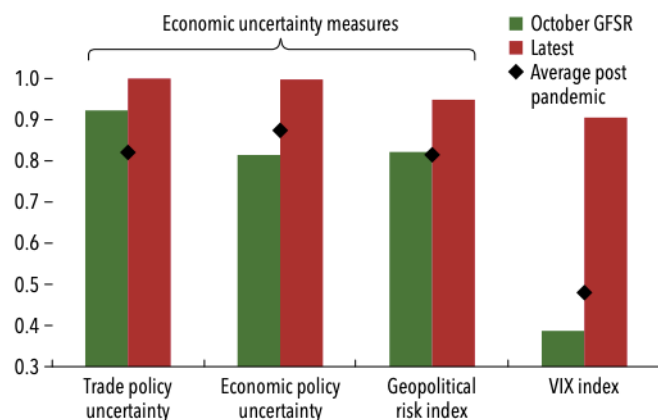
All'ordine del giorno non sono risultati assenti come motivo di eventuale preoccupazione neanche gli hedge funds, durante le fasi di turbolenza dei mercati, infatti, questi ultimi effettuano grandi “bets” (scommesse) macroeconomiche e l'effetto leva, che in alcuni fondi arriva fino a 40 volte il vero valore degli asset, può decisamente esacerbare le perdite. Il rapporto ha inoltre suggerito che le grandi banche globali potrebbero star sottostimando il vero livello di rischio legato alle loro attività; infatti, anche se spesso utilizzano modelli simili come la densità degli attivi ponderata per il rischio (RWA

⁴²H. Stewart, L. Almeida, <https://www.theguardian.com/business/2025/apr/22/imf-warns-trump-tariffs-are-putting-global-financial-system-under-strain>

density) mostrano una decisa variabilità di tale misura tra loro, questo potrebbe essere un segno che il rischio reale sia effettivamente sottostimato.⁴³

Il seguente grafico presente sempre nel rapporto al quale si fa riferimento in questi paragrafi mostra come sono cambiati diversi livelli di rischio usati come misurazione dell'incertezza economica, avendo come ulteriore dato anche la media di tali misurazioni nei periodi successivi alla pandemia globale. La prima misura di incertezza comparata con il rapporto della medesima istituzione nell'ottobre del 2024 è quella riguardante la politica commerciale. Il livello già era elevato, e superiore a quello post-Covid, con gli annunci sui dazi di aprile (evidenziati come latest) è aumentato ancor di più. La seconda misura di incertezza è quella legata alla politica economica, la terza all'indice di rischio geopolitico mentre la quarta all'indice di volatilità. È sicuramente facilmente osservabile che sono cresciute tutte, ma quella che risalta più all'occhio è la volatilità, addirittura di gran lunga superiore ai livelli successivi alla pandemia: la volatilità nei mercati finanziari – azionari, valutari e obbligazionari – è aumentata sensibilmente e le risposte di altri paesi hanno ulteriormente amplificato le incertezze.

Figura 2.3: Incertezza economica e volatilità finanziaria



44

⁴³ International Monetary Fund, Global Financial Stability Report, April 2025: Enhancing Resilience amid Uncertainty

⁴⁴ Executive summary, rapporto FMI aprile 2025

Fonti: Bloomberg Finance L.P.; Baker, Bloom, and Davis 2016; Caldara and Iacoviello 2022; e calcoli dello staff FMI.

“Un brusco riprezzamento degli asset rischiosi è seguito alla serie di annunci di dazi da parte degli Stati Uniti a partire da febbraio, accelerato dalla pubblicazione del 2 aprile dei piani per dazi di entità superiore alle aspettative.”⁴⁵

A fronte di questo enorme aumento della volatilità dei prezzi degli asset, si evince dal report come si siano inasprite le condizioni finanziarie globali minando la stabilità del sistema. In particolare, si fa riferimento a tre punti cardine specifici come supporto di questa prospettiva negativa:

1) *Il primo* è che nonostante le recenti turbolenze del mercato i prezzi di alcuni segmenti chiave dei mercati azionari e obbligazionari societari rimangono elevati; il che porta alla conclusione che potrebbero esserci ulteriori aggiustamenti nelle valutazioni se gli “outlook dovessero deteriorarsi”⁴⁶.

2) *Il secondo* punto evidenzia che alcune istituzioni finanziarie, particolarmente quelle maggiormente indebitate, potrebbero subire la pressione data da mercati troppo volatili; quindi, è facile ricollegarsi a ciò scritto in precedenza sui prestatori non bancari e gli hedge funds e le connessioni con il sistema bancario.

