

08.05.2026

## L'AZZARDATA SCOMMESSA DI TRUMP SUL DOLLARO

*Il presidente sta inaugurando una nuova era per la banca centrale statunitense. Le ripercussioni sull'economia e sul sistema finanziario mondiale sono incalcolabili. Con il cambio al vertice della Fed, il presidente degli Stati Uniti segna l'inizio della politicizzazione della banca centrale più potente del mondo. Il rischio per l'economia statunitense, il dollaro e il sistema finanziario mondiale è difficilmente quantificabile*



*Di Astrid Dörner, Antonia Mannweiler, Jens Münchrath Francoforte, New York, Düsseldorf*

Jerome Powell sale sul podio, regna un silenzio carico di tensione. Il capo della Federal Reserve, 73 anni, inizia a parlare come ha sempre fatto negli otto anni del suo mandato: parla a bassa voce, in modo riflessivo e senza agitazione – dei tassi di inflazione, del mercato del lavoro, dei nuovi pericoli per l’inflazione. Poi improvvisamente cambia tono il presidente, che il 15 maggio lascerà l’incarico a rotazione. Saluta e spiega perché, nonostante tutto, non può lasciare del tutto la banca centrale. Rimarrà governatore nel consiglio, dice Powell. Lo fa a causa degli attacchi all'istituzione.

Una mossa del genere è insolita ed è avvenuta finora solo una volta nella storia della banca centrale, fondata nel 1913, ovvero quasi 80 anni fa. E così la decisione di Powell è anche un affronto al presidente degli Stati Uniti. Da quando è entrato in carica nel gennaio 2025, Donald Trump ha fatto di tutto per spingere Powell ad abbassare i tassi d’interesse. Lo ha insultato, ha tramato contro di lui e ha ripetutamente minacciato di licenziarlo, anche se la Costituzione degli Stati Uniti non lo prevede affatto. «Le azioni legali del governo non hanno precedenti nei nostri 113 anni di storia», afferma Powell – e con ciò formula forse la sua eredità alla Fed. «Per la nostra economia e per le persone che serviamo, è di

fondamentale importanza poter contare a lungo termine su una banca centrale che operi in questo modo – libera da influenze politiche».

Poche ore prima al Congresso degli Stati Uniti: Kevin Warsh è seduto davanti alla commissione bancaria del Senato. Il successore designato di Powell deve affrontare le domande critiche dei democratici all'attacco. Warsh rimane calmo e cortese. Alcune formulazioni sembrano preparate. Eppure traspare ripetutamente che qui siede qualcuno che non è solo il candidato di Trump. Ma qualcuno che rappresenta tutt'altro che la continuità alla Federal Reserve. Qualcuno che progetta una sorta di nuovo inizio nella politica monetaria americana – come minimo. Il 56enne parla della «tirannia dello status quo» con riferimento al grande economista Milton Friedman. «Le mie opinioni cambiano quando cambiano i fatti», afferma. Queste due scene, se non altro, illustrano il cambiamento epocale che attende la più potente di tutte le banche centrali quando Warsh, che la prossima settimana si aspetta l'approvazione del Senato con la maggioranza dei repubblicani, assumerà la guida della «banca centrale mondiale».

Si tratta delle grandi questioni di politica finanziaria. Si tratta di capire se la Federal Reserve potrà rimanere indipendente o se in futuro agirà come una sorta di sottodivisione della Casa Bianca. Si tratta di capire quale ruolo abbia la Fed nella sostenibilità del debito degli Stati Uniti. E si tratta, in ultima analisi, di capire se il dollaro possa rimanere a lungo termine la valuta di riferimento in queste circostanze e se il presidente degli Stati Uniti non stia forse segnando la fine del privilegio del dollaro.

Trump è in carica da meno di 16 mesi e, oltre ai suoi attacchi all'indipendenza della banca centrale, il presidente ha fatto di tutto per minare la fiducia nella valuta di riferimento e nel più grande e influente mercato obbligazionario del mondo. Trump ha dichiarato guerra dei dazi al resto del mondo. Sta facendo lievitare il debito pubblico, sta minando la fiducia nelle istituzioni democratiche. Tutto ciò mina la credibilità dell'America e il suo ruolo di custode del dollaro. A ciò si aggiunge il sospetto che il presidente non solo tolleri il deprezzamento del dollaro, ma lo persegua addirittura – per un calcolo di crescita a breve termine, al fine di rafforzare la competitività delle imprese statunitensi. Il suo secondo obiettivo è la riduzione del gigantesco deficit della bilancia commerciale, che nonostante i dazi punitivi sulle importazioni statunitensi lo scorso anno ha raggiunto il record di 1,24 trilioni di dollari. Ciò significa che, oltre allo sconvolgimento geopolitico avviato da Trump, oltre al suo esperimento sul debito e alla sua guerra commerciale, l'economia mondiale è minacciata anche da una cesura nella politica monetaria.

