

Corso di Laurea in Economia e Management

Cattedra di Matematica Finanziaria

La politica tariffaria di Trump e le possibili ripercussioni sul mercato dei titoli di Stato statunitensi

Prof.ssa Marilena Sibillo

RELATORE

Filippo Cencini Matr. 298981

CANDIDATO

Anno Accademico **2025/2026**

*Ai miei genitori,
per l'opportunità che mi hanno dato, per la fiducia che hanno sempre riposto in me e per la
comprensione dimostrata in ogni momento.*

*A Vittoria,
la parte migliore di me,
grazie per il tuo supporto, per l'amore che mi dimostri ogni giorno e per la forza che mi trasmetti.*

Infine, a me stesso, per non aver mai smesso di crederci.

INDICE

INTRODUZIONE.....	1
CAPITOLO 1: I Treasury securities: caratteristiche, valutazioni e misure di rischio.....	3
1.1 Introduzione.....	3
1.2 Inquadramento dei Treasury e ruolo nel sistema finanziario.....	3
1.2.1 Il ruolo della diversificazione.....	4
1.2.2 Tipologie di Treasury Bonds.....	5
1.3 Prezzo e rendimento dei Treasury.....	7
1.3.1 Prezzo nel mercato primario.....	7
1.3.2 Prezzo nel mercato secondario: impatto della variazione dei tassi sul rendimento dei treasury.....	8
1.4 Valore di realizzo e valore di reimpiego per un investitore.....	9
1.4.1 Aspettative di mercato positive sull'andamento dei tassi.....	10
1.4.2. Aspettative di mercato negative sull'andamento dei tassi.....	10
1.5 Duration e implicazioni finanziarie.....	10
1.5.1 Gli indici di durata nelle operazioni finanziarie.....	11
1.6 Volatilità e variazioni di prezzo: il ruolo della volatility.....	13
1.6.1 Studio con tasso istantaneo δ	14
1.6.2 Studio con tasso effettivo i	15
1.7 Convexity, il fattore di correzione.....	16
1.7.1 Studio con tasso istantaneo δ	17
1.7.2 Studio con tasso effettivo i	18
1.8 Implicazione per l'investitore, caratteristiche essenziali.....	19
 CAPITOLO 2: I dazi e la politica protezionistica di Donald Trump.....	 20
2.1 Ragioni per imporre i dazi.....	21
2.2 Conseguenza dei dazi nell'economia reale	22
2.2.1 Conseguenza dei dazi nel mercato finanziario.....	23
2.3 WTO (World Trade Organization).....	25
2.3.1 Il ruolo del WTO nella disciplina dei dazi.....	25
2.4 L'escalation tariffaria tra Stati Uniti e Cina durante i due mandati Trump.....	27
2.5 Le premesse e l'avvio della guerra commerciale.....	27
2.5.1 Le cause della guerra commerciale.....	29
2.6 L'escalation tariffaria nel primo mandato Trump.....	29
2.6.1 Le misure adottate dagli Stati Uniti.....	30
2.6.2 Primo round effettivo.....	30
2.6.3 Secondo round effettivo.....	31
2.6.4 Terzo round effettivo.....	31
2.6.5 Quarto round effettivo.....	32
2.7 Le misure adottate dalla Cina.....	32
2.7.1 Le prime risposte cinesi tra la primavera e l'estate del 2018.....	32

2.7.2 La risposta alla lista 3 e l'inasprimento del 2019.....	33
2.7.3 Le contromisure del 2019 e la vigilia del Phase One.....	34
2.8 L'escalation tariffaria nel secondo mandato Trump.....	35
2.8.1 Le prime misure dell'amministrazione Trump contro la Cina, 1° febbraio 2025.....	35
2.8.2 L'inasprimento di marzo 2025: dal 10% al 20% di aliquota.....	36
2.8.3 Liberation Day e l'escalation tariffaria dell'aprile 2025.....	36
2.9 Le misure adottate dalla Cina.....	37
2.9.1 La prima risposta cinese di febbraio 2025.....	37
2.9.2 Le contromisure di marzo 2025.....	37
2.9.3 La risposta della Cina al Liberation Day.....	38
2.9.4 Conclusioni e confronto tra i due mandati.....	38
 CAPITOLO 3: Analisi dei rendimenti dei Treasury nelle fasi di tensione commerciale.....	 41
3.1 Le detenzioni estere di Treasury securities.....	41
3.1.1 La ripartizione del debito statunitense tra investitori esteri e domestici.....	42
3.2 Principali detentori esteri di Treasury securities.....	43
3.2.1 Il caso della Cina.....	43
3.2.2 Il caso del Regno Unito.....	44
3.3 Dalle detenzioni estere ai rendimenti dei Treasury.....	45
3.4 Il 22 marzo 2018: analisi di un evento significativo.....	46
3.4.1 Dati, variabili e metodologia di calcolo.....	47
3.4.2 Analisi dei risultati 2018.....	47
3.5 Il 2 aprile 2025: analisi di un evento significativo.....	51
3.5.1 Analisi dei risultati 2025.....	52
3.6 Confronto e interpretazione tra il 2018 e il 2025.....	54
 CONCLUSIONE.....	 58
BIBLIOGRAFIA E SITOGRAFIA.....	60

INTRODUZIONE

Negli ultimi anni il sistema economico internazionale è stato attraversato da una crescente instabilità, dovuta non solo a fattori macroeconomici e finanziari, ma anche a scelte politiche capaci di modificare gli equilibri tra i principali Paesi.

Tra queste, un ruolo particolarmente rilevante è stato assunto dalla politica tariffaria adottata da Donald Trump nei confronti della Cina, che ha riportato al centro del dibattito il tema del protezionismo e delle sue conseguenze sui mercati globali.

I dazi, infatti, non rappresentano soltanto uno strumento di politica commerciale. Sebbene vengano introdotti con l'obiettivo di proteggere determinati settori produttivi, ridurre squilibri commerciali o rafforzare la posizione negoziale di un Paese, i loro effetti possono estendersi ben oltre il commercio internazionale. L'aumento dei costi per imprese e consumatori, il rischio di ritorsioni da parte degli altri Stati e il clima di incertezza che ne deriva possono incidere sulle aspettative degli investitori e, di conseguenza, sull'andamento dei mercati finanziari.

In questo quadro si inserisce l'analisi dei Treasury securities, cioè i titoli di Stato emessi dal governo statunitense. Essi occupano una posizione centrale nel sistema finanziario mondiale, poiché sono considerati strumenti di riferimento per il mercato obbligazionario e vengono spesso utilizzati come beni rifugio nelle fasi di maggiore instabilità. Tuttavia, il fatto che siano percepiti come titoli sicuri non significa che siano privi di rischio. Il loro prezzo e il loro rendimento, infatti, sono influenzati dalle variazioni dei tassi d'interesse, dalle aspettative sull'inflazione, dalle decisioni di politica monetaria e dal grado di fiducia degli investitori nei confronti dell'economia statunitense.

L'obiettivo di questo elaborato è analizzare le possibili ripercussioni della politica tariffaria di Trump sul mercato dei Treasury statunitensi, con particolare attenzione alle fasi di tensione commerciale tra Stati Uniti e Cina. La tesi intende quindi collegare due ambiti apparentemente distinti, la politica commerciale e il mercato obbligazionario, mostrando come decisioni di natura protezionistica possano contribuire a modificare il comportamento degli investitori e l'andamento dei rendimenti dei titoli di Stato.

Il lavoro è articolato in tre capitoli. Il primo capitolo è dedicato ai Treasury securities e ne descrive le principali caratteristiche, le diverse tipologie, il funzionamento del mercato primario e secondario e la relazione tra prezzo e rendimento. In questa parte vengono inoltre approfonditi alcuni strumenti fondamentali della matematica finanziaria, come la duration, la volatility e la convexity, utili per misurare la sensibilità dei titoli obbligazionari alle variazioni dei tassi d'interesse.

Il secondo capitolo affronta il tema dei dazi e della politica protezionistica di Donald Trump. Dopo aver illustrato le ragioni che possono spingere uno Stato a introdurre tariffe doganali, vengono analizzate le principali conseguenze dei dazi sull'economia reale e sui mercati finanziari. Particolare

attenzione viene dedicata all'escalation tariffaria tra Stati Uniti e Cina, distinguendo tra le misure adottate durante il primo mandato Trump e quelle introdotte nella fase successiva.

Il terzo capitolo, infine, si concentra sull'analisi dei rendimenti dei Treasury in due momenti particolarmente significativi: il 22 marzo 2018 e il 2 aprile 2025. Attraverso il confronto tra questi due eventi, l'elaborato cerca di comprendere se le tensioni commerciali abbiano contribuito ad aumentare la volatilità del mercato obbligazionario statunitense e in che misura i Treasury abbiano reagito a shock di natura politica e commerciale.

In conclusione, questa tesi si propone di mostrare come le politiche tariffarie non producano effetti limitati agli scambi commerciali, ma possano influenzare anche le dinamiche finanziarie internazionali. L'analisi dei Treasury consente quindi di osservare da vicino il rapporto tra incertezza politica, aspettative degli investitori e andamento dei rendimenti obbligazionari, evidenziando l'importanza di considerare insieme economia reale, politica commerciale e mercati finanziari.

CAPITOLO 1: I Treasury securities: caratteristiche, valutazioni e misure di rischio

1.1 Introduzione

Il capitolo introduttivo di questo elaborato analizza in maniera dettagliata i titoli di stato americano (treasury), andando a focalizzarsi su temi generali come, ad esempio, le diverse tipologie di titoli, il funzionamento, le modalità di emissione e aspetti prettamente finanziari come la duration, la convexity e la volatility.

1.2 Inquadramento dei Treasury e ruolo nel sistema finanziario

I titoli di Stato statunitensi rappresentano uno dei pilastri del sistema finanziario globale, essi sono utilizzati come riferimento per la determinazione dei tassi d'interesse, come benchmark nei portafogli obbligazionari e come “beni rifugio” in fasi di instabilità finanziaria.

Ogni entità statale colloca delle obbligazioni governative, chiamate titoli di stato, che vengono emesse periodicamente per finanziare il proprio debito pubblico.

I titoli di Stato statunitensi sono obbligazioni emesse dal Governo degli Usa per finanziare il debito pubblico e le spese statali” (cf. eurocomunicazione, 2025).

Nello specifico a emettere tali titoli è il U.S. Department of the Treasury (Dipartimento del Tesoro degli Stati Uniti), mentre a occuparsi di gestire gli aspetti operativi dell'emissioni di tali titoli è il Bureau of the Fiscal Service, il quale li vende tramite meccanismi ad asta.

“In quanto garantiti dal governo degli Stati Uniti d'America, che è la prima economia mondiale, i treasury e il loro mercato rappresentano un benchmark importante per l'intero mercato obbligazionario globale. Si tratta, infatti, di titoli che in alcuni casi vengono definiti risk-free, ossia contraddistinti da un rischio bassissimo e molto remoto” (cf. moneycontroller s.d.)

Questa interpretazione di asset sicuro in realtà non è sempre vera, di fatto chi investe in questa tipologia di titoli è soggetto a vari rischi, per esempio il rischio tasso e il rischio di cambio per un investitore estero.

Per gli investitori la cui valuta domestica è l'euro comprare i treasury in dollari significa esporsi alla volatilità del cambio euro-dollaro; non si tratta più dunque solo di un'obbligazione governativa ma di una “scommessa” anche sull'andamento futuro del tasso di cambio che avendo una volatilità più alta dei tassi di interesse rischia di diventare il driver principale della posizione in treasury» (cf. Viero, 2025)

I Treasury sono strumenti di debito a breve/medio/lungo termine, il cui rendimento è determinato da un tasso d'interesse fisso, il quale viene pagato durante l'anno sotto forma di cedola/cedole e da una loro successiva rivalutazione nel momento della maturity date (scadenza), oppure se trattiamo di titoli zero-coupon, l'interesse maturato nel periodo dalla somma prestata sarà dato dallo scarto di emissione, ossia la differenza tra il prezzo d'acquisto (sotto la pari) e il rimborso finale pari al valore nominale.

1.2.1 Il ruolo della diversificazione

La gestione di un portafoglio richiede da parte di un investitore un insieme di scelte coordinate, che vanno dall'individuazione degli strumenti su cui investire fino alla definizione dell'orizzonte temporale e del grado di esposizione al rischio.

La costruzione di un'adeguata diversificazione e l'impostazione della durata complessiva del portafoglio, elementi che incidono direttamente sul rapporto tra rischio assunto e rendimento atteso, possono portare a intraprendere degli investimenti più sicuri.

“La diversificazione permette di gestire in modo più efficiente il rischio e di ottimizzare le opportunità di rendimento” (cf. Finanza semplice, 2025).

In questo contesto, chi investe mira a configurare l'allocazione delle risorse in modo coerente con i propri obiettivi, cercando di mitigare il rischio e allo stesso tempo, valorizzare le opportunità di performance.

Per far ciò, è necessario basarsi su un processo di analisi finanziaria continuo, capace di integrare informazioni di mercato e valutazioni quantitative.

Applicando tali principi a un portafoglio di titoli del Tesoro americano, l'analisi non deve limitarsi al solo rendimento a scadenza; diventa essenziale considerare la duration e la sensibilità ai movimenti dei tassi d'interesse, oltre a monitorare la qualità creditizia dell'emittente sovrano.

A supporto di queste valutazioni, assumono rilievo anche variabili macroeconomiche e istituzionali, come l'orientamento delle politiche monetarie e fiscali e il livello di stabilità politica, che possono influenzare in misura significativa la percezione del rischio e quindi la dinamica dei rendimenti.

Un ulteriore aspetto fondamentale è la diversificazione interna al comparto obbligazionario: distribuire l'investimento su scadenze diverse e su più serie di emissioni consente di attenuare la vulnerabilità del portafoglio a rischi specifici, inclusi quelli legati all'inflazione, contribuendo così a preservare nel tempo il valore reale dei flussi e dei risultati dell'investimento.

1.2.2 Tipologie di Treasury Bonds

“Treasury è il termine per indicare genericamente i titoli di Stato emessi dal governo federale degli Stati Uniti. A questo viene aggiunto un altro termine per indicare una specifica categoria (Bill, Note, Bond)” (cf. Investire.biz , 2020)

In particolar modo esistono cinque tipologie di titoli: Bills, Bonds, Notes, TIPS, FRNs.

Prima di studiare queste cinque tipologie è bene dividere i titoli del Tesoro statunitense in negoziabili e non negoziabili, la differenza sta nella trasferibilità degli stessi e quindi dal diverso modo in cui si forma il prezzo.

"Negoziabile significa che è possibile trasferire il titolo a qualcun altro e venderlo prima che scada" (cf. TreasuryDirect, s.d.)

I Treasury negoziabili (marketable) sono strumenti finanziari che possono essere scambiati liberamente sul mercato secondario, il prezzo varia continuamente in funzione dell'incontro tra domanda e offerta. Grazie alla loro facile e libera rivendibilità, questi titoli costituiscono la parte principale del mercato obbligazionario.

“È anche possibile acquistare buoni di risparmio statunitensi non negoziabili dal Tesoro degli Stati Uniti. Non sono negoziabili perché ciascuno è registrato con il codice fiscale di una persona. Non è possibile venderli o trasferirli a qualcun altro” (cf. TreasuryDirect, s.d.).

I Treasury non negoziabili (nonmarketable), a differenza dei primi non possono essere rivenduti liberamente a terzi investitori, non dispongono quindi di un mercato secondario e quindi non sono soggetti a una quotazione giornaliera come avviene per i titoli marketable. Tale tipologia di strumento finanziario viene emesso per scopi specifici, come strumenti di risparmio retail o per esigenze interne dell'ente emittente.

Fatta questa categorizzazione, la nostra analisi si soffermerà solo sui titoli marketable ossia i titoli negoziabili.

Tali categorie si distinguono sulla base di durata, modalità di pagamento degli interessi e, in certi casi, di indicizzazione; come abbiamo già dichiarato prima esistono cinque categorie principali che ora andremo ad approfondire.

1. Treasury Bills (T-Bills)

“I Treasury Bills, titoli a breve termine, con scadenze pari a 4, 13, 26 e 52 settimane, sono acquistati a sconto rispetto al valore nominale (emessi sotto la pari) e maturano gli interessi alla scadenza” (cf. Borsa Italiana, 2013).

Questi strumenti hanno una caratteristica distintiva, ossia non pagano cedole, in quanto titoli zero

coupon. Il rendimento deriva dal cosiddetto sconto: essi vengono acquistati sotto la pari, durante la sottoscrizione hanno un prezzo inferiore al valore nominale e verranno rimborsati alla pari alla scadenza; quindi, nella maturity date il loro prezzo sarà pari al valore nominale. Grazie alla loro durata molto contenuta, si parla di massimo 1 anno, i T-Bills sono utilizzati per la gestione della liquidità e come strumento di investimento a basso rischio di oscillazione dei prezzi.

2. Treasury Notes (T-Notes)

I T-Note hanno scadenze di 2, 3, 5, 7 e 10 anni e corrispondono una cedola a tasso di interesse fisso pagata di norma semestralmente fino a scadenza, data in cui viene rimborsato il valore nominale (cf. Banco BPM, T-Note, s.d.). Il T-Note a dieci anni rappresenta uno dei benchmark più osservati, di fatto viene usato come riferimento per interpretare le aspettative su inflazione e altri fenomeni macroeconomici.

3. Treasury Bonds (T-Bonds)

“I T-Bond hanno una scadenza molto lunga, dai dieci anni fino a un massimo di trenta. Come i T-Note pagano al sottoscrittore una cedola a tasso di interesse fisso semestrale fino a scadenza più il rimborso del valore nominale” (cf. Banco BPM, T-Bond, s.d.).

La differenza sostanziale tra i due sta nella sensibilità, infatti i T-Bonds avendo una scadenza maggiore sono più sensibili alla variazione dei tassi, a parità di variazione tasso, la variazione del prezzo tende ad essere più ampia in questa categoria rispetto alla precedente.

4. Treasury Inflation-Protected Securities (TIPS)

“I Treasury Inflation-Protected Securities (TIPS) sono un tipo di titoli di stato statunitensi protetti dall’inflazione. Il meccanismo di protezione dall’inflazione di TIPS prevede l’indicizzazione del valore nominale delle obbligazioni in base al Consumer Price Index” (CPI) (cf. cbonds, s.d.)

Per questo motivo non si parla di cedole fisse ma verranno pagate cedole che varieranno nel tempo in base all’inflazione. I TIPS sono una categoria di Treasury utili agli investitori che vogliono preservare il valore reale del denaro. Sul piano analitico consentono di stimare le aspettative inflazionistiche implicite nel mercato, mettendo a confronto i rendimenti nominali con quelli reali.

5. Floating Rate Notes (FRNs)

I Treasury Floating Rate Notes sono titoli negoziabili con una caratteristica principale, la cedola che pagano non è fissa ma varia in funzione dei tassi di breve periodo.

Questa tipologia di Treasury ha una scadenza di due anni a cui corrispondono pagamenti di interesse trimestrali; quindi, in un anno si hanno quattro pagamenti.

Elemento importante è il tasso di interesse variabile, il quale è una somma tra due componenti, un tasso indice (index rate) e uno spread.

Essi vengono usati maggiormente in contesti di incertezza sui tassi, in quanto offrono un rendimento più reattivo alla variazione del mercato.