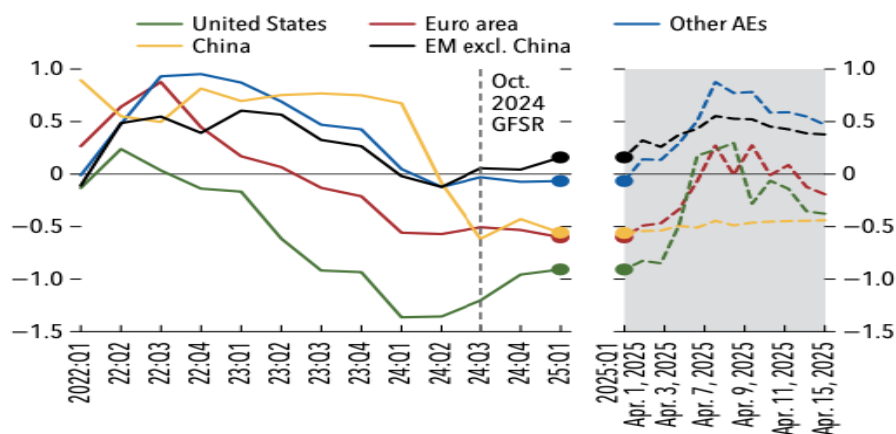
3) *Il terzo* punto è in relazione alle turbolenze che potrebbero colpire i mercati dei titoli di Stato, specialmente nei paesi con alti livelli di debito pubblico. Pertanto, le economie emergenti, che già affrontano i più alti costi reali di finanziamento da un decennio a questa parte potrebbero dover rifinanziare il loro debito e finanziare la spesa fiscale a costi ancora più elevati.

⁴⁵ Executive summary, rapporto FMI aprile 2025, pag. XI

⁴⁶ April 2025 *World Economic Outlook*

Generalmente le preoccupazioni degli investitori sulla sostenibilità del debito pubblico e sulle altre fragilità attuali del sistema finanziario globale possono **alimentarsi a vicenda**, aggravandosi progressivamente l'una con l'altra e creando un circolo vizioso di instabilità.

Figura 2.4: Indice delle condizioni finanziarie



47

Fonti: Bloomberg Finance L.P e calcoli staff FMI

Questo ulteriore grafico a supporto della tesi del Fondo Monetario Internazionale è costruito con l'obiettivo di misurare attraverso il numero delle deviazioni standard sulle medie di lungo periodo, la valutazione del rischio. In sintesi, si evince che in seguito al restringimento delle condizioni finanziarie globali, il rischio legato alla stabilità globale è cresciuto con quindi maggiore difficoltà di accesso al credito; tornando per un attimo alle variabili macroeconomiche di cui si è discusso nel capitolo precedente, il collegamento è facile: se è più difficile finanziarsi, gli investimenti diminuiscono e di conseguenza si osserva una contrazione generale dell'economia.

Tramite le osservazioni dei principali rappresentanti del FMI e grazie al recente report dell'aprile 2025, si può sicuramente affermare che le previsioni finanziarie in merito alle manovre di politica commerciale del Presidente USA Donald Trump non sono delle più

⁴⁷ L'area ombreggiata a destra mostra gli FCI (indici di condizioni finanziarie) giornalieri a partire dal 1° aprile 2025. Questi FCI giornalieri sono valori approssimativi stimati utilizzando i dati di mercato ad alta frequenza disponibili, mentre le deviazioni standard e le medie a lungo termine sono calcolate sui periodi 1990:1 e 2025:1. GFSR = Global Financial Stability Report; AE = economie avanzate; EM = mercati emergenti; escl. = esclusi.

rosee, ma pur sempre di previsioni si tratta, come specificato dalla stessa istituzione. Ad oggi non si è ancora in grado, infatti, di poter stimare nel modo più realistico possibile quanto la stabilità economica globale sia in grado di reagire a tali decisioni tariffarie; ma, essendo passato più di un mese, si possono incominciare ad analizzare gli effetti nel breve termine facendo utilizzo degli strumenti più eloquenti in tale ambito, che già sono stati descritti nello specifico nel capitolo precedente, ovvero gli **indici azionari** S&P500, Dow Jones Industrial Average e Nasdaq. L'analisi considererà le variazioni su base settimanale a partire dall'annuncio dei dazi (c.d. giorno della liberazione) e verranno valutate la risposta dei mercati, le tendenze settimanali di rendimenti e volatilità, i settori più colpiti e quelli più resilienti.

Ormai è assodato che tutto è iniziato con un annuncio quasi a sorpresa di dazi generalizzati su tutte le importazioni negli Stati Uniti, 10% base per tutti i beni con aliquote che vanno dal 20% al 50% per alcuni paesi specifici (virale è stato il video dove il Presidente mostra con una tabella tutte le percentuali).⁴⁸ Lo spot principale della giornata è stato “il giorno in cui l'industria americana è rinata”, sostenendo lo sfruttamento commerciale degli Stati Uniti dei governi democratici precedenti. Qual è stata la reazione dei mercati? Un istantaneo ribasso nel giorno successivo all'annuncio, l'indice S&P500 ha subito una caduta del -4,8%, mentre il Nasdaq Composite si è avvicinato addirittura al 6%: per entrambi gli indici è stato registrato il peggior calo dai tempi della crisi da COVID-19 nel 2020.⁴⁹ Il Dow Jones Industrial Average in soli due giorni ha perso oltre 4000 punti, quindi circa un ribasso del -9,5%, il peggiore della storia su due sedute, con oltre 6,6 miliardi di dollari in capitalizzazione di mercato andati in fumo.⁵⁰ Come denotato in precedenza grazie al report del FMI anche l'indice VIX è schizzato per via del “panic selling” (vendita di massa di titoli azionari dovuta al panico generale degli investitori) fino a 45,3, il valore più alto dall'inizio della pandemia, contestualmente si sono osservate forti ricoperture di posizioni “Safe-Heaven”: in poche parole, gli investitori che avevano “shortato” (scommesso contro) beni rifugio come dollaro o treasury, si sono riaffrettati a comprare quegli asset che tornano nuovamente