Bill Dudley, ex capo della Fed di New York, ritiene che lo scenario di una Fed politicamente dipendente sia del tutto probabile – e mette in guardia dalle conseguenze: si profilano «aspettative di inflazione in aumento» e un «onere degli interessi schiacciante». «Avremmo una crisi finanziaria – un “momento Liz Truss” come in Gran Bretagna», afferma Dudley in un'intervista con l'Handelsblatt. L'economista fa riferimento al primo ministro britannico, che nell'autunno del 2022 ha provocato una massiccia perdita di fiducia sui mercati obbligazionari con i suoi audaci piani fiscali e alla fine ha dovuto dimettersi.

E Kaushik Basu, ex capo economista della Banca Mondiale e ora consulente economico del governo indiano, fa un passo in più: «Se la politica statunitense non dovesse cambiare rotta, quest'anno potrebbe passare alla storia come il momento in cui il dollaro ha iniziato a perdere il suo status di valuta mondiale».

## **Capitolo I: Svolta epocale alla Fed**

Kevin Warsh si dimena durante la sua audizione al Senato. Gli viene chiesto di citare una sola cosa su cui non è d'accordo con il presidente. Warsh cerca di eludere la domanda della senatrice Elizabeth Warren. Ma la democratica, nota per la sua tecnica di interrogatorio incisiva, non molla la presa. Warsh ricorre

all'umorismo: «Credo che il presidente abbia detto stamattina che sembro uscito direttamente da un casting hollywoodiano per un capo della Fed. Se fosse così, probabilmente avrei un aspetto più vecchio, più grigio – e mi presenterei qui con un sigaro». Questo dovrebbe essere proprio di gusto di Trump. Su una cosa, però, la linea di Warsh non lascia dubbi. Egli non vuole solo guidare la Fed, ma cambiarla radicalmente.

La prima rottura inizia già qui, a livello di comunicazione. Warsh, ad esempio, non apprezza una Fed che comunichi ai mercati con troppo anticipo quali potrebbero essere le mosse sui tassi e le previsioni. Ha criticato aspramente la cosiddetta “forward guidance”. Le previsioni errate degli anni 2021 e 2022, quando l'inflazione negli Stati Uniti è salita oltre il nove per cento, sarebbero state così ulteriormente aggravate. Meno predefinito, meno sicurezza tecnocratica, forse anche meno conferenze stampa – già il tono della Fed potrebbe cambiare significativamente sotto Warsh. Tuttavia, una comunicazione ridotta potrebbe anche portare a maggiori sorprese nelle decisioni sui tassi d'interesse e quindi anche a una maggiore volatilità sui mercati, osservano gli economisti della Commerzbank. Il cambiamento più profondo, tuttavia, dovrebbe riguardare la stessa politica monetaria. Warsh rappresenta come nessun altro l'abbandono dell'era del “Quantitative Easing” (QE).

Già nel suo primo periodo come giovane governatore della Fed, entrò in conflitto con l'ex presidente Ben Bernanke su questo tema. Dopo la crisi finanziaria del 2008, Warsh inizialmente appoggiò gli acquisti di obbligazioni per stabilizzare i mercati dei tassi d'interesse – come strumento di crisi. Quando però l'eccezione divenne una condizione permanente, lasciò la Fed in anticipo. Per «protesta», afferma il capo stratega degli investimenti Beat Thoma della società di gestione patrimoniale Fisch, «perché Bernanke ha portato avanti il programma su larga scala». Per Thoma, Warsh rappresenta quindi l'alternativa alla Fed degli ultimi anni. Sotto i precedenti presidenti Ben Bernanke, Janet Yellen e Jerome Powell, la banca centrale ha fatto sempre più affidamento sul proprio bilancio come strumento aggiuntivo di politica monetaria. Warsh non ne è molto convinto.

Il bilancio, ulteriormente ampliato in modo massiccio durante la crisi del coronavirus, che nel 2022 ha raggiunto un picco di circa nove trilioni di dollari e che, anche dopo la riduzione, si attesta ancora a quasi 6,7 trilioni di dollari, è per lui il simbolo di una politica della banca centrale «eccessiva». L'argomentazione di Warsh: l'inflazione deve essere combattuta in primo luogo attraverso il tasso di riferimento, non attraverso il bilancio della Fed. «A mio avviso, lo strumento dei tassi d'interesse agisce in modo più mirato – e più equo», ha affermato. Secondo lui, lo strumento del bilancio avvantaggia in modo sproporzionato coloro che dispongono di patrimonio finanziario. Thoma condivide questa visione. «I redditi più alti ne traggono vantaggio, mentre il cittadino comune ne soffre», afferma. Il rally dei corsi sui mercati e l'ascesa dei “Magnificent Seven” sarebbero anche una conseguenza della “stampa di denaro”. Trova quindi lodevole l'idea alla base di un inasprimento del bilancio: “Il denaro dovrebbe essere dirottato da Wall Street verso Main Street”.