La classificazione dei Treasury in Bills, Notes, Bonds, TIPS e FRNs consente di evidenziare differenze in termini di scadenza, modalità di remunerazione e di indicizzazione. Tuttavia, per interpretare l'andamento di questi titoli in una prospettiva finanziaria non è sufficiente descriverne le caratteristiche, è necessario comprendere il meccanismo con cui il mercato ne determina il valore. Poiché i Treasury analizzati sono strumenti negoziabili, il prezzo si forma attraverso un processo continuo di domanda e offerta e può modificarsi in risposta a variazioni dei rendimenti e delle aspettative degli investitori.

1.3 Prezzo e rendimento dei Treasury

In questa sezione verrà introdotta la formazione del prezzo dei Treasury.

Prima di affrontare la formazione del prezzo nel mercato secondario, è utile descrivere il processo di collocamento sul mercato primario.

1.3.1 Prezzo nel mercato primario

I Treasury sono negoziati in primis sul mercato primario, ossia, l'ente emittente, in questo caso il Governo federale degli Stati Uniti, emette nuovi titoli di stato per finanziare il debito pubblico.

Come già indicato ad inizio capitolo ad occuparsi di gestire gli aspetti operativi dell'emissioni di tali titoli è il Bureau of the Fiscal Service che li vende tramite meccanismi ad asta.

“Le aste rappresentano il principale strumento attraverso cui il governo degli Stati Uniti raccoglie capitale, emettendo titoli a breve, medio e lungo termine. Ogni asta rivela in tempo reale il livello di interesse degli investitori verso il debito pubblico americano” (cf. key to trading, 2025)

L'asta rappresenta il momento in cui il Tesoro colloca sul mercato una certa quantità di titoli, stabilendo le condizioni di vendita in base alle richieste degli investitori.

Il funzionamento dell'asta inizia con la pubblicazione dell'annuncio della nuova collocazione in cui saranno indicate le caratteristiche proprie dell'emissione; quindi, verranno trattati temi come la tipologia del titolo, l'importo, date e scadenze.

Gli investitori potranno partecipare all'asta in due modi, o con un'offerta non competitiva (non-competitive bid) in cui l'investitore richiede una quantità di titoli accettando il rendimento che risulterà dall'asta; oppure può partecipare all'asta tramite un'offerta competitiva (competitive bid) in cui l'investitore indicherà il rendimento atteso per quel determinato titolo.

Dopodiché, il Tesoro raccoglie le offerte, determinando l'ammontare da collocare e il prezzo equivalente.

Nelle aste dei Treasury viene applicato un meccanismo definito single-price (prezzo singolo), che applicherà a tutti coloro che acquisteranno il titolo lo stesso prezzo.

Quindi in conclusione, nel mercato primario, il prezzo nasce direttamente nell'asta.

1.3.2. Prezzo nel mercato secondario: impatto della variazione dei tassi sul rendimento dei treasury

Il prezzo determinato in asta costituisce solo il punto di partenza, successivamente infatti, sul mercato secondario, la quotazione dei Treasury subirà variazioni continue tramite il meccanismo domanda/offerta.

Dal punto di vista teorico, il prezzo è considerato come il valore attuale dei flussi di cassa futuri, cedole e rimborso del capitale a scadenza, attualizzati a un tasso coerente con il rendimento richiesto dal mercato.

La formula sottostante rappresenta il prezzo di un titolo che prevede flussi in entrata con scadenze note, in cui CF_t rappresenta l'ammontare del flusso al tempo t , i è il tasso di interesse:

$$V_0 = \sum_{t=1}^n CF_t * (1 + i)^{-t} \quad (1)$$

Dalla formula (1) emerge una proprietà fondamentale dei Treasury, la relazione inversa tra prezzo e rendimento.

Le variazioni dei tassi d'interesse influenzano il prezzo di un titolo obbligazionario, come in questo caso dei Treasury.

I tassi d'interesse oscillano, essi si spostano verso l'alto quando l'economia attraversa una fase di crescita economica, d'altro canto scenderanno quando siamo di fronte a dei periodi di crisi, questo

andamento riguarda i tassi di valutazione al momento dello smobilizzo e non i tassi cedolari, i quali rimangono fissi per tutta la durata dell'investimento.

La relazione tra prezzo e tasso è inversa: se il tasso sale, il prezzo dell'obbligazione scende; se il tasso scende, il prezzo dell'obbligazione sale. Rappresentiamola come un'altalena a bilico con il tasso da una parte e il prezzo dall'altra, sale uno, scende l'altro e viceversa (cf. Banca d'Italia, s.d.)

Chiarita la relazione inversa tra tasso e prezzo, studiamo due concetti usati per valutare la convenienza e il risultato di un'operazione finanziaria: il valore di realizzo e il valore di reimpiego.

1.4 Valore di realizzo e valore di reimpiego per un investitore

Per un investitore, il valore di realizzo e il valore di reimpiego rappresentano due concetti fondamentali nella gestione del capitale.

Da un lato, il valore di realizzo è inteso come il valore a cui l'investitore può smobilizzare il capitale investito vendendo l'investimento prima della scadenza (valore di realizzo); dall'altro, il valore di reinvestimento è inteso come il valore a cui l'investitore può impegnare il capitale, acquistando il titolo (valore di reinvestimento o di reimpiego).

La differenza principale tra i due concetti di valore dipende dall'orizzonte temporale e dall'intenzione di detenere il titolo fino a scadenza oppure di negoziarlo.

Ad ogni epoca intermedia h con $0 \leq h \leq n$ (n è pari alla durata dell'operazione) il valore dell'operazione finanziaria sarà pari alla somma tra:

- Il montante delle somme rimosse, che rappresenta l'ammontare di capitali disponibili all'epoca h derivanti dal reinvestimento ai tassi di mercato in quel momento, delle somme precedentemente rimosse. Tale importo è definito valore di reinvestimento o di reimpiego.

e

- Il valore attuale delle rate ancora da incassare che rappresenta il prezzo cui si potrebbe vendere la restante parte del titolo all'epoca h . Tale importo prende il nome di valore di realizzo (cf. Crenca et al., 2018)

Entrambi i valori sono valutati tramite il tasso di mercato, il quale come già indicato in precedenza potrà subire delle variazioni, sia in aumento che in riduzione.

Ne consegue che questi valori cambiano in relazione alle variazioni dei tassi.

1.4.1 Aspettative di mercato positive sull'andamento dei tassi

Mettendoci dal lato di un investitore, l'ipotesi di andamento crescente dei tassi ha un effetto positivo sul valore di reinvestimento e un effetto negativo sul valore di realizzo (cf. Crenca et al., 2018). In quest'ultimo caso si configura il rischio di realizzo, dovuto alla variazione del valore attuale dei flussi futuri di un investimento a seguito di rialzi nei tassi di interesse.

1.4.2. Aspettative di mercato negative sull'andamento dei tassi

L'ipotesi inversa è di avere un'aspettativa di taglio dei tassi di mercato e quindi un andamento decrescente degli stessi.

Sotto tale supposizione, con un taglio dei tassi, si avrà un effetto negativo sul valore di reinvestimento mentre un effetto positivo sul valore di realizzo.

Poiché quindi l'andamento decrescente dei tassi di interesse ha un effetto negativo sul valore di reimpiego, si verifica un rischio derivante dalla variazione del montante delle somme già incassate, e tale rischio viene chiamato rischio di reimpiego o di reinvestimento (cf. Crenca, et al., 2018)

Rischio di realizzo e rischio di reinvestimento sono le due componenti del rischio tasso.

Il rischio di tasso d'interesse si riferisce alla possibilità che il capitale (e gli investimenti) possano perdere valore a causa della variazione dei tassi d'interesse (cf. IG BANK, 2022).

1.5 Duration e implicazioni finanziarie

Per la nostra analisi è utile introdurre una misura in grado di quantificare la sensibilità del prezzo di un'obbligazione alle variazioni dei tassi. A tale fine introduciamo il concetto di duration.

“La duration è un indicatore del rischio di tasso di interesse di un'obbligazione. Si calcola considerando le scadenze, il rendimento, la cedola e la possibilità di rimborso anticipato del titolo. Il risultato che si ottiene combinando tutti questi fattori esprime il grado di sensibilità del valore dell'obbligazione alle variazioni dei tassi di interesse” (cf. PIMCO, s.d.).

Il rischio di tasso è strettamente legato alla duration: a parità di altre condizioni, quanto maggiore è la duration del titolo, tanto maggiore è la sensibilità del prezzo alle variazioni dei tassi e quindi l'esposizione al rischio.

Una particolarità riguarda i Treasury Bill (T-Bill): trattandosi di titoli zero coupon, la duration coincide con la loro durata.

1.5.1 Gli indici di durata nelle operazioni finanziarie

Supponiamo un'operazione finanziaria in cui a fronte di un esborso iniziale, otteniamo flussi di cassa composti da importi dello stesso segno.

Data questa ipotesi generale possiamo definire tre indici di durata.

Il primo indice di durata è la media di tutte le durate, pari alla media di tutte le scadenze relative ai cash flow.

Nella formula (2) t_i rappresenta le relative scadenze a cui i flussi finanziari vengono corrisposti, mentre n rappresenta il numero delle scadenze:

$$DM = \frac{\sum_{i=1}^n t_i}{n} \quad (2)$$

La formula (2) esprime un indice di durata media che non tiene conto dell'ammontare dei flussi finanziari in entrata.

Per far fronte a tale mancanza viene definito un secondo indice di durata, ossia la durata media aritmetica, nella quale t indica le scadenze relative ai flussi mentre CF i flussi finanziari:

$$DMA = \frac{\sum_{t=1}^n t \cdot CF_t}{\sum_{t=1}^n CF_t} \quad (3)$$

Questo indice è rappresentato dalla media di tutte le durate ponderata per i vari importi.

Tale indice viene definito durata media aritmetica, e a differenza del primo indice attribuisce un "peso" differente alle scadenze tenendo conto dell'entità di ciascun pagamento collocato alle diverse scadenze (cf. Crenca et al., 2018).

Limitazione che accomuna gli indici definiti in precedenza è rappresentato dal fatto che non si tiene conto del tasso a cui saranno valutate le somme in quell'istante, ogni importo dovrebbe avere una valenza diversa a seconda del periodo in cui è disponibile.

Per ovviare a questa problematica definiamo un terzo indice di durata, la quale si basa sulla media delle scadenze ponderate per il valore attuale, calcolato in base al TIR ¹.

¹ TIR, Tasso Interno di Rendimento. Si ottiene ponendo =0 la sommatoria dei valori attuali dei cash flow di un investimento. Scopo del TIR è di valutare i progetti finanziari più redditizi.

L'indice suddetto è definito come durata media finanziaria o in letteratura Duration di Macaulay.

La (4) rappresenta la formula per il calcolo della duration in cui $D(i)$ rappresenta la Duration espressa in funzione del tasso effettivo di interesse i .

Nella formula (4) CF_t è il flusso di cassa al tempo t , t istante/tempo espresso in periodi, v fattore di attualizzazione per periodo in cui $v = \frac{1}{1+i}$:

$$D(i) = \frac{\sum_{t=1}^n t * CF_t * v^t}{\sum_{t=1}^n CF_t * v^t} \quad (4)$$

La Duration di Macaulay fornisce delle informazioni utili ad un investitore, soprattutto in fase di scelta fra più investimenti.

In altre parole, la duration rappresenta l'epoca in cui a prescindere dalle condizioni effettive del mercato, se si disinveste incassando il cosiddetto valore di smobilizzo, dato dalla somma tra il valore di realizzo e di reinvestimento, si ottiene con certezza un rendimento pari o superiore a quello prefissato al momento dell'acquisto del titolo (cf. Crenca et al., 2018).

“La duration di Macaulay rappresenta, in media, dopo quanti anni si recupera il capitale investito in un'obbligazione grazie ai pagamenti ricevuti nel tempo (le cedole e il rimborso finale)” (cf. Investire-certificati.it, 2025).

Il valore della duration costituisce un indicatore particolarmente utile nella gestione di un portafoglio sotto due distinti profili:

- Indicatore dell'epoca ottima di smobilizzo: la duration rappresenta il momento ottimale per la liquidazione di un portafoglio.

La Duration potrebbe fornire utili informazioni nella scelta tra diverse alternative di investimento. Se per esempio si vuole investire in titoli che prevedono somme intermedie e ci si aspetta che in futuro la curva dei tassi cresca, si preferirà rientrare prima dall'investimento così da poter sfruttare i maggiori tassi per reinvestire le somme intermedie (cf. Crenca et al., 2018). Altresì se gli investitori prevedranno un calo dei tassi di interesse, tenderanno a preferire obbligazioni con una duration più ampia. Ritornando ai concetti trattati in precedenza, nell'epoca che coincide con la duration, il rischio di realizzo e il rischio di reinvestimento si bilanciano perfettamente.

- Indicatore della sensibilità di un titolo: misura la reattività del valore di un'obbligazione al variare dei tassi di interesse. La duration di un titolo è una misura che viene usata nei mercati

obbligazionari (fixed-income) per valutare l'investimento effettuato e i rischi connessi alle variazioni dei tassi d'interesse (cf. Borsa Italiana duration, 2018).

1.6 Volatilità e variazioni di prezzo: il ruolo della volatility

L'indicatore temporale duration, e alle misure ad essa collegate della volatility e convexity di cui parleremo in seguito, si esprimono matematicamente utilizzando alternativamente il tasso effettivo i ed il tasso istantaneo annuo di interesse δ , entrambi definiti nel regime composto degli interessi.

È un indicatore della sensibilità di un titolo, di fatto misura la reattività del valore di un'obbligazione al variare dei tassi di interesse.

Il tasso effettivo indicato con i nel calcolo della duration coincide con il TIR.

Il tasso istantaneo indicato con δ rappresenta il tasso di interesse annuo nominale convertibile istante per istante.

Per determinare il prezzo di un titolo si possono usare in modo alternativo ambedue i tassi, a patto che essi siano equivalente nel regime composto.

Nelle formule (5) e (6) R_t rappresenta il flusso finanziario al tempo t , nella formula (6) e è la costante di Nepero, t è l'indice temporale.

Se usiamo il tasso effettivo i :

$$V(i) = \sum_{t=1}^n R_t * (1 + i)^{-t} \quad (5)$$

Mentre se invece usiamo il tasso istantaneo δ troveremmo il prezzo con la formula (6):

$$V(\delta) = \sum_{t=1}^n R_t * e^{-\delta \cdot t} \quad (6)$$

A parità di rischio e struttura dei flussi, tra tassi d'interesse e prezzo dell'obbligazione sussiste una relazione inversa determinata dal processo di sconto.

Pertanto, alla luce di ciò è essenziale stimare l'entità delle oscillazioni di prezzo potenzialmente generate da variazioni dei tassi di mercato.

1.6.1 Studio con tasso istantaneo δ

Lo studio della duration interpretata come volatilità inizia con il calcolo della derivata prima della funzione prezzo rispetto alle variazioni del tasso di rendimento.

Ipotizziamo dapprima di usare il tasso istantaneo δ per le valutazioni.

$$\frac{dV(\delta)}{d\delta} = - \sum_{t=1}^n t * R_t * e^{-\delta \cdot t} \quad (7)$$

Dividendo la formula (7) per il prezzo si ottiene la volatilità.

$$\frac{\frac{dV(\delta)}{d\delta}}{V(\delta)} = \frac{- \sum_{t=1}^n t * R_t * e^{-\delta \cdot t}}{\sum_{t=1}^n R_t * e^{-\delta \cdot t}} = - D_R^0(\delta) \quad (8)$$

Come si vede dalla formula (8) il valore che si ottiene è proprio la Duration con il segno cambiato, la quale assume il significato di volatilità del prezzo. Il segno meno è finanziariamente giustificato dal fatto che, quando il tasso aumenta, questa variazione sarà negativa, perché il valore attuale a un tasso più alto è minore del valore attuale a un tasso più basso; dunque, indica la relazione di segno inverso che c'è tra variazione di tasso e di prezzo per cui all'aumentare dell'uno decresce l'altro (cf. Crenca et al., 2018)

Tanto maggiore è il valore della duration e tanto maggiore è la reattività del prezzo del titolo alle variazioni del tasso.

Deduciamo quindi che i titoli con duration più alta, sono titoli più rischiosi; altresì, titoli con duration bassa, sono meno rischiosi.

Tramite la duration, si può stimare direttamente la variazione percentuale subita dal prezzo.

Utilizzando il polinomio di Taylor fino al secondo termine sarà possibile misurare tale variazione.

Ipotizziamo che il tasso δ cresca da δ a $\delta + \Delta\delta$,

$$V(\delta + \Delta\delta) \cong V(\delta) + \frac{dV(\delta)}{d\delta} * \Delta\delta = V(\delta) - D(\delta) * V(\delta) * \Delta\delta \quad (9)$$

Dalla formula (9) possiamo ottenere che la variazione percentuale di un titolo è proporzionale alla variazione del tasso e al valore della propria duration, come segue:

$$\frac{V(\delta+\Delta\delta)-V(\delta)}{V(\delta)} \cong -D(\delta) * \Delta\delta \quad (10)$$

La variazione percentuale del prezzo è proporzionale alla duration per la variazione del tasso di rendimento.

1.6.2 Studio con tasso effettivo i

Passando ora a riformulare gli stessi calcoli utilizzando il tasso effettivo i, la volatilità di un titolo non coincide più perfettamente con la sua Duration ma bensì con una misura definita Duration modificata (cf. Crenca, et al., 2018)

Ipotizziamo ora di usare il tasso effettivo i:

Calcoliamo la derivata prima della formula (5):

$$\frac{dV(i)}{di} = -\sum_{t=1}^n t * R_t * (1+i)^{-(t+1)} = -\frac{1}{1+i} * \sum_{t=1}^n t * R_t * (1+i)^{-t} \quad (11)$$

Dividiamo la formula (11) per V(i) e otteniamo la volatilità.

$$\begin{aligned} \frac{\frac{dV(i)}{di}}{V(i)} &= -\frac{1}{1+i} * \frac{\sum_{t=1}^n t * R_t * (1+i)^{-t}}{V(i)} = -\frac{1}{1+i} * \frac{\sum_{t=1}^n t * R_t * (1+i)^{-t}}{\sum_{t=1}^n R_t * (1+i)^{-t}} \\ &= -\frac{1}{1+i} * D(i) \quad (12) \end{aligned}$$

Il risultato finale rappresenta la volatility o definita anche come duration modificata.

Come notiamo dalla formula (12) non vi è una relazione perfetta tra duration e volatilità, ma si deve dividere la duration per il (1+i) per ottenere la volatility come risultato.