⁴⁸ Rainews, <https://www.rainews.it/articoli/2025/04/america-2-aprile-liberation-day-ecco-i-dazi-di-donald-trump-cfc72f0d-fd4b-4fbf-bea9-51ec50cea937.html#:~:text=Il%20tycoon%20elenca%2C%20una%20per,per%20l%27India>

⁴⁹ Reuters, <https://www.reuters.com/markets/wealth/global-markets-tariffs-graphic-pix-2025-04-02/>

⁵⁰ 2025 stock market crash - Wikipedia

appetibili, per evitare grandi perdite. “Così il rendimento dei Treasury Usa a dieci anni è calato e il dollaro si è indebolito ai minimi degli ultimi sei mesi rispetto allo yen giapponese e al franco svizzero, togliendo al biglietto verde un po' del suo fascino di bene rifugio”. Con il crollo delle azioni, gli hedge fund azionari globali long-short hanno azzerato i guadagni dell'anno, ha dichiarato Goldman Sachs.⁵¹

Figura 2.5: Mercato azionario a 3 mesi, 3 aprile 2025



Fonte: Screenshot di tre grafici intrecciati dei principali mercati azionari statunitensi. Il rosa è il DOW Jones. Il blu chiaro è il NASDAQ. Il blu scuro è l'S&P 500.

I settori azionari più esposti al commercio internazionale hanno ovviamente guidato il ribasso, in particolare i titoli tecnologici di megacap (società con capitalizzazione di mercato superiore ai 200 miliardi di dollari) e i produttori di semiconduttori, che sono fortemente dipendenti dalle catene di distribuzione globale. Digni di particolare attenzione sono sicuramente Nvidia che ha chiuso a -8% e Apple -9%, ma anche il settore industriale è stato colpito duramente con il titolo Boeing e Caterpillar che hanno subito perdite intorno al -5%.⁵² Il settore finanziario non manca all'appello, con le banche che hanno visto scendere le loro quotazioni ai minimi da mesi per via delle prospettive che un rallentamento economico potesse erodere i profitti e rallentare la domanda di credito.

C'è stata anche un'altra faccia della medaglia, quella dei segmenti della difesa e domestici come le utility, o in generale titoli anticiclici, hanno mostrato una buona tenuta iniziale

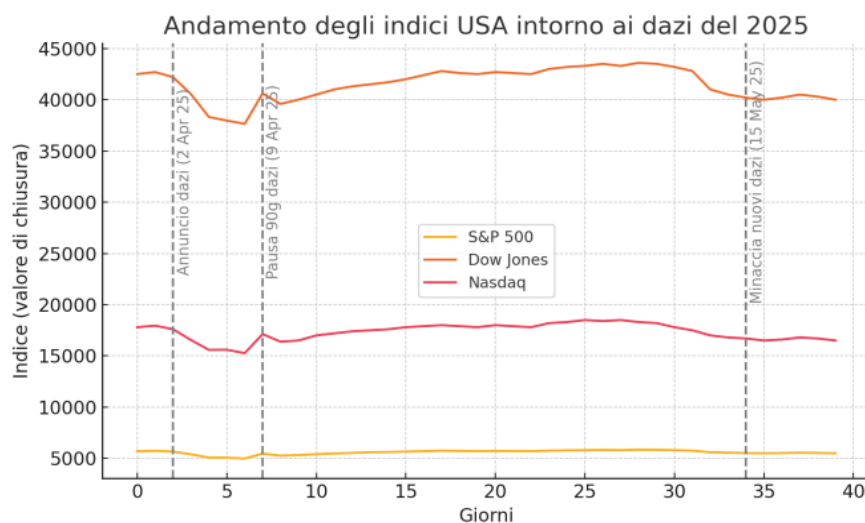
⁵¹ Goldman Sachs

⁵² Abc News, <https://abcnews.go.com/US/dow-tanks-700-points-amid-fears-china-trade>

(non essendo particolarmente coinvolti nel commercio internazionale) subendo cali più contenuti. Ugualmente, le società in ambito siderurgico e minerario hanno beneficiato delle aspettative di protezioni dal dumping estero, in particolare quello asiatico, si fa riferimento in questo caso ai dazi del 25% su acciaio ed alluminio; questo rientra in un tipico schema già visto nel 2018: durante le escalation tariffarie, le small cap orientate al mercato domestico tendevano a sovraperformare le large cap globali.⁵³ Va comunque notato che il panico generalizzato ha influenzato tutto il mercato nel breve periodo con aumenti di volatilità registrati anche nei settori più resilienti.