Con Warsh potrebbe effettivamente profilarsi una svolta nella politica monetaria. Un bilancio più ridotto, secondo il calcolo, attenuerebbe la pressione inflazionistica e darebbe alla Fed, a lungo termine, un maggiore margine di manovra per i tagli dei tassi d'interesse. A ciò si aggiunge la tesi di Warsh secondo cui un aumento della produttività grazie all'intelligenza artificiale potrebbe rafforzare l'economia statunitense e consentire così tassi d'interesse più bassi senza innescare immediatamente nuove pressioni inflazionistiche. Ma è proprio qui che inizia il rischio. Già sotto Powell, la Fed ha dovuto sperimentare dolorosamente quanto i mercati monetari possano reagire in modo sensibile alla diminuzione della

liquidità. I critici temevano che un “quantitative tightening” troppo aggressivo potesse innescare turbolenze sul mercato e spingere al rialzo i rendimenti a lungo termine.

Ridurre il bilancio «è facile a dirsi, ma difficile da fare se non si è disposti a provocare una crisi bancaria», afferma Moritz Kraemer, capo economista della Landesbank Baden-Württemberg (LBBW). La domanda più interessante è quindi come reagirebbe la Fed sotto Warsh in caso di una nuova crisi. Acquisirà nuovamente obbligazioni – facendo esattamente ciò che Warsh critica – o vi rinuncerà, venendo meno al suo ruolo di importante sostegno del mercato obbligazionario? Lo stesso Warsh ammette che la riduzione del bilancio è un progetto a lungo termine: ci sono voluti 18 anni per creare questo “problema di bilancio” – non si risolverà in 18 minuti.

La seconda grande incognita è la futura dinamica all’interno della stessa banca centrale. Infatti, nemmeno un presidente della Fed può governare senza ostacoli. Proprio per Warsh questo rende difficile l’inizio. Con Stephen Miran perde un rappresentante della fazione favorevole a un taglio coerente dei tassi. Miran lascia il posto con l’ingresso di Warsh nella Fed. Allo stesso tempo, Powell rimane nel Consiglio – e quindi un possibile avversario del nuovo presidente della Fed. Warsh dovrebbe quindi imporsi in un organo in cui il suo sostegno naturale è limitato – e di cui ha ripetutamente criticato pubblicamente il lavoro degli ultimi anni. Il difficile compito di Warsh in futuro consisterà nell’organizzare maggioranze e guidare un’istituzione che per decenni è stata fortemente orientata al consenso. Ma sotto la sua guida questo consenso potrebbe diventare più fragile. Già nell’ultima riunione sui tassi d’interesse il dissenso all’interno della banca centrale è stato insolitamente elevato. Lo stesso Warsh ha sottolineato di preferire riunioni “più disordinate”, in cui le diverse posizioni vengono discusse in una sorta di “litigio di famiglia”. In questo modo, la Fed, tradizionalmente riservata, potrebbe trasformarsi in una banca centrale i cui conflitti interni diventano più visibili che in passato.

E anche all’esterno la pressione sulla banca centrale non dovrebbe diminuire. La Fed diventa così sempre più teatro di una lotta di potere per l’indipendenza della banca centrale. Quanto Trump formuli senza mezzi termini la sua pretesa di influenzare la Fed, lo ha dimostrato con un post su Truth Social a dicembre: «Chiunque non sia d’accordo con me non diventerà mai presidente della Fed!» Gli economisti della Commerzbank Bernd Weidensteiner e Christoph Balz osservano che Warsh sostiene posizioni su molti temi vicine alle opinioni dei rappresentanti del governo – ad esempio che l’inflazione sia sulla strada giusta o che strumenti di emergenza come il QE siano stati trasformati in routine di politica monetaria. E: «È inoltre evidente che Warsh si è sempre schierato a favore di una politica monetaria più restrittiva con i presidenti democratici, ma con Trump la vede apparentemente in modo diverso.» Ciò solleva interrogativi su quanto Warsh sia determinato a difendere l’indipendenza della banca centrale. Ciò, tuttavia, non cambia il fatto che nella situazione attuale sia difficile giustificare un taglio dei tassi d’interesse. L’inflazione di fondo negli Stati Uniti rimane ostinata, la guerra in Medio Oriente fa salire i prezzi dell’energia e il ricordo della valutazione errata del rischio di inflazione durante la pandemia è ancora vivo. In questo contesto, Kraemer ritiene quasi frivolo abbassare i tassi di interesse. Anche il mercato non si aspetta una rapida rotta di allentamento. «Quale sarebbe, in fondo, il motivo per un taglio dei tassi?», chiede la stratega degli investimenti Katrina Dudley della società di gestione patrimoniale statunitense Franklin Templeton.

