



Una guida per l'utente alla ristrutturazione del sistema commerciale globale

Novembre 2024

Sintesi

Il desiderio di riformare il sistema commerciale globale e di porre l'industria americana su un terreno più equo *nei confronti* del resto del mondo è stato un tema costante del Presidente Trump per decenni. Potremmo essere alla vigilia di un cambiamento generazionale nei sistemi commerciali e finanziari internazionali.

La radice degli squilibri economici risiede nella persistente sopravvalutazione del dollaro che impedisce il bilanciamento del commercio internazionale, e questa sopravvalutazione è determinata da una domanda anelastica di attività di riserva. Con la crescita del PIL mondiale, diventa sempre più oneroso per gli Stati Uniti finanziare la fornitura di attività di riserva e l'ombrello della difesa, in quanto i settori manifatturiero e commerciale sostengono il peso maggiore dei costi.

In questo saggio cerco di catalogare alcuni degli strumenti disponibili per rimodellare questi sistemi, i compromessi che accompagnano l'uso di questi strumenti e le opzioni politiche per minimizzare gli effetti collaterali. Non si tratta di una difesa politica, ma di un tentativo di comprendere le conseguenze sui mercati finanziari di potenziali cambiamenti significativi nella politica commerciale o finanziaria.

Le tariffe forniscono entrate e, se compensate da aggiustamenti valutari, presentano minimi effetti collaterali inflazionistici o comunque negativi, coerentemente con l'esperienza del 2018-2019. Se da un lato la compensazione valutaria può inibire gli aggiustamenti dei flussi commerciali, dall'altro suggerisce che le tariffe sono finanziate in ultima istanza dalla nazione tariffata, il cui potere d'acquisto reale e la cui ricchezza diminuiscono, e che le entrate raccolte migliorano la condivisione degli oneri per l'accantonamento delle riserve. Le tariffe saranno probabilmente implementate in un modo profondamente intrecciato con le preoccupazioni per la sicurezza nazionale, e discuto una varietà di possibili schemi di implementazione. Discuto anche le aliquote tariffarie ottimali nel contesto del resto del sistema fiscale statunitense.

La politica valutaria volta a correggere la sottovalutazione delle valute di altri Paesi comporta una serie completamente diversa di compromessi e potenziali implicazioni. Storicamente, gli Stati Uniti hanno perseguito approcci multilaterali agli aggiustamenti valutari. Molti analisti ritengono che non vi siano strumenti disponibili per affrontare unilateralmente le svalutazioni monetarie, ma ciò non è. Descrivo alcune potenziali strade per strategie di aggiustamento valutario sia multilaterali che unilaterali, nonché i mezzi per mitigare gli effetti collaterali indesiderati.

Infine, discuto una serie di conseguenze sui mercati finanziari di questi strumenti di politica e le possibili sequenze.

Stephen Miran, *stratega senior*

Stephen Miran è Senior Strategist presso Hudson Bay Capital. In precedenza, Miran è stato consulente senior per la politica economica presso il Dipartimento del Tesoro degli Stati Uniti, dove ha assistito la politica fiscale durante la recessione pandemica. Prima del Tesoro, Miran ha lavorato per un decennio come professionista degli investimenti. Miran è anche collaboratore economico presso il Manhattan Institute for Policy Research. Ha conseguito un dottorato in economia presso l'Università di Harvard e una laurea presso l'Università di Boston.

Si prega di indirizzare le richieste research@hudsonbaycapital.com

Contenuti

Sintesi	1
Capitolo 1: Introduzione	3
Capitolo 2: Basi teoriche	5
Le radici del malcontento economico risiedono nel dollaro	5
Il mondo di Triffin	5
Conseguenze economiche	8
Il compromesso del nucleo	11
Rimodellare il sistema globale	11
Capitolo 3: Tariffe	13
Tariffe e compensazione valutaria	13
Inflazione	14
Incidenza, entrate e flussi commerciali	16
Compensazione valutaria e mercati finanziari	18
Quanto è probabile che si verifichi una compensazione valutaria?	20
Attuazione delle tariffe	21
Attuazione graduata	21
Scale graduate, leva e sicurezza	22
Tariffe e competitività	24
Svalutazioni fiscali	24
Distorsioni e tariffe ottimali	24
Capitolo 4: Valute	27
Politica valutaria e rischi	27
Approcci valutari multilaterali	28
Fattibilità	29
Approcci valutari unilaterali	30
IEEPA	30
Accumulo di riserve	32
Capitolo 5: Considerazioni sul mercato e sulla volatilità	35
Tariffe Allora dollari o investimenti	35
Approcci valutari multilaterali	36
Approcci valutari unilaterali	36
In tutti i casi	37
Capitolo 6: Conclusioni	38
Riferimenti	39
Divulgazione	41

Capitolo 1: Introduzione

L'opinione degli americani sul grado di utilità dei sistemi commerciali e finanziari internazionali è peggiorata sostanzialmente nell'ultimo decennio. Tra gli elettori, se non tra gli economisti, il consenso alla base del sistema commerciale internazionale si è sfilacciato ed entrambi i principali partiti hanno adottato politiche volte a rafforzare la posizione dell'America al suo interno.

Dopo la rielezione del Presidente Trump con un forte mandato democratico, è ragionevole aspettarsi che l'Amministrazione Trump intraprenda una revisione sostanziale del commercio internazionale e dei sistemi finanziari. Questo saggio analizza alcuni strumenti disponibili per farlo. A differenza di molti discorsi accademici e di Wall Street, esistono strumenti potenti che possono essere utilizzati da un'amministrazione per influenzare i termini del commercio, i valori delle valute e la struttura delle relazioni economiche internazionali.

Durante la sua campagna elettorale, il Presidente Trump ha proposto di aumentare le tariffe al 60% sulla Cina e al 10% o più sul resto del mondo, intrecciando la sicurezza nazionale con il commercio internazionale. Molti sostengono che le tariffe siano altamente inflazionistiche e possano causare una significativa volatilità economica e di mercato, ma non è detto che sia. In effetti, le tariffe 2018-2019, un aumento sostanziale delle aliquote effettive, sono passate con poche conseguenze macroeconomiche percepibili. Il dollaro è aumentato quasi dello stesso importo dell'aliquota tariffaria effettiva, annullando gran parte dell'impatto macroeconomico, ma generando entrate significative. Poiché il potere d'acquisto dei consumatori cinesi è diminuito con l'indebolimento della loro valuta, la Cina ha effettivamente pagato per le entrate tariffarie. Avendo appena assistito a un'importante escalation dei dazi, questa esperienza dovrebbe informare l'analisi dei futuri conflitti commerciali.

Il Presidente Trump ha anche discusso l'adozione di modifiche sostanziali alla politica del dollaro. L'imposizione di tariffe doganali e l'abbandono di una politica del dollaro forte possono avere le più ampie ramificazioni di qualsiasi altra politica degli ultimi decenni, rimodellando radicalmente i sistemi commerciali e finanziari globali.

Esiste un percorso che consente di attuare queste politiche senza conseguenze negative rilevanti, ma è stretto e richiederà una compensazione valutaria per le tariffe e una gradualità o un coordinamento con gli alleati o con la Federal Reserve sul dollaro. Il potenziale di una volatilità economica e di mercato indesiderata è notevole, ma l'Amministrazione può adottare misure per ridurlo al minimo.

Dal punto di vista commerciale, il dollaro è persistentemente sopravvalutato, in gran parte perché le attività in dollari fungono da valuta di riserva mondiale. Questa sopravvalutazione ha pesato molto sul settore manifatturiero americano e ha avvantaggiato i settori finanziari dell'economia in modo tale da favorire i ricchi americani. Eppure, il Presidente Trump ha elogiato lo status di riserva del dollaro e ha minacciato di punire i Paesi che smettono di usare il dollaro come riserva. Mi aspetto che queste tensioni si risolvano con una serie di politiche volte ad aumentare la condivisione degli oneri tra i partner commerciali e di sicurezza: piuttosto che tentare di porre fine all'uso del dollaro come valuta di riserva globale, l'Amministrazione Trump può cercare di trovare il modo di recuperare alcuni dei benefici che altre nazioni ricevono dalla nostra riserva. Una riallocazione della domanda aggregata da altri Paesi all'America, un aumento delle entrate per il Tesoro americano o una combinazione di questi elementi possono aiutare l'America a sostenere il costo crescente della fornitura di riserve per un'economia globale in crescita. È probabile che l'amministrazione Trump intrecci sempre di più la politica commerciale con la politica di sicurezza, considerando la fornitura di attività di riserva e di un ombrello di sicurezza come collegati e affrontando insieme la condivisione degli oneri.

Il resto del saggio è strutturato come segue: in primo luogo, esamino le cause economiche di fondo dei nostri squilibri economici. In secondo luogo, esamino gli approcci basati sulle tariffe per rimediare a questi problemi. In terzo luogo, esamino gli approcci basati sulle valute, sia multilaterali che unilaterali. Infine, discuto le conseguenze sul mercato.

Questo saggio non è una difesa politica. Tento di diagnosticare lo squilibrio economico nei termini di scambio che è alla base della critica dei nazionalisti al sistema attuale, descrivo un catalogo di strumenti che possono essere utilizzati per affrontarlo e analizzo i relativi vantaggi o svantaggi e le potenziali conseguenze di questi strumenti.

Una guida per l'utente alla ristrutturazione del sistema
commerciale globale

La mia analisi riflette solo il mio punto di vista e non quello di nessuno del team del Presidente Trump o di Hudson Bay Capital.
L'obiettivo dell'analisi è comprendere la gamma di possibili politiche che potrebbero essere attuate, in modo che il nostro team e i nostri clienti possano valutare le conseguenze che potrebbero per l'economia e i mercati finanziari.

Capitolo 2: Basi teoriche

Le radici del malcontento economico sono nel dollaro

Il mondo di Triffin

La profonda insoddisfazione per l'ordine economico prevalente è radicata nella persistente sopravvalutazione del dollaro e nelle condizioni commerciali asimmetriche. Tale sopravvalutazione rende le esportazioni statunitensi meno competitive, le importazioni americane più economiche e ostacola l'industria manifatturiera americana. L'occupazione nel settore manifatturiero diminuisce con la chiusura delle fabbriche. Le economie locali si indeboliscono, molte famiglie di lavoratori non sono in grado di mantenersi e diventano dipendenti dalle elemosine del governo o dagli oppioidi o si trasferiscono in luoghi più prosperi. Le infrastrutture decadono perché i governi non ne curano più la manutenzione e le abitazioni e le fabbriche rimangono abbandonate. Le comunità vengono "rase al suolo".

Secondo Autor, Dorn e Hanson (2016), tra il 2000 e il 2011 sono scomparsi tra i 600.000 e il milione di posti di lavoro nel settore manifatturiero statunitense a causa dello "shock cinese" dovuto all'aumento degli scambi con la Cina. Se si includono categorie più ampie, i posti di lavoro cancellati dal commercio in quel decennio sono più vicini ai 2 milioni. Anche 2 milioni di posti di lavoro persi in un decennio rappresentano solo 200.000 all'anno, una frazione del flusso di posti di lavoro che si verifica ogni anno a causa della tecnologia, dell'aumento e della diminuzione di aziende e settori e del ciclo economico.

Ma questa logica era sbagliata in due modi: in primo luogo, le stime delle perdite di posti di lavoro dovute al commercio sono aumentate nel tempo con l'emergere di nuove ricerche, come ad esempio Autor, Dorn e Hanson (2021); lo "shock Cina" è stato molto più grande di quanto stimato inizialmente. Infatti, sono andati persi anche molti posti di lavoro non manifatturieri che dipendevano dalle economie manifatturiere locali. In secondo luogo, molte perdite di posti di lavoro si sono concentrate in Stati e città specifiche in cui non era facile trovare un'occupazione alternativa. Per queste comunità, le perdite sono state gravi.

Il problema è aggravato dall'inversione della "fine della storia" e dal ritorno delle minacce alla sicurezza nazionale. Senza grandi rivali geopolitici, i leader statunitensi credevano di poter minimizzare l'importanza del declino degli impianti industriali. Ma con la Cina e la Russia come minacce non solo commerciali ma anche di sicurezza, avere un settore manifatturiero robusto e ben diversificato è una nuova necessità. Se non si hanno catene di approvvigionamento con cui produrre armi e sistemi di difesa, non si ha sicurezza nazionale. Come ha sostenuto il Presidente Trump, "se non hai l'acciaio, non hai un Paese"⁽¹⁾.

Mentre molti economisti non includono tali esternalità nelle loro analisi e sono quindi felici di affidarsi a partner commerciali e alleati per tali catene di approvvigionamento, il campo di Trump non condivide questa fiducia. Molti alleati e partner dell'America hanno flussi commerciali e di investimento con la Cina molto più consistenti di quelli che hanno con l'America; siamo così sicuri di poterci fidare di loro, se il peggio dovesse accadere?

Questi problemi sono aggravati dall'aggressivo spionaggio cinese. Secondo quanto riportato dal *Wall Street Journal*,² solo nel mese di settembre, "il Federal Bureau of Investigation ha dichiarato che un'azienda cinese legata allo Stato ha violato 260.000 dispositivi connessi a Internet, tra cui telecamere e router, negli Stati Uniti, in Gran Bretagna, Francia, Romania e altrove".

[Un'indagine del Congresso ha rivelato che le gru da carico cinesi utilizzate nei porti degli Stati Uniti sono dotate di una tecnologia integrata che potrebbe consentire a Pechino di segretamente". La vulnerabilità in termini di sicurezza, spionaggio e sabotaggio delle importazioni sensibili dalla Cina continua a crescere.

In questo senso, la persistente sopravvalutazione del dollaro è il meccanismo chiave degli squilibri commerciali, che mantiene le importazioni dall'estero ostinatamente a buon mercato nonostante l'aumento del deficit commerciale. Come è possibile che i mercati valutari, che sono i più grandi mercati del mondo in termini di volume di scambi, non si equilibrino?

La risposta sta nel fatto che esistono (almeno) due concetti di equilibrio per le valute. Uno è radicato nei modelli di internazionale. Nei modelli commerciali, le valute si aggiustano nel lungo periodo per bilanciare il commercio internazionale. Se un paese

1 <https://thehill.com/homenews/administration/376408-trump-if-you-dont-have-steel-you-dont-have-a-country/>

2 <https://www.wsj.com/politics/national-security/scale-of-chinese-spying-overwhelms-western-governments-6ae644d2>

MANUTENZIONE DELL'EMPLICAZIONE DELLA MAGGIORALE

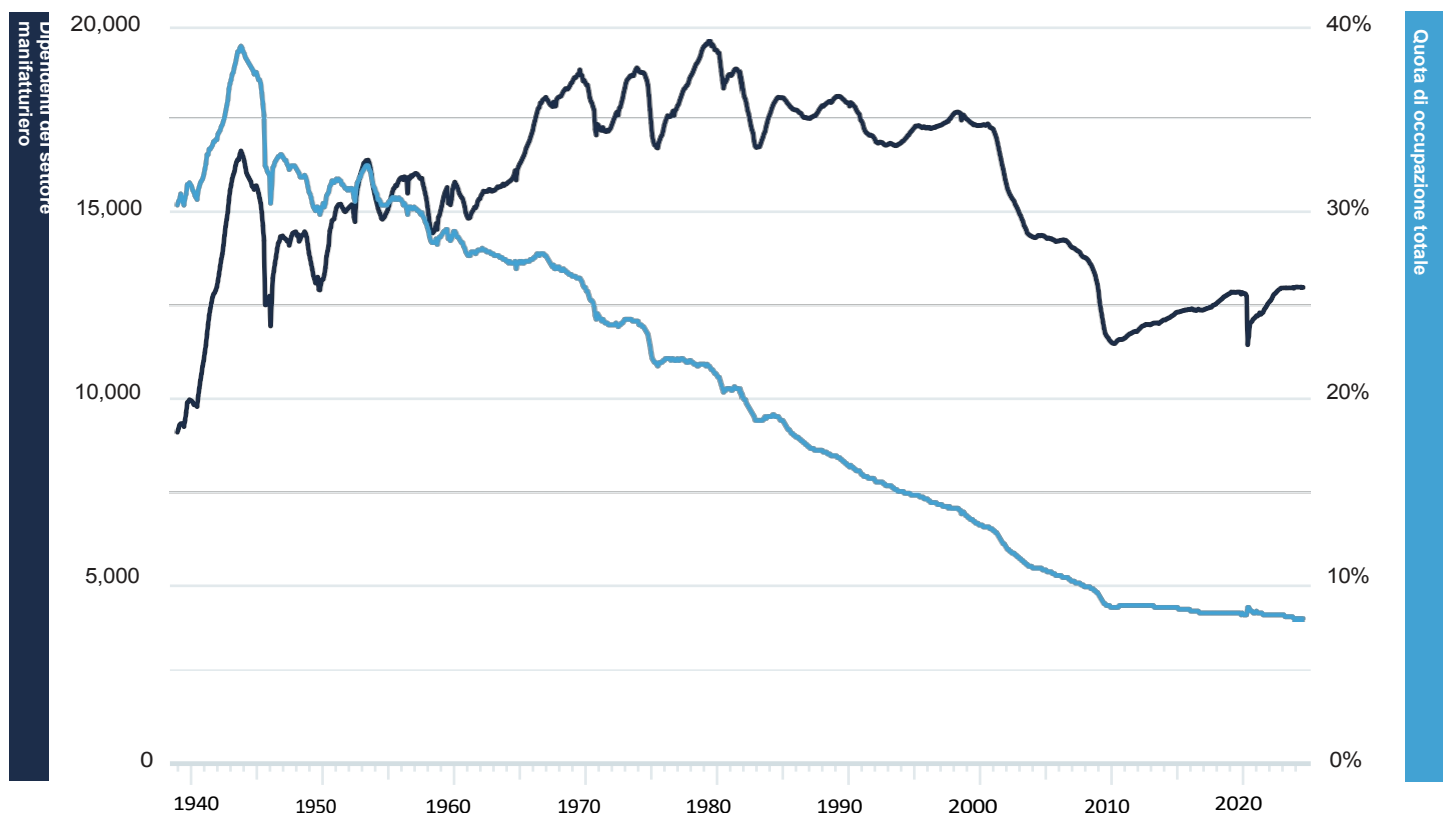


Figura 1 Occupazione nel settore manifatturiero negli Stati Uniti. Fonte: Ufficio delle statistiche del lavoro

Se un paese registra un surplus commerciale per un periodo prolungato, riceve valuta estera per i suoi beni, che poi vende per la sua valuta nazionale, facendo salire la valuta nazionale. Questo processo si ripete fino a quando la moneta nazionale non è abbastanza forte da far diminuire le esportazioni e aumentare le importazioni, bilanciando il commercio.

L'altro concetto di equilibrio è di tipo finanziario e deriva dalla selezione da parte dei risparmiatori di alternative di investimento tra le diverse nazioni. In questo concetto di equilibrio, le valute si aggiustano in modo da rendere gli investitori indifferenti tra la detenzione di attività denominate in valute diverse, su una base *ex ante* corretta per il rischio.

Tuttavia, quest'ultima classe di modelli diventa più complicata quando la valuta di una nazione è un asset di riserva, come lo è l'America. Poiché l'America fornisce attività di riserva al mondo, la domanda di dollari statunitensi (USD) e di titoli del Tesoro americano (UST) non è motivata dal bilanciamento degli scambi o dall'ottimizzazione dei rendimenti corretti per il rischio. Queste funzioni di riserva servono a facilitare il commercio internazionale e a fornire un veicolo per grandi masse di risparmio, spesso detenute per motivi politici (ad esempio, gestione delle riserve o della valuta o fondi sovrani) piuttosto che per massimizzare il rendimento. Gran parte (ma non tutta) della domanda di riserve di USD e UST è anelastica rispetto ai fondamentali economici o di investimento. I Treasury acquistati per garantire gli scambi commerciali tra Micronesia e Polinesia vengono acquistati indipendentemente dalla bilancia commerciale statunitense, dall'ultimo rapporto sull'occupazione o dal rendimento relativo dei Treasury rispetto ai Bund tedeschi.

Questi fenomeni riflettono quello che può essere descritto come un "mondo di Triffin", dal nome dell'economista belga Robert Triffin. Nel mondo di Triffin, le attività di riserva sono una forma di offerta di moneta globale e la loro domanda è funzione del commercio e del risparmio globale, non della bilancia commerciale interna o delle caratteristiche di rendimento della nazione di riserva.

Quando il paese riserva è grande rispetto al resto del mondo, non ci sono esternalità significative imposte al paese riserva dal suo status di riserva. La distanza dall'equilibrio di Triffin all'equilibrio commerciale è

piccolo. Tuttavia, quando il Paese riserva è più piccolo rispetto al resto del mondo - ad esempio, perché la crescita globale supera quella del Paese riserva per un lungo periodo di tempo - le tensioni aumentano e la distanza tra l'equilibrio di Triffin e l'equilibrio commerciale può essere molto ampia. La domanda di attività di riserva porta a una significativa sopravvalutazione della valuta, con conseguenze economiche reali.