Nell'ipotesi di utilizzo del tasso effettivo, possiamo misurare la variazione del prezzo in corrispondenza alla variazione del tasso, tramite l'applicazione della serie di Taylor.

$$V(i + \Delta i) \cong V(i) + \frac{dV(i)}{di} * \Delta i = V(i) - \frac{D(i)}{1+i} * V(i) * \Delta i \quad (13)$$

$$\frac{V(i+\Delta i)-V(i)}{V(i)} \cong -\frac{D(i)}{1+i} * \Delta i \quad (14)$$

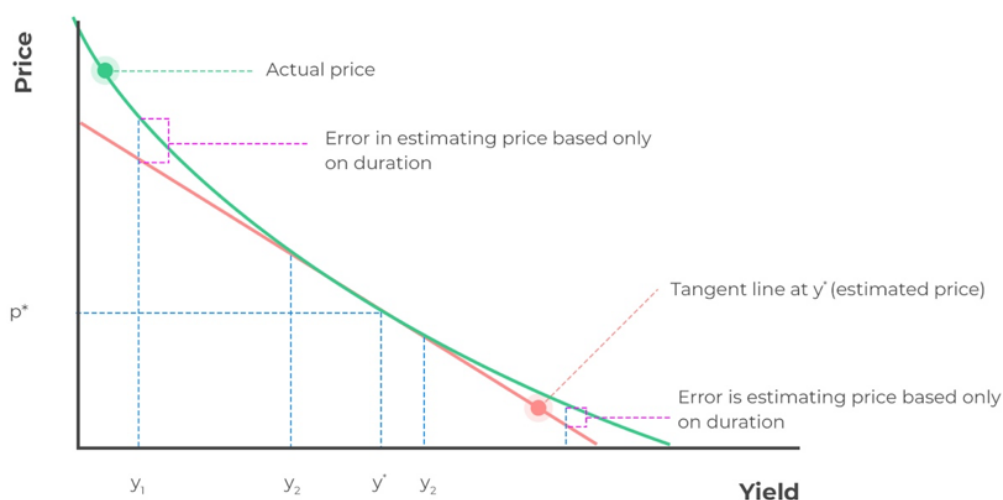
1.7 Convexity, il fattore di correzione

Nel calcolo della variazione di prezzo, effettuato con la derivata prima, non si tiene conto del grado di curvatura della funzione prezzi e quindi della convessità.

La variazione del prezzo viene misurata sulla retta tangente alla curva e quindi non direttamente sulla funzione.



Approximate Convexity



La figura mostra l'errore di stima dovuto nel considerare la tangente (cf. Analystprep.com, 2019)

Questo calcolo porta a commettere un errore, per aver un'approssimazione più precisa si deve prendere in considerazione nel polinomio di Taylor anche la convessità, per far ciò bisogna comprendere un ulteriore termine nella serie.

Per studiare la convessità si deve calcolare la derivata seconda e come fatto in precedenza condurremo i calcoli utilizzando il tasso effettivo i e il tasso di interesse annuo nominale convertibile istante per istante δ .

1.7.1 Studio con tasso istantaneo δ

Coerentemente a quanto scritto prima procediamo al calcolo della derivata seconda dalla formula (7).

Nella formula (15) s rappresenta l'indice temporale.

$$\frac{d^2V(\delta)}{d\delta^2} = \sum_{s=1}^n s^2 * R_s * e^{-\delta \cdot s} \quad (15)$$

da cui, dividendo per il prezzo si ha:

$$\frac{\frac{d^2V(\delta)}{d\delta^2}}{V(\delta)} = \frac{\sum_{s=1}^n s^2 * R_s * e^{-\delta \cdot s}}{\sum_{s=1}^n R_s * e^{-\delta \cdot s}} = D^2(\delta) \quad (16)$$

Il risultato trovato è la duration di secondo ordine, media quadratica ponderata delle scadenze, che coincide con la convexity.

Estendiamo la serie di Taylor fino al terzo ordine, per passare alla variazione del prezzo:

$$\begin{aligned} V(\delta + \Delta\delta) &\cong V(\delta) + \frac{dV(\delta)}{d\delta} * \Delta\delta + \frac{d^2V(\delta)}{d\delta^2} * \frac{\Delta\delta^2}{2!} = \\ &= V(\delta) - D(\delta) * V(\delta) * \Delta\delta + D^2(\delta) * V(\delta) * \frac{\Delta\delta^2}{2!} \quad (17) \end{aligned}$$

Analogamente a quanto fatto precedentemente, calcoliamo la variazione percentuale del prezzo, la quale è funzione oltre che della duration anche della convessità.

$$\frac{V(\delta + \Delta\delta) - V(\delta)}{V(\delta)} \cong -D(\delta) * \Delta\delta + D^2(\delta) * \frac{\Delta\delta^2}{2!} \quad (18)$$

Il terzo termine svolge una funzione di aggiustamento sulla variazione di prezzo, aumentandone la dimensione in caso di ribasso e attenuandola in caso di rialzo.

1.7.2 Studio con tasso effettivo i

La seconda casistica che prendiamo in esame è il calcolo della convexity utilizzando il tasso effettivo i .

Iniziamo calcolando la derivata seconda:

$$\frac{d^2V(i)}{di^2} = \sum_{t=1}^n t * (t+1) * R_t * (1+i)^{-(t+2)} = \frac{1}{(1+i)^2} * \sum_{t=1}^n (t+t^2) * R_t * (1+i)^{-t} \quad (19)$$

Dividendo per il prezzo si ottiene:

$$\begin{aligned} \frac{\frac{d^2V(i)}{di^2}}{V(i)} &= \frac{1}{(1+i)^2} * \frac{\sum_{t=1}^n (t+t^2) * R_t * (1+i)^{-t}}{V(i)} = \frac{1}{(1+i)^2} * \frac{\sum_{t=1}^n (t+t^2) * R_t * (1+i)^{-t}}{\sum_{t=1}^n R_t * (1+i)^{-t}} = \\ &= \frac{1}{(1+i)^2} * [D(i) + D^2(i)] \quad (20) \end{aligned}$$

Il risultato che troviamo, non è come nel precedente caso, coincidente con la duration di secondo ordine.

Mentre utilizzando il tasso delta la Convexity coincide con la duration di secondo ordine che è la media quadratica ponderata delle scadenze, utilizzando il tasso i invece, per avere la convexity bisogna sommare alla Duration del secondo ordine, la Duration di primo ordine e dividere il tutto per $(1+i)^2$ (cf. Crenca, et al., 2018).

Per passare dalla variazione del prezzo di un titolo alla variazione del tasso possiamo estendere l'approssimazione fino al terzo termine della serie di Taylor e otterremo:

$$\begin{aligned} V(i + \Delta i) &\cong V(i) + \frac{dV(i)}{di} * \Delta i + \frac{d^2V(i)}{di^2} * \frac{\Delta i^2}{2!} = \\ &= V(i) - \frac{D(i)}{1+i} * V(i) * \Delta i + \frac{D(i) + D^2(i)}{(1+i)^2} * V(i) * \frac{\Delta i^2}{2!} \quad (21) \end{aligned}$$

Riscrivendola otteniamo:

$$V(i + \Delta i) \cong V(i) + Volatility * V(i) * \Delta i + Convexity * V(i) * \frac{\Delta i^2}{2!} \quad (22)$$

Da qui, consegue, la variazione percentuale del prezzo:

$$\frac{V(i + \Delta i) - V(i)}{V(i)} \cong Volatility * \Delta i + Convexity * \frac{\Delta i^2}{2!} \quad (23)$$

1.8 Implicazione per l'investitore, caratteristiche essenziali

All'aumentare della convexity, aumenta la variazione del prezzo con il taglio dei tassi, mentre nel caso opposto in cui ci sia un aumento dei tassi, la convexity attenua la diminuzione del prezzo.

Un titolo, con una maggiore convexity, verrà apprezzato di più da un investitore, in quanto beneficerà di più da un calo dei tassi e sarà meno penalizzato da un aumento dei tassi a parità di duration.

Un investitore razionale orienterebbe l'allocazione delle proprie risorse verso titoli con caratteristiche di rischio/rendimento più favorevoli. In particolare, a parità di altre condizioni, il titolo selezionato dovrebbe presentare bassa volatilità e convessità elevata.

Per bassa volatilità si intende una minore sensibilità del prezzo alle variazioni dei tassi d'interesse rispetto ad altri strumenti comparabili. Una convessità elevata, invece, è generalmente preferibile a parità di duration, poiché rende la relazione prezzo–tasso più “curva”.

In sostanza un titolo con alta convexity, è più desiderato specialmente in contesti di alta volatilità dei tassi, in quanto una curva più convessa del prezzo/rendimento, subirà minori variazioni di prezzo rispetto a una curva con convessità minore.

“La Convexity, insieme alla Duration modificata, rappresenta un tassello fondamentale nella gestione del rischio tasso in un portafoglio obbligazionario. Sebbene il calcolo possa risultare complesso, la sua comprensione permette agli investitori di gestire in modo più preciso l'impatto delle variazioni dei tassi di interesse sui prezzi dei bond.

Nei mercati attuali, caratterizzati da alta volatilità e tassi di interesse in continua evoluzione, conoscere questi concetti è essenziale per evitare perdite significative e cogliere le opportunità di guadagno offerte dai movimenti dei tassi” (cf. Circolo degli investitori, s.d.)

CAPITOLO 2: I dazi e la politica protezionistica di Donald Trump

I dazi costituiscono uno degli strumenti tradizionalmente impiegati dagli Stati per disciplinare gli scambi internazionali e perseguire obiettivi di natura fiscale, economica e politico-commerciale.

In particolare, essi consistono in imposte doganali che uno Stato applica quando una merce attraversa il confine; essi gravano sull'importatore, che li paga alla dogana del Paese di ingresso.

L'idea di fondo di un dazio è che esso rende relativamente più cara la merce straniera e quindi che i consumatori possano essere indotti ad acquistare merce nazionale (il POST, 2025).

I dazi possono essere classificati secondo diversi criteri: sotto il profilo funzionale, essi si distinguono in dazi all'importazione, fiscali, ritorsivi e antidumping.

- I *dazi all'importazione* sono i più comuni, vengono applicati sulle merci importate.
- I *dazi fiscali* servono per incrementare le entrate dello Stato; quindi, hanno uno scopo di bilancio.
- I *dazi ritorsivi* sono introdotti in risposta a tariffe imposte da altri Paesi.
- I *dazi antidumping* mirano a contrastare il dumping² e in generale le pratiche commerciali sleali.

Un ulteriore criterio di classificazione riguarda il metodo di calcolo. In questo caso è possibile distinguere:

- *dazi ad valorem*: rappresentano il tipo più comune, sono calcolati tramite percentuale del valore del bene importato e si adattano automaticamente alle variazioni di prezzo del bene
- *dazi specifici*: importo fisso per unità di misura del bene importato
- *dazi combinati*: combinati in quanto uniscono sia le caratteristiche dei dazi ad valorem sia quelle dei dazi specifici, applicano una tassa percentuale più una tassa fissa per unità.

²Dumping: pratica commerciale sleale in cui un'impresa esporta prodotti a un prezzo inferiore a quello del proprio mercato interno o al costo di produzione

2.1 Ragioni per imporre i dazi

Le ragioni che inducono uno Stato a imporre dei dazi sono molteplici e possono essere ricondotte, in linea generale, a cinque principali finalità, le quali si ricollegano alle quattro tipologie di dazi sopra citate:

- 1) Protezione dell'industria nazionale
- 2) Risposta a pratiche commerciali sleali di altri Paesi
- 3) Controllo delle importazioni
- 4) Preservazione dei settori strategici dell'economia interna
- 5) Leva per accordi commerciali

1) Protezione dell'industria nazionale

Seguendo Scognamiglio & Pasini, 2016 gli Stati tramite l'imposizione dei dazi proteggono l'industria nazionale agendo sul costo dei beni esteri, di fatto, alzando tale prezzo, rendono le merci straniere meno competitive rispetto a quelle locali. La conseguenza principale, quindi, è un calo delle importazioni per il Paese protezionista.

2) Risposta a pratiche commerciali sleali di altri Paesi

Alcuni dazi vengono imposti per contrastare pratiche sleali da parte di altri Paesi, in particolare, vengono usati in risposta ad altri dazi oppure per fronteggiare il dumping.

3) Controllo delle importazioni

Quando una merce entra in un Paese, lo Stato deve verificare cosa entra, da dove arriva, quanto vale e se può entrare. Per applicare un dazio bisogna seguire una procedura, che porta a stimare con precisione quanto si dovrà pagare per fare entrare il prodotto.

4) Preservazione dei settori strategici dell'economia interna

Per settori strategici si intendono quelle attività fondamentali per la sicurezza, l'autonomia e la stabilità di un Paese.

Tramite i dazi si preservano e si tutelano i settori core, riuscendo a mantenere una base produttiva interna stabile.

5) Leva per accordi commerciali

Negli ultimi periodi i dazi hanno assunto anche questo significato, sono usati come leva strategica per forzare le negoziazioni e ottenere condizioni migliori negli accordi commerciali.

2.2 Conseguenza dei dazi nell'economia reale

L'impatto dei dazi sull'economia del Paese importatore – quello, cioè, che impone le tariffe- consiste tipicamente in un aumento più o meno marcato dell'inflazione, poiché i rivenditori tenderanno a scaricare l'aumento dei costi sui consumatori, aumentando quindi il prezzo finale delle merci soggette a dazi (Family Banker, 2025).

L'introduzione dei dazi può produrre conseguenze indesiderate che si ripercuotono sull'intero sistema economico.

Le principali criticità sono:

- 1) Aumento dei prezzi per i consumatori: se si tassano i beni importati, il loro costo cresce e in linea generale questo viene scaricato sul prezzo finale; quindi, a pagarne saranno i consumatori finali.
- 2) Ricadute negative sulle imprese: molte aziende dipendono da materie prime o componenti esteri, con l'aumento dei prezzi delle merci estere, aumenteranno i costi di produzione per le imprese.
- 3) Ritorsioni e guerre commerciali: la storia ci insegna che i dazi provocano una reazione a catena, chi li subisce risponde imponendo dazi a sua volta.
- 4) Distorsioni e inefficienze di mercato: i dazi modificano gli incentivi, rendendo meno conveniente acquistare dall'estero e questo, nel lungo periodo, può tradursi in un rallentamento dell'innovazione e in un indebolimento del mercato globale.

Queste quattro conseguenze possono essere interpretate attraverso il dilemma del prigioniero della teoria dei giochi.

In questo scenario, i due Paesi coinvolti agiscono come due giocatori razionali ,ciascuno dei quali può scegliere se cooperare, mantenendo bassi i dazi e favorendo il libero scambio, oppure può scegliere di non cooperare, imponendo tariffe doganali per ottenere un vantaggio immediato.

Ipotizzando uno scenario in cui ci sono il Paese A e il Paese B, dalla combinazione delle due strategie derivano quattro possibili esiti: cooperazione reciproca, imposizione da parte del Paese A di tariffe e cooperazione da parte del Paese B, imposizione da parte del Paese B di tariffe e cooperazione da parte del Paese A, imposizione reciproca di dazi.

Possiamo rappresentare queste quattro possibilità come:

- T (temptation): vantaggio del Paese che impone dazi mentre l'altro Paese coopera.
- R (reward): caso in cui entrambi i Paesi cooperano.
- P (punishment): caso in cui entrambi i Paesi non cooperano.
- S (sucker's payoff): svantaggio del Paese che coopera mentre l'altro Paese impone dazi.

	Paese B coopera	Paese B non coopera
Paese A coopera	(R,R)	(S,T)
Paese A non coopera	(T,S)	(P,P)

Dalla matrice emerge che l'esito (R,R) corrisponde alla cooperazione reciproca, rappresenta la soluzione collettivamente preferibile, poiché garantisce a entrambi i Paesi un beneficio maggiore rispetto all'imposizione reciproca di dazi (P,P).

Tuttavia, nel dilemma del prigioniero ciascun giocatore mantiene un incentivo individuale a non cooperare, nel timore che l'altro giocatore scelga una strategia protezionistica (Stanford edu, 2019). In tale prospettiva la scelta di imporre dazi è razionale, individualmente, nel breve periodo, ma può diventare subottimale collettivamente quando genera ritorsioni.

Il dilemma del prigioniero si applica quando due Paesi che potrebbero cooperare con vantaggi reciproci, decidono invece di adottare politiche più o meno ostili scaturendo in un conflitto.

Nel commercio internazionale questo accade in una guerra tariffaria, in cui ciascun paese impone tariffe o restrizioni invece di trattare per scambi più liberi e vantaggiosi per entrambi. La mancanza di coordinamento e il crescente risentimento portano a un ciclo di ritorsioni, in cui entrambe le parti finiscono per soffrire perdite crescenti (Scandizzo, 2025)

2.2.1 Conseguenza dei dazi nel mercato finanziario

Le conseguenze prima citate non restano confinate all'economia reale, ma producono ripercussioni anche sul mercato finanziario.

Se da un lato, nell'economia reale essi determinano aumento dei prezzi, maggiori costi per le imprese, ritorsioni commerciali e distorsioni di mercato, dall'altro tali effetti influenzano le aspettative degli investitori, modificano la percezione del rischio e generano instabilità sui mercati.

I mercati finanziari incorporano rapidamente informazioni e aspettative future, andando a enfatizzare lo scenario incerto creato dai dazi.

I dazi sono uno strumento di politica commerciale complesso con effetti a cascata sui mercati finanziari globali (Diodovich, 2025).

Le principali conseguenze su questa tipologia di mercato sono:

- 1) Volatilità dei mercati azionari: l'aumento dei prezzi per i consumatori e dei costi di produzione per le imprese, illustrati nel paragrafo precedente, tende a comprimere i margini aziendali e a peggiorare le prospettive sugli utili futuri. Le società maggiormente esposte al commercio internazionale risulteranno particolarmente vulnerabili. Gli investitori, anticipando una possibile riduzione della redditività e una frenata della crescita economica, reagiranno con vendite su titoli azionari, causando quindi oscillazioni molto marcate nel mercato azionario. A ciò si aggiunge l'effetto delle ritorsioni commerciali, quando un Paese risponde ai dazi con misure analoghe, l'incertezza sulle prospettive di commercio e produzione aumenta, alimentando un clima di sfiducia generalizzata sui mercati.
Secondo James Cook, l'imposizione dei dazi statunitensi ha rimodellato il panorama economico, creando sia rischi che opportunità nei mercati azionari globali (J.P. Morgan, 2025).
- 2) Marcate oscillazioni dei tassi di cambio: gli effetti dei dazi non si esauriscono nell'aumento dei prezzi all'importazione ma si trasmettono anche tramite altri canali macroeconomici, inclusi i movimenti del tasso di cambio (European Central Bank, 2026).
Le tariffe tra Paesi incidono sulle aspettative relative alla solidità economica delle aree coinvolte. Se un Paese adotta tariffe doganali elevate o è oggetto di ritorsioni, gli operatori possono prevedere un peggioramento delle esportazioni, una riduzione degli investimenti e un rallentamento della crescita, con effetti immediati sulla domanda della valuta nazionale. Anche l'aumento dell'inflazione interna incide sul potere d'acquisto della moneta e sulle aspettative circa le future decisioni di politica monetaria. Per questi motivi il mercato dei cambi reagisce in modo rapido, generando apprezzamenti e deprezzamenti, che vanno ad amplificare gli squilibri già presenti nell'economia (Deutsche Bank Italia, 2025).
- 3) Movimento dei tassi e ripercussioni sul mercato obbligazionario: i dazi peggiorano il quadro macroeconomico e tale incertezza si riflette immediatamente sui tassi di mercato e sui rendimenti delle obbligazioni. In presenza di tensioni commerciali gli investitori tendono a spostare il loro capitale verso titoli considerati più sicuri, aumentando la domanda di quei titoli.
Quando la domanda aumenta, il prezzo sale, mentre il rendimento scende. Allo stesso modo, se il rischio percepito aumenta, soprattutto per le imprese più esposte al commercio internazionale, i loro titoli di debito possono subire un calo di prezzo e un aumento dei rendimenti richiesti dal mercato.

Nel 2025 il mercato obbligazionario ha mostrato una marcata instabilità; in diversi casi, le variazioni dei rendimenti sono state associate a decisioni politiche, tra cui l'introduzione di dazi e i timori relativi ai deficit statunitensi (Bucks, 2025)

In conclusione, i dazi agiscono come un meccanismo di trasmissione tra economia reale e mercato finanziario. Le criticità evidenziate nel paragrafo 2.2 non solo riducono l'efficienza del sistema economico, ma incidono direttamente sul comportamento degli investitori nell'allocazione delle proprie risorse.