Lo scenario più probabile non è quindi che Warsh imponga immediatamente una rotta radicalmente diversa. È più probabile, in un primo momento, una lotta per definire direzione, ritmo e strumenti. Una cosa, però, è già certa: il presidente vorrà dire la sua sulla politica monetaria – e le sue possibilità in questo senso sono migliori con un presidente della Fed come Warsh piuttosto che con il suo predecessore Powell, che ignorava stoicamente ogni attacco del presidente.

## Capitolo II: Gli obiettivi contraddittori di Trump

La reazione del presidente non si è fatta attendere. Appena Powell ha annunciato che, dopo le dimissioni da presidente della Fed, sarebbe rimasto come «normale» membro del consiglio della banca centrale, Trump ha scritto commenti al vetriolo sul suo canale della piattaforma Truth Social: «Non è particolarmente richiesto», semplicemente «non ha altra opzione». È così da mesi. Gli attacchi istintivi a Powell sono diventati un'abitudine. Trump ha insultato Powell, che lui stesso aveva scelto durante il suo primo mandato, definendolo a scelta «disastro», «sciocco» o semplicemente «idiota». In ogni caso, lui, il più brillante di tutti gli investitori immobiliari, ne sapeva più di tassi d'interesse rispetto a «Too-late-Powell». C'erano tempi in cui nei paesi industrializzati occidentali i commenti politici sulla politica monetaria erano malvisti. L'indipendenza della banca centrale era considerata il Santo Graal dell'economia moderna, l'unico garante della stabilità dei prezzi in un sistema monetario cartaceo basato sulla fiducia e non legato a valori reali come l'oro.

Anche se negli Stati Uniti c'erano sempre stati attriti tra i potenti banchieri centrali della Federal Reserve e l'esecutivo. Con Donald Trump il conflitto ha raggiunto una dimensione completamente nuova.

Fin dall'inizio del suo secondo mandato, il presidente non ha fatto mistero di voler degradare la potente banca centrale a una semplice sottodivisione della Casa Bianca – almeno finché resterà in carica. In questo modo, però, il presidente si impantana con i suoi piani di politica economica in contraddizioni difficilmente nascondibili. Trump, infatti, vuole tutto e subito: vuole ridurre il deficit della bilancia commerciale imponendo dazi punitivi e perseguendo una politica del dollaro debole. E vuole ridurre l'onere degli interessi a carico dello Stato sacrificando l'indipendenza della banca centrale. Non è da escludere che possa persino esercitare pressioni sugli investitori internazionali affinché scambino i loro portafogli di obbligazioni statunitensi con i cosiddetti «Century-Bonds», a basso tasso d'interesse. Questo, almeno, è quanto suggeriva Miran, suo ex consigliere economico e attuale membro del consiglio della Fed, in un dossier che l'economista aveva redatto prima dell'insediamento di Trump nel gennaio dello scorso anno.

In linea con il desiderio di mantenere il dominio del dollaro e quindi il privilegio degli Stati Uniti di potersi indebitare in qualsiasi momento a condizioni vantaggiose nella propria valuta. Trump sta infatti distruggendo la base di questo privilegio: la fiducia. La perdita di fiducia si manifesta sui mercati finanziari nel calo di valore del dollaro e nell'aumento dei tassi di interesse a lungo termine sui mercati dei capitali. Da gennaio dello scorso anno il dollaro ha perso quasi il 13 per cento del suo valore rispetto all'euro. Il rendimento dei titoli di Stato statunitensi a dieci anni si attesta ora al 4,3 per cento. Sei mesi fa era ancora al 3,9 per cento. A livello macroeconomico, la causa della perdita di fiducia è innanzitutto il triplice deficit ormai cronico degli Stati Uniti: quello di bilancio, quello commerciale e quello delle partite correnti. Da tempo gli Stati Uniti si concedono deficit di bilancio compresi tra il cinque e il sette per cento – ordini di grandezza che sono usuali al massimo in tempo di guerra. Il governo statunitense ha recentemente speso più denaro per il servizio del debito che per la difesa. Non solo lo Stato americano è fortemente indebitato, ma anche le famiglie e le imprese contraggono prestiti come se non ci fosse un domani.