Nel mondo di Triffin, il produttore di attività di riserva deve gestire deficit persistenti delle partite correnti come rovescio della medaglia dell'esportazione di attività di riserva. Gli UST diventano prodotti esportati che alimentano il sistema commerciale globale. Esportando UST, l'America riceve valuta estera, che viene poi spesa, di solito in beni importati. L'America registra ampi disavanzi delle partite correnti non perché importa troppo, ma perché deve esportare UST per fornire attività di riserva e facilitare la crescita globale. Questo punto di vista è stato discusso da importanti politici sia degli Stati Uniti (ad esempio, Feldstein e Volcker, 2013) che della Cina (ad esempio, Zhou, 2009).³

Man mano che gli Stati Uniti si riducono rispetto al PIL mondiale, il deficit delle partite correnti o il deficit fiscale che devono gestire per finanziare il commercio globale e i bacini di risparmio aumentano in proporzione all'economia nazionale. Pertanto, con la crescita del resto del mondo, le conseguenze per i nostri settori di esportazione - un dollaro sopravvalutato che incentiva le importazioni - diventano più difficili da sopportare e il dolore inflitto a questa parte dell'economia aumenta.

Alla fine (in teoria), si raggiunge un "punto di svolta" di Triffin in cui tali deficit diventano abbastanza grandi da indurre un rischio di credito nell'attività di riserva. Il Paese riserva può perdere lo status di riserva, provocando un'ondata di instabilità globale, e questo viene definito il "dilemma di Triffin". In effetti, il paradosso di essere una valuta di riserva è che porta a disavanzi gemelli permanenti, che a loro volta portano nel tempo a un accumulo insostenibile di debito pubblico ed estero che finisce per minare la sicurezza e lo status di valuta di riserva di tale grande economia debitrice.

Sebbene la quota degli Stati Uniti sul PIL mondiale si sia dimezzata, passando dal 40% del PIL mondiale negli anni '60 al 21% nel 2012, e abbia recuperato leggermente fino all'attuale livello del 26%, è ancora lontana da un punto di svolta, in parte perché non esistono alternative significative al dollaro o agli UST. Una valuta di riserva deve essere convertibile in altre valute e un asset di riserva deve essere una riserva di valore stabile governata da uno stato di diritto affidabile. Mentre altre nazioni come la Cina aspirano allo status di riserva, non soddisfano nessuno di questi criteri. Anche se l'Europa potrebbe farlo, i suoi mercati obbligazionari sono frammentati rispetto al mercato degli UST e la sua quota del PIL globale si è ridotta ancor più di quella americana.

Vale la pena osservare che la quota statunitense del PIL globale è scesa al minimo intorno alla crisi finanziaria mondiale e da lì si è stabilizzata o è migliorata, in coincidenza con l'andamento dell'occupazione manifatturiera. In questo, la nostra quota di PIL globale determina la dimensione della distorsione di Triffin nell'equilibrio commerciale, che a sua volta determina lo stato del settore commerciabile.

A fare da sfondo a questi sviluppi valutari è stato un sistema di tariffe doganali che definisce il sistema commerciale internazionale e che, in linea di massima, è bloccato in una configurazione progettata per un'epoca economica diversa. Secondo l'Organizzazione Mondiale del Commercio, la tariffa effettiva degli Stati Uniti sulle importazioni è la più bassa imposta da qualsiasi nazione del mondo, pari a circa il 3%, mentre l'Unione Europea impone circa il 5% e la Cina il 10%.⁴ Questi numeri sono medie su tutte le importazioni e non riflettono le bilaterali; le discrepanze bilaterali possono essere molto più grandi, ad esempio gli Stati Uniti impongono solo il 2,5% di tariffe sulle importazioni di auto dall'Unione Europea, Molti Paesi in via di sviluppo applicano aliquote molto più elevate e il Bangladesh ha l'aliquota effettiva più alta al mondo, pari al 155%. Queste tariffe sono, in gran parte, retaggio di un'epoca in cui gli Stati Uniti volevano aprire generosamente i loro mercati al resto del mondo a condizioni vantaggiose per aiutare la ricostruzione dopo la Seconda Guerra Mondiale o per creare alleanze durante la Guerra Fredda. Inoltre, le tariffe in

³ Un'analisi critica delle versioni "delle partite correnti" e "fiscali" del dilemma di Triffin è disponibile in Bordo e McCauley (2017). Il loro rifiuto di queste teorie si concentra più sull'assenza di dilemma/crisi nel breve termine e sull'incapacità di identificare un tale punto di incrocio, piuttosto che sulla capacità di scontare il meccanismo di base.

⁴ https://www.wto.org/english/res_e/booksp_e/world_tariff_profiles24_e.pdf

⁵ <https://www.politico.com/news/2023/01/19/joe-manchin-davos-inflation-reduction-act-europe-00078510>

in alcuni casi sottovalutano enormemente la disomogeneità del campo di gioco, poiché alcune nazioni utilizzano barriere materiali non tariffarie, rubano la proprietà intellettuale e altro ancora. In teoria, le tariffe doganali preventive possono non influire sul commercio se valute fluttuanti si adeguano per compensarle, ma hanno conseguenze molto significative per le entrate e la ripartizione degli oneri (si veda la discussione seguente).

US SHARE OF WORLD GDP

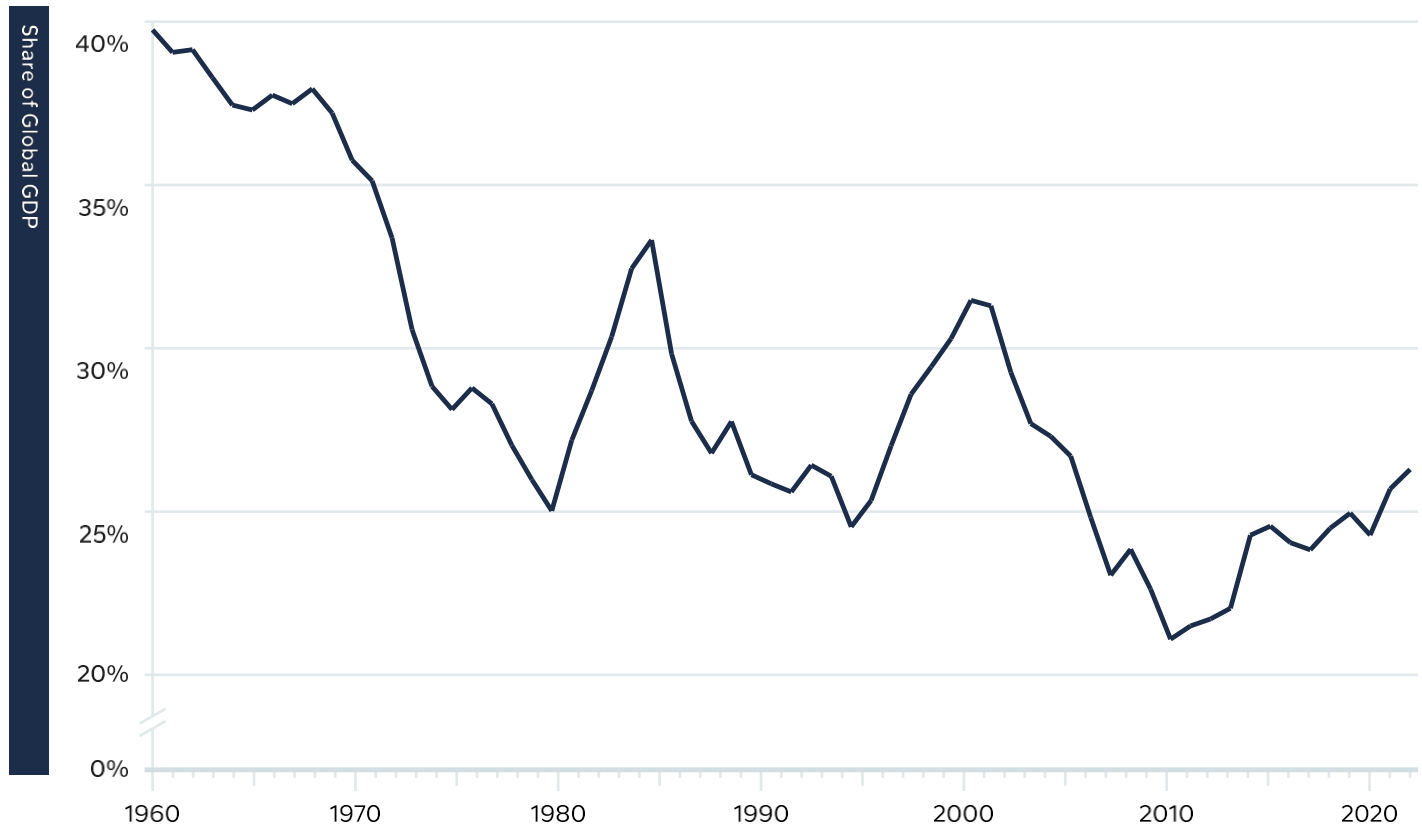


Figura 2 Quota degli Stati Uniti sul PIL mondiale. Fonte: Banca Mondiale

Conseguenze economiche

Anche se probabilmente siamo lontani dalle crisi economiche che costituiscono il punto di svolta del dilemma di Triffin, dobbiamo comunque fare i conti con le conseguenze del mondo di Triffin. Lo status di nazione di riserva comporta tre conseguenze principali: prestiti un po' meno costosi, valuta più costosa e la possibilità di perseguire obiettivi di sicurezza attraverso il sistema finanziario.

1) Prestiti più convenienti

Poiché vi è una persistente domanda di titoli UST trainata dalle riserve, gli Stati Uniti possono essere in grado di prendere in prestito a rendimenti più bassi di quanto sarebbe altrimenti il caso. Poiché gli economisti hanno poche variazioni da studiare (siamo stati l'unica valuta di riserva per molti decenni), è impossibile stabilire con certezza l'entità di questo beneficio.

Secondo alcune stime, per quanto fantasiose, si tratta di 50-60 punti base del rendimento del prestito McKinsey, 2009).

In ogni caso, sono numerosi i Paesi che contraggono prestiti significativamente più economici degli Stati Uniti. Al momento in cui scriviamo, tutti i membri del G7 contraggono prestiti più economici rispetto agli Stati Uniti, ad eccezione del Regno Unito, che contrae prestiti più costosi di un decimo di punto percentuale. Anche altri paesi come la Svizzera e la Svezia hanno prestiti più convenienti, la Svizzera di quasi 4 punti percentuali. Nel frattempo, un ex debitore in difficoltà come la Grecia può contrarre prestiti più economici di oltre un punto.

Più precisamente, si può creare un tasso di prestito sintetico in dollari con copertura rischio valutario, ossia esaminare le deviazioni dalla parità di interesse coperta, come in Du, Im e Schreger (2018). Tali scostamenti sono attualmente (e di solito) prossimi allo zero⁶ per gli Stati Uniti rispetto agli altri mutuatari del G10; in altre , il tasso di prestito speciale conferito agli Stati Uniti rispetto agli altri paesi sviluppati è minimo. Il rapporto G10 vs. EM, tuttavia, contiene ancora residui sostanziali, il che suggerisce che i mercati emergenti pagano un premio di prestito rispetto ai mercati sviluppati.

La conclusione che ne traggo è che, a parità di altre condizioni, essere una valuta di riserva può ridurre i costi di prestito, ma qualsiasi beneficio ottenuto è probabilmente sminuito da fattori quali le prospettive politiche delle banche centrali, le previsioni di crescita e inflazione e l'andamento dei mercati azionari.

Tuttavia, il vantaggio del prestito può essere inquadrato in modo diverso: piuttosto che ridurre il costo del prestito, può ridurre la sensibilità al prezzo del prestito. In altre , non è detto che i prestiti siano sostanzialmente meno costosi, ma possiamo prenderne di più senza far i rendimenti. Questa è una conseguenza dell'inelasticità del prezzo della domanda di riserve ufficiali e del rovescio della medaglia che ci porta ad avere ampi disavanzi con l'estero per finanziare l'accantonamento di riserve.

2) Valuta più ricca

La conseguenza macroeconomica più significativa del ruolo di produttore di riserve mondiali è che la domanda di riserve per gli asset americani spinge il dollaro verso l'alto, portandolo a livelli molto superiori a quelli che bilancerebbero il commercio internazionale nel lungo periodo. Secondo il FMI, le riserve valutarie globali in mani ufficiali ammontano a circa 12.000 miliardi di dollari, di cui circa il 60% è allocato in dollari; in realtà, le riserve in dollari sono molto più elevate, poiché anche le entità quasi ufficiali e non ufficiali detengono attività in dollari a fini di riserva.

È chiaro che 7.000 miliardi di dollari di domanda sono sufficienti a muovere l'ago della bilancia in qualsiasi mercato, anche in valutario. A titolo di riferimento, 7.000 miliardi di dollari corrispondono a circa un terzo della massa monetaria M2 degli Stati Uniti; i flussi che creano o eliminano queste partecipazioni avranno ovviamente conseguenze significative sul mercato. Se trilioni di dollari di titoli acquistati per la politica della Fed e non a scopo di investimento nel suo hanno avuto un qualche effetto sui mercati finanziari, allora anche i trilioni di dollari acquistati per la politica delle banche centrali estere e non a scopo di investimento dovrebbero avere un qualche effetto se si trovano nei bilanci di altre nazioni invece che in quello della Fed.

Perché le nazioni accumulano riserve in parte per arginare l'apprezzamento pressione nelle proprie valute, esiste una correlazione negativa contemporanea tra il valore di cambio del dollaro e il livello delle riserve globali. Le riserve tendono a salire quando il dollaro scende, poiché gli accumulatori acquistano dollari per sopprimere le loro valute, e viceversa quando il dollaro sale.

Tuttavia, a parte due trimestri nel 1991, gli Stati Uniti hanno registrato un deficit delle partite correnti dal 1982. Il fatto che le partite correnti non riescano ad equilibrarsi oltre un periodo trascurabile nell'arco di mezzo secolo ci dice che il dollaro non sta svolgendo il suo ruolo di equilibratore del commercio internazionale e dei flussi di reddito.

L'interazione tra lo status di riserva e la perdita di posti di lavoro nel settore manifatturiero è più evidente durante le recessioni economiche. Poiché l'asset di riserva è "sicuro", il dollaro si apprezza durante le recessioni. Al contrario, le valute degli altri Paesi tendono a deprezzarsi quando attraversano una fase di recessione economica. Ciò significa che quando la domanda aggregata subisce un calo, le sofferenze dei settori di esportazione sono aggravate da una forte erosione della competitività. L'occupazione nel settore manifatturiero subisce un forte calo durante una recessione negli Stati Uniti e non riesce a riprendersi modo significativo.

Canada	-1.05
Giappone	-3.38
REGNO UNITO	0.12
Francia	-1.19
Germania	-1.94
Italia	-0.66
Grecia	-1.03
Svizzera	-3.93
Svezia	-2.20

Tabella 1: Spread di indebitamento a 10 anni rispetto ai titoli del Tesoro. I numeri negativi significano che l'altra nazione contrae più prestiti a basso costo rispetto agli Stati Uniti. Fonte: Bloomberg, calcoli HBC

6 <https://sites.google.com/view/jschreger/CIP?authuser=0>

CURRENT EACCONTAMENTO

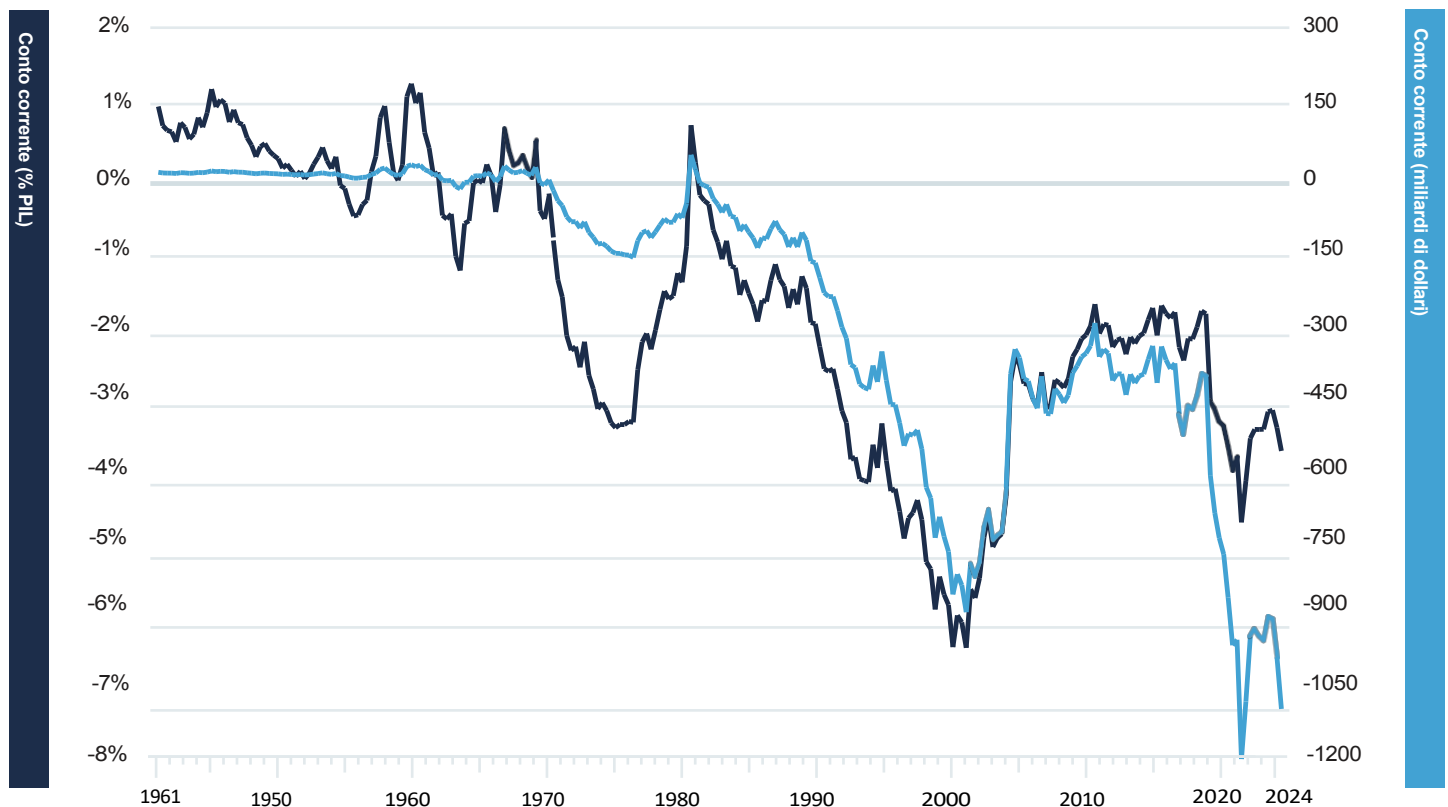


Figura 3 Conto corrente degli Stati Uniti. Fonte: Bureau of Economic Analysis, calcoli HBC

Può sembrare strano supporre che la domanda di riserve per i titoli del Tesoro svolga solo un ruolo limitato nell'offrire condizioni di prestito favorevoli, ma un ruolo importante nel creare una sopravvalutazione della valuta. Tuttavia, questa è la spiegazione più coerente con i risultati dei mercati dei tassi d'interesse e della bilancia dei pagamenti. In effetti, è anche coerente con l'idea che le iniezioni di liquidità finiscano per aumentare i tassi di interesse perché stimolano una crescita nominale più forte. Altre spiegazioni teoriche per questa combinazione di risultati potrebbero essere interessanti per la ricerca.

3) Extraterritorialità finanziaria

Infine, se l'asset di riserva è la linfa vitale dei sistemi commerciali e finanziari globali, significa che chi controlla l'asset di riserva e la valuta può esercitare un certo livello di controllo sulle transazioni commerciali e finanziarie. Ciò consente all'America di esercitare la propria volontà in politica estera e di sicurezza utilizzando la forza finanziaria anziché quella cinetica. L'America può, e lo fa, sanzionare persone in tutto il mondo in vari modi. Dal congelamento dei beni all'esclusione di nazioni dallo SWIFT e alla limitazione dell'accesso al sistema bancario e finanziario statunitense, fondamentale per qualsiasi banca straniera che faccia affari a livello globale, gli Stati Uniti esercitano la loro forza finanziaria per raggiungere gli obiettivi di politica estera di indebolire i nemici senza dover mobilitare un solo soldato. Gli economisti non possono valutare se gli obiettivi di sicurezza nazionale dell'America siano meritevoli, ma solo constatare che possono essere raggiunti in modo molto più economico grazie al controllo che l'America esercita sul commercio internazionale e sui sistemi finanziari in virtù del nostro status di valuta di riserva.

Una rassegna completa di come gli Stati Uniti mobilitano l'architettura finanziaria globale a fini di sicurezza nazionale è contenuta in Cipriani, Goldberg e La Spada (2023) e una storia di molti degli attori principali in Mohsin (2024). In senso più ampio, le sanzioni possono anche essere percepite come una forma moderna di blocco. Molte delle precedenti nazioni fornitrici di riserve possedevano un significativo potere marittimo in virtù dei loro imperi commerciali, che consentiva loro di

per bloccare le nazioni rivali e ostacolare la loro produzione economica; le sanzioni ottengono risultati simili, senza necessità di un'azione fisica.