Tramite il prossimo grafico si potrà analizzare su base settimanale fino ad oggi come le aspettative e le varie comunicazioni del Presidente degli Stati Uniti hanno influenzato i tre indici che si stanno prendendo come riferimento in sede di questo studio da inizio aprile.

Figura 2.6



Fonti: indice S&P 500 (linea arancione), Nasdaq (rosa), Dow Jones Industrial Average (linea gialla). Le linee tratteggiate evidenziano: l'annuncio dei dazi (2 Apr), la pausa di 90 giorni su gran parte dei dazi (9 Apr) e una successiva minaccia di nuovi dazi (15 Mag).

⁵³ Fandetti, M. (2024). When Tariffs Hit: Stocks, Bonds, and Volatility. CFA Institute – Enterprising Investor Blog, 11 dicembre 2024

Si osservano facilmente cali bruschi immediatamente dopo l'annuncio del 2 Aprile, seguiti da rimbalzi nelle settimane successive legati ad altri annunci di tregua temporanea. Già verso la fine della prima settimana infatti le aspettative di contro-dazi da parte degli altri paesi e le notizie di probabili negoziati hanno calmierato la negatività dei mercati, tuttavia durante lo stesso weekend l'annuncio della Cina di rispondere con il 34% di dazi aggiuntivi su merci USA⁵⁴ (in pratica pareggiando la tariffa più alta imposta da Trump) ha contribuito a nuove vendite degli stock con una grande discesa per le borse asiatiche: il Nikkei, borsa di Tokyo, in calo fino al -8% e l'Hang Seng di Hong Kong addirittura a -13%, in quella che è stata descritta come la peggiore seduta "da decenni"⁵⁵ per l'Asia. Contestualmente in Europa l'indice Euro Stoxx 600 ha perso circa il 4% e il DAX tedesco ha aperto al ribasso di quasi -10%.

Ormai si può dare per certo che la prima settimana di aprile (dal 2 al 9) è stata la peggiore per i mercati azionari dalla crisi del Covid a questa parte, dove tutti e tre gli indici di riferimento hanno subito perdite a doppie cifre. Dal 9 aprile in poi però, quando Trump ha annunciato una temporanea tregua di 90 giorni dei dazi su oltre 80 dei paesi alleati (escludendo però la Cina), gli investitori hanno espresso nuovamente fiducia nei confronti dei mercati e gli indici sono contestualmente tornati a sorridere nelle settimane successive.

Secondo il Washington Post, l'indice S&P500 alla fine del mese aveva già guadagnato tutto ciò che aveva perso il 2 Aprile, segnando nove sedute consecutive in rialzo. Anche la volatilità è tornata a livelli "sostenibili" dopo alcune settimane, come osserva uno studio della Federal Reserve Bank of New York⁵⁶, i mercati tendono a "prezzare rapidamente lo shock tariffario" con un aumento immediato della volatilità che però, in assenza di nuove escalation tende a rifluire verso i livelli antecedenti alla crisi. Questo punto è pienamente riconducibile a ciò che è avvenuto nel mese di aprile dove la minaccia iniziale ha subito innescato un picco di volatilità, seguito da un contenimento dello stesso

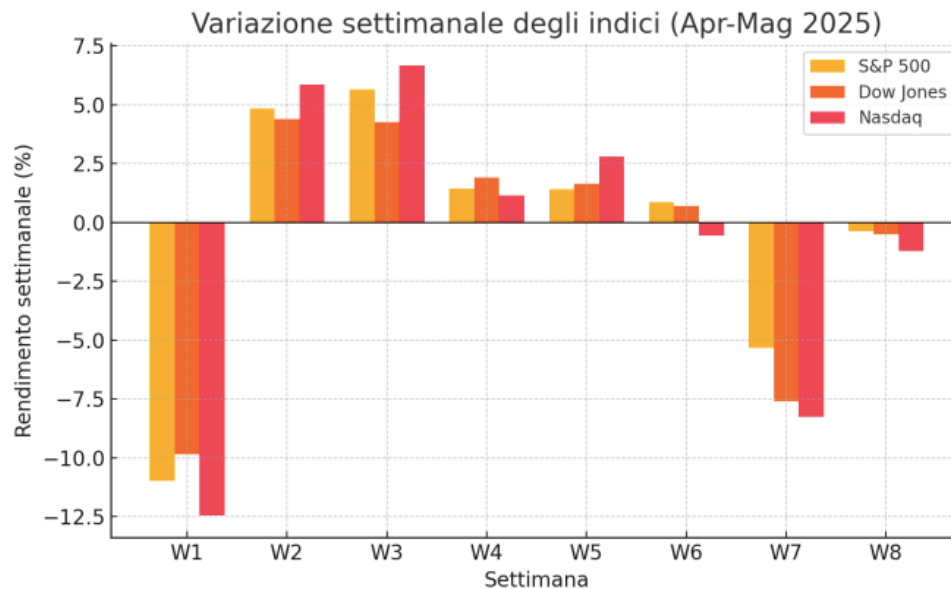
⁵⁴ C. Shepherd, E. Francis, M. Lee, Markets in Asia and Europe fall sharply as Trump's tariffs spark recession fears, Washingtonpost.com, 7 Apr 2025

⁵⁵ Peter Hoskins, Asian stocks see their worst drop in decades after Trump tariffs, BBC.com, 7 Apr 2025

⁵⁶ P. V. Tassel, Equity volatility term premia, Newyorkfed.org, Apr 2022

all’emergere di prospettive di negoziati. Si può parlare di manipolazione dei mercati azionari da parte di Trump? Rimando questa riflessione alle conclusioni finali.