Rispetto al resto del mondo, i debiti degli Stati Uniti ammontano a 70.000 miliardi di dollari, una cifra superiore al prodotto economico globale. Il deficit della bilancia delle partite correnti, che fornisce informazioni sulla dipendenza dall'estero in termini di capitali, si attesta vicino al massimo storico di oltre 1.100 miliardi di dollari. L'aumento dei tassi d'interesse sui mercati dei capitali è quindi l'ultima cosa di cui la più grande economia mondiale ha bisogno. Ma c'è di più: sono diventati un rischio sistemico. «Gli Stati Uniti vivranno una grave crisi del debito nei prossimi quattro o cinque anni», prevede l'economista di Harvard Kenneth Rogoff.

Un anno fa, Moody's era stata l'ultima delle grandi agenzie a declassare il rating «AAA» degli Stati Uniti a «Aa1». Il capo economista Kraemer ritiene errato che gli Stati Uniti siano ancora valutati AA+. «La situazione delle finanze pubbliche negli Stati Uniti è molto, molto peggiore rispetto al 2011, quando gli Stati Uniti furono declassati per la prima volta.» Kraemer ritiene che le agenzie di rating abbiano paura di declassare gli Stati Uniti, per timore che Trump possa chiamare l'autorità di vigilanza sui mercati finanziari e dire: «La licenza deve essere revocata». «Si mantiene l'illusione che si tratti di obbligazioni altamente sicure». Ma invece di combattere le cause dei deficit, le attività del presidente si limitano a ridurre gli oneri degli interessi. Da qui gli attacchi alla banca centrale. Trump ignora che l'influenza della Federal Reserve sui tassi a lungo termine del mercato dei capitali è piuttosto limitata e che il fattore decisivo è la disponibilità degli investitori internazionali ad acquistare titoli di Stato statunitensi. La disponibilità dei finanziatori stranieri a finanziare i consumi americani dipende in modo determinante dalla fiducia che la Federal Reserve tenga sotto controllo l'inflazione e non agisca come un esecutore compiacente della Casa Bianca. Lo fanno investendo in titoli di Stato statunitensi. Se questo flusso di capitali si esaurisse, aumenterebbe l'onere degli interessi.

Se Warsh riuscisse a organizzare una maggioranza nel Consiglio dei governatori a favore di un taglio dei tassi, ciò provocherebbe uno shock sul mercato, avverte Kraemer. «Scivoleremmo verso la prossima crisi finanziaria». Se gli investitori stranieri dovessero vendere in massa i titoli di Stato statunitensi – cosa che finora non si è osservata –, alla Fed non resterebbe quasi altra scelta: dovrebbe colmare il vuoto che si creerebbe sul mercato, ovvero ricomprare titoli di Stato. Warsh, tuttavia, ha in mente esattamente il contrario: vuole ridurre il bilancio della Fed, ovvero vendere o lasciare scadere le obbligazioni. Ma nemmeno il nuovo capo della Fed può desiderare il peggiore scenario immaginabile sui mercati finanziari: che la più grande economia non sia più in grado di onorare il proprio debito. Nel gergo dei mercati finanziari, questo si chiama «D» come «default», ovvero insolvenza.

### **Capitolo III: I rischi per l'economia mondiale**

Komal Sri-Kumar, che tra l'altro fornisce consulenza a fondi sovrani di tutto il mondo, fa riferimento a tutta una serie di rischi. «In realtà è considerato – come anche Jerome Powell – un amico dei mercati. Ma il suo annuncio di lasciare gli investitori più all'oscuro in futuro, invece di segnalare chiaramente la strategia, è una contraddizione», afferma Sri-Kumar. «Questo non farà che aumentare l'incertezza e la volatilità.» I mercati azionari, che solo nei giorni scorsi hanno raggiunto nuovi record, sono «troppo rilassati», ritiene Sri-Kumar. «Tutti credono che in qualche modo andrà tutto bene, perché Trump vuole che i corsi azionari salgano.» Ma questo è tutt'altro che scontato. Egli prevede che il rendimento dei principali titoli di Stato a dieci anni potrebbe salire dall'attuale 4,3% circa a ben il 5% entro la fine dell'anno. I tassi ipotecari potrebbero salire a ben il 7%. «Sarebbe un vero problema per la popolazione – proprio in vista delle elezioni congressuali», chiarisce. Anche per i mercati azionari rendimenti così elevati sarebbero un segnale negativo.