Il compromesso fondamentale

Sintetizzando queste proprietà delle attività di riserva, se la domanda di attività di riserva è persistente e anelastica rispetto al prezzo, ma i prestiti sono solo modestamente più convenienti, allora lo status di valuta di riserva dell'America conferisce l'onere di una valuta sopravvalutata che erode la competitività del nostro settore di esportazione, contro i vantaggi geopolitici di raggiungere gli obiettivi fondamentali di sicurezza nazionale a costi minimi attraverso l'extraterritorialità finanziaria.

Il compromesso è quindi tra competitività delle esportazioni e proiezione di potenza finanziaria. Poiché la proiezione di potenza è inestricabile dall'ordine di sicurezza globale che l'America sottoscrive, dobbiamo comprendere la questione dello status di riserva come intrecciata alla sicurezza nazionale. L'America fornisce uno scudo di difesa globale alle democrazie liberali e, in cambio, riceve i benefici dello status di riserva e, come stiamo affrontando oggi, gli oneri.

Questo collegamento aiuta a spiegare perché il Presidente Trump ritiene che le altre nazioni si approfittino dell'America nella difesa che nel commercio: l'ombrello della difesa e i nostri deficit commerciali sono collegati, attraverso la valuta.

In un mondo Triffin, questo accordo diventa più difficile quando gli Stati Uniti si riducono come quota del PIL globale e della potenza militare. Man mano che gli oneri economici a carico dell'America crescono, con il PIL mondiale che supera quello americano, per l'America diventa più difficile sottoscrivere la sicurezza globale, perché il deficit delle partite correnti aumenta e la nostra capacità di produrre attrezzature si . Il crescente deficit internazionale è un problema a causa della maggiore pressione che esercita sul settore delle esportazioni americane e dei problemi socioeconomici che derivano. Il fatto che l'accordo diventi meno attraente in questo contesto ci porta al presente, in cui c'è un crescente consenso in America per cambiare la relazione.

Rimodellare il sistema globale

Se l'America non è disposta a sopportare lo status quo, adotterà misure per . In linea di massima esistono approcci unilaterali e multilaterali, nonché approcci incentrati sulle tariffe o sulle valute.

Le soluzioni unilaterali hanno maggiori probabilità di avere effetti collaterali indesiderati, come la volatilità del mercato. Le soluzioni multilaterali possono avere una minore volatilità, ma comportano la difficoltà di coinvolgere i partner commerciali, il che limita l'entità dei potenziali guadagni derivanti dalla riorganizzazione del sistema. Le politiche unilaterali offrono una maggiore flessibilità per modificare rapidamente il sistema.

Le politiche multilaterali sono più difficili (forse impossibili?) da attuare, ma consentono di reclutare responsabili politici stranieri per contribuire a ridurre la volatilità.

Il dollaro americano è l'asset di riserva in gran parte perché l'America garantisce stabilità, liquidità, profondità del mercato e stato di diritto. Si tratta di caratteristiche che rendono l'America abbastanza potente da proiettare la forza fisica in tutto il mondo e che le permettono di plasmare e difendere l'ordine internazionale globale. La storia dell'intreccio tra lo status di valuta di riserva e la sicurezza nazionale è lunga. In ogni possibile rimodellamento del sistema commerciale globale, questi legami diventeranno sempre più espliciti.

Sia le tariffe che la politica valutaria mirano a migliorare la competitività dell'industria manifatturiera americana, aumentando così i nostri impianti industriali e allocando la domanda aggregata e i posti di lavoro dal resto del mondo negli Stati Uniti.

È improbabile che queste politiche si traducano in un significativo reshoring di industrie a basso valore aggiunto come quelle tessili, per le quali altri Paesi, come il Bangladesh, manterranno un vantaggio comparativo nonostante le significative oscillazioni delle valute o delle doganali. Tuttavia, queste politiche possono contribuire a preservare il vantaggio americano nel settore manifatturiero ad alto valore aggiunto, a rallentare e prevenire ulteriori delocalizzazioni e potenzialmente ad aumentare la leva negoziale con cui ottenere accordi da altri Paesi per aprire i loro mercati alle esportazioni americane o proteggere i diritti di proprietà intellettuale americani. L'accordo commerciale di fase 1 con la Cina nel 2019 ha fatto progressi in questi ambiti, prima che la Cina abdicasse agli impegni assunti nell'ambito dell'accordo.

Inoltre, poiché molti nel campo di Trump vedono la politica commerciale e la sicurezza nazionale come inestricabilmente intrecciate, molti interventi saranno mirati a impianti industriali critici per la sicurezza, per quanto . La sicurezza nazionale sarà probabilmente concepita in modo sempre più ampio, ad esempio per includere prodotti come i semiconduttori e i prodotti farmaceutici.

Nonostante il ruolo del dollaro nel pesare sul settore manifatturiero statunitense, il Presidente Trump ha sottolineato il valore che attribuisce al suo status di valuta di riserva globale e ha minacciato di punire i Paesi che si allontanano dal dollaro. Mi aspetto che questa tensione si risolva con politiche che mirano a preservare lo status del dollaro, ma a migliorare la condivisione degli oneri con i nostri partner commerciali. La politica commerciale internazionale cercherà di recuperare alcuni dei benefici che la nostra riserva trasmette ai partner commerciali e di collegare questa condivisione degli oneri economici con la condivisione degli oneri della difesa. Sebbene gli effetti Triffin abbiano pesato sul settore manifatturiero, si cercherà di migliorare la posizione dell'America all'interno del sistema senza distruggerlo.

Qualunque sia la politica adottata, c'è il rischio di conseguenze negative rilevanti per i mercati finanziari e l'economia. Tuttavia, ci sono misure che l'Amministrazione può adottare per cercare di mitigare queste conseguenze e fare in modo che i cambiamenti politici abbiano il massimo successo possibile.

Capitolo 3: Tariffe

Le tariffe sono uno strumento familiare al Presidente Trump e al suo team, poiché sono state utilizzate con successo nel 2018-2019 nei negoziati commerciali con la Cina. Tali tariffe sono passate con poche conseguenze macroeconomiche degne di nota: l'inflazione è rimasta stabile o addirittura è diminuita e la crescita del PIL ha continuato a registrare risultati piuttosto buoni nonostante il ciclo di rialzi della Fed. È quindi ragionevole aspettarsi che le tariffe siano ancora una volta uno strumento primario.

Tariffe e compensazione valutaria

Prima di discutere come i regimi tariffari unilaterali e multilaterali potrebbero funzionare nella pratica, passo in rassegna alcuni aspetti economici delle tariffe. Ci sono diverse dimensioni critiche da studiare: l'inflazione, l'incidenza e l'efficienza (compreso il confronto tra le tariffe e altri tipi di imposte).

Nell'analisi che segue, la questione critica è in che misura le valute si adeguano per compensare i cambiamenti nei regimi fiscali internazionali. Una recente trattazione teorica rigorosa e una rassegna della letteratura sono riportate, ad esempio, in Jeanne e John (2024). Il motivo classico per cui le valute compensano le variazioni tariffarie è che le tariffe migliorano la bilancia commerciale, che quindi esercita una pressione al rialzo sulla valuta per motivi tradizionali. Ma le valute possono anche aggiustarsi perché le banche centrali delle nazioni aggiustano i tassi di interesse per compensare l'inflazione e le variazioni della domanda; o perché l'offerta finale è determinata dal vantaggio comparato e la domanda finale dalle preferenze, e le valute si aggiustano per compensare cambiamenti come le tasse; o perché le prospettive di crescita del paese che applica le tariffe migliorano rispetto al paese che le applica, attirando flussi di investimenti (a patto che le tariffe non superino i livelli "ottimali"; vedi sotto).

Per illustrare il meccanismo in modo semplice, si lasci che p sia il prezzo di un bene praticato dagli esportatori (esteri), denominato in la propria valuta, e il tasso di cambio (dollari per unità di valuta estera) e τ l'aliquota tariffaria. Il prezzo pagato dagli importatori (americani) è quindi:

$$p_m = e(1 + \tau) p_x$$

Supponiamo di iniziare con $e=1$ e $\tau=0$. Il governo impone un dazio del 10% sulle importazioni, ma anche la valuta estera si svaluta del 10%. Allora il prezzo pagato dagli importatori diventa:

$$p_m = 0,9(1,1) p_x = 0,99 p_x$$

In altre parole, il movimento del tasso di cambio e la tariffa si sono quasi completamente compensati.⁷ Il prezzo dell'importazione al netto della tariffa, denominato in dollari, non è cambiato. Se il prezzo dell'importazione in dollari al netto della tariffa non cambia, le conseguenze inflazionistiche per l'economia americana sono minime (ma non per il paese esportatore). Ora, alla base di questo semplice esempio ci sono una serie di ipotesi che devono essere chiarite:

- 1) Il tasso di cambio deve muoversi nella giusta misura.
- 2) Il valore aggiunto primitivo e intermedio delle esportazioni finali ha origine prevalentemente nella nazione esportatrice.
- 3) Il passaggio dai tassi di cambio ai prezzi degli esportatori è completo. È importante notare che, poiché le importazioni sono spesso fatturate in dollari, il tasso di cambio non influisce automaticamente su . Al contrario, un rafforzamento del dollaro migliora i margini di profitto degli esportatori se i tassi di cambio non si ripercuotono sui prezzi.
- 4) Il passaggio dalle importazioni all'ingrosso ai prezzi al consumo al dettaglio è completo.

Come discuterò più avanti, queste ipotesi potrebbero non essere perfettamente valide, nel qual caso ci sarebbe spazio per una maggiore volatilità dei prezzi, del commercio internazionale e dei mercati. Inoltre, nella misura in cui non vi siano cambiamenti significativi, non vi sarà alcun riequilibrio dei flussi commerciali a seguito delle tariffe. Se le importazioni dalla nazione tariffata diventano più costose, ci sarà un certo riequilibrio dei flussi commerciali ma anche un aumento dei prezzi; se le importazioni dalla nazione tariffata sono più costose, ci sarà un aumento dei prezzi.

⁷ Tecnicamente, e deve essere adeguato di $1/(1 + \tau)$ per compensare perfettamente la tariffa, ovvero in questo caso il 9,09%.

nazione non diventano più costose a causa della compensazione valutaria, allora non c'è alcun incentivo a trovare importazioni più economiche. Si deve scegliere tra prezzi più alti e riequilibrio del commercio. Le entrate sono una parte importante di questa storia, come si vedrà più avanti.

Inflazione

Se in linea di principio le tariffe possono essere non inflazionistiche, quanto probabile? Nei dati macroeconomici dell'esperienza 2018-2019, le tariffe hanno funzionato più o meno come descritto sopra. L'aliquota tariffaria effettiva sulle importazioni cinesi è aumentata di 17,9 punti percentuali dall'inizio della guerra commerciale nel 2018 all'aliquota tariffaria massima nel 2019 (cfr. Brown, 2023). Mentre i mercati finanziari digeriscono la notizia, il renminbi cinese si è deprezzato rispetto al dollaro in questo periodo del 13,7%, cosicché il prezzo delle importazioni in dollari al netto delle tariffe è aumentato del 4,1%. In altre, il movimento valutario ha compensato più di tre quarti della tariffa, spiegando la trascurabile pressione al rialzo sull'inflazione. Misurato dal picco valutario al minimo (chi sa esattamente quando il mercato inizia a prezzare le notizie?), il movimento della valuta è stato del 15%, il che suggerisce una compensazione ancora maggiore.

L'inflazione misurata dell'IPC è passata da poco più del 2% prima dell'inizio della guerra commerciale a circa il 2% dopo l'armistizio. L'inflazione PCE misurata è passata da un livello leggermente inferiore all'obiettivo della Fed a un livello ancora più basso. Naturalmente c'erano delle correnti trasversali, come il ciclo di inasprimento della Fed in quel momento, ma l'eventuale inflazione derivante da questa guerra commerciale era abbastanza piccola da essere sopraffatta da queste correnti trasversali. Questo spiega l'opinione di Trump secondo cui la prima guerra commerciale tra Stati Uniti e Cina non è stata inflazionistica.

Mentre i dati macroeconomici sembrano coerenti con la teoria della compensazione valutaria, gli accademici che studiano i microdati a livello di beni hanno una visione più severa di questa esperienza. Ad esempio, Cavallo, Gopinath, Neiman e Jang (2021) studiano microdati dettagliati sui beni importati dai dettaglianti e scoprono che il prezzo all'importazione in dollari è aumentato dell'importo della tariffa e che l'apprezzamento del dollaro ha compensato poco le tariffe. In altre, essi sostengono

DIFFERENZA IN TRADIZIONE DELLA TRADIZIONE E DELLA TRADIZIONE DELLA PRIMA PRIMA 2018-19



Figura 4 Variazioni delle aliquote tariffarie effettive e compensazione valutaria. Fonte: Brown (2023), Federal Reserve, calcoli degli autori.

CORE INFLATION

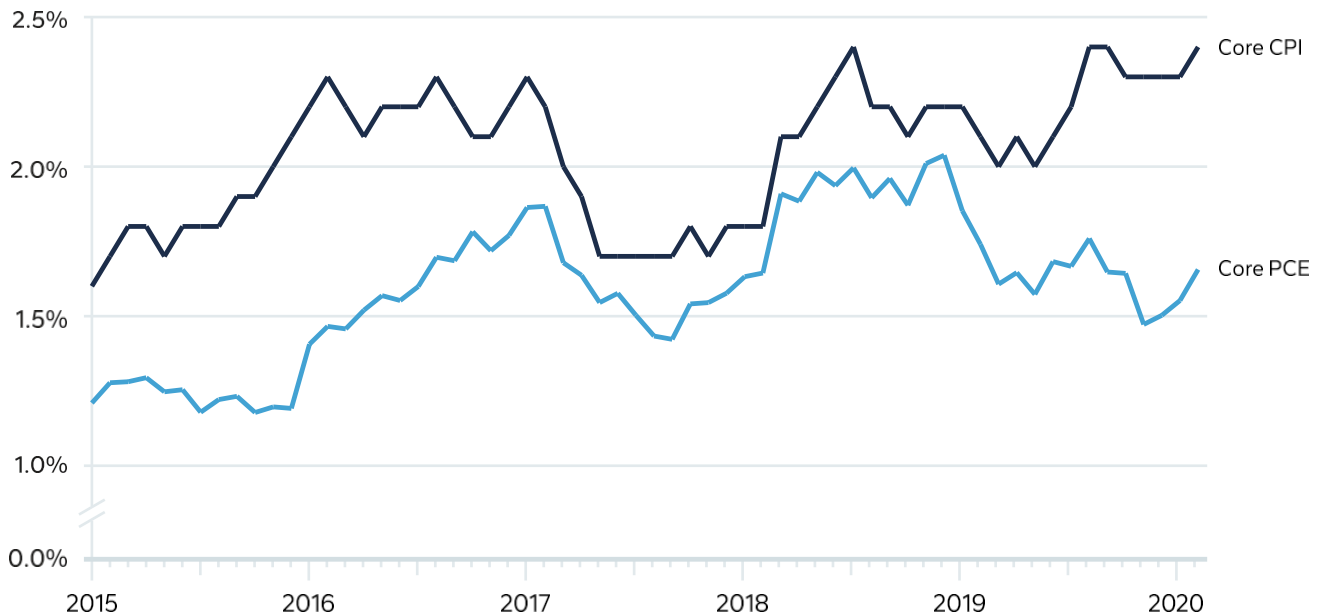


Figura 5 Inflazione Core CPI e PCE, tassi annuali. Fonte: BLS, BEA

che la variazione della valuta non si è ripercossa sui prezzi delle importazioni.⁸ Conclusioni simili sono tratte da Fajgelbaum et al. (2020) e Amiti, Redding e Weinstein (2019).

Cosa può colmare il divario tra l'aritmetica dei macrodati e i risultati degli studi sui microdati? In primo luogo, esempi come Cavallo et al. tendono a studiare gli effetti a breve termine, ed è possibile che il passaggio della valuta ai prezzi sia molto più lento rispetto al passaggio delle tariffe: è molto meno rilevante e gli importatori tendono a coprire le loro esposizioni valutarie con un orizzonte temporale che va da pochi mesi a qualche anno. Se gli importatori coprono il rischio valutario, ci vorrà del tempo prima che le variazioni di livello della valuta si ripercuotano sui prezzi fatturati. Sarebbe bizzarro per un economista pensare che il passaggio non avverrà mai, poiché un mercato competitivo porterà i produttori ad abbassare i prezzi fino al costo marginale; se gli economisti cominciassero a credere che le valute non influenzano i prezzi dei beni scambiati, dovrebbero reimmaginare diversi rami dell'economia. Amiti e altri (2018) definiscono l'assenza di passaggio del tasso di cambio come un "rompicapo" e ipotizzano che su un periodo più lungo gli effetti del tasso di cambio si concretizzeranno.

In secondo luogo, Cavallo et al. rilevano che gli aumenti dei prezzi si sono verificati per i prezzi pagati dagli importatori, non per quelli venduti dai dettaglianti, limitando la capacità delle tariffe di provocare aumenti dei prezzi al consumo ma comprimendo i margini. Ciò significa che per le misure dell'inflazione comunemente considerate prioritarie, come l'indice dei prezzi al consumo o l'indice dei prezzi delle spese per consumi personali, le conseguenze sono state minime. Questo aiuta a conciliare le esperienze micro e macro. Tuttavia, sarebbe strano se le economie con una concorrenza sufficiente non vedessero gli importatori ripristinare i loro margini spostando i fornitori se la debolezza della valuta non viene trasmessa.

In terzo luogo, l'interpretazione dei microdati a livello di beni è difficile alla luce della diversione delle riesportazioni. Per evitare i dazi, molte aziende cinesi hanno iniziato a esportare beni o componenti in Paesi terzi, a sottoporli a piccole lavorazioni e a riesportarli negli Stati Uniti. Iyoha et al. (2024) hanno rilevato che il dirottamento delle importazioni cinesi è aumentato di circa il 50% dopo l'aumento delle tariffe. E Freeman, Baldwin e Theodorakoplos (2023) trovano che, mentre solo

⁸ Più formalmente, poiché le importazioni sono fatturate in dollari, la variazione della valuta non influisce automaticamente sul prezzo delle importazioni. Se le importazioni sono fatturate in dollari e il dollaro si apprezza, i margini di profitto esteri migliorano e, col tempo, la concorrenza dovrebbe ridurre tale margine in modo che il prezzo delle importazioni fatturate in dollari diminuisca.

oltre il 60% degli intermedi manifatturieri importati negli Stati Uniti proveniva direttamente dalla Cina, incorporando il valore aggiunto degli intermedi manifatturieri originari della Cina ma importati da altri partner commerciali, tale percentuale ha superato il 90%.

La decisione degli esportatori cinesi di eludere le tariffe attraverso la riesportazione è influenzata dall'elasticità della domanda per le loro esportazioni negli Stati Uniti, introducendo una distorsione critica negli studi sui microdati. È probabile che i beni ancora direttamente esportati negli Stati Uniti e quindi soggetti alle tariffe siano quelli su cui gli esportatori cinesi mantengono il maggior potere di determinazione dei prezzi e la maggiore capacità di trasferire gli aumenti di prezzo sugli americani. I beni sui quali gli esportatori cinesi non hanno potere di determinazione dei prezzi, e sui quali potrebbero dover assorbire le tariffe, sono che più probabilmente verranno riesportati attraverso un Paese terzo. Gli esportatori cinesi non pagheranno il costo del dirottamento delle esportazioni se possono imporre aumenti di prezzo agli acquirenti. Questa pratica falsa gravemente i risultati degli studi sui microdati: solo i beni con la maggiore capacità di imporre aumenti agli americani continuano a essere etichettati come "made in China", mentre altri beni ricevono una lavorazione minore altrove e vengono etichettati come di origine diversa. In altri In altre parole, gli approcci di tipo difference-in-difference e simili sovrastimano l'effetto delle tariffe sui prezzi nei microdati.

Tuttavia, consideriamo i risultati di Cavallo et al. al valore nominale e supponiamo che l'America imponga una tariffa del 10% su tutte le importazioni, secondo le proposte del Presidente Trump. Con un passaggio completo, questo porterebbe a un aumento del 10% dei prezzi dei beni importati negli Stati Uniti. Supponiamo inoltre che il dollaro si comporti come nel 2018-19 e si apprezzi dello stesso importo della tariffa, il 10% su base ampia. Gopinath (2015) stima che il passaggio del dollaro ai prezzi importati sia di circa il 45% nei primi due anni e che una variazione del 10% del dollaro abbia un impatto sull'IPC di 40-70 punti base.

Gopinath (2015) calcola che dal 6% al 12% di tutti i consumi derivi da fonti importate, mentre Briggs (2022) stima che questo numero sia circa il 10%. Con il 10% dei consumi da fonti importate, il 100% di passthrough e una tariffa del 10%, i prezzi al consumo aumenteranno di un punto percentuale.