2.3 WTO (World Trade Organization)

Proprio in ragione della capacità dei dazi di influenzare gli aspetti macroeconomici, si è resa necessaria la presenza di un organismo sovranazionale in grado di disciplinare il loro utilizzo e di contenere le derive protezionistiche.

In tal senso è stato istituito nel 1995 il WTO (World Trade Organization), che rappresenta la principale organizzazione internazionale preposta alla regolamentazione del commercio mondiale e alla definizione delle regole che disciplinano gli scambi tra gli Stati membri.

Secondo il suo atto istitutivo, il WTO fornisce un quadro istituzionale comune per i negoziati commerciali tra gli Stati membri, con l'obiettivo di accrescere il tenore di vita dei propri cittadini, assicurare la piena occupazione e un volume crescente di reddito, espandere il commercio di beni e servizi salvaguardando un uso ottimale delle risorse mondiali compatibile con la tutela dell'ambiente (Treccani, 2013).

Attualmente la World Trade Organization riunisce 166 membri, i quali rappresentano il 98% del commercio mondiale.

2.3.1 Il ruolo del WTO nella disciplina dei dazi

Dopo avere delineato il ruolo generale del WTO, occorre soffermarsi sulla funzione svolta da tale organizzazione nella disciplina dei dazi, strumenti che incidono direttamente sulla libertà degli scambi internazionali e costituiscono un tema di rilievo dell'elaborato.

Tale organizzazione disciplina l'utilizzo dei dazi da parte degli Stati attraverso un insieme di principi e regole, che costituiscono il fondamento del sistema commerciale multilaterale.

In particolare, il sistema multilaterale del commercio si fonda su cinque principi: commercio senza discriminazioni, commercio più libero, prevedibilità, promuovere la concorrenza leale e incoraggiare lo sviluppo e la riforma economica.

1) Commercio senza discriminazioni:

- Clausola della nazione più favorita (MFN): i Paesi non possono discriminare tra i loro partner commerciali (WTO, s.d.)
- Trattamento nazionale: i beni locali e i beni stranieri devono essere trattati alla stessa maniera, tale principio viene applicato solo dopo che un prodotto, un servizio o un bene intellettuale è in circolazione nel mercato.

2) Commercio più libero: i dazi doganali alzano le barriere per lo scambio tra i vari Paesi; il WTO, con tale principio, mira a ridurre gradualmente tali barriere tramite l'ausilio di diversi strumenti come la negoziazione.

3) Prevedibilità: tema centrale è la trasparenza, il WTO si prefigge di offrire una visione chiara delle opportunità per il futuro, parlando sia in termini di prevedibilità sia in termini di stabilità.

4) Promuovere la concorrenza leale: l'organizzazione non cerca di eliminare i dazi, ma di disciplinare tale ambito. Sono consentiti i dazi doganali e altre forme di protezione, come ad esempio i dazi antidumping, volti a creare una concorrenza aperta, leale e non distorta.

5) Incoraggiare lo sviluppo e la riforma economica: i Paesi in via di sviluppo sono sottoposti a un trattamento differente e speciale, come una maggiore flessibilità applicativa e diritti aggiuntivi.

In linea generale, questi cinque principi mostrano come il WTO non vieti in maniera assoluta il ricorso ai dazi, ma ne limita l'impiego entro un quadro di regole condivise.

Il caso dei dazi statunitensi su acciaio e alluminio durante la presidenza Trump ha mostrato i limiti di effettività della disciplina WTO: da un lato tale organizzazione non dispone di strumenti idonei a impedire ex-ante l'adozione di misure tariffarie unilaterali, dall'altro il sistema di soluzione delle controversie è stato indebolito dalla crisi dell'Appellate Body ³, che dal 10 dicembre 2019 non è più in grado di esaminare nuovi appelli per mancanza del numero minimo di membri (cf. Braghini, 2025).

³ Appellate Body: organo di sette membri, con sede a Ginevra, che funge da secondo grado di giudizio nelle controversie commerciali tra i Paesi membri.

2.4 L'escalation tariffaria tra Stati Uniti e Cina durante i due mandati Trump

Il rapporto commerciale tra Stati Uniti e Cina costituisce uno dei casi più significativi del commercio internazionale contemporaneo.

Il confronto tra queste due potenze mostra come i dazi non siano soltanto strumenti di politica commerciale, ma possono assumere anche una funzione strategica e geopolitica, producendo effetti che vanno oltre i confini dei Paesi coinvolti.

L'analisi che segue si concentrerà su due momenti chiave nel mandato Trump, 45° e 47° presidente degli Stati Uniti; la prima presidenza di Donald Trump, in carica dal 20 gennaio 2017 al 20 gennaio 2021, e la seconda presidenza, in carica dal 20 gennaio 2025.

Esse rappresentano due fasi significative dell'evoluzione delle tensioni tariffarie tra USA e Cina.

2.5 Le premesse e l'avvio della guerra commerciale

A seguito dell'elezione del presidente Trump nel 2017, i rapporti tra le due potenze mondiali, USA e Cina, hanno subito un marcato deterioramento.

Nel 2016, Trump nella sua campagna elettorale ha accusato la Cina di “violentare” gli Stati Uniti con una politica commerciale ingiusta, creando danni alle aziende e ai lavoratori statunitensi.

In tal senso Trump, in un suo comizio, denunciò il disavanzo commerciale con Pechino, le presunte manipolazioni valutarie e la sottrazione di proprietà intellettuale. (Bbc, 2016).

Trump non si limitò a una critica generale del rapporto economico con Pechino, ma lasciò intendere l'intenzione di adottare strumenti commerciali restrittivi.

Nel suo discorso tenuto a Monessen il 28 giugno 2016, Trump affermò “China cheated on its currency, added another trillion dollars to the trade deficit, and stole hundreds of billions of dollars in our intellectual property” (Time, 2016) e poi nello stesso discorso dichiarò sette passi per ripristinare la situazione economica americana tra cui tre di rilievo per questo studio.

In particolare, nel discorso Trump fece riferimento alla Cina in tre dei sette punti che articolò come segue:

- Passo cinque, il presidente affermò “ I’m going to instruct my treasury secretary to label China a currency manipulator” (Time, 2016);
- Passo sei, “ I’m going to instruct the U.S. trade representative to bring trade cases against China, both in this country and at the WTO” (Time, 2016); in tal senso prefigurò l'avvio di contenziosi commerciali contro Pechino sia nell'ordinamento interno statunitense sia nell'ambito del WTO.

- Passo sette, “if China does not stop its illegal activities, including its theft of American trade secrets, i will use every lawful presidential power to remedy trade disputes, including the application of tariffs consistent with Section 201 ⁴ and 301 ⁵ of the Trade Act of 1974, and Section 232 ⁶ of the Trade Expansion Act of 1962” (Time, 2016).

Tali dichiarazioni risultano rilevanti perché mostrano come Trump avesse individuato nella Cina il principale bersaglio della futura politica commerciale statunitense, delineando sia gli obiettivi sia gli strumenti, inclusi i dazi doganali, per contrastare le presunte attività illecite da parte della Cina.

⁴Section 201: disposizione che consente agli Stati Uniti di adottare misure di salvaguardia temporanee nei confronti di importazioni che causano o minacciano di causare un grave pregiudizio all'industria nazionale.

⁵ Section 301: norma che autorizza il governo statunitense, tramite lo U.S. Trade Representative, a reagire contro pratiche commerciali estere ritenute ingiustificabili, irragionevoli o discriminatorie e tali da gravare o restringere il commercio degli Stati Uniti, tra gli strumenti utilizzabili rientrano anche i dazi.

⁶Section 232: disposizione che permette di limitare le importazioni quando, a seguito di un'indagine del Department of Commerce, esse siano ritenute potenzialmente lesive alla sicurezza nazionale degli Stati Uniti.

2.5.1 Le cause della guerra commerciale

Prima di analizzare i motivi scatenanti della guerra commerciale, è opportuno chiarirne il significato. Secondo quanto riportato dal Sole 24 Ore, nel manuale di economia internazionale di Krugman, Obstfeld e Melitz, la guerra commerciale può essere definita come una dinamica conflittuale che si instaura quando diversi Paesi adottano misure protezionistiche, cercando di difendere il proprio interesse e finendo per peggiorare l'interesse comune (Il Sole 24 Ore, 2018).

Diverse sono le cause che hanno portato al deterioramento dei rapporti commerciali tra i due Paesi, tra queste, è opportuno soffermarsi su quelle più rilevanti.

In primo luogo, uno degli elementi maggiormente richiamati dall'amministrazione Trump fu il forte disavanzo commerciale degli Stati Uniti nei confronti della Cina, ritenuto anche responsabile della perdita di posti di lavoro e di ricchezza negli USA (Ius, 2026).

In secondo luogo, Washington accusò Pechino di imporre trasferimenti forzati delle conoscenze tecnologiche e di violare la proprietà intellettuale statunitense.

Infine, un ulteriore fattore di tensione fu rappresentato dalla percezione, da parte dell'America, dell'esistenza di pratiche commerciali sleali da parte della Cina, tra cui la presunta manipolazione valutaria.

Tali fattori contribuirono a delineare il contesto politico ed economico entro il quale l'amministrazione Trump operò, facendo ricorso ai dazi come principale strumento di pressione commerciale nei confronti della potenza cinese.

2.6 L'escalation tariffaria nel primo mandato Trump

Nel 2018, il presidente degli Stati Uniti Donald Trump avviò una fase di forte irrigidimento della politica commerciale statunitense, fondata sul crescente ricorso a misure tariffarie nei confronti di numerosi partner commerciali e, in particolare, della Cina.

Tale fase si caratterizzò da una progressiva escalation di dazi da parte della potenza occidentale, cui seguirono misure ritorsive adottate da Pechino, dando luogo a un conflitto commerciale di ampia portata.

2.6.1 Le misure adottate dagli Stati Uniti

Il 18 agosto 2017, l'USTR (United States Trade Representative), ai sensi della Section 301 del Trade Act del 1974, avvia un'indagine sulle pratiche della Cina concernenti il trasferimento tecnologico, la proprietà intellettuale e le innovazioni (USTR, s.d.).

Tale indagine nasce da un memorandum, emesso da Donald Trump allo

USTR, il quale riporta testuali parole: "China has implemented laws, policies, and practices and has taken actions related to intellectual property, innovation, and technology that may encourage or require the transfer of American technology and intellectual property to enterprise in China or that may otherwise negatively affect American economic interest." (USTR, 2018); configurando un'esplicita contestazione delle pratiche sleali cinesi.

Il primo passaggio importante, risale all'8 marzo 2018, data in cui il presidente degli Stati Uniti, ai sensi della Section 232, annuncia dazi sull'acciaio (25%) e sull'alluminio (10%), volti a proteggere la sicurezza nazionale del Paese.

Tale misura è rivolta a tutti i Paesi che intrattengono scambi commerciali con gli Stati Uniti e non ancora specificamente rivolta alla Cina, esentando temporaneamente: Argentina, Australia, Brasile, UE, Canada, Messico e Corea del Sud (PIIE, 2025).

Il vero avvio delle misure rivolte in maniera diretta contro la Cina risale al 22 marzo 2018, data in cui l'amministrazione Trump dichiara dazi sulle importazioni cinesi per almeno 50 mld di dollari.

Washington giustifica tale mossa, accusando direttamente Pechino di avere rubato tecnologia e proprietà intellettuale, tale passaggio segna un netto irrigidimento tra le due potenze.

In data 6 aprile 2018, l'USTR pubblica nel Federal Register una proposta di intervento tariffario nei confronti della Cina. Il documento precisa che la misura proposta consiste in un dazio aggiuntivo del 25% su un elenco di prodotti cinesi, circa 1300 linee tariffarie, individuate nello stesso documento.

Tra i prodotti inclusi nella lista figurano, a titolo esemplificativo, robot industriali, motori per aeromobili e varie categorie di veicoli a motore, il che mostra come tale proposta tariffaria colpisca beni industriali e tecnologicamente rilevanti.

2.6.2 Primo round effettivo

Lo USTR il 15 giugno 2018 pubblica un documento, il quale definisce il primo pacchetto di dazi del 25% su 818 sotto voci tariffarie dell'HTSUS (Harmonized Tariff Schedule of the United States), per un valore stimato di 34 mld di dollari; tali voci sono inserite nell'allegato A.

Lo stesso documento riporta la data di entrata in vigore dei dazi riportando: “The additional duties set out in Annex A to this notice are effective with respect to products that are entered for consumption, or withdrawn from warehouse for consumption, on or after July 6, 2018” (USTR, lista 1).

Il 6 luglio 2018 entrano in vigore i primi dazi effettivi su beni cinesi per un valore che si attesta intorno i 34 mld di dollari, segnando l’avvio concreto del primo round della guerra commerciale.

2.6.3 Secondo round effettivo

Il 23 agosto 2018 entra in vigore il secondo round dei dazi statunitensi nei confronti della Cina.

Con un comunicato pubblicato il 7 agosto 2018, lo USTR finalizza infatti una seconda tranche di dazi (USTR, lista 2).

Viene pubblicato un elenco di prodotti importati dalla Cina, per un valore stimato di 16 mld di dollari, i quali sono soggetti a un dazio aggiuntivo pari al 25%.

Nello specifico tale documento contiene circa 279 linee tariffarie, le quali possono essere consultate nell'allegato del provvedimento (Second Tranche).

Tale secondo intervento completa il primo ciclo di misure tariffarie statunitensi, portando a circa 50 mld di dollari il valore complessivo dei beni cinesi colpiti dai primi due round.

2.6.4 Terzo round effettivo

Con una procedura analoga a quella adottata per i primi due interventi, lo USTR, il 18 settembre 2018, formalizza sul proprio sito un comunicato, con il quale fissa un dazio aggiuntivo del 10% su circa 200 mld di dollari relativi alle importazioni cinesi.

Il giorno 24 dello stesso mese, entra in vigore questo pacchetto di dazi, dando attuazione al dazio aggiuntivo del 10% sulla lista 3, terza lista di prodotti cinesi colpiti dalle misure tariffarie statunitensi. Tale lista, a differenza della lista 1 relativa al primo round, e della lista 2 relativa al secondo round, allarga la gamma di linee tariffarie, andando a comprendere beni di consumo e componenti intermedi. Tra i prodotti interessati, figurano, a titolo esemplificativo: computer, mobili, lampade, prodotti agricoli e alimentari ecc. (USTR, lista 3).

L’ampliamento delle linee tariffarie colpite da questo dazio aggiuntivo segna il passaggio della guerra commerciale a una fase di più ampia estensione.

Un ulteriore evento che contribuisce a inasprire il conflitto, preceduto da mesi di tregue e negoziati, si verifica il 10 maggio 2019, data in cui i dazi relativi alla lista 3 vengono aumentati da Washington di 1500 punti base.

I prodotti e i beni colpiti rimangono sostanzialmente gli stessi menzionati in precedenza, ma risultano assoggettati a un'aliquota notevolmente più elevata, si passa di fatto dal 10% al 25%.

2.6.5 Quarto round effettivo

Il 1° agosto 2019, l'amministrazione Trump annuncia nuovi dazi del 10% su circa 300 mld di dollari, di importazioni cinesi residue con decorrenza prevista dal 1° settembre 2019 (la Repubblica, 2 agosto 2019).

Il quarto round, o quarta fase, si articola successivamente in due sotto liste denominate, lista 4A e lista 4B.

Tale scissione è operata dallo USTR per differenziare i tempi di applicazione dei dazi, la lista 4A entra in vigore il 1° settembre 2019, mentre l'applicazione della lista 4B viene rinviata a una data successiva.

- Lista 4A: entra in vigore il 1° settembre 2019 e prevede l'applicazione di un'aliquota del 15% su prodotti e beni che ancora non sono colpiti dalle liste precedenti, tra cui: abbigliamento, calzature, giocattoli ecc.
- Lista 4B: inizialmente prevista per il 15 dicembre del 2019 prevede ulteriori dazi, ma non viene mai implementata, in quanto sospesa in seguito all'accordo commerciale denominato "Phase One"

In conclusione, l'effetto complessivo degli interventi sopra illustrati nel corso del primo mandato Trump, segnano un incremento dell'aliquota media effettiva applicata alle importazioni cinesi, dal 3% nel 2017 al 19,3% nel 2020. (PIIE, 2019).

2.7 Le misure adottate dalla Cina

In risposta ai dazi statunitensi, la Cina adotta una serie di misure ritorsive, che contribuiscono ad ampliare ulteriormente il conflitto commerciale tra le due potenze.

2.7.1 Le prime risposte cinesi tra la primavera e l'estate del 2018

La Cina risponde ai dazi su acciaio e alluminio dell'8 marzo 2018, annunciando tariffe doganali ritorsive su circa 3 mld di dollari di beni provenienti degli Stati Uniti.

Questa prima contromisura colpisce beni alimentari statunitensi, tra cui la frutta, il vino e la carne suina surgelata; per prodotti quali vino, frutta secca ecc. viene annunciato un dazio aggiuntivo pari al 15%, mentre altri prodotti, tra i quali la carne suina surgelata, il dazio aggiuntivo ammonta al 25% (The Guardian, 2018).

Successivamente, in risposta alla notizia di ulteriori dazi da parte dagli Stati Uniti, la Cina, il 4 aprile 2018, reagisce annunciando a sua volta altri dazi su circa 50 mld di dollari di prodotti statunitensi.

Nei mesi successivi, tali provvedimenti inizialmente soltanto annunciati, vengono attuati, in risposta alle misure tariffarie adottate dall'amministrazione Trump.

La Cina giustifica le proprie contromisure affermando di essere stata costretta a intraprendere un necessario controattacco (VOA, 2018)

2.7.2 La risposta alla lista 3 e l'inasprimento del 2019

A seguito delle decisioni degli Stati Uniti di imporre dazi aggiuntivi, ampliando non solo la portata delle misure tariffarie, ma anche la gamma di beni colpiti attraverso la cosiddetta lista 3, la Cina, il 18 settembre 2018, annuncia l'intenzione di applicare dazi sui prodotti statunitensi per un valore di circa 60 mld di dollari.

Tali intenzioni trovano attuazione il 24 settembre 2018, data in cui le due potenze, USA e Cina, danno concreta esecuzione ai dazi annunciati nelle settimane precedenti.

A differenza della prima fase, in cui le risposte cinesi sono quasi speculari ossia si caratterizzano per una perfetta simmetria quantitativa, questa seconda fase si caratterizza per una risposta meno simmetrica e più selettiva nella scelta dei beni colpiti da parte della Cina.

La ragione di tale differenza, tra i 200 mld di dollari colpiti da Washington e i 60 miliardi di dollari colpiti da Pechino, risiede nel fatto che la Cina importa dagli Stati Uniti un volume di beni sensibilmente inferiore rispetto al volume delle importazioni statunitensi provenienti dalla Cina.

Il conflitto commerciale si inasprisce ulteriormente nel 2019, come è riportato nel paragrafo 2.6.4, il 10 maggio 2019, gli Stati Uniti aumentano l'aliquota doganale, provocando una nuova risposta da parte della Cina.

La risposta si concretizza il 1° giugno 2019, quando anche la Cina innalza le aliquote sui 60 mld di dollari di beni statunitensi già colpiti, articolandole in livelli differenziati del 5%, 10%, 20% e 25%.