La questione della fiducia nella sostenibilità della più grande economia mondiale è di massima rilevanza per l'economia globale. Con un volume di circa 30.000 miliardi di dollari, il mercato dei titoli di Stato statunitensi è il più grande e il più liquido al mondo. I rendimenti dei Treasury fungono da tasso di riferimento a livello globale e influenzano quindi, tra l'altro, anche le obbligazioni societarie e ipotecarie, nonché quelle dei paesi emergenti. Se i tassi dei mercati dei capitali sul mercato di riferimento globale salgono, si crea un effetto a catena anche negli altri mercati. Se si ha l'impressione che la Fed possa accettare un'inflazione più elevata – per ragioni legate alla crescita, alle elezioni o addirittura al finanziamento pubblico – ne pagheranno le conseguenze i mercati obbligazionari. Gli investitori richiedono

quindi un premio di rischio sotto forma di rendimenti più elevati. Il mercato pensa due passi avanti. Se gli investitori si aspettano che i tassi di interesse scendano troppo presto per motivi politici, in seguito dovranno salire in misura ancora maggiore per recuperare l'inflazione. La stessa Fed sottolinea nelle sue ricerche che i cambiamenti nella politica monetaria hanno conseguenze tangibili a livello internazionale per l'economia e i mercati finanziari, soprattutto nei paesi emergenti. Se i tassi di interesse aumentano negli Stati Uniti, i prestiti e il rifinanziamento tendono a diventare più costosi in tutto il mondo e il capitale defluisce dai mercati più rischiosi. Tutti quei paesi che soffrono di un elevato debito pubblico potrebbero trovarsi rapidamente in difficoltà. Ciò è dovuto anche alla loro struttura di finanziamento: gran parte del debito di molti paesi emergenti è denominato in dollari. Questo rende i paesi vulnerabili: se il dollaro si rafforza o i tassi di interesse negli Stati Uniti aumentano, il servizio del debito e il rifinanziamento in valuta locale diventano più costosi – e i deflussi di capitale possono ulteriormente accentuare la svalutazione della moneta e mettere sotto pressione i mercati obbligazionari.

Ciò significa che il cambio della guardia ai vertici della Federal Reserve è più di un semplice evento di personale. Infatti, anche per l'economia mondiale molto dipende dal fatto che i mercati credano nell'indipendenza della banca centrale più importante del mondo e quindi nella sua capacità di agire in caso di aumento dell'inflazione. Già lo scorso autunno, il capo economista dell'IWF Pierre-Olivier Gourinchas aveva avvertito con urgenza che la fiducia nelle banche centrali è un pilastro fondamentale per aspettative di inflazione stabili. Se questa venisse meno, «l'inflazione e le aspettative di inflazione aumenterebbero costantemente, la stabilità macroeconomica peggiorerebbe e tutti ne uscirebbero perdenti».

Un documento di ricerca del Fondo Monetario Internazionale analizza le conseguenze dei cambiamenti nelle banche centrali motivati da ragioni politiche. A tal fine, gli autori hanno esaminato 132 avvicendamenti di personale in 28 paesi a partire dal 2000. La loro conclusione: i cambiamenti motivati da ragioni politiche generano sì una breve spinta alla crescita, ma a costo di un aumento dell'inflazione. A lungo termine minano la credibilità dell'istituzione, soprattutto se il nuovo capo della banca centrale sostiene opinioni non ortodosse in materia di politica monetaria. Sarebbe quantomeno imprudente supporre che Warsh, che dichiara apertamente di puntare a un "cambio di regime" alla Fed, non possa rientrare in questa categoria di banchieri centrali.

#### **Capitolo IV: La morte del dollaro, spesso prevista**

È una fredda domenica sera quando Powell pubblica un videomessaggio. Il capo della Fed è in piedi davanti a un sipario blu, con una grande bandiera americana che spunta ai suoi lati. Powell sembra nervoso e parla con tono incisivo. Il Dipartimento di Giustizia ha avviato un'indagine penale contro di lui, spiega Powell. Questa è «una conseguenza diretta del fatto che fissiamo i tassi d'interesse secondo il miglior giudizio professionale nell'interesse pubblico – e non secondo i desideri del presidente». Il punto centrale è se «la pressione politica e l'intimidazione» siano i vecchi fattori decisivi della politica monetaria, oppure «i fatti e l'analisi scientifica».