Incorporando il freno all'inflazione di 40-70 punti base derivante dal rafforzamento del dollaro, si otterrebbe un passaggio totale delle tariffe al livello dei prezzi compreso tra lo 0,3% e lo 0,6% dell'IPC. A parità di altre condizioni e in un contesto economico tranquillo, un aumento così modesto sarebbe un impulso una tantum al livello dei prezzi e quindi transitorio, piuttosto che contribuire a un'inflazione duratura. In tempi più turbolenti e con maggiori correnti trasversali inflazionistiche, un simile cambiamento potrebbe farsi strada nelle aspettative di inflazione e diventare più persistente, contribuendo a una spirale inflazionistica beni-salari. Il contesto economico in cui vengono applicate le tariffe avrà un'importanza significativa, e la fragilità o la solidità delle aspettative di inflazione e delle elasticità dell'offerta locale all'attuale equilibrio macroeconomico possono giocare un ruolo sostanziale. Di certo nel 2018-2019 non c'è stata alcuna indicazione di una spirale salari-merci.

Se i mercati valutari si adeguano, le tariffe possono avere un impatto inflazionistico piuttosto modesto, tra lo 0% e lo 0,6% sui prezzi al consumo. Data la volatilità dell'inflazione degli ultimi anni, si tratta di un risultato non banale, ma difficilmente sconvolgente. Chiaramente, l'esperienza del 2018-2019 è stata quella di un aumento impercettibile del livello generale dei prezzi. Inoltre, l'insieme della riforma fiscale, della deregolamentazione e dell'abbondanza di energia possono fungere da significativi fattori di disinflazione. che soffocano qualsiasi impulso inflazionistico incipiente; è molto probabile che, anche con dazi consistenti, la politica dell'amministrazione Trump sia complessivamente disinflazionistica. In seguito mi soffermerò sulla probabilità che i mercati valutari si adeguino e sui rischi di ritorsione, che possono alterare l'analisi tariffaria.

Incidenza, entrate e flussi commerciali

Come per l'inflazione, la questione di chi sopporta l'onere della tariffa dipenderà dall'adeguamento dei prezzi, ma ci sono altre sfumature. In un mondo di perfetta compensazione valutaria, il prezzo effettivo dei beni importati non cambia, ma poiché la valuta dell'esportatore si indebolisce, la sua ricchezza reale e il suo potere d'acquisto diminuiscono. Il potere d'acquisto dei consumatori americani non viene intaccato, poiché la tariffa e la variazione della valuta si annullano a vicenda, ma poiché i cittadini dell'esportatore sono diventati più poveri a causa della variazione della valuta, la nazione esportatrice "paga" o sostiene l'onere della tassa, mentre il Tesoro degli Stati Uniti incassa le entrate.

Mentre il prezzo effettivo pagato dagli importatori statunitensi potrebbe non cambiare molto con una perfetta compensazione valutaria, gli esportatori statunitensi si trovano ora ad affrontare una sfida di competitività nella misura in cui il dollaro è diventato più costoso per gli importatori stranieri. Presumibilmente hanno coperto la maggior parte delle loro esposizioni valutarie e questo può contribuire ad attenuare il dolore nel breve periodo. Esiste quindi un compromesso: se le valute si aggiustano perfettamente, il governo degli Stati Uniti raccoglie entrate in modo non inflazionistico pagate dagli stranieri grazie alla riduzione del potere d'acquisto, ma le esportazioni possono subire un'imposizione.

I responsabili politici possono in parte alleviare qualsiasi freno alle esportazioni con un programma aggressivo di deregolamentazione, che contribuisce a rendere le esportazioni più competitive.

produzione statunitense più competitiva. Il recente lavoro di Goldbeck (2024) indica che l'aumento della conformità normativa sotto l'amministrazione Biden costa all'economia oltre l'1% del PIL all'anno, mentre la ricerca di Laperriere et al. (2024) suggerisce che tali costi potrebbero essere il doppio. I miglioramenti della competitività determinati dalla riforma normativa possono compensare i freni alla competitività dovuti all'apprezzamento della valuta.

Al contrario, se non si la compensazione valutaria, i consumatori americani subiranno un aumento dei prezzi e la tariffa sarà a loro carico. I prezzi più alti, nel tempo, incentiveranno una riconfigurazione delle catene di approvvigionamento. I produttori americani saranno più competitivi nelle vendite sul mercato americano e gli importatori saranno incentivati a trovare alternative alle importazioni tariffate. Man mano che i flussi commerciali si adeguano, la bilancia commerciale può diminuire, ma a quel punto le tariffe non raccoglieranno più molte entrate.

Questi compromessi sono elencati nella Tabella 2, anche se naturalmente la realtà può collocarsi tra questi estremi:

	PERFETTA COMPENSAZIONE VALUTARIA	NESSUNA COMPENSAZIONE DI VALUTA
Inflazione	Non inflazionistico (prezzo in USD invariato dopo le tariffe)	Inflazionistico (tariffa)
Incidenza	Pagati dalla nazione tariffata attraverso la riduzione del potere d'acquisto dovuta alla debolezza della moneta.	Risultano più costosi i beni di consumo
Flussi commerciali	Scarso effetto sui flussi commerciali, in quanto i prezzi effettivi delle importazioni non aumentano e la riforma della regolamentazione compensa gli effetti valutarie sulle esportazioni.	Riequilibrio nel tempo, in quanto le importazioni sono più costose rispetto alla produzione nazionale
Ricavi	Il Tesoro aumenta le entrate	Con il riequilibrio del commercio verso beni tariffati, il Tesoro raccoglie meno entrate.

Tabella 2: Confronto dei risultati in caso di compensazione totale e senza compensazione valutaria delle tariffe

Ancora una volta, c'è uno scollamento tra l'esperienza macro e gli studi dei microdati sulle questioni di incidenza. Tuttavia, si noti che in Cavallo et al. (2021), i microdati indicano che gli aumenti di prezzo si sono verificati per i prezzi pagati dagli importatori e che tali prezzi non sono stati trasferiti ai dettaglianti. In altre , l'incidenza è ricaduta sulla riduzione dei margini di profitto dei dettaglianti, piuttosto che sui consumatori stessi. Ciò contribuisce a colmare ulteriormente il divario tra i microdati e l'esperienza macro nei dati sui prezzi.

Le stesse domande relative agli studi sui microdati riguardano anche il risultato della riduzione dei margini dei grossisti: in primo luogo, si tratta di un effetto a breve termine, mentre nel lungo periodo le modifiche alla redditività dei grossisti porteranno ad altri cambiamenti che finiranno per ripercuotersi sui costi. Nel corso del tempo, i grossisti troveranno il modo di approvvigionarsi di prodotti a prezzi più bassi. Inoltre, questo risultato implica che la redditività è stata incrementata per gli esportatori cinesi, dal momento che hanno sperimentato sia il deprezzamento della valuta sia il passaggio dei costi tariffari ai dettaglianti; nel tempo, la concorrenza tra loro porterà a una riduzione della redditività o a un riequilibrio dei flussi commerciali verso altri esportatori o produttori nazionali.

Compensazione valutaria e mercati finanziari

Pur riducendo la volatilità dei prezzi al consumo, la compensazione valutaria può in realtà comportare una maggiore e non minore volatilità dei mercati finanziari, almeno nel breve periodo. Ad esempio, la volatilità dei primi di agosto era profondamente legata alle oscillazioni dello yen giapponese. I carry trader che prendevano a prestito lo yen per acquistare attività a più alto rendimento in altre valute avevano un'elevata leva finanziaria e le attività che avevano in portafoglio erano detenute anche da altri tipi di investitori con un'elevata leva finanziaria. Quando il carry trade ha iniziato a rallentare - a causa del cambiamento di posizione della Banca del Giappone e dell'aumento del tasso di disoccupazione negli Stati Uniti - le attività lunghe sono state vendute dai trader con leva finanziaria per gestire la loro esposizione al rischio. Il risultato è stato una notevole volatilità dei mercati finanziari, con il Nasdaq Composite Index che è sceso dell'8% in tre sedute.

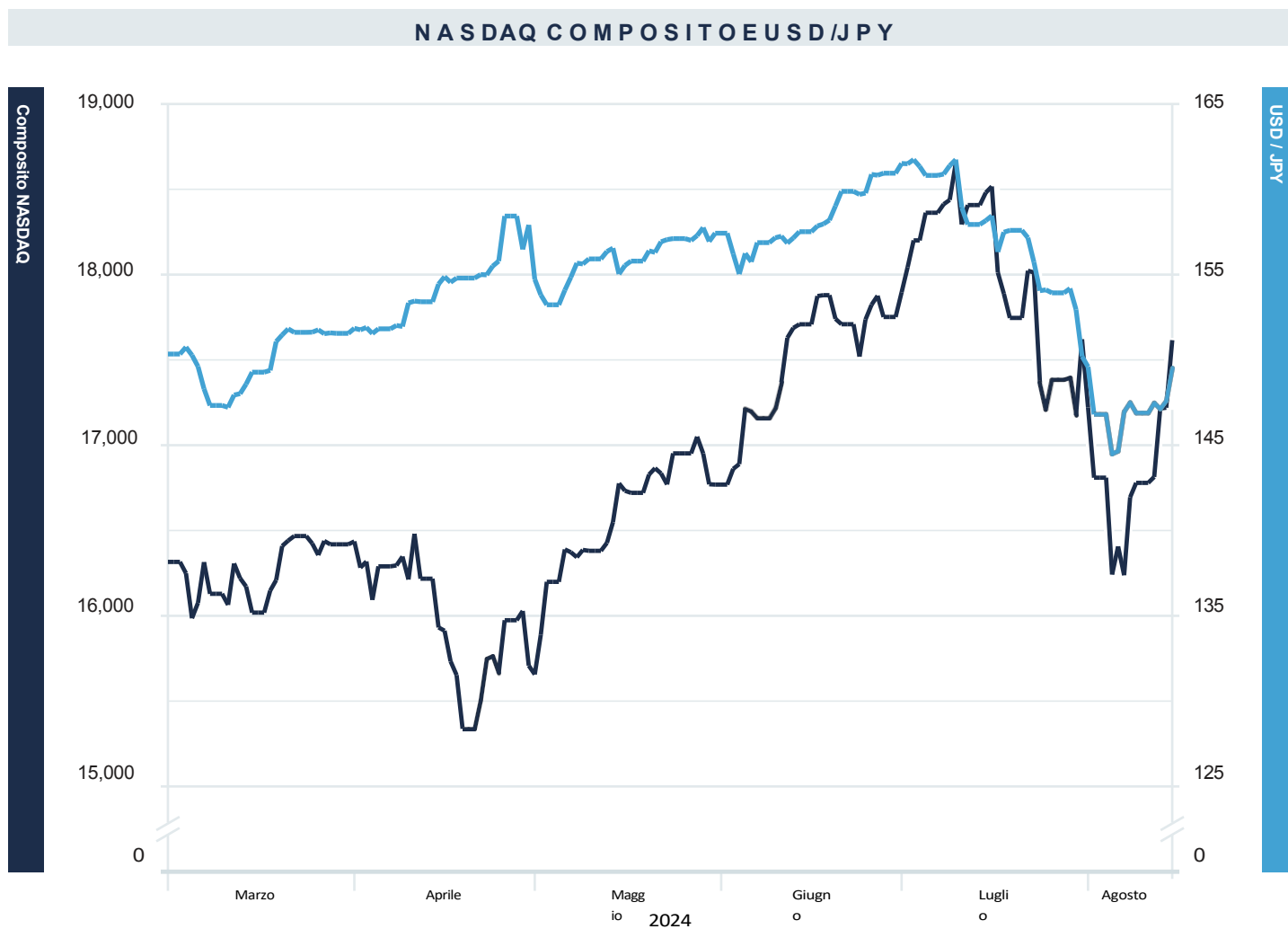


Figura 6 Durante flash-crash di inizio agosto, la correlazione tra lo yen e le azioni era quasi totale. Fonte: Bloomberg; Bloomberg

Allo stesso modo, immaginiamo un dazio molto elevato sulla Cina, ad esempio un forte aumento dell'aliquota tariffaria effettiva da circa il 20% a circa il 50%, compensato da un'analoga variazione della valuta. Una svalutazione del 30% del renminbi porterebbe molto probabilmente a una significativa volatilità del mercato. Poiché il sistema economico comunista cinese richiede un rigido controllo sul conto capitale per mantenere i fondi bloccati in attività nazionali, gli incentivi a trovare modi per aggirare i controlli sui capitali potrebbero essere devastanti per l'economia cinese.

I deflussi di capitale dalla Cina possono potenzialmente provocare crolli dei prezzi degli asset e gravi tensioni finanziarie. Secondo Bloomberg, il debito totale dell'economia cinese supera il 350% del PIL (Figura 7); questo livello di leva finanziaria comporta la possibilità di una massiccia vulnerabilità alle fughe di capitali. L'esplosione delle bolle in Cina come re-

svalutazione della moneta potrebbe causare una volatilità dei mercati finanziari significativamente superiore a quella causata dalle tariffe stesse.

La volatilità dei mercati finanziari dovuta alle oscillazioni valutarie può superare di gran lunga la volatilità dovuta al passaggio totale delle tariffe sui prezzi al consumo. Ad esempio, si consideri il caso di un passaggio totale di una tariffa del 10%, che aumenta i prezzi al consumo dell'1%, senza alcuna compensazione valutaria. Una simile mossa rappresenta uno spostamento a tantum del livello dei prezzi, non un aumento persistente del tasso d'inflazione, e può quindi essere ignorata dalla banca centrale, nel qual caso non è probabile che si verifichino grandi fuochi d'artificio finanziari. Se la banca centrale teme che si verifichino effetti di secondo impatto, può aumentare i tassi, ad esempio di 75 punti base, la metà di quanto farebbe se considerasse un aumento persistente di 1 punto del inflazione. Un tale aggiustamento della politica monetaria indurrà probabilmente meno volatilità di un movimento del 10% sui mercati valutari.

Vale la pena notare che le imposte sul valore aggiunto sono una forma di tariffa, perché esentano i beni esportati ma tassano quelli importati, e che le banche centrali di solito non rispondono ad esse, perché si ritiene che le variazioni di prezzo imposte per legge non siano indicative di squilibri sottostanti tra domanda e offerta. (In effetti, il fatto che altri Paesi abbiano l'IVA e noi no, la dice lunga sulle condizioni iniziali).

Anche in assenza di una risposta valutaria o monetaria, le tariffe possono incidere sulla redditività. Ad esempio, Amiti et al. (2021) stimano che le imprese più esposte alle tariffe abbiano registrato cali più marcati del valore azionario nei giorni successivi all'annuncio delle tariffe. Tuttavia, ci sono alcuni problemi nel prendere questi risultati al valore nominale: molte di queste stime sono statisticamente insignificanti rispetto all'effetto zero e i mercati sono inclini a un eccesso di volatilità. Ciò che conta è stabilire se le tariffe abbiano un effetto duraturo e, come ogni investitore sa, le risposte iniziali del mercato spesso si attenuano o si invertono nel .

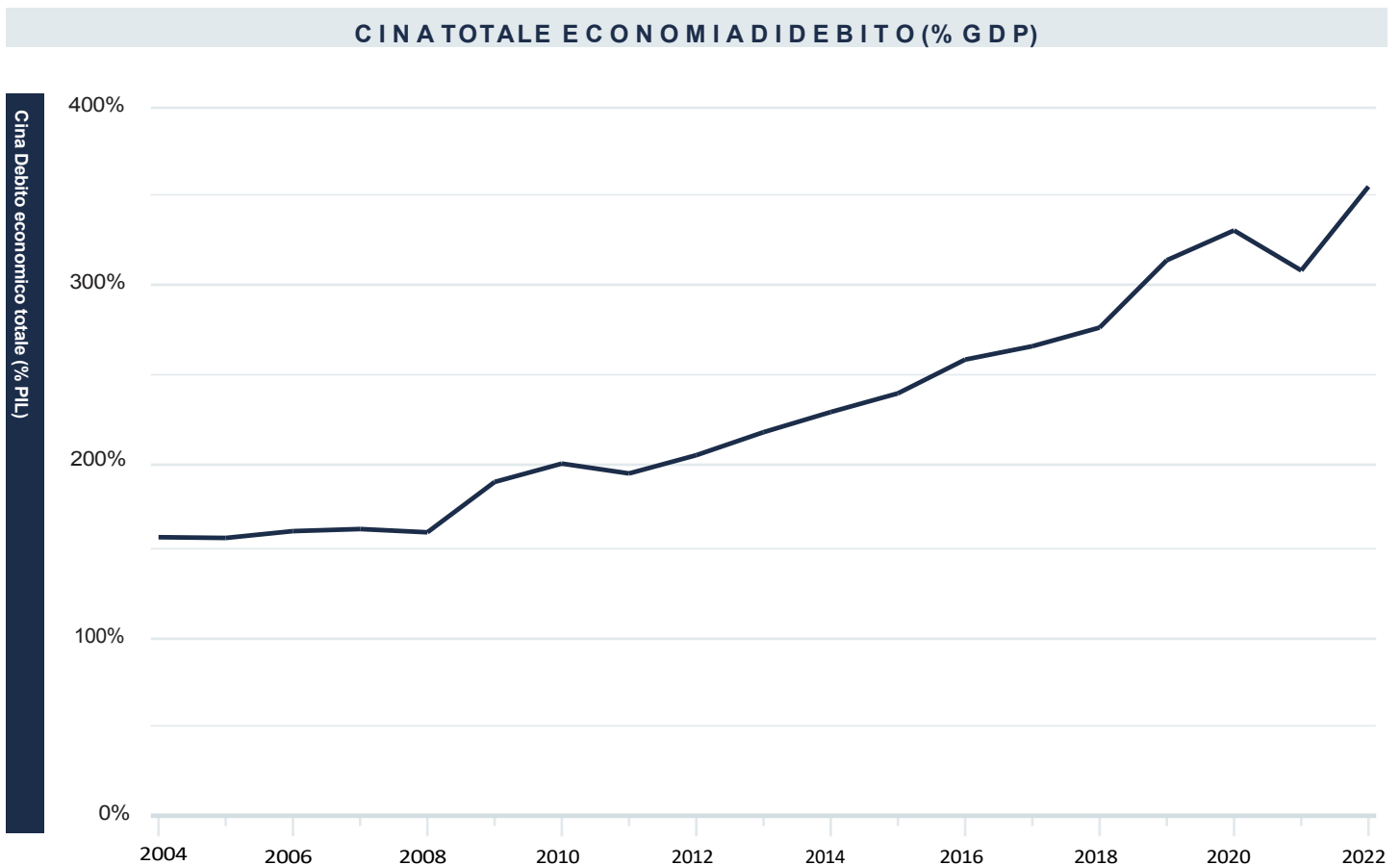


Figura 7 Livelli eccessivi di debito nell'economia cinese. Fonte: Bloomberg; Bloomberg

Quanto è probabile che si verifichi una compensazione valutaria?

Le conseguenze economiche e di mercato dei dazi dipendono dalla misura in cui essi sono compensati da variazioni delle valute, quindi è importante considerare la probabilità che le valute si adeguino. Nella guerra commerciale tra Stati Uniti e Cina del 2018-2019, la compensazione valutaria è stata efficace. Tuttavia, all'epoca c'erano diverse correnti trasversali che rendono il confronto poco chiaro.

Ad esempio, il dollaro si stava apprezzando in modo più ampio rispetto alla Cina; durante il periodo discusso sopra, anche l'indice del dollaro DXY gestito dall'Intercontinental Exchange, che misura il dollaro rispetto ad altri paesi sviluppati, è aumentato di circa il 10%. Come già accennato, le oscillazioni valutarie di una coppia di valute possono influenzare anche altri asset, così come l'esaurimento del carry trade dello yen ha avuto ripercussioni su tutti i mercati finanziari. In effetti, data l'importanza della coppia USD-RMB per leconomia e i mercati globali, è possibile che buona parte dell'andamento del DXY sia stato determinato dall'andamento dell'USD-RMB.

Questa possibilità è avvalorata dall'andamento dei tassi di interesse nel periodo. La variabile finanziaria più potente per spiegare le oscillazioni delle valute nei mercati sviluppati è tipicamente lo spread dei tassi di interesse all'estremità anteriore della curva dei rendimenti; gli operatori di mercato utilizzano solitamente i rendimenti a due anni, ma la convenzione varia a seconda del contesto economico e dei tassi di interesse. Nel periodo della guerra commerciale, il vantaggio di rendimento dei titoli UST è diminuito rispetto ai rendimenti degli altri debiti del G7; lo spread è sceso da circa il 2% nel gennaio 2018 a circa l'1,65% al momento dell'armistizio della guerra commerciale nel settembre 2019.

Il calo degli spread si è verificato nonostante i rialzi dei tassi da parte della Federal Reserve nel corso del 2018. Ciò è avvenuto perché i mercati hanno ridimensionato le loro aspettative sui futuri rialzi dei tassi man mano che i dati economici nel corso del 2018. Naturalmente, i mercati valutari seguono tipicamente i cambiamenti delle politiche attese piuttosto che i rialzi (già prezzati) che si verificano in tempo reale. Un cambiamento di politica pienamente atteso non dovrebbe avere alcun effetto sui mercati valutari. È quindi altamente improbabile che il dollaro si sia apprezzato a causa della politica monetaria in questo periodo; si è apprezzato nonostante la politica monetaria.