In questo modo, la reazione cinese conferma il carattere selettivo assunto dalle proprie contromisure in questa seconda fase del conflitto.

2.7.3 Le contromisure del 2019 e la vigilia del Phase One

Nell'agosto del 2019, la Cina introduce nuove contromisure tariffarie in risposta all'ulteriore ampliamento dei dazi statunitensi, definiti dalla lista 4A e 4B.

In particolare, il 23 agosto 2019, la Repubblica Popolare Cinese, annuncia dazi su 75 mld di dollari sulle merci statunitensi.

Anche in questo caso, le misure vengono articolate in due tranches distinte, secondo una scansione temporale differenziata.

Per la Cina, tali misure consistono nell'imposizione di dazi aggiuntivi, del 5% e 10%, applicati su circa 5100 prodotti statunitensi, con entrata in vigore prevista dal 1° settembre e dal 15 dicembre 2019.

Tra i beni colpiti figurano soia, etanolo, automobili e componenti auto nonché altri prodotti agricoli e chimici.

Come osserva il PIIE (Peterson Institute for International Economics) anche dopo il 15 dicembre 2019 circa il 31% delle esportazioni statunitensi rimane esente dalle ritorsioni tariffarie cinesi, tale moderazione della risposta da parte della Cina trova spiegazione nel costo che i dazi doganali comportano per il Paese che li impone (PIIE, 20 settembre 2019).

Le misure descritte nel presente paragrafo rappresentano l'ultimo rilevante passaggio della risposta cinese prima della fase di parziale distensione che conduce al Phase One Agreement ⁷.

⁷Phase One Agreement: accordo commerciale firmato da Stati Uniti e Cina il 15 gennaio 2020, che prevede riforme strutturali e maggiori acquisti cinesi di beni e servizi statunitensi, ma non comporta il completo smantellamento del sistema tariffario creato tra il 2018 e il 2019.

2.8 L'escalation tariffaria nel secondo mandato Trump

Nel quadriennio 2021-2024, l'amministrazione di Joe Biden ⁸ adotta un orientamento più improntato alla cooperazione internazionale e al multilateralismo, senza eliminare l'impianto tariffario ereditato dalla precedente amministrazione.

Nel gennaio del 2025 prende avvio la seconda presidenza Trump, e come osserva Tito Boeri “nel suo secondo mandato, Donald Trump agisce nella convinzione di non avere limiti” (Tito Boeri).

La convinzione di non avere limiti può essere letta in riferimento al progressivo superamento di alcuni tradizionali vincoli dell'azione presidenziale, come i limiti derivanti dal multilateralismo commerciale, già indebolito con il ricorso unilaterale ai dazi e misure protezionistiche, i limiti imposti dalla consuetudini istituzionali interne, attraverso una concezione più accentrata ed espansiva del potere esecutivo e infine i limiti rappresentati dai meccanismi di bilanciamento politico e giuridico.

In questo contesto i dazi rappresentano uno degli strumenti principali usati dagli Stati Uniti, nell'ambito della strategia economica e geopolitica già avviata in precedenza.

2.8.1 Le prime misure dell'amministrazione Trump contro la Cina, 1° febbraio 2025

Il primo passaggio significativo si verifica il 1° febbraio 2025, quando gli Stati Uniti introducono un dazio ad valorem del 10% sulle importazioni cinesi.

Trump afferma che tale misura è una risposta all'emergenza nazionale causata dall'afflusso di oppioidi sintetici e in particolare del fentanyl.

Nel testo dell'ordine esecutivo, la Casa Bianca attribuisce alla Cina un ruolo centrale in tale contesto, sostenendo che Pechino non abbia adottato misure adeguate a contrastare l'esportazione di sostanze chimiche precorritrici e per reprimere le reti criminali coinvolte nel traffico illecito di tali sostanze.

Tra le accuse riportate si evince che la Cina favorisce indirettamente le attività delle organizzazioni criminali transnazionali (OCT), coinvolte nella produzione, nel traffico e nel riciclaggio dei proventi derivanti dal commercio illecito di tali sostanze. (Whitehouse, 2025)

L'ordine esecutivo stabilisce infine che il nuovo dazio ad valorem del 10% si aggiunga agli altri dazi già applicati alle importazioni cinesi, con entrata in vigore fissata al 4 febbraio 2025.

⁸Joe Biden: politico statunitense, 46° presidente degli Stati Uniti d'America, dal 2021 al 2025.

A differenza del primo mandato, Trump rilancia una politica più aggressiva e diretta volta a rafforzare il protezionismo statunitense e ad aumentare la pressione economica sui principali partner commerciali, in particolare sulla Cina.

2.8.2 L'inasprimento di marzo 2025: dal 10% al 20% di aliquota

Nel mese di marzo 2025 si assiste a un rialzo dell'aliquota tariffaria.

Tra il 4 e il 7 dello stesso mese, vengono adottati cinque decreti presidenziali volti ad aggiornare il sistema tariffario vigente.

Nello specifico vengono applicate diverse tariffe sulle importazioni provenienti da tre Paesi, quali Messico, Canada e Cina.

In particolar modo, il decreto che riguarda la Repubblica Popolare Cinese, prevede un incremento di 1000 punti base rispetto all'aliquota tariffaria del 10% annunciata a febbraio 2025, portando così il dazio aggiuntivo al 20% (CBP, 2025)

L'aumento avvenuto a marzo costituisce una tappa intermedia e rappresenta il preludio alla più ampia escalation del mese di aprile.

2.8.3 Liberation Day e l'escalation tariffaria dell'aprile 2025

Il 2 aprile 2025, definito dall'amministrazione Trump come "Liberation Day", gli Stati Uniti annunciano nuove misure tariffarie.

Il nuovo impianto si articola su più livelli, nello specifico sono due i piani con cui gli Stati Uniti avviano questa fase.

Il primo livello prevede aliquote generalizzate pari al 10% su tutti i prodotti importati da alcuni Paesi, mentre il secondo livello prevede tariffe selettive su alcune categorie di beni ritenute strategiche per il rafforzamento della posizione economica e geopolitica degli Stati Uniti nel contesto internazionale. In tale contesto, la Cina continua a essere il principale obiettivo della nuova offensiva commerciale statunitense.

Con l'ordine esecutivo n. 14257, l'amministrazione Trump annuncia:

- tariffa generalizzata del 10% per tutti i prodotti importati, con decorrenza dal 5 aprile 2025;
- dazio reciproco pari al 34% sulle importazioni cinesi, con decorrenza dal 9 aprile 2025.

A seguito di tali imposizioni, l'8 aprile 2025 il dazio reciproco subisce un incremento decisivo.

La tariffa aumenta dal 34% all'84% e tale fase segna una rapida accelerazione della pressione commerciale esercitata da Washington nei confronti di Pechino.

Il giorno successivo, ossia il 9 aprile 2025, gli USA innalzano ulteriormente la tariffa sulle importazioni cinesi, portando al 125%.

Come chiarisce Forbes in un proprio articolo, il dazio effettivo da considerare non è del 125%, bensì del 145%, che rappresenta un dazio risultante dalla combinazione dell'aliquota tariffaria del 125% più il dazio del 20% imposto a marzo 2025 (Forbes, 2025).

Tale livello tariffario colpisce in misura particolarmente rilevante alcuni settori strategici come i prodotti farmaceutici e chimici, le materie prime strategiche e i componenti elettronici.

L'aprile 2025 segna l'apice dell'escalation tariffaria tra Stati Uniti e Cina, culminato in un aggravio complessivo del 145% sulle importazioni provenienti dalla Repubblica Popolare Cinese.

Tuttavia, l'apice raggiunto in questo mese non rimane immutato nei mesi successivi.

In seguito ai colloqui economici-commerciali di Ginevra, le due potenze, USA e Cina, concordarono una sospensione parziale di alcuni dazi reciproci per novanta giorni, con effetto dal 14 maggio 2025, determinando una temporanea riduzione del livello tariffario complessivo.

2.9 Le misure adottate dalla Cina

In risposta alle nuove misure doganali adottate dagli Stati Uniti, la Cina reagisce con misure ritorsive contribuendo ad alimentare l'escalation tariffaria tra le due potenze.

2.9.1 La prima risposta cinese di febbraio 2025

All'annuncio del 1° febbraio 2025, il Ministero degli Affari Esteri della Repubblica Popolare Cinese rilascia una nota ufficiale con data 2 febbraio 2025, la quale denuncia la mossa statunitense e afferma che la Cina adotterà delle contromisure per difendere i suoi legittimi diritti e interessi (Ministero degli Affari Esteri, 2025).

Con l'entrata in vigore dei dazi USA, Pechino impone due misure tariffarie, con decorrenza dal 10 febbraio 2025: un dazio del 15% sulle importazioni di carbone e di gas naturale liquefatto statunitensi e un'aliquota del 10% sul greggio, sulle automobili e sui macchinari agricoli.

Ciò rappresenta la prima risposta concreta della nuova escalation di dazi da parte della Cina nei confronti degli Stati Uniti, confermando la volontà di Pechino di reagire alla pressione commerciale.

2.9.2 Le contromisure di marzo 2025

La seconda fase viene attuata in risposta ai dazi imposti dall'amministrazione Trump a marzo 2025.

In seguito all'aumento al 20% del dazio aggiuntivo da parte degli Stati Uniti, la Cina annuncia una serie di contromisure che vanno a colpire direttamente l'agricoltura statunitense.

La Cina impone dazi ritorsivi del 10-15% sulle esportazioni agricole statunitensi per un valore stimato di circa 21 mld di dollari (Reuters, 2025).

Con tale misura Pechino colpisce un settore chiave per le esportazioni statunitensi che comprende prodotti, tra cui pollo, grano, mais, cotone, carne suina, carne bovina, frutta e verdura (Reuters, 2025).

Oltre alle contromisure tariffarie, nella stessa fase la Cina introduce ulteriori restrizioni nei confronti degli Stati Uniti, estendendo controlli all'export e imponendo limitazioni a 25 imprese statunitensi. La risposta cinese del marzo 2025 segna un ampliamento sia quantitativo che qualitativo delle misure ritorsive, preparando la fase di più intensa contro-escalation che si svilupperà nel mese di aprile.

2.9.3 La risposta della Cina al Liberation Day

In seguito al Liberation Day, la Cina denuncia la nuova offensiva statunitense definendola una violazione delle regole del commercio internazionale preannunciando ulteriori contromisure.

La prima risposta concreta viene adottata il 4 aprile 2025, data in cui Pechino annuncia un dazio aggiuntivo del 34% su tutte le importazioni provenienti dagli Stati Uniti.

La Cina affianca a questa contromisura con la restrizione all'export di alcune terre rare e facendo ricorso al WTO, reclamando l'offesa subita da Washington.

Nel corso dell'aprile 2025, la risposta cinese assume un carattere progressivamente più incisivo e imitativo, al dazio generalizzato del 34% seguono rialzi che portano le tariffe sui beni statunitensi prima all'84% e successivamente al 125%.

Le misure adottate dalla Cina tra febbraio e aprile 2025 mostrano dunque una progressiva intensificazione delle contromisure, in un quadro di crescente reciprocità conflittuale che contribuisce a consolidare la nuova fase della guerra commerciale con gli Stati Uniti.

2.9.4 Conclusioni e confronto tra i due mandati

In conclusione, il confronto tra i due mandati di Donald Trump mostra una significativa evoluzione della politica tariffaria statunitense nei confronti della Cina.

A tale fine, è opportuno soffermarsi su alcuni profili di analisi che consentono di cogliere le principali differenze tra le due fasi, con particolare riguardo alle finalità conseguite, agli strumenti utilizzati, all'intensità dell'escalation, alle contromisure adottate dalla Cina e infine agli esiti complessivi del conflitto commerciale.

In merito alle finalità perseguite, il primo mandato si caratterizza per tariffe imposte come risposta a squilibri commerciali, al trasferimento forzato di tecnologia e alla violazione della proprietà intellettuale, il tutto inquadrato nella logica della Section 301 del Trade Act del 1974, ossia lo strumento giuridico che consente agli Stati Uniti di adottare misure commerciali unilaterali contro pratiche estere ritenute sleali o discriminatorie.

Il secondo mandato invece si caratterizza per una logica più espansiva, di fatto le misure adottate per la sicurezza economica, per la pressione geopolitica, e per la logica dei dazi reciproci.

Per quanto riguarda gli strumenti utilizzati, la prima fase è costituita da dazi costruiti per liste progressive, lista 1, lista 2, lista 3 e lista 4A e 4B, mentre nella seconda fase le tariffe imposte seguono una strategia più ampia e aggressiva.

A tal proposito si collegano anche le differenze dovute all'intensità di tali strumenti, di fatto nel primo mandato si assiste ad aliquote moderate rispetto al secondo mandato, come evidenziato nei paragrafi in precedenza l'aliquota media effettiva passa dal 3% nel 2017 al circa il 19,3% nel 2021, mentre nel secondo mandato si raggiungono livelli tariffari nettamente superiori circa pari al 125%, ciò segna una grande differenza in chiave di intensità d'azione.

Un ulteriore divario sta nelle contromisure adottate dalla Cina, si passa da una strategia di risposta tariffaria ad una risposta sia tariffaria che non tariffaria, di fatto nella seconda fase la potenza cinese adotta misure quali restrizioni all'export, limitazioni nei confronti di imprese statunitensi e ricorso al WTO.

Infine, entrambi i periodi sfociano in una tregua solo parziale, tuttavia, nel secondo mandato il conflitto commerciale assume un carattere più rapido, intenso e instabile generando una maggiore incertezza internazionale.

La figura riportata in seguito mostra l'andamento dei dazi nei diversi periodi considerati. In particolare, si osserva una progressiva crescita dal 2018 al 2020, seguita da una fase di relativa stabilizzazione fino al 2025, anno in cui il grafico registra il picco più elevato.

US-China trade war tariffs: An up-to-date chart

Last updated November 14, 2025

a. US-China tariff rates toward each other and rest of world (ROW)

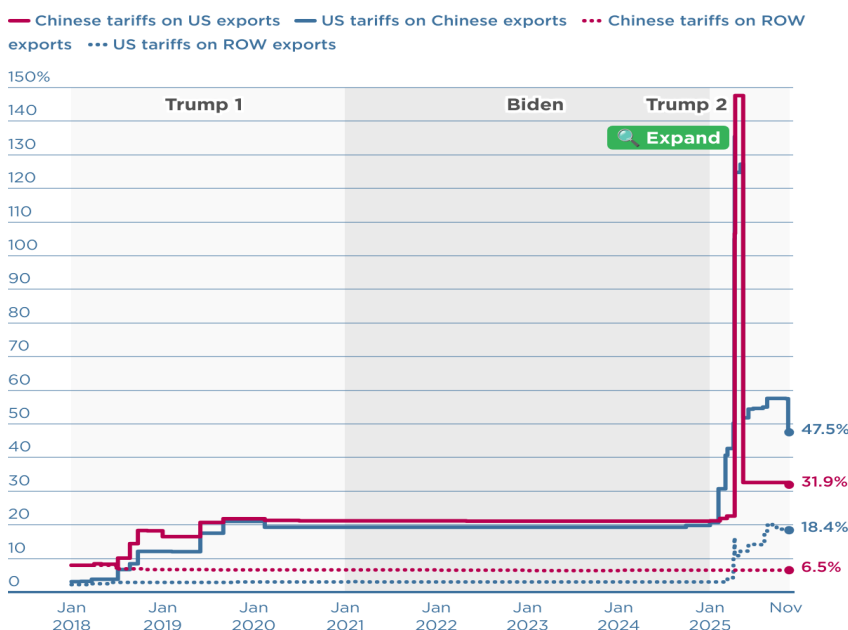


Figura 2 (PIIE, 2025)

In tale prospettiva, il grafico può essere letto anche alla luce del Trade Policy Uncertainty Index, il cui forte incremento segnala come l'inasprimento tariffario abbia contribuito ad accrescere sensibilmente l'incertezza economica internazionale.

Il Trade Policy Uncertainty Index è un indice che misura il grado di incertezza legato alla politica commerciale e la Federal Reserve afferma che tale indice a metà aprile 2025 è salito bruscamente, superando di oltre 16 deviazioni standard la propria media storica (Federal Reserve, 2025).

La vicenda esaminata dimostra che i dazi non rappresentano soltanto uno strumento di regolazione degli scambi internazionali, ma costituiscono al tempo stesso un mezzo attraverso cui perseguire obiettivi economici, strategici e politici, generando effetti che si estendono ben oltre il commercio bilaterale tra le due potenze considerate.

L'esperienza dei rapporti tra Stati Uniti e Cina mostra, inoltre, come il ricorso crescente alle misure tariffarie finisca per produrre effetti che trascendono il piano strettamente commerciale, incidendo sulla stabilità delle relazioni economiche internazionale, sulle catene globali del valore e sul livello complessivo di incertezza del sistema.

CAPITOLO 3: Analisi dei rendimenti dei Treasury nelle fasi di tensione commerciale

L'analisi svolta nel secondo capitolo ha mostrato come i dazi, pur nascendo come strumenti di politica commerciale, possano produrre effetti non solo nell'economia reale ma anche nei mercati finanziari.

In particolare, l'inasprimento del confronto tra Stati Uniti e Cina ha accresciuto l'incertezza, modificando le aspettative degli operatori e incidendo anche sul mercato obbligazionario, determinando movimenti dei tassi e dei rendimenti.

Le tensioni commerciali influenzano le scelte di portafoglio dei principali investitori internazionali e delle autorità ufficiali esterne.

In tale prospettiva, prima di analizzare l'andamento dei rendimenti dei Treasury, nei periodi dei due mandati Trump, è opportuno soffermarsi sull'evoluzione delle detenzioni estere dei titoli del Tesoro statunitensi.

3.1 Le detenzioni estere di Treasury securities

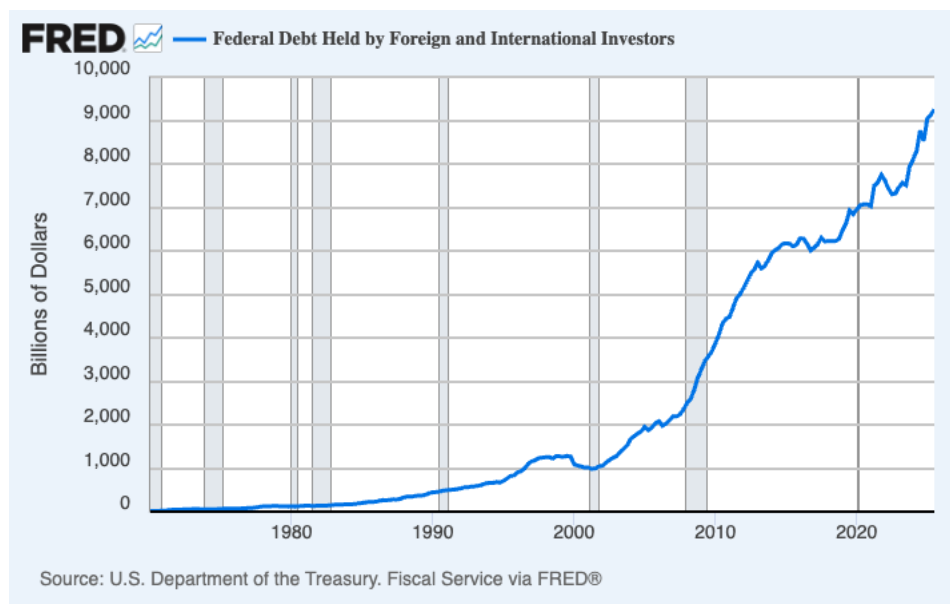


Figura 3: Debito federale degli Stati Uniti detenuto da investitori esteri e internazionali

Fonte : U.S. Department of the Treasury, Fiscal Service, 2025, Federal Debt Held by Foreign and International Investors, Federal Reserve Bank of St. Louis, FRED.