Quanto detto è una sorta di testamento di Powell: lottare con fermezza per l'indipendenza della Fed. «L'indipendenza della banca centrale è una questione assolutamente cruciale, e questo vale non solo per l'attuale presidente della Fed, che rispetto, ma anche per il prossimo», ha ammonito Jamie Dimon, capo di JP Morgan Chase e al tempo stesso grande autorità del mondo bancario americano. Attualmente Wall Street si trova ancora in una posizione di attesa, ha affermato anche il cofondatore della società di private equity Carlyle, David Rubenstein. «Se la pressione del presidente su Kevin Warsh per abbassare i tassi d'interesse aumenterà, dirà forse: 'Senta, al momento non possiamo proprio farlo'? Oppure dirà: 'Se è questo che vuole, allora lo faremo?'», ha affermato Rubenstein. «Il mercato attende la risposta a questa

domanda.” Da questa domanda dipende la fiducia nella più grande economia mondiale, la fiducia nel più grande e influente mercato obbligazionario del mondo e, in ultima analisi, anche il destino del dollaro come valuta di riferimento.

Dalla fine della Seconda guerra mondiale, il dominio del dollaro è rimasto incontrastato. Il dollaro è ancora di gran lunga la principale valuta di riserva mondiale. Il suo declino è stato previsto più volte, ma non si è mai verificato. La valuta statunitense rappresenta ancora l'88% del volume di scambi valutari mondiali, le banche centrali detengono fino al 58% delle loro riserve in dollari. Il 49% dei prestiti transfrontalieri e il 46% delle obbligazioni internazionali sono emessi in dollari. Il dominio del dollaro deriva ancora dalla mancanza di alternative. La Cina sta cercando di posizionare lo yuan in collaborazione con i paesi del Sud del mondo e la Russia e di rendersi indipendente dal dollaro. La valuta cinese, tuttavia, non è liberamente convertibile. Ciò significa che gli approcci adottati finora si limitano più o meno ad accordi spesso bilaterali, come ad esempio la gestione reciproca di transazioni di petrolio o materie prime in yuan anziché, come di consueto, in dollari.

E l'euro, la cui quota nelle valute di riserva mondiali si attesta da anni costantemente a poco meno del 20 per cento, risente del fatto che l'Europa, in primo luogo, registra una crescita debole e, in secondo luogo, non dispone di un mercato dei capitali realmente integrato. Tuttavia: «Il declino di una valuta di riserva è un processo lento. La sterlina britannica ha perso il suo predominio rispetto al dollaro nell'arco di circa due decenni», afferma l'economista Basu. Rogoff, ad esempio, prevede che il dollaro perderà massicciamente peso nei prossimi dieci anni. Si aspetta una «partita finale per il dollaro come valuta di riferimento tra 15-20 anni». Al posto del regime del dollaro potrebbe subentrare, prima o poi, un ordine monetario mondiale piuttosto multipolare, i cui contorni sono già visibili nelle attività monetarie cinesi. La storia insegna che il cambiamento di un regime monetario è sempre accompagnato da forti attriti, da crisi del debito e finanziarie. «Il numero e l'intensità delle crisi del debito, dell'inflazione e finanziarie aumentano in tali periodi», afferma Rogoff.

Una cosa è certa: la perdita del privilegio del dollaro sarebbe un duro colpo per gli Stati Uniti. La funzione di valuta di riferimento ha permesso alla principale economia mondiale un rifinanziamento vantaggioso e quasi illimitato del suo ingente debito pubblico, che attualmente ammonta a 39.000 miliardi di dollari. Ciò significa che gli Stati Uniti fanno finanziare dall'estero una parte considerevole della loro ricchezza. La funzione di valuta di riferimento e la dipendenza dell'economia mondiale dal dollaro conferiscono agli Stati Uniti un grande potere sanzionatorio. Nessun presidente dal secondo dopoguerra ha resistito alla tentazione di utilizzare il dollaro come arma per raggiungere obiettivi geopolitici. Una Federal Reserve politicamente dipendente metterebbe a repentaglio tutti questi privilegi. «Il dollaro è la nostra moneta, ma è un vostro problema»: così lo sintetizzò sfacciatamente il ministro delle Finanze statunitense John Connally nel 1971. Tutto questo potrebbe presto diventare storia, se il cambio al vertice della Fed dovesse davvero segnare la fine dell'indipendenza della banca centrale.

## **Capitolo V: La partita finale sul dollaro**

Cosa vuole quindi Warsh? Il fatto che Powell, caduto in disgrazia, fosse stato un tempo definito lui stesso un possibile “uomo di Trump” dimostra che la nomina non dice nulla sul ruolo che un capo della Fed avrà in seguito una volta in carica. È vero che i presidenti vengono nominati dal presidente, e nel processo di selezione può far parte anche un certo avvicinamento alla Casa Bianca. Ma con la carica può anche crescere la distanza dalla politica. Alcuni indizi suggeriscono che Warsh alla fine non agirà come un semplice esecutore del presidente – anche se Trump ha ripetutamente espresso le sue aspettative di tagli dei tassi.