Figura 2.7



Fonti: Rendimenti settimanali degli indici azionari USA nelle settimane successive ai dazi di aprile 2025, Il Nasdaq (barra rosa) ha mostrato movimenti più ampi rispetto a S&P 500 (arancione) e Dow Jones (giallo), riflettendo la maggiore volatilità del settore tecnologico. Dati in % calcolati su base settimanale (venerdì/venerdì).

Si può osservare da quest’ultimo grafico come la ripresa degli indici si stabilizzi intorno alla quinta/sesta settimana dal primo annuncio per poi tornare ad una visione ribassista verso fine maggio in seguito a nuove minacce sull’import dall’Unione Europea (50%) e sulle importazioni di smartphone, colpendo direttamente il settore tecnologico di consumo. Tali dichiarazioni, infatti, hanno rinnovato i timori degli investitori di aprile, che in realtà erano rimasti ancora dubbiosi ben consapevoli che la tregua tariffaria sarebbe potuta di nuovo saltare, la volatilità implicita è risalita pur non toccando i livelli del mese precedente (segno che il mercato nonostante una ripresa, era comunque rimasto “teso”).⁵⁷

⁵⁷ Trump Threatens a 50% Tariff on EU Goods Starting in June, Bloomberg.com, 23 Maggio 2025

In sintesi, si può affermare che la risposta è stata sicuramente inizialmente negativa e violenta con un successivo rimbalzo rapido dovuto alla de-escalation temporanea comunicata; i rendimenti hanno seguito un andamento a “zig-zag” oscillando al ritmo delle notizie (tweet presidenziali, annunci di contromisure estere, progressi o stalli nei negoziati). Secondo il World Economic Forum⁵⁸, la volatilità in eccesso generata dai dazi “ha implicazioni significative per l’economia globale”, poiché come già detto varie volte l’incertezza frena investimenti e consumi. Sempre secondo gli accademici del Forum, inoltre, questo tipo di shock perturbano le aspettative sulle filiere produttive, i costi e i mercati di sbocco e ciò potrebbe spiegare il perché dopo i rimbalzi iniziali i mercati continuino a scontare un premio al rischio maggiore, riflesso in oscillazioni accentuate dei prezzi azionari fin quando non sarà concretamente delineato un quadro di politica commerciale più chiaro e soprattutto stabile.

2.3 Reazione degli intermediari finanziari

Questo sotto-capitolo si pone come obiettivo quello di analizzare come i principali intermediari finanziari abbiano interpretato le misure tariffarie Statunitensi, quindi come banche, hedge funds e fondi d’investimento hanno riorientato le proprie strategie d’investimento per fronteggiare l’aumento della liquidità e l’inasprimento delle condizioni finanziarie globali.

- 1) *Banche*: le banche hanno subito un duro contraccolpo in borsa, in particolare l’indice KBW delle banche regionali che ha perso circa il 7,5% nella settimana successiva all’introduzione dei dazi.⁵⁹ Questi istituti sono considerati molto vulnerabili in seguito a rallentamenti dell’economia dipendendo fortemente dai prestiti delle famiglie e da PMI locali; ed in seguito ad un calo della domanda dei prestiti potrebbero risentirne particolarmente. Gli analisti prevedono infatti che questa domanda rimarrà “fiacca” fin quando gli investitori non riusciranno a

⁵⁸ Zhang, X. (2025). Why trade tensions are a “storm cloud” over financial markets. World Economic Forum, 17 aprile 2025

⁵⁹ US regional banks face results test as tariffs trigger uncertainty, growth worries | Reuters <https://www.reuters.com/business/finance/us-regional-banks-face-results-test-tariffs-trigger-uncertainty-growthworries-2025-04-10/>

identificare con chiarezza l'evoluzione della guerra commerciale.⁶⁰ Pertanto in questo clima di incertezza, gli istituti hanno adottato un approccio prudente, aumentando gli accantonamenti su crediti deteriorati e rafforzando le riserve di capitale. Nelle grandi banche, alcuni dirigenti hanno fatto cenno all'obiettivo di ridurre l'esposizione sui settori e i clienti maggiormente colpiti dai dazi concentrandosi sul core business domestico e, dal punto di vista della gestione finanziaria incrementare la liquidità di bilancio e l'investimento in titoli governativi sfruttando il calo dei rendimenti obbligazionari e aumentando la duration del portafoglio. Generalmente si può dire che la visione delle banche è orientata alla riduzione del rischio e alla tutela della liquidità.⁶¹