2 ANNI DI VITA DEL GRUPPO DI LAVORO CONTRO IL GRUPPO DI LAVORO. F X



Figura 8 Indice del dollaro rispetto allo spread sul debito sovrano statunitense a due anni rispetto alla media del debito a due anni degli altri Paesi del G7. Fonte: Bloomberg Bloomberg

Nel 2025-2026, il differenziale di rendimento dei titoli del Tesoro rispetto al debito degli altri Paesi potrebbe ridursi se la Fed continuerà il suo ciclo di tagli recuperando il ritardo rispetto alle altre banche centrali e se i fattori speciali che stimolano la crescita degli Stati Uniti - come la politica fiscale - si attenueranno ulteriormente e la crescita degli Stati Uniti convergerà verso il resto del mondo. Un contesto di rendimenti in calo potrebbe rendere più difficile il rally del dollaro per compensare i rialzi tariffari, anche se l'esperienza del 2018-2019 dimostra che le valute possono muoversi contro i differenziali dei tassi d'interesse.

In alternativa, le preoccupazioni sulla sostenibilità del debito statunitense potrebbero emergere e impedire al dollaro di apprezzarsi per compensare i dazi. Il deficit degli Stati Uniti per l'anno fiscale scorso e per quello in corso si avvicina al 7% del PIL⁹, durante un'espansione in tempo di pace - un grado di lassismo fiscale senza precedenti. E con il fondo fiduciario della previdenza sociale destinato a esaurirsi nel 2033¹⁰, quando il governo sarà probabilmente costretto a chiedere prestiti per pagare le spese obbligatorie, i problemi di bilancio si avvicinano inesorabilmente.

Dal momento che le valute si sempre in modo relativo, i mercati dovrebbero preoccuparsi eccessivamente di I problemi di bilancio degli Stati Uniti impediscono un aumento del dollaro. Considerate le precipitose tendenze demografiche di molte altre nazioni, anche il loro futuro è segnato da gravi problemi di bilancio, anche se i loro disavanzi primari non sono previsti in forte aumento. Inoltre, poiché le tariffe aumentano le entrate, è probabile che le preoccupazioni per il deficit siano attenuate da aumenti delle tariffe, il che suggerisce che questo è un canale improbabile per prevenire l'apprezzamento.

Un ulteriore motivo per cui il dollaro potrebbe non apprezzarsi come nel 2018-2019 è se parte da livelli più forti. Nel 2018, l'indice DXY si trovava nella parte inferiore del suo range post-2014. Al momento della scrittura, si trova a metà di tale intervallo. Questo sarebbe più preoccupante se il DXY si trovasse vicino alla parte superiore del suo intervallo a lungo termine.

Infine, il dollaro sarà influenzato dai cambiamenti ciclici e secolari della crescita. Potrebbero esserci altri cambiamenti che pesano sulla crescita economica e impediscono l'apprezzamento del dollaro. Per contro, l'ex presidente Trump ha espresso il desiderio di adottare misure per deregolamentare in modo aggressivo alcune parti dell'economia. Se ciò servisse a stimolare la crescita, potrebbe fornire un ulteriore sostegno non inflazionistico al dollaro.

, è ovviamente possibile che la compensazione valutaria non si verifichi nella prossima iterazione delle tariffe, ma considerando le ragioni plausibili per cui ciò potrebbe accadere, la compensazione sembra più probabile che non.

Attuazione delle tariffe

Uno shock improvviso sulle tariffe doganali dell'entità proposta può provocare volatilità sui mercati finanziari. Tale volatilità può manifestarsi sia attraverso un'elevata incertezza, un aumento dell'inflazione e dei tassi di interesse necessari per , sia attraverso una valuta più forte e i relativi effetti a catena.

Il Presidente Trump, e coloro che probabilmente faranno parte del suo team di politica economica, hanno una storia di grande attenzione ai mercati finanziari e citano il mercato azionario come prova della forza economica e della popolarità delle sue politiche. È probabile che una seconda amministrazione Trump prenda provvedimenti per garantire che le grandi modifiche strutturali al codice fiscale internazionale avvengano in modi che siano minimamente dirompenti per i mercati e l'economia. Esistono diverse misure che potrebbero contribuire a mitigare eventuali conseguenze negative.

Implementazione graduale

Anche nella guerra commerciale 2018-2019, il Presidente Trump non ha implementato tariffe del 25% sulle importazioni cinesi in un colpo solo e senza alcun preavviso. Ha discusso pubblicamente questi piani e ha minacciato la Cina se non avesse riformato le sue pratiche commerciali, prima di implementare le tariffe. In seguito alle aperte minacce, le tariffe sono state implementate in modo tale che l'aumento di circa 18 punti delle tariffe effettive è stato distribuito su più di un anno.

9 Per considerare i suoi effetti sulla domanda aggregata, sull'offerta e sui mercati, il deficit dell'anno scorso deve essere corretto per compensare i tecnicismi contabili relativi ai tentativi falliti dell'amministrazione Biden di condonare i prestiti agli studenti, vedi: <https://www.cbo.gov/publication/59544>.

10 <https://www.ssa.gov/OACT/TRSUM/index.html>

Se si passa a tariffe del 60% sulla Cina o del 10% a livello globale, questo approccio diventa ancora più importante. Durante la sua prima amministrazione, il Presidente Trump ha cercato di utilizzare le tariffe per ottenere un accordo commerciale dalla Cina, che alla fine ha trovato forma nell'accordo "Fase 1" - un impegno a migliorare le pratiche sulla proprietà intellettuale, la sicurezza informatica, le barriere non tariffarie, l'apertura ai servizi finanziari e l'acquisto di prodotti agricoli - che è stato successivamente violato e disatteso dalla Cina. Poiché le tariffe sono uno strumento di negoziazione, il Presidente è stato mercuriale nella loro applicazione: l'incertezza sul se, quando e quanto aumenterà la leva in un negoziato, creando paura e dubbi.

In un secondo mandato, l'è meno motivo di negoziare con i cinesi in anticipo, dal momento che hanno già abdicato alle loro responsabilità nell'ambito dell'accordo di Fase 1. Quando qualcuno ha già dimostrato di non rispettare gli impegni presi, perché preoccuparsi di cercare di ottenere di più, senza una qualche forma di garanzia, come il deposito delle riserve UST in garanzia?

Al contrario, per ridurre al minimo l'incertezza e le conseguenze negative dei dazi, l'Amministrazione può utilizzare una forward guidance credibile, simile a quella utilizzata dalla Federal Reserve per una serie di politiche, per orientare le aspettative. Il governo statunitense potrebbe annunciare un elenco di richieste da parte della politica cinese, ad esempio l'apertura di particolari mercati alle aziende americane, la fine o il risarcimento per il furto di proprietà intellettuale, l'acquisto di prodotti agricoli di base, l'apprezzamento della valuta o altro ancora.

Gli Stati Uniti possono procedere all'applicazione graduale di tariffe se la Cina non soddisfa queste richieste. Potrebbero annunciare un calendario, ad esempio un aumento mensile del 2% delle tariffe sulla Cina, in perpetuo, fino a quando le richieste non saranno soddisfatte.

Una politica di questo tipo: 1) farà gradualmente lievitare le tariffe a un ritmo non troppo diverso da quello del 2018-2019, che l'economia sembrava in grado di assorbire facilmente; 2) metterà la palla nel campo della Cina per riformare il suo sistema economico; 3) consentirà alle tariffe di superare il 60% a metà del periodo, cosa che il Presidente Trump ha espresso il desiderio di fare ("il 60% è un punto di partenza"); 4) fornirà alle imprese chiarezza sul percorso delle tariffe, aiutandole a pianificare gli adeguamenti della catena di approvvigionamento e lo spostamento della produzione al di fuori della Cina; 5) limiterà la volatilità dei mercati finanziari eliminando l'incertezza sull'attuazione.

Il biennio 2018-2019 non ha messo a dura prova l'economia cinese e non ha riportato tutte le catene di approvvigionamento negli Stati Uniti. In parte, ciò è dovuto al fatto che si è trattato di uno shock una tantum sulle tariffe, che è stato in gran parte compensato dalla valuta. Al contrario, un piano come quello illustrato in precedenza si tradurrebbe in un *aumento costante delle tariffe su un percorso noto e graduale*.

In questo modo, è probabile che la Cina subisca pressioni di capitale molto più forti e che le catene di approvvigionamento vengano riorganizzate.¹¹ E con una pressione significativa sulla Cina, è probabile che questa ottenga maggiori concessioni commerciali. In particolare, sulla scia dell'abdicazione agli impegni della Fase 1, gli obblighi cinesi nell'ambito degli accordi commerciali dovrebbero essere garantiti piuttosto che non garantiti.

Scale graduate, leva e sicurezza

L'ultima guerra commerciale ha visto una graduazione delle aliquote tariffarie per diversi tipi di prodotti importati dalla Cina. È probabile che la prossima amministrazione Trump adotti un approccio simile sia per i prodotti che per i partner commerciali. Sebbene il Presidente Trump abbia proposto una tariffa del 10% su tutto il mondo, è improbabile che tale tariffa sia uniforme tra i vari Paesi.

Scott Bessent, un consigliere di Trump indicato come potenziale Segretario al Tesoro, ha proposto di suddividere i Paesi in diversi gruppi in base alle loro politiche valutarie, ai termini degli commerciali bilaterali e di sicurezza, ai loro valori e altro ancora. Secondo Bessent (2024), questi gruppi possono avere tariffe diverse e il governo può stabilire le azioni che un partner commerciale deve intraprendere per passare da un gruppo all'altro.

¹¹ Naturalmente, le catene di approvvigionamento avrebbero potuto subire maggiori aggiustamenti se l'accordo di fase 1 raggiunto nell'autunno del 2019 fosse stato applicato. Dato che la Cina l'ha abbandonato non appena è subentrata l'amministrazione Biden e quest'ultima non ha avuto alcun interesse cercare di rispettare, non è chiaro se la guerra commerciale del 2018-2019 avrebbe avuto conseguenze più durature.

In questo modo, le tariffe creano una leva negoziale per incentivare condizioni migliori da parte del resto del mondo sia sul piano commerciale che su quello della sicurezza. L'America incoraggerebbe le altre nazioni a passare a livelli tariffari più bassi, migliorando la condivisione degli oneri.

Si può immaginare un lungo elenco di criteri commerciali e di sicurezza che potrebbero portare a tariffe più o meno elevate, base dell'idea che l'accesso al mercato dei consumatori statunitensi è un privilegio che deve essere guadagnato, non un diritto. Per esempio, forse gli Stati Uniti vogliono discriminare in base a:

- La nazione applica alle proprie importazioni dagli Stati Uniti tariffe simili a quelle che l'America applica alle esportazioni?
- La nazione ha una storia di compressione della propria valuta, ad esempio attraverso l'accumulo di quantità eccessive di riserve valutarie?
- La nazione apre i suoi mercati alle imprese statunitensi nello stesso modo in cui l'America apre i suoi mercati alle imprese straniere che operano negli Stati Uniti?
- La nazione rispetta i diritti di proprietà intellettuale americani?
- La nazione aiuta la Cina a eludere le tariffe attraverso la riesportazione?
- La nazione paga interamente i suoi obblighi NATO?
- La nazione si schiera con la Cina, la Russia e l'Iran nelle principali controversie internazionali, ad esempio alle Nazioni Unite?
- La nazione aiuta entità sanzionate a eludere le sanzioni o a commerciare con entità sanzionate?
- La nazione sostiene o si oppone agli sforzi di sicurezza degli Stati Uniti nei vari teatri?
- La nazione ospita nemici degli Stati Uniti, ad esempio terroristi o criminali informatici?
- I leader della nazione si schierano contro gli Stati Uniti nel teatro internazionale?

A causa della preoccupazione per l'impatto di un tale sistema sui mercati globali, un'amministrazione Trump potrebbe voler perseguire un approccio di introduzione graduale delle tariffe come descritto sopra, iniziando con tariffe basse e raggiungendo solo col tempo l'aliquota massima del 10%. Inoltre, è probabile che un sistema di questo tipo inizi con un numero ridotto di criteri in fase di sperimentazione, per poi aumentarne il numero.

Se il sistema si rivelerà efficace nel tempo, sia per aumentare le entrate che per incentivare un trattamento più favorevole da parte dei partner commerciali, alla fine potrebbe avere un'aliquota tariffaria massima significativamente superiore al 10%, che si applica a un numero ridotto di Paesi. Analogamente al codice fiscale nazionale, una volta che il governo inizia a ritagliare esclusioni e deduzioni per vari comportamenti, deve aumentare le aliquote per raggiungere gli stessi obiettivi di gettito.

Un sistema di questo tipo può incarnare il punto di vista secondo cui la sicurezza nazionale e il commercio sono uniti. Le condizioni commerciali possono essere un mezzo per ottenere migliori risultati in termini di sicurezza e condivisione degli oneri. Secondo Bessent, "una più chiara segmentazione dell'economia internazionale in zone basate su sistemi economici e di sicurezza comuni aiuterebbe... a evidenziare la persistenza degli squilibri e a introdurre più punti di attrito per affrontarli". I Paesi che vogliono stare dentro l'ombrello della difesa devono stare anche dentro l'ombrello del commercio equo.

Questo strumento può essere utilizzato per fare pressione su altre nazioni affinché si uniscano alle nostre tariffe contro la Cina, creando un approccio multilaterale alle tariffe. Costretti a scegliere tra l'imposizione di una tariffa sulle loro esportazioni verso i consumatori americani e l'applicazione di tariffe sulle loro importazioni dalla Cina, cosa sceglieranno? Dipende dalle aliquote tariffarie relative e dall'importanza che ciascuna di esse riveste per le loro economie e la loro sicurezza. Il tentativo di creare un muro tariffario globale intorno alla Cina aumenterebbe la pressione sulla Cina per riformare il suo sistema economico, con il rischio di una maggiore volatilità globale, dato che le catene di approvvigionamento subiscono una maggiore pressione per adattarsi.

Dal punto di vista dell'America, se le altre nazioni scelgono di mantenere le loro attuali politiche nei confronti della Cina, ma accettano la più alta

Non è una cosa terribile, perché in questo quadro almeno si pagano le entrate al Tesoro e si limitano gli obblighi di sicurezza degli Stati Uniti. Unire un muro tariffario a un ombrello di sicurezza è una strategia ad alto rischio, ma se funziona è anche altamente remunerativa.

Tariffe e competitività

Le entrate del governo devono provenire da qualche parte e richiedono una qualche forma di tassazione. Le caratteristiche del codice fiscale influiranno sulla crescita economica complessiva e sulla competitività internazionale. Molti nel campo di Trump li vedono uniti. Il costo relativo della produzione di beni destinati all'esportazione o all'importazione da altri paesi può essere influenzato dalla tassazione del lavoro, del consumo, del capitale o del commercio. Questa argomentazione è stata fornita esplicitamente per il Tax Cuts and Jobs Act nel Council of Economic Advisers (2018).

Svalutazioni fiscali

La letteratura sulle cosiddette svalutazioni fiscali approfondisce questa idea. Ad esempio, Fahri, Gopinath e Itskhoki (2013) dimostrano che gli effetti economici della svalutazione del tasso di cambio possono essere perfettamente replicati da due combinazioni di politiche: una tariffa sulle importazioni e un sussidio alle esportazioni, oppure un aumento dell'imposta sui consumi e un taglio dell'imposta sui salari. Queste combinazioni scoraggiano l'uso interno di beni e servizi e incoraggiano la produzione interna, determinando risultati economici identici a quelli delle svalutazioni monetarie. Le politiche fiscali e le valute sono due vie per ottenere una spinta alla competitività - e questa equivalenza aiuta a costruire l'intuizione per la moneta-tariffa. (Si noti che ciò che *non è uguale* in ciascuno di questi mix di politiche è l'ammontare netto delle entrate raccolte).

Data l'enfasi sulla competitività, è improbabile che una seconda amministrazione Trump sostenga un aumento delle aliquote fiscali nazionali, sia per le imprese che per i redditi. Il suo obiettivo sarà, in gran parte, quello di rendere l'America un luogo più attraente per gli investimenti e le assunzioni rispetto ad altri Paesi, in particolare la Cina, e l'aumento delle aliquote fiscali nazionali mina questo obiettivo. In effetti, il Tax Cuts and Jobs Act del 2017 ha ridotto l'aliquota legale sulle società degli Stati Uniti dalla seconda più alta dell'OCSE nel 2016 (dopo la Colombia) alla media (21,2% nel 2021)¹². Lavoro di Chodorow-Reich, Smith, Zidar e Zwick (2024) hanno stimato che gli investimenti interni delle imprese con cambiamenti fiscali medi sono aumentati del 20% rispetto a una situazione di base senza cambiamenti.¹³ In questo, il mantenimento di aliquote fiscali basse è un mezzo per generare investimenti e posti di lavoro in America - e ancora meglio se finanziato in parte da tariffe sulle importazioni estere.

Questo argomento si estende anche alle aliquote dell'imposta sul reddito. Finché l'offerta di lavoro non è perfettamente elastica, un'imposta sul reddito ridurrà il salario al netto delle imposte percepito dai lavoratori e richiederà alle imprese di compensare parte dell'imposta con un aumento dei salari. Un aumento delle imposte sul reddito da lavoro rende quindi più costoso assumere lavoratori negli Stati Uniti rispetto ad assumere lavoratori all'estero o ad investire in capitale a risparmio di lavoro. Lavoratori più costosi, a parità di altre condizioni, significano meno posti di lavoro rispetto alle macchine o alle importazioni.

Distorsioni e tariffe ottimali

Gli economisti hanno anche dedicato molto tempo a studiare come il codice fiscale influenzi le decisioni economiche, note come "distorsioni", se allontanano l'economia da un equilibrio di first best, che massimizza l'efficienza. Le distorsioni economiche sono le perdite di benessere che si verificano al di là del gettito raccolto. Ad esempio, supponiamo che un contribuente riduca le sue ore di lavoro da 45 a 40 a settimana a causa dell'aumento dell'aliquota fiscale sul reddito. Pur godendo di maggiore tempo libero, i beni o i servizi che avrebbe prodotto in quelle cinque ore e il salario che avrebbe percepito cessano di esistere e sono persi per sempre nell'economia. La "perdita di peso morto" o "onere in eccesso" in questo esempio stilizzato è la produzione persa, al netto dell'aumento del tempo libero di cui gode e delle entrate raccolte dal governo.

Naturalmente, sono molte le decisioni che possono essere modificate, non solo il numero di ore lavorate: la scelta del lavoro, la scelta dell'istruzione, l'imprenditorialità, il fatto che il compenso sia in contanti o con benefici marginali, l'ubicazione e molto altro ancora. Queste distorsioni sono una funzione dell'aliquota fiscale marginale pagata, non dell'aliquota fiscale media, poiché la decisione se

¹² Cfr. <https://www.oecd.org/en/about/news/press-releases/2024/07/new-oecd-data-highlight-stabilisation-in-statutory-corporate-tax-rates-worldwide.html>

¹³ Un incremento del 20% derivante da una riduzione di 14 punti delle aliquote legali può sembrare modesto, ma ciò è dovuto al fatto che l'aliquota marginale effettiva pagata da molte imprese era ben al di sotto dell'aliquota legale a causa di numerosi carve-out e di ampi incentivi ai prezzi di trasferimento che sono stati in parte eliminati dal TCJA. In questo senso, il TCJA è stata una riforma che ha ampliato la base imponibile, ma ha ridotto le aliquote, e la riduzione effettiva delle aliquote marginali è stata molto inferiore alla riduzione legale (in media 7 punti, secondo Chodorow-Reich et al.).

di lavorare quelle ultime ore dipende dall'aliquota marginale e non da quella media. Alcune di queste distorsioni possono avere conseguenze enormi nel tempo: ad esempio, se la decisione di localizzare un'azienda è influenzata dalle tasse, le economie di agglomerazione possono essere fortemente inibite, riducendo drasticamente l'innovazione e la crescita della produttività nel lungo periodo.

I costi distorsivi della tassazione sono convessi, gli aumenti delle tasse sono molto più costosi quando si parte da aliquote già alte. Un aumento di un punto delle aliquote marginali dal 35% al 36% è molto più dannoso per l'economia di un aumento di un punto dal 2% al 3%. I costi sono convessi perché più le aliquote fiscali aumentano, più le famiglie e le imprese modificano il loro comportamento per evitare l'onere fiscale.

Poiché le aliquote marginali sono già molto più alte sui redditi da lavoro e da capitale che sulle importazioni, le conseguenze economiche di un aumento delle aliquote tariffarie potrebbero essere meno problematiche di un aumento delle aliquote sui redditi o sulle società. Ad esempio, Saez, Slemrod e Giertz (2012) forniscono un parametro di riferimento per quello che gli economisti chiamano "l'onere marginale in eccesso" di raccogliere un ulteriore dollaro di entrate. Essi calcolano che l'onere marginale in eccesso è pari al 38% delle entrate raccolte. Per capire cosa significa, torniamo all'esempio dell'offerta di lavoro: quando il governo sceglie di estrarre 1 dollaro dal salario del lavoratore, quest'ultimo riduce il suo lavoro di un importo aggiuntivo per un totale di 38c, al netto dell'aumento del tempo libero di cui gode e delle entrate raccolte.