Durante l'audizione alla commissione bancaria, Warsh ha comunque affermato che l'indipendenza della banca centrale significa tutto per lui e che non ha promesso nulla a Trump. Se sia vero, lo sanno solo i due. Un piccolo indizio del fatto che Warsh non agirà come un esecutore compiacente di Trump è il suo annuncio di ridurre il bilancio della banca centrale. Questo, infatti, significa in definitiva un inasprimento della politica monetaria, ovvero l'effetto opposto a un taglio dei tassi di riferimento, che Trump vuole a tutti i costi. Il presidente dovrebbe prestare attenzione soprattutto al tasso di riferimento. Per Warsh stesso, la politica monetaria è comunque meno una questione di dogmi fissi che di adattamento alle nuove realtà.

Che Warsh, tuttavia, a differenza dei suoi predecessori, persegua un approccio piuttosto guidato dalla politica, è fuori dubbio. Il periodo di Warsh alla Fed risale a quasi due decenni fa. Egli ha sottolineato che troppi economisti ricorrono continuamente a ciò che hanno imparato 30 o 40 anni fa. «Dobbiamo rimanere aperti. Il mondo cambia, i fatti cambiano». Finora, molti elementi indicano che l'istituzione resiste alle pressioni politiche – almeno per ora. Le indagini contro Powell sono state archiviate. Nel caso della governatrice della Fed Lisa Cook, che Trump ha cercato di licenziare, si attende ancora la decisione della Corte Suprema, ma gli osservatori non si aspettano che la Corte apra a Trump nuove possibilità di ampia portata. Thoma considera Warsh un «bravo uomo» e persino più capace di Powell, che è stato criticato soprattutto per aver riconosciuto troppo tardi il pericolo di inflazione dopo la pandemia. Anche il periodo trascorso da Warsh alla Fed come semplice membro del Consiglio, secondo Thoma, dimostra che non agisce semplicemente per opportunismo politico. All'epoca, Warsh si oppose alla prosecuzione dell'allentamento quantitativo e lasciò la banca centrale a causa di questa linea – per Thoma un'indicazione del fatto che Warsh rimane fedele alle sue convinzioni.

Gli economisti della Commerzbank Weidensteiner e Balz mettono in guardia da un rischio strutturale che va oltre la figura di Warsh. «Probabilmente la Fed non riuscirà a imporsi a lungo termine contro il presidente: l'indipendenza formale offre solo una protezione temporanea.» A ciò si aggiunge un altro fattore: l'elevato debito pubblico degli Stati Uniti. Questo indurrà anche il successore di Trump a spingere per tassi di interesse più bassi. La loro visione per l'istituzione non è molto ottimistica: «Prevediamo quindi una graduale erosione dell'indipendenza della Fed». La vera svolta per la Fed potrebbe quindi risiedere non tanto in un brusco capovolgimento, quanto in un graduale cambiamento di stile, cultura e consenso. Sotto Warsh, la banca centrale potrebbe diventare più conflittuale, meno prevedibile e fundamentalmente diversa nella sua comunicazione. Il modello di consenso degli ultimi anni potrebbe diventare un ricordo del passato. Il pericolo maggiore risiede meno in Warsh in sé che in un insinuante cambiamento di personale all'interno del sistema. Se dovessero liberarsi altri posti – ad esempio, se Powell dovesse dimettersi, Lisa Cook perdesse il suo seggio o altri membri uscissero di scena prima del tempo –, Trump potrebbe spostare gradualmente l'equilibrio di potere con governatori del tipo di Stephen Miran, che soddisfano ogni desiderio del presidente.

Non c'è dubbio, tuttavia, che gli Stati Uniti, con il loro problema del debito, il dibattito sull'indipendenza della banca centrale e un presidente che non esita a scatenare guerre commerciali né mostra il necessario rispetto per le istituzioni democratiche e lo Stato di diritto, stiano entrando in un terreno sperimentale. Il declino delle potenze egemoniche inizia spesso quando l'onere degli interessi supera le spese per la difesa, ha osservato lo storico britannico Niall Ferguson. Negli Stati Uniti, con un servizio del debito annuale di oltre un trilione di dollari, questo è già da tempo il caso. Sono l'incrollabile forza di innovazione tecnologica e la sorprendente dinamica dell'economia a conferire agli Stati Uniti una grande capacità di resistenza. E anche per quanto riguarda Warsh, sarebbe potuta andare peggio. Il futuro capo della Fed è, dopotutto, un professionista che capisce i mercati. E con Trump è sempre possibile anche l'impensabile, come ad esempio

che gli venisse in mente di scegliere qualcuno della sua cerchia familiare. Ad esempio suo genero Jared Kushner, che per conto del presidente può negoziare con la Russia, l'Iran e Hamas pur non essendo un diplomatico qualificato.