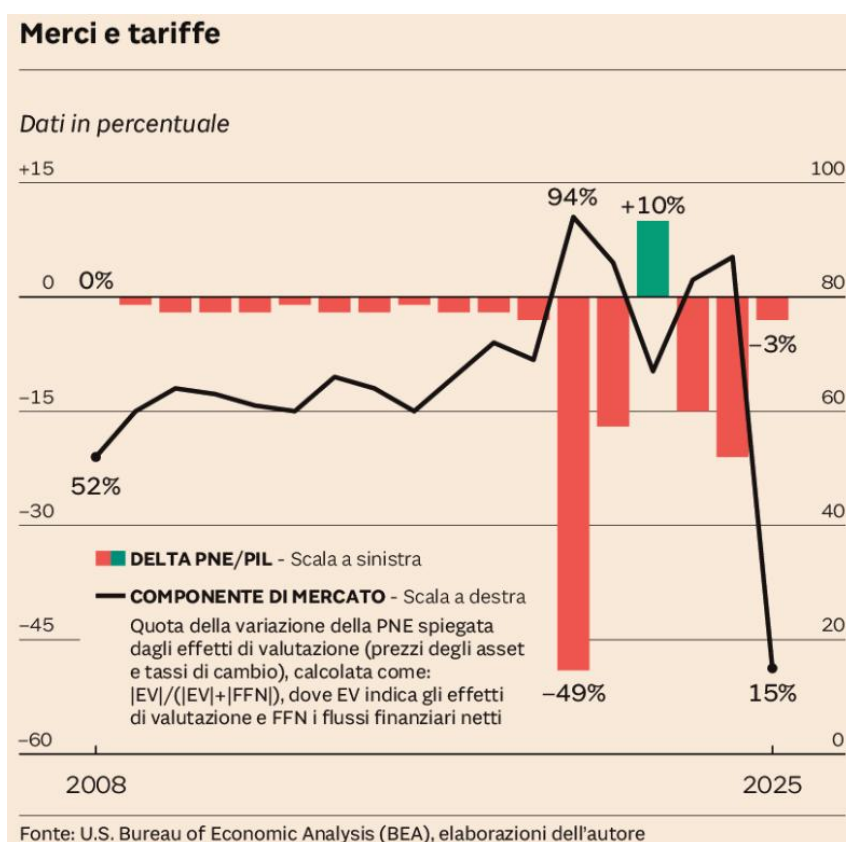


I dazi e la guerra sbagliata

di Marcello Minenna

Per decenni il dibattito sugli squilibri esterni statunitensi si è concentrato su una variabile ovvia: il deficit commerciale. La logica risale a Bretton Woods, quando il vincolo era l'oro: se le riserve scendevano, il sistema saltava. Caduta nel 1971 la convertibilità del dollaro, l'abitudine è rimasta. Ma la metrica corretta della posizione finanziaria di un Paese verso il resto del mondo non è il saldo commerciale, bensì la posizione patrimoniale netta sull'estero (PNE): la differenza tra ciò che i residenti detengono fuori dai confini e ciò che gli stranieri detengono dentro.



Fino al 2019 la PNE americana oscillava attorno al -20% del PIL; a fine 2024 supera il -90%. Per leggerla correttamente bisogna scomporre la variazione in due componenti: i flussi finanziari netti, che rappresentano gli investimenti effettivi in entrata e uscita, e gli effetti di valutazione, cioè i movimenti dei prezzi degli asset e dei tassi di cambio sui patrimoni esistenti. Quando prevalgono i secondi, la posizione esterna si muove più per effetto dei mercati che del commercio.

Tra il 2020 e il 2024 il meccanismo è stato netto: le rivalutazioni hanno spiegato l'80-90% del deterioramento, trascinate dalla capitalizzazione delle Big Tech, dagli indici azionari americani e dalla forza del dollaro. Detto altrimenti: gli stranieri detenevano azioni statunitensi che si apprezzavano più velocemente delle attività detenute dagli americani all'estero. La PNE non è un debito da rimborsare: è uno stock che riflette il prezzo a cui il mondo valuta gli asset USA.

Il 2025 ribalta la lettura più diffusa nonostante il rapporto PNE/PIL si stabilizzi intorno al -90%. La variazione della PNE scende dal -21% al -3% del PIL: una frenata di quasi venti punti in un solo anno. Decisiva la composizione: i flussi finanziari netti tornano protagonisti, mentre gli effetti di valutazione — un Q1 ampiamente positivo (dollaro debole, sovraperformance degli azionari esteri) controbilanciato da Q2-Q3 negativi (rally dell'equity USA, recupero del dollaro), con un Q4 che non sposta gli equilibri — si annullano quasi del tutto sull'anno. La componente di mercato scende sotto il 15%, contro l'87% del 2024.

Qui si scioglie il paradosso della “Trumpeconomics”. I dazi hanno avuto un effetto, ma attraverso un canale che non era nelle intenzioni: hanno alimentato aspettative di rallentamento USA, indebolito il dollaro e raffreddato la sovraperformance dell'equity americano, riducendo proprio quelle rivalutazioni che spingevano la PNE. La frenata non viene dai container, ma dai prezzi degli asset. Il motore resta finanziario — profondità dei mercati, ruolo del dollaro, centralità dell'equity USA nell'allocazione globale del risparmio — e i dazi vi incidono solo in via riflessa, con segno opposto a quello dichiarato.

In un mondo in cui il patrimonio netto internazionale si muove più per effetto dei prezzi che dei flussi, la politica dei dazi combatte la guerra sbagliata. Il problema non è quanta merce attraversa le frontiere: è come vengono prezzati gli asset e a chi appartengono. Finché la distinzione non entra nel dibattito pubblico, continueremo a interpretare squilibri patrimoniali con strumenti concettuali pensati per un altro secolo — quando il vincolo era l'oro e le borse non muovevano, in un trimestre, cifre superiori al PIL annuale di una grande economia.