Al contrario, gli economisti del commercio sostengono che, per un'economia di grandi dimensioni, l'imposizione di un livello tariffario positivo aumenta modestamente il benessere, fino a un certo punto. Classicamente, tariffe modeste possono migliorare il benessere perché la riduzione della domanda da parte del paese che impone la tariffa deprime i prezzi dei beni importati.¹⁴ Sebbene la tariffa produca perdite di benessere distorsive dovute alla riduzione delle importazioni e a una produzione nazionale più costosa, fino a un certo punto, tali perdite sono dominate dai guadagni derivanti dalla riduzione dei prezzi delle importazioni. Una volta che la riduzione delle importazioni diventa sufficientemente ampia, i benefici derivanti dalla riduzione dei prezzi delle importazioni cessano di superare i costi e la tariffa riduce il benessere. Il fatto che le tariffe inizialmente aumentino e poi successivamente riducano il benessere implica un'aliquota tariffaria "ottimale", in cui il Paese ha raccolto tutti i benefici possibili dalle tariffe e un'aliquota tariffaria più elevata riduce il benessere.

Come parametro di riferimento, il capitolo dell'*Handbook of International Economics* di Costinot e Rodriguez-Clare (2014) indica che la tariffa ottimale per gli Stati Uniti, in base a parametri plausibili, è di circa il 20%. In effetti, finché le tariffe non superano il 50%, aumentano ancora il benessere rispetto a un commercio completamente aperto. In altre, l'aumento delle tariffe effettive complessive dai livelli attualmente bassi, vicini al 2%, aumenterà effettivamente il benessere aggregato negli Stati Uniti. Una volta che le tariffe iniziano ad aumentare oltre il 20% (su una base ampia ed effettiva), diventano una riduzione del benessere. Le case d'investimento prevedono ora che il tasso effettivo delle tariffe proposte dal Presidente Trump passerà dal 2,3% al 17%, appena al di sotto del livello del 20%.¹⁵

Inoltre, le tariffe possono risolvere distorsioni preesistenti dovute alle politiche commerciali di altri Paesi. L'elenco degli abusi della Cina nei confronti del sistema del commercio internazionale è lungo e articolato e va dai sussidi statali per le industrie orientate all'esportazione al vero e proprio furto di proprietà intellettuale e al sabotaggio aziendale. Queste distorsioni interferiscono con la scoperta del vantaggio comparativo e con un sistema di commercio internazionale libero e aperto. L'applicazione di tariffe correttive per affrontare queste distorsioni può migliorare l'efficienza complessiva.

I problemi di queste argomentazioni si presentano quando altre nazioni iniziano a fare ritorsioni contro le tariffe statunitensi, come ha fatto la Cina in modo modesto nel 2018-2019. Se gli Stati Uniti aumentano una tariffa e le altre nazioni accettano passivamente, allora può essere complessivamente vantaggiosa per il benessere, come nella letteratura sulle tariffe ottimali. Tuttavia, le tariffe di ritorsione impongono costi aggiuntivi all'America e corrono il rischio di un'escalation di dazi in eccesso rispetto a quelli ottimali, che porta a un crollo del commercio globale. Le tariffe di ritorsione da parte di altre nazioni possono annullare i benefici delle tariffe per gli Stati Uniti.

Pertanto, la prevenzione delle ritorsioni sarà di grande importanza. Poiché gli Stati Uniti sono un'importante fonte di consumatori

14 Si veda, ad esempio, Broda, Limao e Weinstein (2008).

15 Vedere <https://www.wsj.com/economy/trade/donald-trump-election-trade-tariffs-aed6c281>

La Cina, che ha una domanda mondiale e mercati dei capitali solidi, può sopportare un'escalation di tensioni più facilmente di altre nazioni ed è più probabile che vinca una partita a carte scoperte. Ricordiamo che l'economia cinese dipende dai controlli sui capitali che mantengono i risparmi investiti in allocazioni sempre più inefficienti di capitale in attività improduttive come i condomini vuoti. Se l'escalation del tit-for-tat causa una crescente pressione sui controlli di capitale per far uscire il denaro dalla Cina, la sua economia può subire una volatilità molto più grave di quella americana. Questo vantaggio naturale limita la capacità della Cina di rispondere agli aumenti delle tariffe.

Per quanto riguarda le altre nazioni, se l'amministrazione Trump fonde esplicitamente la politica di sicurezza nazionale e quella commerciale, può fornire alcuni incentivi contro le ritorsioni. Ad esempio, potrebbe dichiarare di considerare gli obblighi di difesa comune e l'ombrello di difesa americano meno vincolanti o affidabili per le nazioni che attuano tariffe di ritorsione.

Inoltre, non è chiaro se si debba considerare il fallimento di questo deterrente come un risultato negativo. Supponiamo che gli Stati Uniti impongano tariffe ai partner della NATO e minaccino di indebolire gli obblighi di difesa congiunta della NATO in caso di ritorsione. Se l'Europa si vendica ma aumenta drasticamente le proprie spese e capacità di difesa, alleggerendo l'onere degli Stati Uniti per la sicurezza globale e minacciando una minore sovraestensione delle nostre capacità, avrà raggiunto diversi obiettivi. L'assunzione di un ruolo maggiore da parte dell'Europa nella propria difesa consente agli Stati Uniti di concentrarsi maggiormente sulla Cina, che rappresenta per l'America una minaccia economica e di sicurezza nazionale ben più grave di quanto non lo sia la Russia, generando al contempo entrate.

Ciò che è chiaro, tuttavia, è che alla luce di tutte queste considerazioni, il team di Trump considererà le tariffe come un mezzo efficace per aumentare le tasse sugli stranieri per pagare il mantenimento di aliquote fiscali basse sugli americani. Le aliquote ridotte dell'imposta sul reddito delle persone fisiche introdotte dal Tax Cuts and Jobs Act scadranno nel 2026 e per estenderle completamente senza aumentare il deficit potrebbe essere necessario raccogliere quasi 5.000 miliardi di dollari di nuove entrate o di debito nell'arco di dieci anni.

Senza dubbio le tariffe sono una parte importante della risposta per l'estensione degli sgravi fiscali; le entrate devono arrivare da qualche parte.

Capitolo 4: Valute

Politica valutaria e rischi

Nel mondo di Triffin, la domanda di attività di riserva causa deviazioni persistenti dagli equilibri dei mercati valutari che bilancerebbero il commercio. Questo squilibrio nel commercio si verifica perché il tasso di cambio reale è troppo forte. La sopravvalutazione del tasso di cambio può essere corretta con le tariffe, come discusso in precedenza, o affrontando la sottovalutazione delle valute di altri Paesi, come occasionalmente proposto dal Presidente Trump, dal Vicepresidente eletto JD Vance e da ex funzionari dell'Amministrazione Trump come Peter Navarro e Robert Lighthizer.

La politica valutaria comporta considerazioni diverse rispetto tariffe. Il rischio principale di perseguire un dollaro equamente valutato è che l'intervento politico renda gli asset in dollari meno interessanti agli occhi degli investitori stranieri. Al momento in cui scriviamo, il rendimento del debito decennale UST è di circa il 4,25% annuo. Supponiamo che il movimento verso la valutazione della valuta che si verificherebbe in un equilibrio della bilancia commerciale comporti per i detentori stranieri di UST una riduzione del 15% valore interno delle loro partecipazioni in UST: ciò rappresenta quasi quattro anni di pagamenti di interessi, e più di un terzo di tutti gli interessi attesi nel corso della vita del titolo. Il debito UST a tre anni rende il 4,1%, il che implica che la svalutazione si mangia più di tutti gli interessi previsti, cioè il detentore della nota perde denaro per tutta la durata del titolo.

Questi rischi possono disincentivare la detenzione di titoli a reddito fisso denominati in dollari. Se un'attesa variazione dei valori valutari porta a deflussi su larga scala dal mercato dei Treasury, in un periodo di crescenti disavanzi fiscali e di rischio di inflazione ancora presente, potrebbe causare un aumento dei rendimenti a lungo termine. Poiché porzioni significative dell'economia, come abitazioni - sono legati alla pancia e alla parte lunga della curva dei rendimenti, un tale aumento potrebbe avere conseguenze negative rilevanti.

Questo rischio sarà in qualche modo aggravato se l'inflazione rimarrà elevata. Come discusso nella sezione sulle tariffe, i risultati di Gopinath (2015) indicano che un deprezzamento del 20% del dollaro farebbe aumentare l'inflazione IPC di 60-100 punti base. Un aggiustamento una tantum della valuta senza effetti di secondo impatto dovrebbe essere considerato dalla Fed come una variazione del livello dei prezzi piuttosto che del tasso di inflazione. Tuttavia, se la Fed ritenesse di spostare in modo persistente il tasso d'inflazione piuttosto che il livello dei prezzi, secondo le specifiche standard della regola di Taylor, aumenterebbe i tassi overnight di circa 100-150 punti base.

Se la Fed deciderà di compensare le conseguenze sui prezzi di un dollaro più debole dipenderà dal fatto che sia preoccupata dai cosiddetti effetti di secondo impatto, ovvero che il movimento iniziale delle valute stia portando a successivi cicli di aumenti dei prezzi da parte delle imprese. Gli effetti di secondo impatto dipendono in larga misura dal contesto economico: se ci numerose altre correnti trasversali inflazionistiche, è più probabile che si verifichino. Sarà quindi importante che l'amministrazione Trump scelga con cura il momento in cui effettuare un tale cambiamento di politica o che coordini la politica valutaria con una politica normativa ed energetica deflazionistica.

Il disincentivo a detenere azioni è in qualche modo attenuato, poiché gli utili aumentano per compensare alcune delle perdite valutarie. Una parte significativa delle vendite effettuate dalle società dell'S&P 500 proviene dall'estero¹⁶ e tali vendite hanno un valore maggiore in termini di dollari con il deprezzamento del dollaro. Gli utili aumenteranno se le società saranno in grado di aumentare i prezzi di vendita. Sebbene i rendimenti più elevati possano pesare sui multipli, l'aumento degli utili può attenuare la volatilità.

Vale la pena di ripetere che molte di queste politiche non sono state sperimentate su larga scala, o non sono state utilizzate in quasi mezzo secolo, e che questo saggio non è una difesa delle politiche, ma un tentativo di catalogare gli strumenti disponibili e di analizzare la loro utilità per raggiungere vari obiettivi.

16 <https://www.spglobal.com/spdji/en/documents/research/sp-500-global-sales-2018.pdf>

Approcci valutari multilaterali

Storicamente, gli accordi valutari multilaterali sono stati il mezzo principale per attuare cambiamenti intenzionali nel valore del dollaro. L'Accordo del Plaza del 1985, in cui Stati Uniti, Francia, Germania, Giappone e Regno Unito si sono coordinati per indebolire il dollaro, e l'Accordo del Louvre del 1987, che ha interrotto tale debolezza, sono generalmente considerati approcci di successo per aggiustare i livelli delle valute (anche se le loro conseguenze economiche sono un po' più controverse).

Poiché il valore del dollaro in valuta estera dipende dalle forze che influenzano le valute dei partner commerciali, il coordinamento con questi ultimi sull'obiettivo di modificare il valore del dollaro può essere molto utile. Oggi le altre due valute principali sono l'euro e il renminbi, ma anche lo yen è importante.

Allo stato attuale, ci sono poche ragioni per aspettarsi che l'Europa o la Cina accettino una mossa coordinata per rafforzare le loro valute. La crescita del PIL reale europeo è stata inferiore all'1% per quasi tre anni e l'ascesa dell'industria automobilistica cinese ha reso l'Europa così preoccupata da attuare una serie di misure protezionistiche per limitare le importazioni. La crescita interna cinese è stata così debole che la Cina ha scelto di raddoppiare il suo modello mercantilista e di esportazione per assicurarsi un reddito marginale, con grande costernazione del resto del mondo. In effetti, la Cina, che fino a pochi anni fa non era un attore di primo piano nelle esportazioni globali di auto, ora è diventata il più grande esportatore di auto del mondo.¹⁷ Né l'Europa né la Cina saranno dell'umore giusto per ridurre i loro sussidi industriali e altri interventi sul mercato che riallocerebbero la domanda manifatturiera commerciabile lontano da loro stessi e verso gli Stati Uniti.

Il Giappone, il Regno Unito e potenzialmente il Canada e il Messico potrebbero dimostrarsi più disponibili a un intervento valutario, ma non sono abbastanza grandi nell'economia globale di oggi per raggiungere l'obiettivo desiderato.

Ricordiamo invece che il Presidente Trump considera le tariffe come una leva negoziale per concludere accordi. È più facile immaginare che dopo una serie di tariffe punitive, i partner commerciali come l'Europa e la Cina diventino più ricettivi a qualche tipo di accordo valutario in cambio di una riduzione delle tariffe.

Poiché gli accordi valutari prendono tipicamente il nome dai luoghi di villeggiatura in cui vengono negoziati, come Bretton Woods e Plaza, con una certa licenza poetica descriverò il potenziale accordo dell'Amministrazione Trump, come hanno fatto altri, come il potenziale "Accordo di Mar-a-Lago".

Tuttavia, ci sono molte differenze tra l'economia di oggi e quella degli anni Ottanta. Innanzitutto, il debito lordo degli Stati Uniti in rapporto al PIL supera oggi il 120%, rispetto al 40% circa di quando fu stipulato l'Accordo di Plaza. Questo genera preoccupazioni sulle conseguenze per il mercato del debito che non esistevano negli anni Ottanta.

Un suggerimento avanzato da Poszar (2024) è che qualsiasi accordo includa un accordo sulla durata. L'ermeneutica di Poszar dei commenti dei probabili leader di politica economica di una seconda amministrazione Trump collega esplicitamente la fornitura di un ombrello di sicurezza da parte degli Stati Uniti al sistema finanziario internazionale e deduce che gli sforzi per ridurre i tassi di interesse possono contribuire a finanziare la zona di sicurezza. Egli sintetizza il seguente accordo di Mar-a-Lago dalle osservazioni dei potenziali politici:

- "1) le zone di sicurezza sono un bene pubblico, e i Paesi che ne fanno parte devono finanziarle acquistando titoli di Stato;
- 2) Le zone di sicurezza sono un bene di capitale; è meglio finanziarle con obbligazioni del secolo, non con banconote a breve termine;
- 3) Le zone di sicurezza hanno fili spinati: a meno che non scambiate le vostre banconote con obbligazioni, le tariffe vi terranno fuori".

(Poszar, 2024).

Per rafforzare le proprie valute, i gestori delle riserve devono vendere dollari. Con l'apprezzamento delle loro valute, gli Stati Uniti otterranno un vantaggio competitivo che aiuterà i nostri settori commerciali e manifatturieri.

17 <https://www.wsj.com/world/china/china-vehicle-sales-rise-further-boosted-by-stimulus-policies-sales-promotions-3452cca1>

Per contribuire a mitigare le potenziali conseguenze finanziarie indesiderate (come l'aumento dei tassi di interesse), la vendita delle riserve può accompagnata dal term-out rimanenti riserve. L'aumento della domanda di debito a lungo termine da parte dei gestori delle riserve contribuirà a mantenere bassi i tassi d'interesse, anche se, a seguito dell'aggiustamento valutario, si verifica una vendita complessiva di reddito fisso in USD. I detentori di riserve detengono meno riserve in USD, il che spinge le loro valute verso l'alto, ma le riserve che detengono hanno una durata maggiore, il che contribuisce a contenere i rendimenti.

Se il term-out avviene in speciali century bond, come suggerito da Poszar, la pressione sui contribuenti statunitensi per il finanziamento della sicurezza globale si alleggerisce in modo significativo. Il Tesoro americano può effettivamente riacquistare la duration dal mercato e sostituire il prestito con century bond venduti al settore ufficiale estero.

Un simile accordo di Mar-a-Lago dà forma a una versione del XXI secolo di un accordo valutario multilaterale. Il Presidente Trump vorrà che gli stranieri contribuiscano a pagare la zona di sicurezza fornita dagli Stati Uniti. Una riduzione del valore del dollaro aiuta a creare posti di lavoro nel settore manifatturiero americano e a riallocare la domanda aggregata dal resto del mondo agli Stati Uniti. La cancellazione del debito di riserva aiuta a prevenire la volatilità dei mercati finanziari e i danni economici che ne deriverebbero. Con un unico accordo si raggiungono più obiettivi.

Ma la scadenza del debito di riserva sposta il rischio del tasso di interesse dai contribuenti statunitensi a stranieri. Come possono gli Stati Uniti convincere i partner commerciali e di sicurezza ad accettare un simile accordo? In primo luogo, c'è il bastone delle tariffe. In secondo luogo, c'è la carota dell'ombrello di difesa e il rischio di perderlo. In terzo luogo, vi sono ampi strumenti a disposizione delle banche centrali per contribuire a fornire liquidità a fronte di un rischio di tassi di interesse più elevati. *Ex ante*, 'erano anche numerosi dubbi e domande sulla capacità di Trump di ottenere condizioni commerciali migliori da Messico e Canada, Corea e Cina, eppure ci è riuscito.

Ricordiamo che lo scopo delle riserve valutarie del settore ufficiale è quello di difendere il valore della valuta di fronte alla volatilità del mercato e di finanziare le importazioni in una potenziale crisi. Il motivo per cui i gestori delle riserve tendono a mantenere basso il rischio di duration è che devono essere in grado di liquidare le riserve per difendere le proprie valute quando la volatilità aumenta. Se subiscono perdite sulle loro partecipazioni a causa dell'aumento dei tassi di interesse, hanno una potenza di fuoco ridotta per difendere le loro valute. Il debito a lungo termine è meno liquido di quello a breve termine e l'attraversamento degli spread denaro-offerta può essere costoso nel debito a lunghissimo termine.

Il rischio di mark-to-market legato alla detenzione di debito a lungo termine può essere mitigato attraverso linee di swap con la Federal Reserve o, in alternativa, con il Fondo di stabilizzazione dei cambi del Tesoro. Entrambe le istituzioni possono prestare dollari ai detentori di riserve alla pari con le loro partecipazioni al debito del Tesoro a lungo termine, come vantaggio di essere all'interno dell'Accordo di Mar-a-Lago.

Tale liquidità evita il rischio di perdite mark-to-market sul debito a lungo termine, poiché i gestori delle riserve avranno sempre accesso alla liquidità al valore nominale del debito. Come Poszar (2024), il Bank Term Funding Program, utilizzato dalla Fed per rispondere alle tensioni bancarie regionali della primavera del 2023, rappresenta un modello. Detenere obbligazioni del secolo è meno rischioso per i gestori delle riserve se hanno accesso a linee di swap che garantiscono loro una notevole liquidità a breve termine.

liquidità in dollari a lungo termine. Il desiderio di mantenere l'accesso a tali linee di swap sarà un potente incentivo a lungo termine per rimanere all'interno dell'ombrello economico e di sicurezza degli Stati Uniti.

Un'architettura di questo tipo segnerebbe un cambiamento nei mercati globali grande quanto Bretton Woods o la sua fine. I nostri partner commerciali sopporterebbero una quota maggiore dell'onere di finanziare la sicurezza globale, e i mezzi di finanziamento sarebbero un dollaro più debole che rialloca la domanda aggregata verso gli Stati Uniti e una riallocazione del rischio di tasso di interesse dai contribuenti statunitensi a quelli stranieri. Inoltre, si delimiterebbero più chiaramente le linee dell'ombrello di difesa americano, eliminando alcune incertezze su chi è o non è ammissibile alla protezione.

Fattibilità

Soprattutto, un approccio multilaterale all'aggiustamento del dollaro funzionerà solo se i nostri partner commerciali avranno dollari da vendere. A differenza del periodo dell'Accordo di Plaza, oggi la maggior parte delle riserve valutarie risiede nelle mani dei nostri partner commerciali mediorientali e asiatici, non in quelle dei nostri partner commerciali europei. Le riserve valutarie dell'Eurozona ammontano complessivamente a circa 280 miliardi di dollari e la Svizzera ne possiede altri 800 miliardi. Per contro, la Cina ha 3.000 miliardi di dollari di riserve ufficiali (anche se le riserve non ufficiali sono probabilmente molto più alte, data la natura di proprietà statale).

dell'economia cinese); il Giappone ha 1.200 miliardi di dollari, l'India 600 miliardi, Taiwan 560 miliardi, l'Arabia Saudita 450 miliardi, la Corea 420 miliardi e Singapore 350 miliardi.

La maggior parte dei dollari disponibili per essere venduti dai governi è nelle mani dei governi del Medio Oriente e dell'Asia orientale. Alcune di queste nazioni non sono così amichevoli come lo erano gli europei durante la Guerra Fredda. Per ottenere questo risultato sarà necessario un tipo di diplomazia diverso da quello che ha prodotto l'Accordo di Plaza, e la combinazione di bastoni e carote potrebbe essere estremamente difficile da ottenere.

Inoltre, un'ampia parte del debito statunitense è detenuta da investitori del settore privato, sia istituzionali che retail. Questi investitori non si lasceranno convincere a cedere i loro titoli del Tesoro nell'ambito di un qualche accordo. Una fuga di questi investitori dagli asset in USD può potenzialmente sopraffare l'offerta di duration proveniente da un term out da parte del settore ufficiale estero. La misura in cui gli asset del settore privato fuggono dal dollaro dipenderà dalla sensibilità al prezzo di tali investitori. Le attività detenute a fini di riserva hanno meno probabilità di fuggire rispetto a quelle detenute per massimizzare la ricchezza.