Come si osserva dalla figura 3, il debito federale statunitense detenuto da investitori esteri e internazionali ha registrato nel lungo periodo una tendenza complessivamente crescente.

Dopo una prima fase caratterizzata da valori contenuti, la serie evidenzia un aumento progressivo nel corso degli anni Novanta.

A partire dai primi anni Duemila il grafico mostra una marcata accelerazione, la quale registra una più netta impennata dopo la crisi finanziaria globale del 2008-2009.

Secondo il rapporto U.S. Treasury sulle detenzioni estere di titoli statunitensi, tra giugno 2007 e giugno 2010, gli investitori ufficiali rappresentavano l'85% dell'aumento complessivo delle detenzioni estere di Treasury a lungo termine (U.S. Department of the Treasury, 2016, pag. 16).

Tale accelerazione può essere spiegata alla luce del mutato comportamento degli investitori internazionali durante la crisi: in un contesto di elevata incertezza e forte avversione al rischio, i Treasury statunitensi furono considerati attività sicure e altamente liquide.

La Bank for International Settlements rileva infatti che la crisi portò a una “safe haven demand for US Treasury securities, especially bills”, cioè a una domanda rifugio per i titoli del Tesoro americano, soprattutto quelli a breve termine (BIS, 2009).

Ne deriva che l'aumento osservabile nel grafico non va interpretato soltanto come espansione quantitativa del debito detenuto all'estero, ma anche come effetto della centralità dei Treasury nel sistema finanziario internazionale nei momenti di instabilità.

Per concludere l'analisi grafica negli anni più recenti, si osservano fasi di crescita alternate a fasi di riduzione delle detenzioni di Treasury da parte di investitori esteri tuttavia, nel lungo periodo, il livello complessivo detenuto da tali soggetti continua a mostrare una tendenza crescente.

3.1.1 La ripartizione del debito statunitense tra investitori esteri e domestici

Dai dati della Federal Reserve emerge che nel 2025 circa 9 trilioni di dollari, i quali corrispondono al 32% dei titoli del Tesoro statunitense in circolazione, sono detenuti da investitori esteri.

La restante porzione è detenuta per il 55% da investitori privati domestici, mentre per il 13% dal Sistema della Federal Reserve (Federal Reserve, 2025)

Questi dati mostrano che la componente estera continua a occupare un ruolo rilevante nel mercato dei Treasury statunitensi; infatti, un terzo dei titoli in circolazione risulta detenuto da tali investitori. Anche se la quota maggioritaria resta in mano a investitori domestici, questa alta percentuale di partecipazione estera può risultare sia un fattore favorevole sia un potenziale fattore critico per gli Stati Uniti.

Nei periodi di tensione geopolitica, l'elevata partecipazione estera può rappresentare per gli Stati Uniti un elemento di vulnerabilità, poiché le decisioni dei grandi detentori stranieri possono influenzare la stabilità del mercato dei Treasury.

3.2 Principali detentori esteri di Treasury securities

Dall'analisi dei dati pubblicati dal Treasury International Capital dell'U.S. Department of the Treasury emerge che tra i principali detentori esteri di Treasury securities a gennaio 2026 figurano:

- 1- Giappone, con detenzioni pari a 1225,5 mld di dollari;
- 2- Regno Unito, con detenzioni pari a 895,3 mld di dollari;
- 3- Cina, con detenzioni pari a 694,4 mld di dollari;
- 4- Belgio, con detenzioni pari a 451,0 mld di dollari;

Occorre tuttavia precisare che tali dati sono basati in larga parte su informazioni provenienti da custodi e broker-dealers statunitensi; perciò, potrebbero non riflettere in modo perfettamente preciso la proprietà effettiva dei titoli per singolo paese.

Se, da un lato, la Cina continua a mantenere una posizione di primo piano nonostante le tensioni geopolitiche e commerciali con gli Stati Uniti, dall'altro il Regno Unito ha registrato negli ultimi anni un incremento delle proprie consistenze detenute.

Questo conferma come la componente estera non presenti un andamento uniforme, ma sia caratterizzata da dinamiche differenziate tra i principali paesi detentori.

3.2.1 Il caso della Cina

I dati ufficiali del Treasury International Capital mostrano che la Cina ha registrato una progressiva riduzione delle detenzioni di Treasury securities.

Il dato più recente, relativo a gennaio 2026 mostra che la Cina detiene 694,4 mld di dollari di Treasury securities, mentre il dato più remoto, relativo a gennaio 2025 figura un ammontare pari a 760,8 mld di dollari.

La variazione delle detenzioni cinesi tra gennaio 2025 e gennaio 2026 può essere espressa come differenza tra il valore finale e il valore iniziale:

$$\Delta V = V_f - V_i = 694,4 - 760,8 = -66,4 \text{ mld di dollari}$$

Ne deriva quindi una riduzione assoluta pari a 66,4 mld di dollari.

In termini relativi, la variazione percentuale è pari a:

$$\Delta V\% = \frac{V_f - V_i}{V_i} * 100 = \frac{694,4 - 760,8}{760,8} * 100 \cong -8,73\%$$

Pertanto, nel periodo considerato la Cina ha ridotto le proprie detenzioni di Treasury securities di circa l'8,73%.

Questa riduzione è stata evidenziata anche dal Corriere del Ticino, il quale inserisce questo calo in un contesto di tensioni commerciali e geopolitiche con gli Stati Uniti, lo stesso articolo pone però cautela sul tema rilevando che una parte della diminuzione potrebbe dipendere da trasferimenti verso depositari internazionali, più che da sole vendite nette (Corriere del Ticino, 2025).

In termini analoghi, l'Atlantic Council osserva che le autorità cinesi avrebbero incoraggiato le istituzioni finanziarie domestiche a limitare gli acquisti di Treasury USA e a ridurre le posizioni detenute (Atlantic Council, 2026).

3.2.2 Il caso del Regno Unito

I dati ufficiali del Treasury International Capital mostrano che il Regno Unito ha registrato un aumento delle detenzioni di Treasury securities negli ultimi periodi.

Il dato più recente, relativo a gennaio 2026, mostra che il Regno Unito detiene 895,3 mld di dollari di Treasury securities, mentre il dato più remoto, relativo a gennaio 2025 mostra che l'ammontare è pari a 740,2 mld di dollari.

La variazione delle detenzioni britanniche tra gennaio 2025 e gennaio 2026 può essere espressa, come nel caso precedente, come differenza tra valore finale e valore iniziale.

$$\Delta V = V_f - V_i = 895,3 - 740,2 = 155,1 \text{ mld di dollari}$$

Ne deriva quindi un aumento assoluto pari a 155,1 mld di dollari.

In termini relativi, la variazione percentuale è pari a:

$$\Delta V\% = \frac{V_f - V_i}{V_i} * 100 = \frac{895,3 - 740,2}{740,2} * 100 \cong 21\%$$

Pertanto, nel periodo considerato il Regno Unito ha aumentato le proprie detenzioni di Treasury securities di circa il 21 %.

Questo studio mostra un andamento opposto a quello registrato per la Cina, di fatto l'incremento registrato nel caso britannico conferma che la componente estera del mercato dei Treasury non presenta un andamento uniforme, ma risulta caratterizzata da dinamiche differenti tra i vari Paesi detentori.

3.3 Dalle detenzioni estere ai rendimenti dei Treasury

Alla luce di queste considerazioni, risulta opportuno analizzare in che misura tali dinamiche possono avere influenzato i rendimenti dei titoli di Stato statunitensi, pur non rappresentando l'unico fattore in grado di spiegare il loro andamento.

Le variazioni delle detenzioni estere e la politica tariffaria seguita da Trump possono aver contribuito alla volatilità del mercato dei titoli di Stato statunitensi, in quanto possono incidere sulla domanda di titoli pubblici statunitensi e concorrere, insieme ad altri fattori macrofinanziari, alla dinamica dei rendimenti.

A tal proposito, la Federal Reserve osserva che, negli ultimi mesi del 2018, in un contesto di crescente volatilità e di intensificazione delle tensioni commerciali tra Stati Uniti e Cina, i rendimenti dei Treasury sono scesi, confermando che le tensioni commerciali si riflettono anche sul mercato dei titoli del Tesoro statunitense (Federal Reserve, 2018).

L'analisi che segue si concentrerà sull'andamento dei rendimenti dei Treasury durante i due mandati di Donald Trump, al fine di verificare se le fasi di maggiore tensione commerciale internazionale abbiano coinciso con variazioni significative del mercato obbligazionario statunitense.

Tale analisi verterà sul rendimento del Treasury statunitense a dieci anni, in quanto benchmark centrale del mercato obbligazionario americano e indicatore particolarmente osservato nelle dinamiche macrofinanziarie.

Lo studio sarà articolato su due livelli: in primo luogo, verranno esaminate le variazioni del rendimento in corrispondenza di una data particolarmente significativa per la politica commerciale del primo mandato; in secondo luogo, l'analisi sarà estesa al secondo mandato, così da consentire un confronto tra i due periodi e verificare se le fasi di maggiore tensione commerciale internazionale abbiano coinciso con variazioni rilevanti del rendimento del Treasury a dieci anni.

3.4 Il 22 marzo 2018: analisi di un evento significativo

Tra gli eventi più significativi del primo mandato Trump, ai fini del presente studio, assume particolare rilievo il giorno 22 marzo 2018, in quanto in tale data l'amministrazione Trump annunciò misure tariffarie nei confronti della Cina, contribuendo ad accrescere l'incertezza sui mercati finanziari internazionali.

Per analizzare l'andamento del Treasury decennale statunitense, non è sufficiente limitarsi alla sola data dell'annuncio, risulta opportuno considerare un intervallo temporale più ampio, così da osservare la dinamica del titolo sia nella fase precedente sia in quella successiva all'evento.

Per tale ragione, nel presente elaborato viene preso in esame il periodo compreso tra il 21 febbraio 2018 e il 25 aprile 2018, che consente di cogliere con maggiore completezza gli effetti dell'evento sul prezzo, sul rendimento e sulla sensibilità del titolo ai movimenti dei tassi.

Lo studio empirico si basa sul grafico del titolo United States Treasury Note 2.75% con scadenza 15 febbraio 2028 (OTCB:9128283W8) disponibile su TradingView.

Il titolo identificato dal CUSIP 9128283W8 è un U.S. Treasury Note emesso dal Dipartimento del Tesoro degli Stati Uniti. Si tratta di un titolo di Stato a tasso fisso, denominato in dollari statunitensi, con tasso d'interesse annuo del 2,75% e pagamento degli interessi con frequenza semestrale, nelle date del 15 febbraio e del 15 agosto di ogni anno. La data di emissione è il 15 febbraio 2018, mentre la data di scadenza è il 15 febbraio 2028, per una durata originaria pari a 10 anni. Alla scadenza, il titolo prevede il rimborso del valore nominale, pari a 100, insieme al pagamento dell'ultima cedola. Il titolo non è callable, quindi non prevede rimborso anticipato ordinario da parte dell'emittente (Treasury Direct, 2018).

L'analisi utilizza due diverse metriche del medesimo titolo: la metrica Price, impiegata per osservare l'andamento del prezzo di mercato dell'obbligazione, e la metrica Yield to Maturity (YTM) o rendimento a scadenza, utilizzata per analizzare il rendimento implicito del titolo fino alla scadenza.

Occorre precisare che i rendimenti considerati nelle serie storiche corrispondono al yield to maturity del singolo Treasury Note analizzato e non a tassi istantanei o effettivi annui composti.

Si tratta di rendimenti obbligazionari quotati secondo la convenzione di mercato dei Treasury statunitensi, ossia su base bond-equivalent yield per i titoli che pagano interessi semestrali (U.S. Department of the Treasury FAQ).

3.4.1 Dati, variabili e metodologia di calcolo

L'analisi empirica è stata condotta a partire da un file Excel costruito sulla base dei dati giornalieri relativi al titolo United States Treasury Note 2.75% con scadenza 15 febbraio 2028. In particolare, sono stati raccolti, per il periodo compreso tra il 21 febbraio 2018 e il 25 aprile 2018, i valori del prezzo di mercato e del rendimento a scadenza del titolo.

A partire da tali dati sono state calcolate la variazione percentuale giornaliera del prezzo, la variazione giornaliera del rendimento e una stima della duration modificata del titolo.

In particolare, la variazione percentuale del prezzo è stata calcolata ponendo al numeratore la differenza tra il prezzo del giorno corrente e il prezzo del giorno precedente, e al denominatore il prezzo del giorno precedente, mentre la variazione del rendimento è stata ottenuta come differenza tra il rendimento del giorno corrente e quello del giorno precedente.

Sulla base di tali grandezze è stata inoltre ricavata una stima giornaliera della duration modificata, intesa come misura della sensibilità del prezzo alle variazioni dei tassi di interesse.

Tale relazione può essere espressa come segue:

$$\Delta P\% = -DM * \Delta r \quad (24)$$

Da cui deriva:

$$DM = -\frac{\Delta P\%}{\Delta r} \quad (25)$$

3.4.2 Analisi dei risultati 2018

Al fine di rappresentare in modo sintetico i risultati ottenuti, si riportano di seguito tre grafici di elaborazione propria relativi al Treasury Note oggetto di analisi.

Essi illustrano, rispettivamente, l'andamento del prezzo di mercato, del rendimento a scadenza e della duration modificata stimata nel periodo considerato.

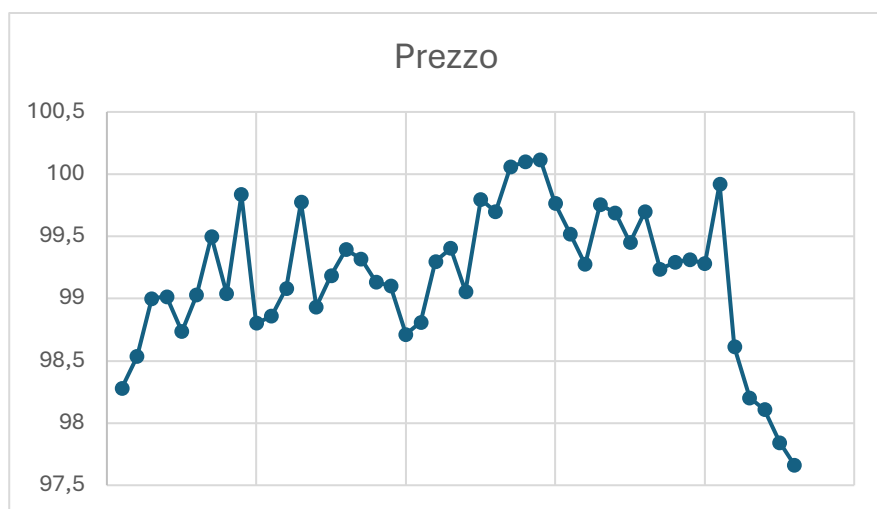


Grafico 1 – Andamento del prezzo del Treasury Note 2.75% 15-Feb-2028 nel periodo 21 febbraio 2018 – 25 aprile 2018, elaborazione propria.

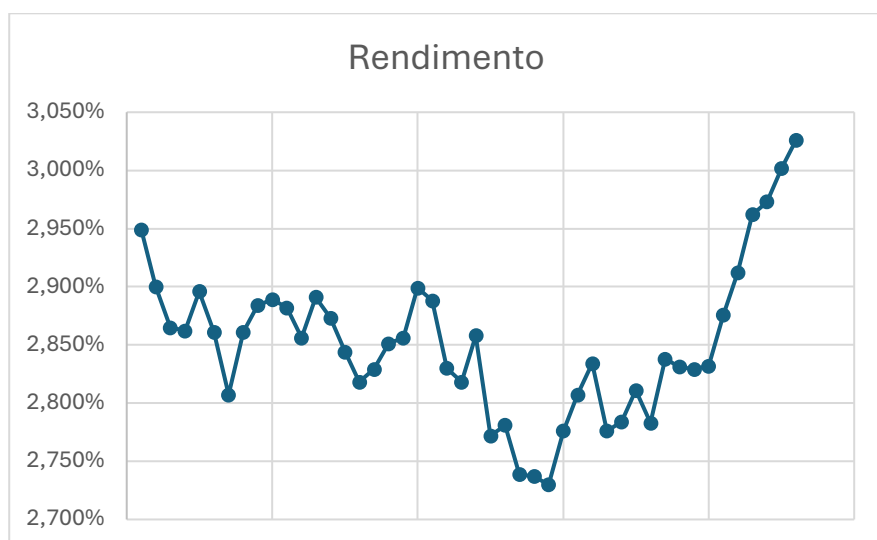


Grafico 2 – Andamento del rendimento a scadenza del Treasury Note 2.75% 15-Feb-2028 nel periodo 21 febbraio 2018 – 25 aprile 2018, elaborazione propria.

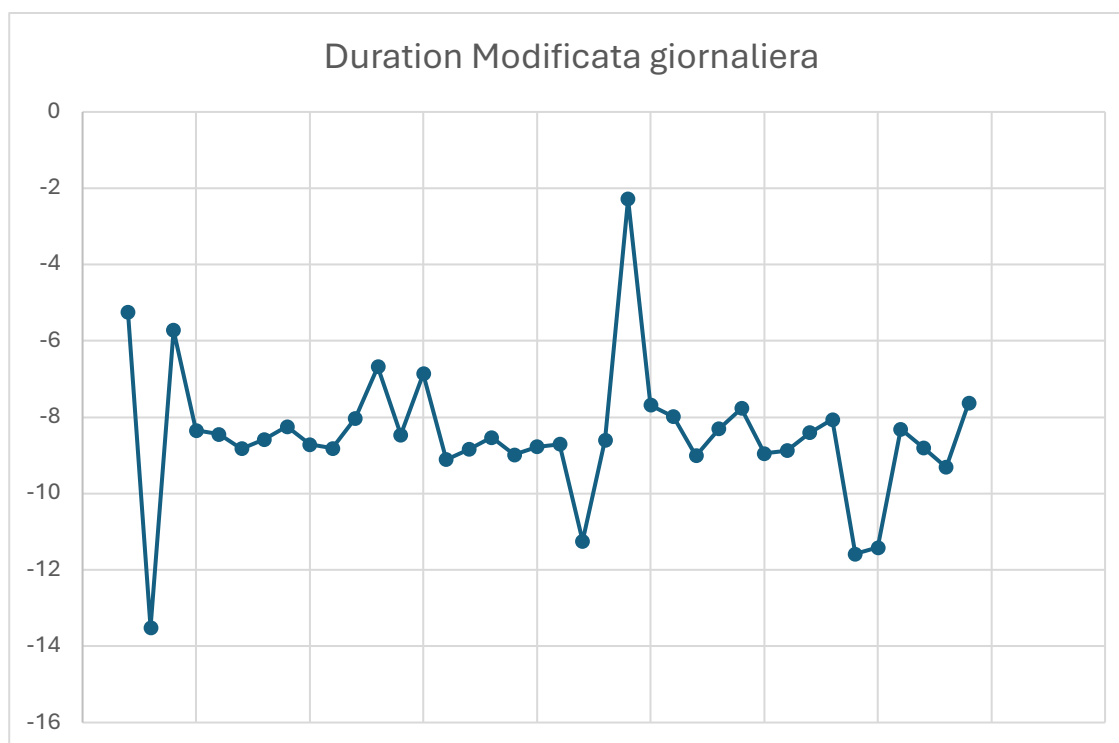


Grafico 3 – Andamento della duration modificata stimata del Treasury Note 2.75% 15-Feb-2028 nel periodo 21 febbraio 2018 – 25 aprile 2018, elaborazione propria.