- 2) *Fondi d'investimento*: anche i fondi comuni di investimento hanno deciso di rivedere le proprie strategie. Si è registrata infatti una rotazione settoriale marcata sui mercati azionari, i gestori dei fondi hanno deciso di spostare l'esposizione dagli asset più rischiosi e colpiti (ad. es. tecnologia) a quelli domestici come utility e sanità.⁶² In molti fondi obbligazionari si è constatata una riduzione della duration per i portafogli corporate concentrandosi su emissioni governative. BlackRock riporta che il suo fondo Global Equity Market Neutral, a bassa correlazione con i mercati tradizionali, durante il mese di aprile ha raggiunto un +5% mentre l'S&P500 perdeva il 19%. Tendenzialmente anche la strategia degli FCI è stata conservativa e difensiva con maggiore diversificazione e incremento degli asset rifugio, l'idea è "restare investiti ma con prudenza".⁶³
- 3) *Hedge Funds*: secondo dati di Goldman Sachs, gli hedge funds globali hanno azzerato i guadagni raggiunti da inizio anno solo con il crollo di inizio aprile, fatto sta però, che grazie agli elevati livelli di professionalità e di know-how sulla gestione delle crisi del settore, questi investitori sono riusciti rapidamente a

⁶⁰ US regional banks face results test as tariffs trigger uncertainty, growth worries | Reuters
<https://www.reuters.com/business/finance/us-regional-banks-face-results-test-tariffs-trigger-uncertainty-growthworries-2025-04-10/>

⁶¹ Trump tariffs slam markets, stunned investors brace for slow growth, retaliation | Reuters
<https://www.reuters.com/markets/wealth/global-markets-tariffs-graphic-pix-2025-04-02/>

⁶² Guerra, M. & Koen, D., Four ways tariffs are reshaping markets, Morgan Stanley, 12 Mar 2025

⁶³ Barnett, C., Tariff uncertainty: impacts on markets and portfolios, Blackrock Advisor Center, 14 Apr 2025

modificare le loro esposizioni già durante il mese di aprile. In massa hanno ridotto aggressivamente la loro posizione sulle equities implementando repentinamente strategie di copertura come opzioni e futures sugli indici azionari proteggendo il portafoglio dal rischio ribassista. Nonostante lo shock iniziale quindi la categoria è riuscita ad ottenere rendimenti positivi nel mese di aprile, infatti secondo il data provider Citco il loro rendimento medio ponderato nel mese è stato dello +0,9% circa, segno che sono stati in grado di adattarsi frequentemente alle dichiarazioni politiche cambiando le allocazioni nel corso delle settimane, ad esempio uscendo da posizioni ribassiste dopo la decisione di Trump di sospendere per 90 giorni i dazi. In sintesi, si può affermare che il loro approccio è stato in linea con la loro natura più rischiosa dovuta alla flessibilità operativa e rapidità di reazione, (sappiamo infatti che l'obiettivo degli Hedge Funds è quello di superare le performance del mercato) cercando di abbracciare la volatilità come un'opportunità di guadagno, *“il rischio tariffario taglia in entrambe le direzioni, creare volatilità significa anche creare occasioni di trading”*⁶⁴.

2.4 Utilità reale dei dazi

Elemento ultimo dell'analisi riguarda l'effettiva utilità dei dazi, ovvero se il loro utilizzo sarà effettivamente in grado di cogliere gli obiettivi strategici dichiarati dall'amministrazione statunitense quali il rilancio dell'industria nazionale e la riduzione della dipendenza economica. Dal primo punto di vista per ora le evidenze disponibili dopo neanche 60 giorni sono miste e poco incoraggianti, è vero infatti che almeno nel breve periodo i dazi hanno avuto un effetto di protezione immediata nei confronti dei settori domestici non dipendenti dalle interdipendenze globali, come quelli dell'acciaio e dell'automobile (ricordiamo 25% a tutte le auto di importatori esteri), facendo aumentare la loro quota di mercato a discapito dei concorrenti esteri. Nel lungo periodo però, numerose imprese a valle che comprano input di produzione dalla Cina vedranno aumentare i loro costi di produzione, perdendo competitività.

⁶⁴ Barnett, C., Tariff uncertainty: impacts on markets and portfolios, Blackrock Advisor Center, 14 Apr 2025

Degli studi sull'introduzione dei dazi nella precedente amministrazione Trump, dimostrano come la protezione dalle importazioni comporti perdite di reddito reale, trovando supporto empirico di questa affermazione all'interno dei dati raccolti per la guerra commerciale del 2018. "Si stima che il costo il reddito reale per via dei dazi sia stato all'incirca di 6,9 miliardi di dollari nei primi 11 mesi del 2018, raggiungendo a novembre un picco di 1,4 miliardi al mese, con un costo aggiuntivo di 12,3 miliardi di dollari per i consumatori e gli importatori nazionali sotto forma di entrate tariffarie trasferite al governo"⁶⁵.