La difficoltà di convincere i partner commerciali ad accettare un simile approccio è una buona ragione per utilizzare strumenti valutari dopo i dazi, che forniscono un'ulteriore leva nei negoziati. Se si raggiunge un accordo valutario, l'eliminazione delle tariffe può essere una parte importante dell'incentivo.

Approcci valutari unilaterali

Il consenso a Wall Street è che non esiste un approccio unilaterale che l'amministrazione Trump possa adottare per rafforzare le valute sottovalutate. Questi economisti tendono a indicare la politica dei tassi della Federal Reserve come il principale motore del dollaro, sottolineando poi che la Fed non taglierà i tassi solo perché il Presidente vuole ottenere un risultato valutario.

Questa conclusione è sbagliata. Se l'amministrazione è disposta a essere creativa, può adottare una serie di misure che non dipendono dal taglio dei tassi da parte della Fed.

IEEPA

Ad esempio, l'International Emergency Economic Powers Act, firmato dal Presidente Jimmy Carter nel 1977, conferisce al Presidente ampi poteri sulle transazioni internazionali in risposta a minacce di origine straniera "alla sicurezza nazionale, alla politica estera o all'economia degli Stati Uniti"¹⁸ Tali poteri includono la possibilità di limitare o proibire i trasferimenti di credito, pagamenti o titoli a livello internazionale.¹⁹ L'Atto è un importante fondamento dei poteri sanzionatori del Tesoro e dell'extraterritorialità finanziaria.

L'IEEPA può anche essere utilizzato per disincentivare l'accumulo di riserve valutarie, se l'Amministrazione lo desidera. Se la causa principale della sopravvalutazione del dollaro è la domanda di attività di riserva, il Tesoro può usare l'IEEPA per rendere meno attraente l'accumulo di riserve. Un modo per farlo è imporre una tassa d'uso ai detentori ufficiali stranieri di titoli del Tesoro, ad esempio trattenendo una parte dei pagamenti degli interessi su tali partecipazioni. I detentori di riserve impongono un onere al settore delle esportazioni americane e la trattenuta di una parte degli interessi può contribuire a recuperare parte di questo costo. Alcuni obbligazionisti potrebbero accusare gli Stati Uniti di essere inadempienti nei confronti del loro debito, ma la realtà è che la maggior parte dei governi tassano i redditi da interessi, e gli Stati Uniti già tassano i detentori nazionali di titoli UST sui loro pagamenti di interessi. Sebbene questa politica agisca attraverso le valute come mezzo per influenzare le condizioni economiche, si tratta in realtà di una politica mirata all'accumulo di riserve e non di una politica valutaria formale.

Dal punto di vista legale, è più facile strutturare tale politica come una tassa d'uso piuttosto che come un'imposta, per evitare di incorrere nei trattati fiscali. Tale politica non è un controllo sui capitali, in quanto, puntando esclusivamente sul settore dei funzionari stranieri, mira all'accumulo di riserve piuttosto che agli investimenti privati.

¹⁸ 50 U.S.C. §1701(a)

¹⁹ 50 U.S.C. §1702(a)1

Naturalmente, una tassa d'uso rischia di indurre volatilità. Se si incentiva troppo la vendita di riserve, si può verificare un crollo del dollaro, un'impennata dei tassi d'interesse e una limitazione dei nostri poteri di extraterritorialità finanziaria. Tuttavia, ci sono misure che un'amministrazione può adottare per mitigare questi rischi:

In primo luogo, iniziare in piccolo e fare piccoli passi. Iniziando con una piccola tassa d'uso, ad esempio l'1% delle rimesse di interesse, il Tesoro può evitare di provocare un diluvio di flussi. Se non è sufficiente per ottenere la svalutazione desiderata, si può passare al 2%.

E così via. Con un cambiamento di politica così drastico e con enormi conseguenze potenziali, è necessario un certo gradualismo. Ci vorrà tempo per trovare il livello "giusto", ma la pazienza contribuirà a ridurre le conseguenze negative. Per essere ancora più graduale, il Tesoro potrebbe valutare la possibilità di imporre una tassa solo sulle nuove emissioni, piuttosto che su vecchie.²⁰

In secondo luogo, come per le tariffe, differenziare tra i Paesi. Presumibilmente l'Amministrazione vorrebbe trattenere le rimesse agli avversari geopolitici come la Cina più severamente che agli alleati, o ai Paesi che si impegnano nella manipolazione della valuta più severamente che a quelli che non lo fanno. È probabile che l'Amministrazione voglia concedere i benefici dell'uso della valuta di riserva ai nostri alleati, non ai nostri avversari. Le aliquote fiscali applicate dalle diverse nazioni sulle loro riserve possono essere una funzione dei loro rapporti con l'America. Il Tesoro può applicare le tasse attraverso i depositari di titoli e gli intermediari finanziari; gli strumenti di antiriciclaggio e di intelligence finanziaria del Tesoro sono in grado di fare un buon lavoro nell'identificare i proprietari effettivi della maggior parte dei titoli del Tesoro.

Terzo, assicurarsi la cooperazione volontaria della Federal Reserve. La Fed ha una lunga storia di rinvii al Tesoro in materia di politica valutaria e il Tesoro alla Fed in materia di tassi a breve e di stabilizzazione della domanda. Bordo, Humpage e Schwartz (2010) passano in rassegna la storia dei precedenti accordi valutari e degli interventi congiunti. Quando il Tesoro decide di adottare una politica dollaro, la Fed di solito assiste nell'implementazione; il Foreign Exchange Desk del Federal Reserve System può contribuire ad acquistare e vendere valuta estera per raggiungere gli obiettivi del Tesoro. (Per maggiori informazioni su come la Fed potrebbe acquistare valuta estera e sulla necessità di , si veda la sezione successiva).

Esistono precedenti di cooperazione da parte della Fed nel limitare gli aumenti dei tassi d'interesse che si verificano come effetto collaterale

dell'intervento del Tesoro sui mercati dei cambi. In particolare, il "doppio mandato" della Fed è in realtà un triplice mandato: il Congresso ha delegato alla Fed gli obiettivi di "massima occupazione, prezzi stabili e tassi d'interesse moderati a lungo termine"²¹ L'ultimo di questi mandati fornisce una base d'intervento nel caso in cui i tassi d'interesse subiscano un'impennata a seguito di un cambiamento della politica valutaria, e l'ottenimento di un impegno preliminare per un backstop può contribuire a evitare la volatilità. La Fed ha un mandato assegnato per legge - non meno importante dei prezzi o dell'occupazione - per occuparsi dei tassi di interesse.

Ad esempio, come raccontano Alon e Swanson (2011), l'obiettivo dell'originaria operazione Twist durante l'amministrazione Kennedy era quello di prevenire contemporaneamente i deflussi di oro (un obiettivo valutario) e di mantenere bassi i tassi di interesse a medio e lungo termine per sostenere l'economia. L'Operazione Twist era una collaborazione tra la Fed e il Tesoro, in base alla quale il Tesoro aumentava l'emissione di debito a breve termine e la Fed compensava i nuovi prestiti acquistando debito a lungo termine. Poiché i flussi valutari sono principalmente dominati dai tassi a breve, questo mix di politiche ha impedito i deflussi di valuta, consentendo al contempo di abbassare i tassi a lungo termine per sostenere l'economia.

È più probabile che la Fed si coordini con il Tesoro se le vengono offerte le seguenti condizioni: sostegno pubblico da parte del Presidente; riconoscimento pubblico da parte della Casa Bianca che l'intervento sarebbe temporaneo durante il periodo di transizione e non permanente; sostegno politico per le sue decisioni sui tassi a breve in modo da poter comunque raggiungere i suoi obiettivi di inflazione e occupazione. In sostanza, la Fed richiederà probabilmente garanzie di indipendenza per poter utilizzare i tassi a breve per raggiungere i propri obiettivi di inflazione e occupazione. Questa combinazione fisserebbe di fatto un limite alla curva dei rendimenti, non al livello assoluto dei tassi a lungo termine.

²⁰ Ciò potrebbe anche contribuire ad attenuare le preoccupazioni sulla costituzionalità di questa misura rispetto alla clausola dei contratti.

²¹ 12 U.S.C. §225(a)

Sono necessarie altre tre osservazioni su questa strategia. In primo luogo, se gli acquirenti di riserve sono relativamente poco elastici rispetto ai prezzi, potrebbero non essere incentivati a diversificare le loro disponibilità in dollari a causa della riduzione dei rendimenti. In questo caso, la valuta potrebbe non muoversi molto, ma gli Stati Uniti risparmierebbero una notevole spesa per interessi remunerando questi detentori. In questo, anche se il dollaro non si adegua a un valore più equo, si ottiene una migliore condivisione degli oneri sotto forma di sovvenzione del contribuente americano da parte dei detentori di riserve. Se gli acquirenti di UST sono anelastici, allora gli Stati Uniti stanno pagando troppo per i beni pubblici che forniscono, e la discriminazione dei prezzi può aiutare gli Stati Uniti a recuperare il valore.

In secondo luogo, si può temere che incentivare un eccessivo movimento di uscita dalle attività di riserva del dollaro possa limitare l'extraterritorialità finanziaria, che il Presidente Trump ha già sottolineato di voler preservare, minacciando tariffe punitive sulle nazioni che smettono di utilizzare il dollaro per le transazioni. L'imposizione di una tassa d'uso sulle disponibilità ufficiali estere del Tesoro non interferisce con l'uso del dollaro nei sistemi di pagamento, ma solo con il suo utilizzo.

Un paese con un eccesso sostanziale di riserve valutarie può in qualche modo ridurle senza ricorrere ad altre valute per agevolare il commercio internazionale. Inoltre, questo rafforza il motivo per cui sarà importante muoversi lentamente e a piccoli passi con una tale politica. Il Tesoro vorrebbe capire bene come le sue politiche incidono sulle transazioni e sull'extraterritorialità finanziaria prima di rischiare troppo con le commissioni d'uso per le partecipazioni del Tesoro, e questo depone a favore della gradualità.

Infine, sarà importante sottolineare che questa politica non sarà estesa ai detentori nazionali di titoli UST, poiché non vi è alcun vantaggio valutario nel farlo e, se lo scopo è quello di raccogliere entrate dagli, vi sono altri strumenti tradizionali per. L'IEEPA autorizza comunque solo interventi su transazioni che coinvolgono una parte straniera, quindi non vi è alcuna autorità in questa struttura per l'applicazione di una tassa d'uso ai detentori nazionali.

Accumulo di riserve

Un altro approccio unilaterale per rafforzare le valute estere è quello di imitare l'approccio adottato da alcuni dei nostri partner commerciali e accumulare riserve valutarie. Prelevando dollari e vendendoli sul mercato delle valute di altri Paesi, il governo può creare ulteriore domanda per altre valute e aumentarne il valore.

In termini di attuazione, ci sono due strade significative per farlo: la prima è rappresentata dalle attività del Tesoro, in particolare dal Fondo di stabilizzazione dei cambi. Il Presidente può ordinare al Segretario del Tesoro di utilizzare l'ESF come ritiene opportuno. Tuttavia, l'ESF è di dimensioni limitate: la sua posizione netta totale è inferiore a 40 miliardi di dollari, di cui 10 miliardi sono già investiti in strumenti in valuta estera.²²

L'ESF può fare leva su se stesso,²³ ma a rischio di aumentare l'onere degli interessi del governo federale. Qualsiasi attività estera acquistata dall'ESF produrrà ovviamente un rendimento, ma nell'attuale economia globale, le sue attività produrranno quasi certamente un rendimento inferiore alle sue passività, con conseguenti perdite per i contribuenti: finché i rendimenti degli Stati Uniti saranno superiori a quelli dei nostri partner commerciali, si tratta di una proposta di carry negativo.

Il Gold Reserve Act autorizza²⁴ il Segretario a vendere l'oro nel modo che "il Segretario ritiene più vantaggioso per l'interesse pubblico", fornendo ulteriori fondi potenziali per la costituzione di riserve valutarie. Tuttavia, il Segretario è tenuto per legge a utilizzare i proventi di tali vendite "al solo scopo di ridurre il debito nazionale". Questo requisito può essere conciliato con l'obiettivo di costituire riserve valutarie facendo vendere all'ESF dollari a termine. Se le vendite di oro vengono utilizzate per consegnare i dollari nei contratti a termine, probabilmente si soddisfa il requisito statutario della riduzione del debito nazionale. Esistono altri modi per strutturare la transazione dell'ESF come una forma di contratto di debito per rispettare la legge. Sebbene ciò sia probabilmente consentito dalla legge, la vendita delle riserve auree nazionali per acquistare strumenti in valuta estera potrebbe essere politicamente costosa e modificare la composizione patrimoniale del Fondo.

²² <https://home.treasury.gov/system/files/206/ESF-June-2024-FS-Trunc-Notes.pdf>

²³ USC 31 §5302(b) autorizza il Segretario a trattare "strumenti di credito e titoli che il Segretario ritiene necessari".

²⁴ USC 31 §5116(a)(1)(A).

del governo statunitense. Tuttavia, poiché l'oro non paga interessi, la sua vendita in cambio di un debito estero con un rendimento positivo dovrebbe produrre un reddito per il governo degli Stati Uniti.

L'altro mezzo per costituire un portafoglio di riserve è l'utilizzo del System Open Market Account della Federal Reserve, dal momento che il Federal Open Market Committee autorizza la Fed di New York a farlo.²⁵ L'utilizzo del SOMA richiede la cooperazione della Fed - il che, ripeto, non è impossibile dal momento che la Fed si rimette al Tesoro per quanto riguarda la politica valutaria - e può essere il risultato di una serie di accordi tra la Fed e il Tesoro, ma deve essere volontario per preservare la credibilità della Fed nella lotta all'inflazione.

Data la capacità della Fed di creare massa monetaria a piacimento e di operare con qualsiasi posizione di capitale, i vincoli dimensionali non derivano dal potere d'acquisto, ma piuttosto dalle attività disponibili da acquistare.

Il maggiore inconveniente dell'accumulo di riserve valutarie è la necessità di acquistare qualcosa con tali riserve - come sempre, i tassi di cambio hanno due facce. Se la Fed stampa dollari per acquistare valuta estera, deve fare qualcosa con quella valuta estera. Può lasciare la valuta estera presso una banca centrale estera, ma ciò richiede la collaborazione di tale banca centrale e offre un rendimento relativamente basso. Poiché l'aumento dell'offerta di moneta è inflazionistico, farlo impone un costo agli americani, e usare i proventi per guadagnare bassi livelli di interesse presso una banca centrale straniera non è un uso produttivo dei fondi. In alternativa, un fondo di riserva può acquistare attività, come il debito pubblico estero a più lungo termine, o altre attività, ma questo espone i contribuenti a rischi di credito o di altro tipo.

Se la Fed stampa 1.000 miliardi di dollari e li usa per acquistare debito europeo, giapponese e cinese per sostenere le principali valute estere, questi diventano 1.000 miliardi di dollari a rischio nel caso in cui un governo straniero ristrutturi i propri obblighi, svaluti la propria valuta o subisca qualche altra forma di crisi. La Cina ha ripudiato il proprio debito in passato, e l'Eurozona sta un'istituzione relativamente nuova, con problemi ancora in via di definizione. Così come l'America può utilizzare leggi come l'IEEPA per trattenere le rimesse sui titoli UST posseduti dal settore ufficiale straniero, tali politiche possono essere imposte dai governi stranieri contro qualsiasi portafoglio di riserve americano; le perdite possono essere imposte a noi dagli stranieri. Un portafoglio di riserve può diventare una vulnerabilità significativa. Inoltre, anche se ci fidassimo della bontà degli asset cinesi, non è nemmeno chiaro cosa potremmo acquistare su larga scala, visti i controlli sui capitali dell'economia cinese.

Proprio come nel caso dei prestiti del Tesoro per l'acquisto di attività estere, anche la Fed probabilmente perderà denaro su un portafoglio di riserve. Se l'acquisto di titoli esteri da parte della Fed crea ulteriori passività sotto forma di riserve bancarie e paga gli interessi su tali passività attraverso l'interesse sui saldi di riserva, l'operazione sarà probabilmente negativa per la Fed, poiché gli interessi sulle sue attività sono dominati dai costi di finanziamento. Tali perdite ostacoleranno la capacità della Fed di rimettere al Tesoro i profitti sul suo conto operativo, ammesso che alla fine la Fed torni alla redditività. Di conseguenza, i contribuenti possono risentirne.

Inoltre, questa forma di intervento può essere più inflazionistica di altre. Quando i dollari venduti sono nuovi dollari creati dalla banca centrale, l'offerta di moneta si espande in un modo che non avviene quando i detentori stranieri vendono dollari già esistenti o quando il Tesoro vende oro per acquistare valuta estera. L'impulso inflazionistico non è solo una valuta più debole, ma anche un'offerta di liquidità interna molto più potente.

La Federal Reserve cercherà senza dubbio di limitare questa forza inflazionistica, sterilizzando parte dell'aumento dell'offerta di moneta e limitando la sua capacità di pesare sul dollaro. La sterilizzazione richiederà un della politica monetaria con altri mezzi, ad esempio vendendo banconote per compensare la liquidità creata dall'acquisto di valuta estera o consentendo alle disponibilità SOMA a più lungo termine di maturare fuori dal suo bilancio. Se la creazione di riserve in valuta estera da parte della banca centrale aumenta l'offerta di moneta in un modo che la Fed ritiene inflazionistico, allora per raggiungere le sue priorità in materia di inflazione e a parità di altre condizioni, la banca centrale compenserà almeno in parte tale aumento riducendo l'offerta di moneta. Ciò sosterrà il dollaro e contrasterà alcuni effetti delle vendite.

25 https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/files/FOMC_AuthorizationsContinuingDirectivesOMOs.pdf

L'alternativa alla sterilizzazione è lasciare che l'inflazione derivante dall'immissione di liquidità aggiuntiva passi attraverso l'economia. La necessità di sterilizzare gli acquisti di valuta estera da parte della banca centrale è ciò che ha portato gli economisti a ritenere che questo non sia un mezzo proficuo per intervenire sulla valuta. È possibile che nel gioco finale di Basilea, con riserve abbondanti e interessi sui saldi di riserva, l'aumento della base monetaria non porti alla stessa quantità di inflazione sperimentata dalla Fed in passato. I cambiamenti nella struttura del mercato finanziario potrebbero attenuare la misura in cui la Fed dovrà sterilizzare gli aumenti dell'offerta di moneta, optando invece per aggiustamenti dei tassi di interesse se si materializzano pressioni inflazionistiche.

Se la politica del dollaro debole viene adottata in un periodo di pressioni inflazionistiche calme, quando un aumento dell'offerta di moneta non è una preoccupazione per i responsabili della politica monetaria, allora c'è spazio per una sterilizzazione ridotta. Anche in questo caso, molto dipenderà dal contesto economico in cui tale politica verrà adottata.

Capitolo 5: Considerazioni sul mercato e sulla volatilità

Tariffe e poi dollari o investimenti

Un secondo mandato di Trump sarà probabilmente ancora più incisivo del primo quando si tratterà di riconfigurare i sistemi commerciali e finanziari internazionali. Non potendo candidarsi per un altro mandato, il Presidente Trump può concentrarsi sulla sua eredità e sul raggiungimento di alcuni dei suoi obiettivi principali: la reindustrializzazione, la rivitalizzazione del settore manifatturiero e il miglioramento della competitività internazionale. Ho passato in rassegna una serie di strumenti politici che possono contribuire al raggiungimento di questi obiettivi.

Sebbene i rischi di volatilità siano rilevanti, il Presidente Trump ha mostrato ripetutamente preoccupazione per la salute dei mercati finanziari durante tutta la sua amministrazione. Questa preoccupazione è fondamentale per la sua visione della politica economica e per il successo della sua presidenza. Mi aspetto quindi che la politica proceda in modo graduale, cercando di ridurre al minimo le conseguenze indesiderate sul mercato degli sforzi per migliorare la condivisione degli oneri per la fornitura di attività di riserva e per l'ombrello della difesa.

Inoltre, il Presidente Trump ha familiarità con i dazi e la prima volta è riuscito a ottenere entrate dalla Cina, mentre una modifica sostanziale della politica del dollaro sarebbe una nuova incursione per lui e molti dei suoi fidati consiglieri in passato hanno messo in guardia da effetti collaterali potenzialmente rischiosi. Le tariffe offrono entrate in un periodo di ampi deficit, mentre gli aggiustamenti valutari non ne offrono.