Dall’osservazione congiunta dei tre grafici emergono alcuni elementi rilevanti circa la dinamica del Treasury Note nel periodo considerato.

In primo luogo, il prezzo del titolo passa da 98,281 il 21 febbraio 2018 a 97,663 il 25 aprile 2018, registrando una riduzione complessiva pari a circa -0,63%.

Nel corso dell’intervallo osservato, il prezzo raggiunge un massimo di 100,12 il 2 aprile 2018 mentre raggiunge il suo minimo il 25 aprile 2018 a 97,663.

In secondo luogo, il rendimento a scadenza aumenta da 2,949% a 3,026%, con un incremento complessivo di 0,077 punti percentuali, pari a circa 7,7 punti base.

Il rendimento tocca un minimo di 2,730% il 2 aprile 2018 e un massimo di 3,026% il 25 aprile 2018.

Tali dati confermano la consueta relazione inversa tra prezzo e rendimento, questa relazione emerge sia dall’analisi delle serie storiche relative al periodo considerato, sia dall’osservazione grafica dell’andamento delle due variabili; quando il rendimento aumenta, il prezzo dell’obbligazione tende a diminuire, mentre quando il rendimento diminuisce, il prezzo tende ad aumentare.

Per quanto riguarda la duration modificata stimata, i valori risultano nella maggior parte dei casi concentrati attorno a livelli coerenti con la struttura del titolo, con una mediana pari a circa -8,53.

Accanto ai valori più ricorrenti, si osservano alcune stime particolarmente elevate per la duration modificata in valore assoluto , come 35,03; 46,88 e 207,14.

Questi valori estremi della duration modificata sono dovuti a variazioni giornaliere del rendimento prossime a zero. Poiché la duration modificata è stimata come rapporto tra variazioni percentuali del prezzo e variazioni del rendimento, un denominatore molto piccolo può generare valori molto elevati in valori assoluto.

Questa dinamica non deve essere letta soltanto come un problema tecnico di calcolo, ma anche come un possibile segnale del fatto che, in quelle specifiche osservazioni, il prezzo del titolo possa essere stato influenzato da fattori ulteriori rispetto alla sola variazione del rendimento.

Tali valori, risultano molto distanti dal resto della distribuzione e, se inseriti nel grafico, avrebbero alterato la scala di rappresentazione, riducendo la leggibilità dell'andamento ordinario della serie. Per tale ragione, sono stati esclusi dal Grafico 3.

La duration modificata calcolata sull'intero periodo risulta pari in valore assoluto a 8,16.

La duration modificata è una grandezza che misura la variazione percentuale approssimativa del valore di mercato a seguito di una variazione del rendimento a scadenza (CFA, 2026).

Ciò indica che in questo caso a fronte di un aumento di 1 punto percentuale del rendimento il prezzo del titolo diminuisce di circa 8,16 punti percentuali.

Tale risultato ha particolare rilievo nel contesto dell'analisi del 22 marzo 2018; anche i Treasury statunitensi, pur essendo generalmente considerati strumenti a basso rischio di credito, restano soggetti al rischio di tasso di interesse.

Secondo la SEC, il rischio di tasso di interesse consiste nella possibilità che le variazioni dei tassi incidano sul valore di mercato di un'obbligazione, tale rischio riguarda tutte le obbligazioni, in particolare quelle a cedola fissa, e si applica anche ai Treasury statunitensi (U.S. SEC, 2013, pag. 1).

In presenza di uno shock politico-commerciale, quale l'annuncio delle misure tariffarie nei confronti della Cina, anche variazioni relativamente contenute del rendimento potevano quindi tradursi in movimenti non trascurabili del prezzo del Treasury Note.

Per completare l'analisi descrittiva, è utile considerare anche le varianze delle tre serie osservate.

La varianza del prezzo è pari a 0,3309562 valore che segnala una dispersione complessivamente contenuta delle quotazioni nel periodo considerato.

La varianza del rendimento, pari a 0,00000042 risulta molto bassa, coerentemente con la limitata ampiezza delle variazioni giornaliere dei rendimenti. Tuttavia, anche oscillazioni ridotte del rendimento possono generare effetti apprezzabili sul prezzo, come mostrato dalla relazione inversa tra le due variabili. La varianza della duration modificata è invece pari a 3,209960668 e indica una maggiore instabilità della misura rispetto al rendimento.

3.5 Il 2 aprile 2025: analisi di un evento significativo

Tra gli eventi più rilevanti del secondo mandato Trump, ai fini del presente studio, assume particolare importanza il 2 aprile 2025, data in cui l'amministrazione Trump annunciò l'introduzione di misure tariffarie reciproche sulle importazioni.

Tale decisione contribuì ad accrescere l'incertezza sui mercati internazionali e ad alimentare le tensioni commerciali.

In linea con l'approccio adottato per il 2018, l'analisi non si limiterà al singolo giorno ma prenderà in considerazione un intervallo temporale più ampio compreso tra il 4 marzo 2025 e il 5 maggio del 2025.

Lo studio empirico si basa sul grafico del titolo United States Treasury Note 4.625% con scadenza 15 febbraio 2035 (OTCB: 91282CMM0) disponibile su TradingView, anche per il periodo relativo al 2025, l'analisi si fonda sul medesimo impianto metodologico già descritto in precedenza.

Il titolo identificato dal CUSIP 91282CMM0 è un U.S. Treasury Note emesso dal Dipartimento del Tesoro degli Stati Uniti. Si tratta di un titolo di Stato a tasso fisso, denominato in dollari statunitensi, con tasso di interesse annuo del 4,625% e pagamento degli interessi con frequenza semestrale, nelle date del 15 febbraio e del 15 agosto di ogni anno. La data di emissione è il 18 febbraio 2025, mentre la data di scadenza è il 15 febbraio 2035. Il titolo è classificato come 10-Year Note, con durata originaria pari a circa dieci anni. Alla scadenza, il titolo prevede il rimborso del valore nominale, pari a 100, insieme al pagamento dell'ultima cedola. Il titolo non è callable, quindi non prevede rimborso anticipato ordinario da parte dell'emittente (Treasury Direct, 2025).

3.5.1 Analisi dei risultati 2025

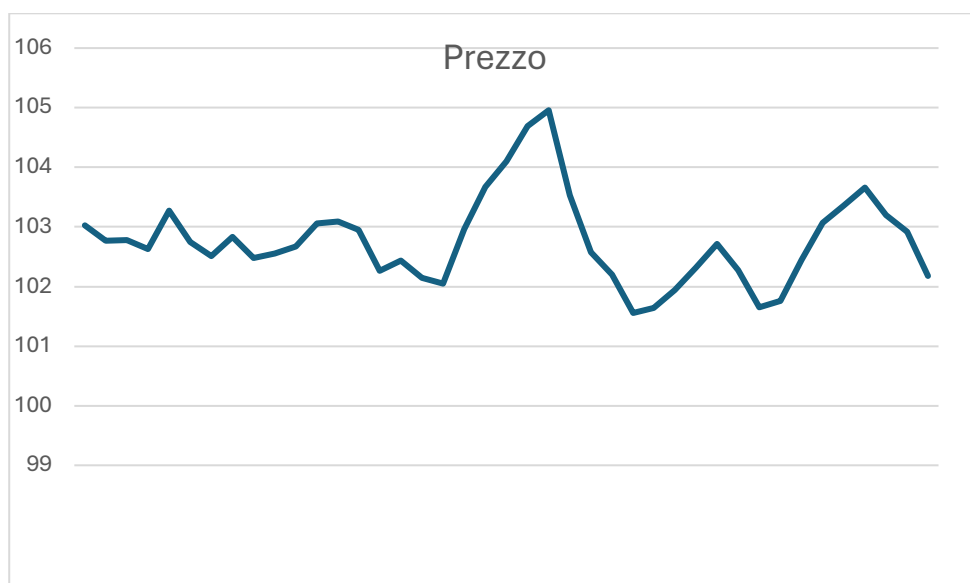


Grafico 4 – Andamento del prezzo del Treasury Note 4.625% 15-Feb-2035 nel periodo 4 marzo 2025 – 5 maggio 2025, elaborazione propria.

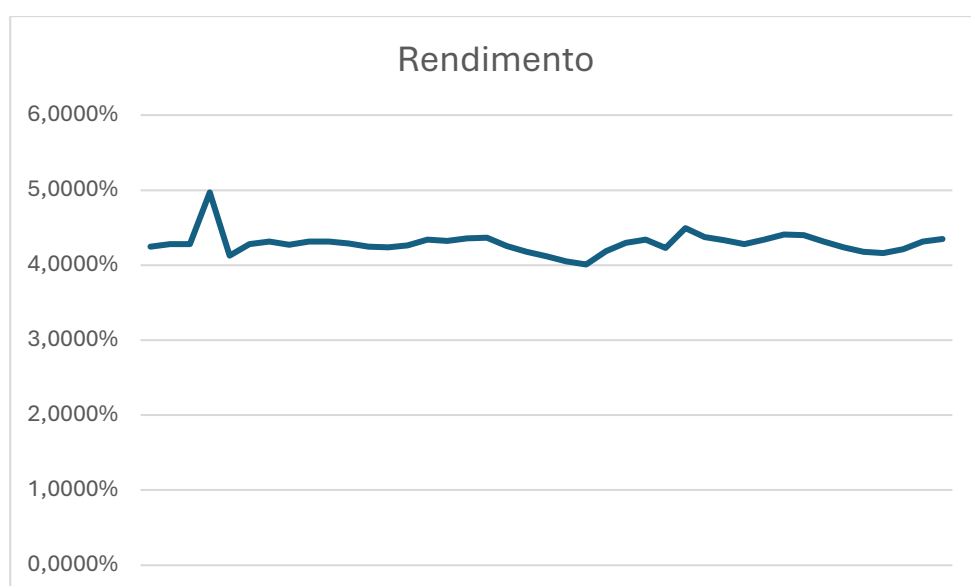


Grafico 5 – Andamento del rendimento a scadenza del Treasury Note 4.625% 15-Feb-2035 nel periodo 4 marzo 2025 – 5 maggio 2025, elaborazione propria.

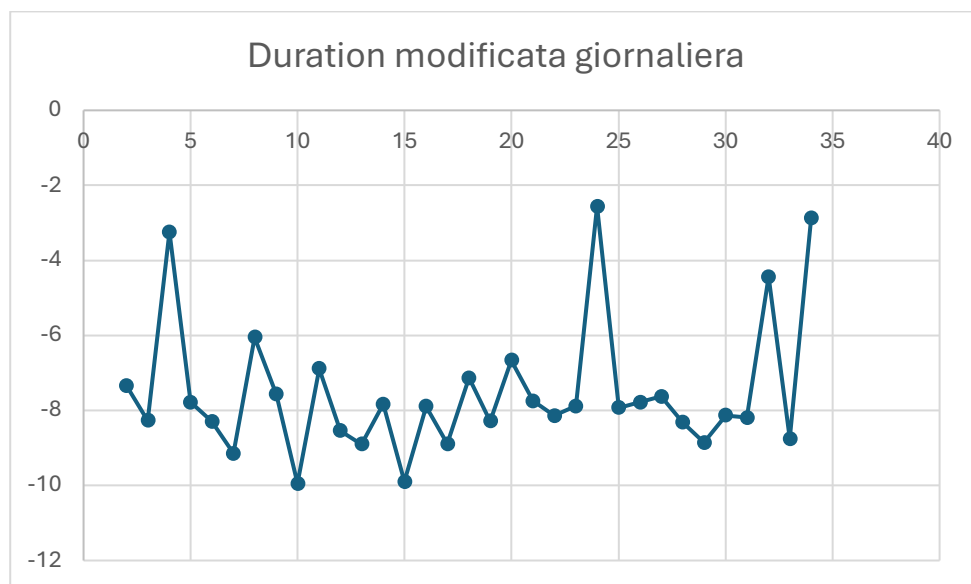


Grafico 6 – Andamento della duration modificata stimata del Treasury Note 4.625% 15-Feb-2035 nel periodo 4 marzo 2025 – 5 maggio 2025, elaborazione propria.

Dall'osservazione congiunta dei tre grafici emergono alcuni elementi rilevanti circa la dinamica del Treasury Note nel periodo considerato.

In primo luogo, il prezzo del titolo passa da 103,021 il 4 marzo 2025 a 102,177 il 5 maggio 2025, registrando una riduzione complessiva pari a circa -0,819%.

Nel corso dell'intervallo osservato, il prezzo raggiunge un massimo di 104,957 il 4 aprile 2025, mentre il minimo si registra il 10 aprile 2025, pari a 101,556.

In secondo luogo, il rendimento a scadenza aumenta da 4,248% a 4,346%, con un incremento complessivo di 0,098 punti percentuali, pari a circa 9,8 punti base.

Il rendimento tocca un minimo di 4,009% il 4 aprile 2025 e un massimo di 4,491% l'11 aprile 2025. L'andamento delle due serie mette in evidenza una fase di forte aggiustamento concentrata nei giorni immediatamente successivi al 2 aprile 2025.

In una prima fase l'aumento dell'incertezza favorì gli acquisti di Treasury statunitensi contribuendo a una riduzione dei rendimenti: Reuters rilevò infatti che il rendimento del Treasury decennale scese poco sopra il 4%, ai minimi da metà ottobre; successivamente, si osservò un rapido rialzo dei tassi accompagnato da una marcata correzione del prezzo del titolo (Reuters, 2025).

Per quanto riguarda la duration modificata stimata, i valori risultano nella maggior parte dei casi concentrati attorno a livelli coerenti con la struttura del titolo, con una mediana pari a circa -7,89.

La duration modificata calcolata sull'intero periodo risulta invece pari a -8,36, indicando che, a

fronte di un aumento di 1 punto percentuale del rendimento, il prezzo del titolo tende a diminuire, in prima approssimazione, di circa 8,36 punti percentuali.

Per completare l'analisi descrittiva, si considerano anche le varianze delle tre serie osservate.

La varianza del prezzo è pari a 0,5523722, indicando una dispersione moderata delle quotazioni attorno al loro valore medio e confermando la presenza di oscillazioni più evidenti nei giorni successivi al 2 aprile 2025. La varianza del rendimento, pari a 0,0000021, risulta contenuta in valore assoluto, coerentemente con la scala di misurazione dei rendimenti e con variazioni giornaliere generalmente limitate.

La varianza della duration modificata è invece pari a 3,258018705 e segnala una maggiore instabilità della misura, dovuta alla sensibilità della stima alle variazioni giornaliere dei tassi. Tale risultato conferma che, nel periodo osservato, il Treasury Note presentava una significativa esposizione al rischio di tasso di interesse.

3.6 Confronto e interpretazione tra il 2018 e il 2025

Dal confronto tra i due periodi emerge che il 2025 presenta una maggiore volatilità rispetto al 2018.

La varianza del prezzo passa infatti da 0,3309562 nel 2018 a 0,5523722 nel 2025, segnalando una maggiore dispersione delle quotazioni nel secondo intervallo osservato.

Analogamente, la varianza del rendimento aumenta da 0,00000042 a 0,0000021, risultando circa cinque volte superiore nel 2025. Sebbene tali valori siano contenuti in termini assoluti, l'incremento evidenzia una maggiore instabilità dei rendimenti nel secondo periodo.

La varianza della duration modificata, invece, resta su livelli simili, passando da 3,209960668 nel 2018 a 3,258018705 nel 2025. Ciò indica che la sensibilità del titolo alle variazioni dei tassi rimane elevata in entrambi i periodi, ma nel 2025 essa si inserisce in un contesto caratterizzato da una maggiore volatilità dei prezzi e dei rendimenti.

Il confronto tra il caso del 22 marzo 2018 e quello del 2 aprile 2025 consente di mettere in evidenza non solo la reazione del mercato dei Treasury a due episodi di tensione commerciale, ma anche la sensibilità dei titoli ai movimenti dei tassi di interesse, misurata attraverso la duration modificata.

In entrambi i casi, il mercato obbligazionario mostra la consueta relazione inversa tra prezzo e rendimento, ma il profilo della reazione va letto tenendo conto sia del contesto esterno sia delle caratteristiche specifiche dei titoli analizzati.

Le stime ottenute indicano, in entrambi i periodi, valori della duration modificata attorno a 8 in valore assoluto, segnalando una sensibilità elevata del prezzo ai movimenti dei tassi.

Ciò implica che, tanto nel 2018 quanto nel 2025, variazioni relativamente contenute del rendimento erano in grado di produrre movimenti ampi del prezzo del Treasury Note.

Occorre tuttavia considerare che i due titoli non sono perfettamente omogenei, pur essendo entrambi Treasury Note decennali, essi presentano una cedola differente: 2,75% nel caso del titolo osservato per il 2018 e 4,625% nel caso del titolo considerato per il 2025.

Tale elemento è teoricamente rilevante, poiché la duration di un'obbligazione dipende non solo dalla scadenza, ma anche da fattori quali cedola, rendimento e vita residua del titolo.

Nel caso in esame pur in presenza di caratteristiche strutturali non identiche, entrambi i titoli mostrano una reattività elevata ai movimenti del rendimento, e quindi un'esposizione significativa al rischio di tasso.

Il diverso contesto storico, invece, appare più rilevante sul piano interpretativo.

L'episodio del 2018 si colloca nella fase iniziale dell'escalation commerciale tra Stati Uniti e Cina e in generale della politica protezionistica adottata da Donald Trump; quello del 2025 si inserisce invece in un quadro più strutturato di politica tariffaria già avviato in precedenza e formalizzato dall'Executive Order sui reciprocal tariffs del 2 aprile 2025.

Ne deriva che i movimenti osservati nei due periodi non possono essere ricondotti esclusivamente ai dazi, ma devono essere letti alla luce del più ampio contesto macrofinanziario e del diverso grado di incertezza percepito dagli operatori.

La Federal Reserve ha osservato che, nel 2018, il peggioramento della propensione al rischio e l'aumento delle tensioni commerciali tra Stati Uniti e Cina si accompagnarono a movimenti sostanziali dei rendimenti dei Treasury; analogamente, il provvedimento del 2 aprile 2025 va interpretato come uno shock politico-commerciale capace di influenzare le aspettative di mercato (Federal Reserve, Annual Report 2018, 2019, pag.13).

Per sintetizzare in modo più immediato i risultati emersi dall'analisi comparativa, si riportano di seguito due tabelle riassuntive relative ai casi del 2018 e del 2025, con riferimento alle principali grandezze osservate:

Grandezze	Valori
Prezzo iniziale	98,281
Prezzo finale	97,663
$\Delta P\%$	-0,629%
Prezzo massimo	100,118
Prezzo minimo	97,663
Rendimento iniziale	2,949%
Rendimento finale	3,026%
Δ rendimento	0,077%
Mediana della duration modificata	-8,556297583
Duration modificata dell'intero periodo	-8,17
Varianza prezzo	0,3309562
Varianza rendimento	0,00000042
Varianza duration	3,209960668

Tabella 1 – Statistiche riassuntive del Treasury Note 2.75% 15-Feb-2028 nel periodo 21 febbraio 2018 – 25 aprile 2018, elaborazione propria.