Dal punto di vista delle supply chain globali si è osservato che le tariffe hanno causato notevoli fluttuazioni, con circa 165 miliardi di dollari di scambi, 136 di importazioni e 29 di esportazioni, sono andati persi o perlopiù deviati per cercare di "eludere" i dazi. Infatti, seppur la dipendenza dalla Cina è diminuita, le catene di distribuzione si sono riorganizzate rafforzando i rapporti degli Stati Uniti con altri paesi esteri, facendo rimanere elevato il disavanzo estero aggregato. Inoltre, sempre secondo studi accademici del 2019 della London School of Economics, gli effetti dei dazi "si sono quasi completamente trasferiti sui prezzi interni degli Stati Uniti, cosicché l'intera incidenza dei dazi è ricaduta finora sui consumatori e sugli importatori nazionali, senza alcun impatto finora sui prezzi applicati agli esportatori esteri." Un ulteriore riscontro è quello che i produttori statunitensi maggiormente avvantaggiati dalla ridotta concorrenza estera, hanno aumentato i loro prezzi, in sintesi ci sono diversi elementi che possano giustificare un effetto inflazionistico interno.

Un altro costo potenzialmente elevato è quello dell'incertezza politica che come sottolineato da Handley e Limão (2017)⁶⁶ e Pierce e Schott (2016)⁶⁷, è probabile che sia considerevole e potrebbe riflettersi nei sostanziali cali dei mercati azionari statunitensi e cinesi in concomitanza con alcuni dei più importanti annunci di politica commerciale.

⁶⁵ Amiti, M., Redding, S.J. & Weinstein, D., (2019), The Impact of the 2018 Trade War on U.S. Prices and Welfare, London School of Economics

⁶⁶ Handley, Kyle and Nuno Limão (2017) Policy Uncertainty, Trade and Welfare: Theory and Evidence for China and the U.S., American Economic Review

⁶⁷ Pierce, Justin, and Peter K. Schott (2016) "The Surprisingly Swift Decline of U.S. Manufacturing Employment," American Economic Review

Conclusioni

L'analisi condotta nel corso dell'elaborato ha portato a diverse osservazioni in merito alla domanda di ricerca e ha messo in luce diverse evidenze riguardo agli effetti dell'imposizione di dazi commerciali sull'equilibrio economico e, di conseguenza, sui mercati finanziari.

In primo luogo, dal quadro teorico e storico emerso nella stesura del primo capitolo, si intuisce, in linea con la teoria economica classica, che i dazi tendono a distorcere l'allocazione efficiente delle risorse e a generare perdite in termini di benessere e di reddito reale. La protezione che offrono nel breve periodo infatti è molto limitata a fronte di costi più rilevanti nel medio-lungo data dall'aumento dei prezzi interno (si è visto per quali ragioni) scaricato sui consumatori finali.

Spostando lo sguardo ai mercati azionari, durante il corso del secondo capitolo l'analisi ha evidenziato come la maggior parte degli investitori reagisca in modo sensibile e negativo alle politiche protezionistiche: tutti gli episodi analizzati confermano in effetti che il solo annuncio (senza neanche l'effettiva imposizione) riesce a generare grandi turbolenze negli indici principali. Si registrano invero forti aumenti della volatilità e spostamenti verso asset "rifugio" dovuti all'incertezza sulle prospettive future che generano cali significativi nei listini azionari, in particolare nei settori più esposti al commercio internazionale.

Dal punto di vista degli intermediari finanziari, si è visto come tutti abbiano adottato misure generalmente cautelative dinanzi all'aumentare delle tensioni commerciali, riducendo l'esposizione nei mercati azionari e cercando un veloce adattamento al nuovo scenario per cercare di attutire lo "shock" tariffario. Tali reazioni non sono altro che una conferma dei presupposti su cui si fonda questo lavoro: dimostrare come il protezionismo commerciale non sia in grado di incidere solamente sul numero di scambi reali ma anche sulla stabilità del sistema finanziario, trasferendo l'incertezza dalle semplici frontiere ai mercati globali.

La sfida principale del policy maker sta nel *bilanciare correttamente l'esigenza di proteggere l'economia nazionale da pratiche estere sleali e i benefici derivanti da un sistema commerciale interconnesso e multilaterale, col fine di non compromettere la crescita, la competizione e l'innovazione*. I governi dovrebbero soppesare meticolosamente costi e benefici basati su fondamentali economici, invece di prendere decisioni improvvise o di fare annunci lampo per accontentare il proprio elettorato gestendo “politicamente” il sentiment di mercato. Di fatto, la gestione comunicativa in merito ai dazi del Presidente USA, spesso via tweet, ha avuto effetti riconducibili a una vera e propria induzione di volatilità artificiale, assumendo quasi le fattezze di un'arma psicologica di massa.