Queste considerazioni suggeriscono diverse conseguenze:

- 1) Ci sono buone ragioni per essere più cauti con le modifiche alla politica del dollaro che con le modifiche alle tariffe.
- 2) È probabile che non vengano prese misure per rafforzare le valute sottovalutate finché non si riuscirà a mitigare i rischi. L'Amministrazione attenderà probabilmente una maggiore fiducia nella riduzione dell'inflazione e del deficit, per limitare gli aumenti potenzialmente dannosi dei rendimenti a lungo termine che potrebbero accompagnare una modifica della politica del dollaro. L'attesa di un avvicinamento alla Federal Reserve aumenta la probabilità che la Fed collabori volontariamente per contribuire a modificare la politica valutaria.
- 3) Le tariffe sono uno strumento di leva negoziale, oltre che di entrate ed equità. I dazi precederanno probabilmente qualsiasi passaggio a una politica del dollaro morbida che richieda la cooperazione dei partner commerciali per la sua attuazione, poiché i termini di qualsiasi accordo saranno più vantaggiosi se gli Stati Uniti avranno una maggiore leva negoziale. L'ultima, le tariffe hanno portato all'accordo di fase 1 con la Cina. La prossima, forse, porteranno a un accordo valutario multilaterale più ampio.
- 4) Pertanto, mi aspetto che la politica sia positiva per il dollaro prima che diventi negativa per il dollaro.

Mentre le tariffe sono ormai decentemente comprese - le tariffe causeranno un certo apprezzamento del dollaro, anche se la misura di tale apprezzamento è discutibile - i contorni della politica valutaria sono meno ben compresi, in parte perché non è cambiata da decenni. Anche questo è un motivo di maggiore cautela nei confronti delle modifiche valutarie rispetto a quelle tariffarie.

Esiste un altro potenziale uso della leva fornita dalle tariffe: una forma alternativa di accordo di Mar-a-Lago che prevede la rimozione delle tariffe in cambio di significativi investimenti industriali negli Stati Uniti da parte dei nostri partner commerciali, Cina in testa. Uno scambio di questo tipo è stato fondamentale per risolvere i conflitti commerciali durante l'amministrazione Reagan (e guidato in parte da Robert Lighthizer). Nei commenti rilasciati a luglio, il Presidente Trump ha dichiarato che sarebbe favorevole alla costruzione da parte della Cina, tra l'altro di fabbriche di automobili negli Stati Uniti.²⁶ Sebbene un accordo di questo tipo sia possibile, vi sono alcuni motivi di cautela. In primo luogo, la Cina non ha un buon record di rispetto degli accordi commerciali stipulati con gli Stati Uniti e il ricordo della Fase 1 è ancora fresco. Gli Stati Uniti dovrebbero quindi esigere delle garanzie - ad esempio, il portafoglio del Tesoro cinese in garanzia - per garantire il rispetto di un accordo come . In secondo luogo, la Cina è restia a fare concessioni come l'esportazione di parte della sua produzione industriale all'estero, in modo da creare posti di lavoro per i non cinesi, e probabilmente non si accontenterebbe di un accordo di questo tipo.

26 <https://www.bloomberg.com/news/articles/2024-07-19/trump-welcomes-china-to-build-cars-in-us-in-departure-from-biden>

richiedono lunghi negoziati o pressioni significative per . Gli Stati Uniti non sono disposti a stare fermi mentre la Cina trascina i negoziati, per cui è probabile che vengano imposti dazi per creare urgenza in tali negoziati. Probabilmente si tratta ancora di un caso di tariffe prima e di un accordo poi, perché l'accordo richiede una certa pressione per prendere forma.

Inoltre, poiché la riduzione dell'inflazione è fondamentale per contribuire ad alleviare le preoccupazioni del mercato obbligazionario e consentire alla Fed di perseguire un ciclo di tagli più profondo, è probabile che un'amministrazione Trump dia la priorità a politiche strutturali che riducano l'inflazione attraverso la liberalizzazione dell'offerta. Ciò significa una deregolamentazione aggressiva e uno sforzo concentrato per ridurre i prezzi dell'energia.

Questa combinazione è probabilmente ribassista per i prezzi del petrolio, ma ambigua per i produttori di energia, e piuttosto rialzista per le azioni e la crescita. Se la deregolamentazione aumenta la crescita potenziale e riduce l'inflazione - come ha contribuito alla crescita non inflazionistica registrata nella prima amministrazione Trump - ciò contribuirà a sostenere sia il mercato obbligazionario che quello azionario.

Infine, le tariffe potrebbero essere implementate in modo da offrire scale gradualmente in base alla disponibilità di altre nazioni a condividere gli oneri delle riserve e degli ombrelli di difesa. I Paesi che sono felici di contribuire a condividere l'onere e si adoperano per rientrare nella zona di sicurezza riceveranno probabilmente tariffe più leggere. Le attività dei Paesi che ricevono tariffe più alte probabilmente soffriranno in modo sproporzionato.

Approcci valutari multilaterali

Un accordo tra i partner commerciali per un approccio multilaterale al rafforzamento delle valute sottovalutate può contribuire a contenere la volatilità indesiderata. Un accordo in base al quale i nostri partner commerciali estinguano le loro riserve in titoli UST a lunghissima scadenza a) alleggerirà la pressione di finanziamento sul Tesoro e ridurrà la quantità di titoli a lunga scadenza che il Tesoro deve vendere sul mercato; b) migliorerà la sostenibilità del debito riducendo l'ammontare del debito che dovrà essere rinnovato a tassi più elevati man mano che il bilancio si deteriora nel tempo; e c) rafforzerà l'idea che la nostra fornitura di un ombrello di difesa e le attività di riserva sono interconnesse. In questa eventualità, si potrebbero persino trovare argomenti per vendere perpetuals piuttosto che century bonds.

In questo mondo, sia il dollaro che i rendimenti lunghi possono scendere insieme, invece di muoversi in direzioni opposte. Ma, come si è detto in precedenza, è abbastanza difficile estinguere la durata dei Treasury detenuti dalle banche centrali dei paesi amici/alleati; tali flussi dovranno superare le vendite degli operatori del settore privato, che, a seconda della loro sensibilità alle perdite sui cambi, possono essere consistenti. L'incertezza è dovuta al fatto che gran parte del possesso attività in dollari da parte del settore privato ha finalità di riserva e quindi è molto meno sensibile ai prezzi. La misura in cui si tratterà di qualcosa di più di un'anomalia a breve termine dipenderà dalla portata delle perdite valutarie, dalla sensibilità del settore privato, dall'entità del miglioramento prospettive di bilancio statunitensi a lungo termine e dalla decisione della Federal Reserve di coordinarsi con il processo.

Approcci valutari unilaterali

Gli approcci valutari unilaterali comportano maggiori rischi di volatilità, ma una maggiore flessibilità d'azione. Se la Fed crea dollari con cui acquistare attività estere, può cercare di sterilizzare tale creazione di moneta, e la sterilizzazione ha delle conseguenze - probabilmente, rendimenti frontali più elevati, rendimenti posteriori più bassi e una curva dei rendimenti più piatta. Se il Tesoro impone una tassa d'uso sugli UST dei detentori di riserve estere, sarà molto utile che la Fed sia disposta a contribuire a contenere qualsiasi volatilità indesiderata dei tassi d'interesse, fatta salva la libertà della Fed di perseguire il suo mandato inflazionistico.

Se la Fed non dovesse intervenire con un cambiamento unilaterale della politica valutaria, la volatilità potrebbe aumentare. Se gli Stati Uniti adottano misure per scoraggiare i detentori stranieri di Treasury imponendo una tassa d'uso sulle rimesse di interessi o di capitale, i premi a termine possono aumentare in quanto gli stranieri riducono le loro partecipazioni. Forti aumenti dei rendimenti del Tesoro possono portare a cali del mercato azionario. Pertanto l'Amministrazione, in un caso di questo tipo, probabilmente si muoverà gradualmente, iniziando con incrementi molto piccoli della ritenuta. Movimenti piccoli e lenti ridurrebbero la volatilità, ma aumenterebbero il tempo necessario per trovare la giusta combinazione di tassi di interesse e valori valutari per l'Amministrazione. La pazienza sarà utile.

Nonostante i tentativi di gradualità, il mercato potrebbe comunque muoversi bruscamente; l'accenno di un tale cambiamento di politica potrebbe indurre movimenti di mercato significativi senza che sia necessaria l'effettiva attuazione della politica. Una tale volatilità rischia di far impennare

rendimenti a lungo termine, in seguito al ribilanciamento degli investitori globali verso gli asset in USD. Senza l'aiuto della Fed nel limitare i rendimenti o dei detentori di riserve estere che estinguono il loro debito, un'amministrazione ha meno opzioni di intervento valide per stabilizzare i rendimenti. Tuttavia, ci sono ancora dei trucchi:

- 1) Emissione attivista del Tesoro del tipo discusso in Miran e Roubini (2024). Accorciando il profilo delle scadenze del proprio debito, il Tesoro può ridurre l'offerta di duration per compensare l'aumento dell'offerta derivante dalle vendite all'estero. Tale politica presenta limiti e costi, come discusso in Miran e Roubini (2024). La giustificazione per l'ATI in questo contesto sarebbe quella di tamponare la volatilità dovuta alle vendite estere.
- 2) Il Fondo di stabilizzazione dei cambi può essere utilizzato per contribuire a ridurre la volatilità in questo .
- 3) Perseguire una politica parallela di deregolamentazione, energia a basso costo e consolidamento fiscale finalizzata alla riduzione dei deficit e dell'inflazione, che stimolerà la domanda aggregata e ridurrà l'offerta di debito per contribuire a compensare le vendite da parte degli stranieri. Le misure non finanziarie volte a rafforzare l'attrattiva fondamentale dei titoli UST possono essere d'aiuto.

Nessuna di queste misure fornisce un enorme potere finanziario a breve termine contro la volatilità dei mercati, mentre possono prevalere su periodi di tempo più lunghi. È chiaro che questo tipo di approccio unilaterale è più rischioso, ma è comunque un'opzione se il Presidente decide di voler modificare i mercati valutari.

In tutti i casi

Ci sono alcune conseguenze comuni a tutti questi possibili scenari, se l'Amministrazione persegue uno.

In primo luogo, una demarcazione molto più forte tra amico, nemico e partner commerciale neutrale. Gli amici sono all'interno dell'ombrello della sicurezza e dell'economia, ma c'è una maggiore condivisione degli oneri. In base alla portata di tale condivisione degli oneri, gli amici

possono sperimentare condizioni commerciali o valutarie più favorevoli. Coloro che non rientrano nell'ombrello della sicurezza si troveranno anche al di fuori di accordi amichevoli per il commercio internazionale e di un facile accesso ai consumatori statunitensi. A loro saranno imposti costi più aggressivi attraverso tariffe e altre politiche. Ci sono ovvie implicazioni per i prezzi degli asset.

In secondo luogo, la minaccia di ritiro dell'ombrello di sicurezza senza condivisione degli oneri avrà le conseguenze, potenzialmente volatili. Spingerà le nazioni di tutto il mondo a investire di più nella difesa? Incoraggerà un'azione più aggressiva da parte dei cattivi attori contro coloro che sono ora al di fuori dell'ombrello di difesa? Questi sono gradi di incertezza significativi che permeeranno i mercati. I premi per il rischio potrebbero aumentare per gli asset dei Paesi che ora corrono maggiori rischi per la sicurezza.

In terzo luogo, un aumento strutturale della volatilità implicita nei mercati valutari. La possibilità di cambiamenti di politica monumentali, una volta ogni pochi decenni, dovrebbe aumentare in modo significativo le aspettative di volatilità.

In quarto luogo, queste politiche potrebbero aumentare gli sforzi di coloro che cercano di ridurre al minimo l'esposizione agli Stati Uniti. Gli sforzi per trovare alternative al dollaro e agli asset in dollari si intensificheranno. L'internazionalizzazione del renminbi o l'invenzione di una sorta di "moneta dei BRICS" presentano tuttora notevoli difficoltà strutturali, per cui è probabile che tali sforzi continuino a fallire, ma è probabile che ne beneficino asset di riserva alternativi come l'oro o le criptovalute.

Capitolo 6: Conclusioni

Il prossimo mandato di Trump presenta il potenziale per un cambiamento radicale del sistema economico internazionale e la possibile volatilità che lo accompagna. È importante che gli investitori comprendano gli strumenti che potrebbero essere utilizzati a tal fine, nonché i mezzi con cui il governo può tentare di evitare conseguenze indesiderate. Questo saggio cerca di fornire una guida all'uso: una rassegna di alcuni strumenti, delle loro conseguenze economiche e di mercato e delle misure che possono essere adottate per mitigare gli effetti collaterali indesiderati.

Il consenso di Wall Street sul fatto che un'amministrazione non abbia strumenti per influenzare il valore del dollaro in valuta estera, qualora desiderasse, è sbagliato. Il governo ha molti mezzi per , sia a livello multilaterale che unilaterale. Indipendentemente dall'approccio adottato, tuttavia, è necessario prestare attenzione alle misure per ridurre al minimo la volatilità. L'assistenza dei partner commerciali o della Federal Reserve può essere utile a tal fine.

In ogni , poiché il Presidente Trump ha dimostrato che le tariffe sono un mezzo con cui può estrarre con successo leva negoziale e ricavi dai partner commerciali, è molto probabile che le tariffe vengano utilizzate prima di qualsiasi strumento valutario. Poiché le tariffe sono positive per il dollaro, per gli investitori sarà importante capire la sequenza delle riforme del sistema commerciale internazionale. È probabile che il dollaro si rafforzi prima di invertire la rotta, se lo farà.

Esiste un percorso attraverso il quale l'amministrazione Trump può riconfigurare i sistemi commerciali e finanziari globali a dell'America, ma è stretto e richiederà un'attenta pianificazione, un'esecuzione precisa e un'attenzione ai passaggi per minimizzare le conseguenze negative.

Riferimenti

- Autor, David, David Dorn e Gordon Hanson. "Lo shock della Cina: imparare dall'aggiustamento del mercato del lavoro a grandi cambiamenti nel commercio". Annual Review of Economics 8, 2016.
- Autor, David, David Dorn e Gordon Hanson. "Sulla persistenza dello shock cinese". Brookings Papers on Economic Activity ,2021
- Amiti, Mary, Mathieu Gomez, Sang Hoon Kong, David Weinstein. "Protezione commerciale, rendimenti del mercato azionario e benessere". NBER Working Papers No. 28758, 2021.
- Amiti, Mary, Stephen J. Redding e David E. Weinstein. "L'impatto delle tariffe del 2018 sui prezzi e sul benessere". Journal of Economic Perspectives 33(4), 2019.
- Bessent, Scott. "La fallacia della Bidenomics: un ritorno alla pianificazione centrale". Intervista e saggio in occasione di una conferenza ospitata dal Manhattan Institute, 2024.
- Bordo, Michael D e Robert N McCauley. "Triffin: dilemma o mito?". Documento di lavoro BRI n. 684. 2017.
- Broda, Christian, Nuno Limao e David E. Weinstein. "Tariffe ottimali e potere di mercato: l'evidenza". American Economic Review 98(5), 2008.
- Briggs, Joseph. "Ricadute estere e politica della Fed in un periodo di inasprimento della politica monetaria globale". Goldman Sachs U.S. Economics Analyst, 9 ottobre 2022.
- Brown, Chad. "Tariffe della guerra commerciale tra Stati Uniti e Cina: un grafico aggiornato". Grafici dell'Istituto Peterson per l'economia internazionale, 2023.
- Cavallo, Alberto, Gita Gopinath, Brent Meiman e Jenny Tang. "Il pass-through tariffario alla frontiera e al negozio: prove dalla politica commerciale degli Stati Uniti". American Economic Review: Insights 3(1), 2021.
- Cipriani, Marco, Linda S. Goldberg e Gabriele La Spada. "Sanzioni finanziarie, SWIFT e l'architettura sistema dei pagamenti internazionali". Federal Reserve Bank of New York Staff Reports, n. 1047, 2023.
- Chodorow-Reich, Gabriel, Matthew Smith, Owen M. Zidar e Eric Zwick. "Politica fiscale e investimenti in un' globale economia". Documento di lavoro NBER n. 32180, 2024.
- Costinot, Arnaud e Andres Rodriguez-Clare. "La teoria del commercio con i numeri: quantificare le conseguenze della globalizzazione". Handbook of International Economics, volume 4, Elsevier, 2014.
- Du, Wenxin, Joanne Im e Jesse Schreger (2018). "Il premio del Tesoro statunitense". Journal of International Economics 112.
- Jeanne, Olivier e Jeongwon Son John, "In che misura le tariffe sono compensate dai tassi di cambio?". Journal of International Money and Finance 142, 2024.
- Fajgelbaum, Pablo D, Pinelopi K Goldberg, Patrick J Kennedy e Amit K Khandelwal. "Il ritorno al protezionismo". Quarterly Journal of Economics 135(1), 2020.
- Farhi, Emmanuel, Gita Gopinath e Oleg Itskhoki. "Le svalutazioni fiscali". Review of Economic Studies 81(2), 2014. Feldstein, Martin e Paul Volcker. "Un'intervista". Journal of Economic Perspectives 27(4), 2013.
- Freeman, Rebecca, Richard Baldwin e Angelos Theodorakopoulos. "Perturbazioni della catena di approvvigionamento: shock, legami ed esposizione nascosta". Bank of England Underground, 29 novembre 2023.
- Goldbeck, Dan. "Settimana della regolamentazione: un anno da mille miliardi di dollari". Ricerca dell'American Action Forum, 2024. Gopinath, Gita. "Il sistema internazionale dei prezzi." Documento di lavoro NBER n. 21646. 2015.

Iyoha, Ebehi, Edmund Malesky, Jaya Wen, Sung-Ju Wu e Bo Feng. "Esportazioni sotto mentite spoglie? Il riorientamento del commercio durante la guerra commerciale tra Stati Uniti e Cina". Documento di lavoro della Harvard Business School 24-072, 2024.

Laforte, Jean-Philippe. "Panoramica delle modifiche al modello FRB/USA". Note della FEDS, 2018.

Laperriere, Andy, Don Schneider e Melissa Turner. "Agire da soli: la presidenza è relativamente più importante in queste elezioni". Piper Sandler US Policy Macro Research. 24 ottobre 2024.

Levin, Andrew T. e Christina Parajon Skinner. "La scarsa visibilità della banca centrale: valutare la responsabilità della Fed nei confronti del Congresso". Hoover Institution Economic Working Papers numero 21320, 2024.

McKinsey Global Institute. "Un privilegio esorbitante? Implicazioni delle valute di riserva per la competitività". Documento di discussione, dicembre 2009.

Miran, Stephen e Nouriel Roubini. "ATI: l'emissione attivista di titoli del Tesoro e il braccio di ferro sulla politica monetaria". Hudson Bay Capital Research Series, 2024.

Mohsin, Saleha. "Soldati di carta: come l'armamento del dollaro ha cambiato l'ordine mondiale". Portfolio, 2024. Poszar, Zoltan.

"Denaro e ordine mondiale". Ex Uno Plures 2(8), 2024.

Saez, Emmanuel, Joel Slemrod e Seth H. Giertz. "L'elasticità del reddito imponibile rispetto alle fiscali marginali: una revisione critica". Journal of Economic Literature 50(1), 2013.

Zhou, Xiaochuan. La riforma del sistema monetario internazionale. Banca popolare cinese, 2009.

Divulgazione

Divulgazione generale:

Le opinioni qui riportate sono esclusivamente quelle dell'autore e non rappresentano le opinioni o le politiche di Hudson Bay Capital.

Questo materiale è inteso solo a scopo informativo e non costituisce una consulenza sugli investimenti, una raccomandazione o un'offerta o una sollecitazione all'acquisto o alla vendita di titoli a qualsiasi persona in qualsiasi giurisdizione. Le opinioni espresse sono aggiornate al novembre 2024 e sono soggette a modifiche senza preavviso. L'affidamento sulle informazioni contenute in questo materiale è a esclusiva discrezione del lettore. L'investimento comporta dei rischi. Hudson Bay non si assume alcun obbligo di aggiornare o rivedere qualsiasi dichiarazione o informazione o di correggere eventuali imprecisioni, sia a seguito di nuove informazioni, che di eventi futuri o altro. La presente presentazione non può essere mostrata, copiata, distribuita o consegnata a terzi senza l'autorizzazione di Hudson Bay.

Queste informazioni non intendono essere complete o esaustive e non vengono rilasciate dichiarazioni o garanzie, esplicite o implicite, in merito all'accuratezza o alla completezza delle informazioni qui contenute. Questo materiale può contenere stime e dichiarazioni previsionali, che possono includere previsioni e non rappresentano una garanzia di prestazioni future.

Nella misura consentita dalla legge applicabile, nessuna delle società Hudson Bay Capital Management LP, Hudson Bay Capital UK LLP, Hudson Bay Capital Associates LLC, Hudson Bay International Associates LLC né i rispettivi affiliati, funzionari, direttori, dipendenti, mandanti o agenti saranno responsabili nei confronti dell'utente o di qualsiasi altra persona per eventuali errori od omissioni nella produzione o nel contenuto della presente rappresentazione, né saranno in alcun caso responsabili nei confronti dell'utente o di qualsiasi altra persona per qualsiasi perdita o danno (diretto, indiretto, speciale, incidentale, economico o consequenziale, esemplare o punitivo) derivante da, connesso a, o relativo all'uso di, o all'impossibilità di usare, questa presentazione, o a qualsiasi azione o decisione presa dall'utente o da qualsiasi altra persona facendo affidamento su questa presentazione, o qualsiasi azione non autorizzata.

l'uso o la riproduzione di questa presentazione.