Grandezze	Valore
Prezzo iniziale	103,021
Prezzo finale	102,177
$\Delta P\%$	-0,819%
Prezzo massimo	104,957
Prezzo minimo	101,556
Rendimento iniziale	4,248%
Rendimento finale	4,346%
Δ rendimento	0,00098
Mediana della duration modificata	-7,89
Duration modificata dell'intero periodo	-8,36
Varianza prezzo	0,5523722
Varianza rendimento	0,0000021
Varianza duration	3,258018705

Tabella 2 – Statistiche riassuntive del Treasury Note 4.625% 15-Feb-2035 nel periodo 4 marzo 2025 – 5 maggio 2025, elaborazione propria.

Nel complesso, il confronto tra i due episodi mostra che le misure tariffarie possono essere interpretate come shock politico-commerciali in grado di incidere sulle aspettative degli operatori e sul clima di mercato, pur non rappresentando una causa unica e autosufficiente delle dinamiche osservate.

Tale interpretazione è coerente con quanto osservato dalla Bank for International Settlements (BIS), secondo cui le tensioni commerciali e la politica monetaria hanno rappresentato fattori chiave nella dinamica dei prezzi degli attivi finanziari e che, all'intensificarsi delle tensioni commerciali, i rendimenti sovrani tendevano a ridursi, in un contesto segnato anche dal peggioramento delle prospettive di crescita e dall'allentamento monetario (BIS, 2019, pag. 9).

In questo quadro, il mercato dei Treasury statunitensi decennali emerge come un osservatorio rilevante per analizzare la trasmissione dell'incertezza politica e commerciale ai mercati obbligazionari, pur all'interno di un contesto influenzato da più ampi fattori macrofinanziari.

+

CONCLUSIONE

Dall'analisi condotta emerge che le tensioni tariffarie tra Stati Uniti e Cina non possono essere considerate un fenomeno isolato rispetto ai mercati finanziari.

Le decisioni di politica commerciale, soprattutto quando riguardano due economie centrali nel sistema globale, contribuiscono a modificare il clima di fiducia degli investitori e a influenzare le aspettative sull'andamento futuro dell'economia.

In questo senso, i dazi introdotti durante le presidenze Trump assumono rilievo non solo per i loro effetti sugli scambi internazionali, ma anche per le possibili conseguenze sul mercato obbligazionario statunitense.

Il confronto tra il 2018 e il 2025 mostra che il mercato dei Treasury ha reagito in maniera diversa nelle due fasi considerate. Nel primo caso, l'escalation tariffaria si inseriva in un contesto in cui le misure protezionistiche erano ancora progressive e circoscritte; nel secondo, invece, l'incertezza appare più accentuata, anche a causa di un'impostazione tariffaria più ampia e aggressiva.

Un elemento particolarmente rilevante riguarda la duration modificata, che nei due periodi osservati rimane su livelli simili. Ciò indica che la sensibilità dei titoli alle variazioni dei tassi d'interesse resta significativa in entrambe le fasi, indipendentemente dalla diversa intensità dello shock tariffario.

Alla luce di questi risultati, è possibile affermare che i dazi possono contribuire ad amplificare le oscillazioni del mercato obbligazionario, soprattutto quando si inseriscono in un quadro già caratterizzato da incertezza macroeconomica, tensioni geopolitiche e aspettative mutevoli sulla politica monetaria. Tuttavia, sarebbe riduttivo attribuire l'andamento dei Treasury esclusivamente alla politica tariffaria. I rendimenti dei titoli di Stato statunitensi sono influenzati da una pluralità di fattori, tra cui le decisioni della Federal Reserve, l'inflazione attesa, la crescita economica, il deficit pubblico e la domanda internazionale di debito americano.

La politica tariffaria di Trump può quindi essere interpretata come uno shock capace di incidere sulle aspettative di mercato, ma non come l'unica determinante dei movimenti osservati.

Il suo effetto principale sembra consistere nell'aumentare l'incertezza percepita dagli investitori, favorendo reazioni più marcate nelle fasi di tensione commerciale.

In conclusione, il lavoro conferma l'importanza di leggere il mercato dei titoli di Stato non soltanto attraverso variabili strettamente finanziarie, ma anche alla luce del contesto politico e commerciale internazionale. I Treasury Securities continuano a rappresentare uno degli strumenti centrali del sistema finanziario globale, ma la loro dinamica risente delle aspettative, della fiducia e dell'incertezza generate dalle scelte dei governi. Le tensioni tariffarie tra Stati Uniti e Cina

mostrano quindi come politica commerciale e mercati obbligazionari siano collegati più di quanto possa apparire a prima vista.

Per queste ragioni, l'analisi svolta evidenzia che, in un sistema economico sempre più interdipendente, decisioni apparentemente circoscritte al commercio internazionale possono produrre effetti più ampi, influenzando il comportamento degli investitori e la stabilità dei mercati finanziari.

Il caso dei Treasury statunitensi dimostra quindi che la valutazione del rischio obbligazionario richiede un approccio integrato, capace di considerare insieme variabili finanziarie, macroeconomiche e geopolitiche.

BIBLIOGRAFIA E SITOGRAFIA

Analystprep.com, Calculate and Interpret Convexity, 2019, disponibile all'indirizzo:

<https://analystprep.com/cfa-level-1-exam/fixed-income/calculate-interpret-convexity/>

Atlantic Council, 2026, China's warning on US Treasuries and why its timing matters, disponibile

su: <https://www.atlanticcouncil.org/blogs/econographics/chinas-warning-on-us-treasuries-and-why-its-timing-matters/>

Banca d'Italia, Le obbligazioni, s.d., disponibile all'indirizzo:

<https://economieapertutti.bancaditalia.it/aree-tematiche/risparmio-e-investimenti/le-obbligazioni/index.html>

Banco BPM, T-Bond (Treasury Bond), s.d., disponibile all'indirizzo:

<https://www.bancobpm.it/magazine/glossario/t-bond-treasury-bond/>

Banco BPM, T-Note (Treasury Note), s.d., disponibile all'indirizzo:

<https://www.bancobpm.it/magazine/glossario/t-note-treasury-note/>

BBC, 2016, Donald Trump has repeatedly accused China of currency manipulation by trading partners, disponibile su:

<https://www.bbc.com/news/election-us-2016-36185012#:~:text=Donald%20Trump%20has%20repeatedly%20accused,currency%20manipulation%20by%20trading%20partners.>

BIS, 2009, Quarterly Review, December 2009, disponibile su:

https://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt0912i.pdf

BIS, 2019, BIS Quarterly Review, September 2019, p. 9, disponibile su:

https://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt1909.pdf

Boeri, T., s.d., disponibile su:

<https://share.google/qY9tptYM1Kf7y7iMx>

Borsa Italiana, T-Bill e T-Note, 2013, disponibile all'indirizzo:

<https://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/t-bill-t-note.htm>

Borsa Italiana, Duration: durata del debito, 2018, disponibile all'indirizzo:

<https://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/duration-durata-del-debito157.htm>

Braghini, 2025, Il WTO: chiusura o riforma?, in Affari Internazionali, disponibile su:

<https://www.affarinternazionali.it/il-wto-chiusura-o-riforma/>

Bucks, 2025, Tempesta sui bond: crescono i timori su conti pubblici e banche centrali, disponibile su: <https://finanzainpage.it/approfondimenti/tempesta-sui-bond-crescono-i-timori-su-conti-pubblici-e-banche-centrali/>

Casario, M., s.d., L'impatto dei dazi sul Forex, disponibile su: <https://www.marcocasario.com/blog/impatto-dazi-forex/>

CBP, 2025, Official CBP Statement on Tariffs, disponibile su: <https://www.cbp.gov/newsroom/announcements/official-cbp-statement-tariffs>

Cbonds, TIPS, s.d., disponibile all'indirizzo: <https://cbonds.it/glossary/tips/>

CFA Institute, 2026, Overview of Fixed-Income Portfolio Management, disponibile su: <https://www.cfainstitute.org/insights/professional-learning/refresher-readings/2026/overview-fixed-income-portfolio-management>

Circolo degli Investitori, Analisi della convexity per gestire al meglio il rischio tasso, s.d., disponibile all'indirizzo: <https://www.circoloinvestitori.it/come-investire-con-le-obbligazioni/analisi-della-convexity-per-gestire-al-meglio-il-rischio-tasso/#:~:text=Convexity%20e%20volatilit%C3%A0%20dei%20tassi,convertibili%20o%20legate%20a%20derivati>

Corriere del Ticino, 2025, L'arma dei titoli statunitensi contro i dazi di Donald Trump, disponibile su: <https://www.cdt.ch/news/economia/larma-dei-titoli-statunitensi-contro-i-dazi-di-donald-trump-386263>

Deutsche Bank Italia, 2025, CIO: la reazione dei mercati ai dazi, disponibile su: https://www.deutsche-bank.it/news/detail/cio-la-reazione-dei-mercati-ai-dazi?language_id=1

Diodovich, 2025, I dazi e il loro impatto sui mercati finanziari, in IG Italia, disponibile su: <https://www.ig.com/it/news-e-idee-di-trading/i-dazi-e-il-loro-impatto-sui-mercati-finanziari-250214#:~:text=Qual%20%C3%A8%20l'impatto%20sui,sui%20prezzi%20delle%20materie%20prime>

Eurocomunicazione, Titoli di Stato americani: tipologie e fattori determinanti, 2025, disponibile all'indirizzo: <https://www.eurocomunicazione.com/2025/11/13/titoli-di-stato-americani-tipologie-e-fattori-determinanti/>

European Central Bank, 2026, disponibile su: <https://www.ecb.europa.eu/press/blog/date/2026/html/ecb.blog20260210~187329b5f5.en.html>

Family Banker, 2025, Comprendere i dazi doganali, disponibile su:
<https://www.familybanker.it/blog/comprendere-i-dazi-doganali>

Federal Reserve, 2018, Monetary Policy, disponibile su:
<https://www.federalreserve.gov/publications/2018-ar-monetary-policy.htm>

Federal Reserve, 2019, Annual Report 2018, disponibile su:
<https://www.federalreserve.gov/publications/files/2018-annual-report.pdf>

Federal Reserve, 2025, Costs of Rising Uncertainty, disponibile su:
<https://www.federalreserve.gov/econres/notes/feds-notes/costs-of-rising-uncertainty-20250424.html>

Federal Reserve, 2025, The International Role of the U.S. Dollar – 2025 Edition, disponibile su:
<https://www.federalreserve.gov/econres/notes/feds-notes/the-international-role-of-the-u-s-dollar-2025-edition-20250718.html>

Finanza Semplice, Diversificazione del portafoglio: come ridurre il rischio e massimizzare i rendimenti, 2025, disponibile all'indirizzo: <https://www.finanzasemplicescf.it/blog/diversificazione-del-portafoglio-come-ridurre-il-rischio-e-massimizzare-i-rendimento>

Forbes, 2025, Trump's tariffs on China are now at least 145%, White House confirms, disponibile su: <https://www.forbes.com/sites/alisondurkee/2025/04/10/trumps-tariffs-on-china-are-now-at-least-145-white-house-confirms-higher-than-he-previously-claimed/>

IG Bank, Cos'è il rischio di tasso d'interesse e come mitigarlo, 2022, disponibile all'indirizzo: <https://www.ig.com/it-ch/strategie-di-trading/cos-e-il-rischio-di-tasso-d-interesse-e-come-mitigarlo-221103>

Il Post, 2025, Dazi: come funzionano, disponibile su: <https://www.ilpost.it/2025/02/01/dazi-come-funzionano/>

Il Sole 24 Ore, 2018, Cos'è la guerra commerciale di Trump e chi può vincere, disponibile su: <https://www.ilsole24ore.com/art/cos-e-guerra-commerciale-trump-e-chi-puo-vincere-AEnHzEPE>

Investire.biz, Treasury Note USA: cosa sono, quali sono, come funzionano, scadenze, tipologie e caratteristiche dei titoli di Stato USA, 2020, disponibile all'indirizzo: <https://investire.biz/news/obbligazioni/treasury-note-usa-cosa-sono-quali-sono-come-funzionano-scadenze-tipologie-caratteristiche-titoli-stato-usa>

Investire-Certificati.it, Duration: capire il rischio nelle obbligazioni, s.d., disponibile all'indirizzo:
<https://www.investire-certificati.it/duration-capire-il-rischio-nelle-obbligazioni/>

Ius in itinere, 2026, Il deficit commerciale americano: un interesse nazionale?, disponibile su:
<https://iusinitinere.it/il-deficit-commerciale-americano-un-interesse-nazionale/>

J.P. Morgan, 2025, How we're adapting for tariff uncertainty and volatile markets: Global Focus Strategy, disponibile su: <https://am.jpmorgan.com/it/it/asset-management/adv/insights/portfolio-insights/pm-perspectives/equities/how-were-adapting-for-tariff-uncertainty-and-volatile-markets-global-focus-strategy/>

Key to Trading, Come leggere e interpretare un'asta del Tesoro USA, s.d., disponibile all'indirizzo:
<https://blog.keytotrading.com/it/analisi/come-leggere-e-interpretare-unasta-del-tesoro-usa-30611/>

La Repubblica, 2 agosto 2019, Trump rilancia i dazi alla Cina, le borse precipitano, disponibile su:
https://www.repubblica.it/economia/2019/08/02/news/trump_rilancia_i_dazi_alla_cina_le_borse_precipitano-232581864/

Ministero degli Affari Esteri della Repubblica Popolare Cinese, 2025, [briefing/statement del 2 febbraio 2025], disponibile su:
https://www.fmprc.gov.cn/eng/xw/fyrbt/202502/t20250202_11548196.html

MoneyController, Treasury USA benchmark del mercato obbligazionario, s.d., disponibile all'indirizzo: <https://www.moneycontroller.it/imparare-ad-investire/treasury-usa-benchmark-mercato-obbligazionario#>:

PIIE, 20 settembre 2019, US-China trade war: guns of August, disponibile su:
<https://www.piie.com/blogs/trade-and-investment-policy-watch/us-china-trade-war-guns-august>

PIIE, 2019, Phase One China Deal: Steep tariffs are the new normal, disponibile su:
<https://www.piie.com/blogs/trade-and-investment-policy-watch/2019/phase-one-china-deal-steep-tariffs-are-new-normal>

PIIE, 2025, US-China trade war tariffs: an up-to-date chart, disponibile su:
<https://www.piie.com/research/piie-charts/2019/us-china-trade-war-tariffs-date-chart>

PIMCO, Understanding Duration, s.d., disponibile all'indirizzo:
<https://www.pimco.com/it/it/resources/education/understanding-duration>

Reuters, 2025, Trade wars erupt as Trump hits Canada, Mexico, China with steep tariffs, disponibile su: <https://www.reuters.com/world/trade-wars-erupt-trump-hits-canada-mexico-china-with-steep-tariffs-2025-03-04/>

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

Scandizzo, 2025, Questione dazi secondo Scandizzo, in Formiche, disponibile su: <https://formiche.net/2025/02/questione-dazi-secondo-scandizzo/#content>

Scognamiglio, Pasini, Economia industriale, 2016, pagina 478.

Second Tranche, s.d., disponibile su: <https://ustr.gov/sites/default/files/enforcement/301Investigations/Final%20Second%20Tranche.pdf>

Stanford Encyclopedia of Philosophy, 2019, Prisoner Dilemma, disponibile su: <https://plato.stanford.edu/archives/win2019/entries/prisoner-dilemma/>

The Guardian, 2018, China retaliates against Trump tariffs by targeting US food imports, disponibile su: <https://www.theguardian.com/world/2018/apr/02/china-retaliates-against-trump-tariffs-by-targeting-us-food-imports>

The White House, 2025, Imposing duties to address the synthetic opioid supply chain in the People's Republic of China, disponibile su: <https://www.whitehouse.gov/presidential-actions/2025/02/imposing-duties-to-address-the-synthetic-opioid-supply-chain-in-the-peoples-republic-of-china/>

Time, 2016, Donald Trump trade speech transcript, disponibile su: <https://time.com/4386335/donald-trump-trade-speech-transcript/>

TradingView, s.d., OTCB: 91282CMM0, disponibile su: <https://www.tradingview.com/symbols/OTCB-91282CMM0/>

TradingView, s.d., OTCB: 9128283W8, disponibile su: <https://www.tradingview.com/symbols/OTCB-9128283W8/>

TreasuryDirect, 2018, Announcements and Results: Treasury Auction Results, disponibile su: https://treasurydirect.gov/instit/annceresult/press/preanre/2018/R_20180207_1.pdf

TreasuryDirect, 2025, Announcements and Results: Treasury Auction Results, disponibile su: https://www.treasurydirect.gov/instit/annceresult/press/preanre/2025/R_20250212_2.pdf

TreasuryDirect, Marketable Securities, s.d., disponibile all'indirizzo:

<https://treasurydirect.gov/marketable-securities/>

Treasury International Capital, s.d., Table 5, disponibile su: https://ticdata.treasury.gov/resource-center/data-chart_center/tic/Documents/slt_table5.html

Treccani, 2013, World Trade Organization (Organizzazione mondiale del commercio), disponibile su: [https://www.treccani.it/enciclopedia/world-trade-organization-organizzazione-mondiale-del-commercio_\(Atlante-Geopolitico\)/](https://www.treccani.it/enciclopedia/world-trade-organization-organizzazione-mondiale-del-commercio_(Atlante-Geopolitico)/)

U.S. Department of the Treasury, 2016, Report on Foreign Portfolio Holdings of U.S. Securities, p. 16, disponibile su: <https://home.treasury.gov/system/files/136/archive-documents/05.31.16-TIC-Final-Report-on-Foreign-Portfolio-Holdings-of-U.S.-Securities.pdf>

U.S. Department of the Treasury, s.d., Interest Rates Frequently Asked Questions, disponibile su:

<https://home.treasury.gov/policy-issues/financing-the-government/interest-rate-statistics/interest-rates-frequently-asked-questions>

U.S. Securities and Exchange Commission, 2013, Interest Rate Risk, p. 1, disponibile su:

https://www.sec.gov/files/ib_interestraterisk.pdf

USTR, 2018, 301 Draft Executive Summary, disponibile su: <https://ustr.gov/sites/default/files/enforcement/301Investigations/301%20Draft%20Exec%20Summary%203.22.ustrfinal.pdf>

USTR, 2018, Lista 1, disponibile su: https://ustr.gov/sites/default/files/2018-0018%20notice%206-15-2018_.pdf

USTR, 2018, Lista 2, USTR finalizes second tranche, disponibile su: <https://ustr.gov/about-us/policy-offices/press-office/press-releases/2018/august/ustr-finalizes-second-tranche>

USTR, 2018, Lista 3, disponibile su: <https://ustr.gov/sites/default/files/enforcement/301Investigations/83%20FR%2047974.pdf>

USTR, s.d., Section 301 Fact Sheet, disponibile su: <https://ustr.gov/about-us/policy-offices/press-office/fact-sheets/2018/march/section-301-fact-sheet?>

Viero, Investimenti in Treasury: rischio cambio, 2025, disponibile all'indirizzo:

<https://www.rvcapitalpartners.com/investimenti-treasury-rischio-cambio-contributo-sole-24-ore/>

VOA Learning English, 2018, China reacts to US tariffs on Chinese products, disponibile su:

<https://learningenglish.voanews.com/a/china-react-to-us-tariffs-on-Chinese-products/4470901.html>

WTO, s.d., What is the WTO?, disponibile su:

https://www.wto.org/english/thewto_e/whatis_e/tif_e/fact2_e.htm?