Bibliografia

Abc News, <https://abcnews.go.com/US/dow-tanks-700-points-amid-fears-china-trade>

Amiti, M., Redding, S.J. & Weinstein, D., (2019), The Impact of the 2018 Trade War on U.S. Prices and Welfare, London School of Economics

Ammon, M. (2020, July 31). Smoot–Hawley and the stock market. MarcosAmmon.com. April 2025 World Economic Outlook

Barnett, C., Tariff uncertainty: impacts on markets and portfolios, BlackRock Advisor Center, 14 Apr 2025

Blanchard, O., Amighini, A. & Giavazzi, F. (2021). Macroeconomia: una prospettiva europea, Bologna: Il Mulino

Bloomberg.com (2025) “Trump Threatens a 50% Tariff on EU Goods Starting in June”, 23 Maggio 2025

BorsaItaliana.com, Glossario finanziario

Chen, J. (2023), “What does the Nasdaq Composite Index Measure?” Investopedia.co

Dow Jones Industrial Average Index

Executive summary, rapporto FMI aprile 2025

Fandetti, M. (2024). When Tariffs Hit: Stocks, Bonds, and Volatility. CFA Institute – Enterprising Investor Blog, 11 dicembre 2024

Federal Reserve Bank of St. Louis FRED database,
<https://fred.stlouisfed.org/series/CP0000GBM086NEST>;
<https://fred.stlouisfed.org/series/CPIAUCNS>; <https://fred.stlouisfed.org/series/EXUSUK>.

Feingold, S. (2025) “Tariffs trade tensions could stock financial markets”, World Economic Forum, 17 Apr 2025

Franzini, M. & Pianta, M., (2017), Disuguaglianze, Roma-Bari: Laterza

FTSE Mib Index

Goldman Sachs Asset Management

Guerra, M., Khoen, D. (2025), Four ways tariffs are reshaping markets, Morgan Stanley, 12 Marzo 2025

Handley, K., Limão N. (2017) Policy Uncertainty, Trade and Welfare: Theory and Evidence for China and the U.S.,” American Economic Review

Hoskins P. (2025) Asian stocks see their worst drop in decades after Trump tariffs, BBC.com, 7 Apr 2025

IMF says trade war cuts global growth to lowest since financial crisis a decade ago | Reuters.

International Monetary Fund, Global Financial Stability Report, April 2025: Enhancing Resilience amid Uncertainty

Introdurre l'euro, i criteri di convergenza, (<http://europa.eu>)

J.P. Morgan Asset Management

Justin P., Schott P.K. (2016) "The Surprisingly Swift Decline of U.S. Manufacturing Employment" American Economic Review

List F. (1972), Il sistema nazionale di economia politica, ed. orig. 1841, Milano

Lombardi, A. "Usa-infrastrutture", La Repubblica, (7 novembre 2021)

Mankiw, N.G., Taylor, M.P. (2024), Macroeconomia, Bologna: Zanichelli

Marelli, E., Signorelli, M. (2015), Politica Economica, Torino: Giappichelli

Mishkin, F.S., Istituzioni e mercati finanziari, (2019), Torino: Pearson

Motolese M., Nielsen C.K. (2024), Lezioni di politica economica, Torino: Giappichelli

Nasdaq Composite Index

Northern Trust, (2023), Looking back on the Smoot-Hawley Tariffs, Weekly Economic Commentary.

Rainews.com, "Ecco i Dazi di Donald Trump", 2 Aprile 2025

Reuters, <https://www.reuters.com/markets/wealth/global-markets-tariffs-graphic-pix-2025-04-02/>

S&P 500 | Dow Jones, Nasdaq, Index Funds | Britannica Money

Santos, G. & Valentini, M., "How would the U.S. dollar respond to a Trade War 2.0?", (2024), J.P. Morgan Asset Management

Shepherd C., Francis E., Lee M. (2025) Markets in Asia and Europe fall sharply as Trump's tariffs spark recession fears, Washingtonpost.com, 7 Apr 2025

Sito del parlamento europeo, <https://www.europarl.europa.eu/about-parliament/it/in-the-past/the-parliament-and-the-treaties/maastricht-treaty>

Stewart, H & Almeida, L., <https://www.theguardian.com/business/2025/apr/22/imf-warns-trump-tariffs-are-putting-global-financial-system-under-strain>

Stiglitz, J.E., (1992), *Il ruolo economico dello stato*, Bologna: Il mulino

Tassel P. V. (2022), *Equity volatility term premia*, Newyorkfed.org, Apr 2022

The Impact of the 2018 Tariffs on Prices and Welfare, American Economic Association

Turrini Vita, A. (2020), *Indice azionario: cosa sono gli indici di borsa*

U.S. Bureau of the Census, (1960), *Historical statistics of the United States: Colonial times to 1957*

U.S. Tariff Commission, *BIS Quarterly Review*.

US Tariffs: What's the Impact? J.P. Morgan Research

Valente, P., (2017), *Manuale di politica fiscale dell'Unione Europea*, eurilink uni. Press

Valsania, M., (2019), *Il Sole 24 Ore*, <https://www.ilsole24ore.com/art/usa-cina-tesoro-dichiara-formalmente-pechino-manipolatore-valuta-ACoolQd>

Wikipedia.com, “2025 stock market crash”

Zhang, X. (2025). *Why trade tensions are a “storm cloud” over financial markets*.
World Economic Forum, 17 aprile 2025