

WEEKLY UPDATE

26 maggio 2025



TRUMPONOMICS PROSSIMA AL GIRO DI BOA SEMESTRALE: MANCATE PROMESSE E DISCUTIBILE PSICOLOGIA DELLA COMUNICAZIONE

Lo scorso 30 aprile, in coincidenza con i suoi primi 100 giorni di presidenza, Trump si è prodotto in una sorta di autoesaltazione dei primi mesi del proprio mandato, cercando di esorcizzare spettri di crisi con nuove promesse di grandezza. Il *tycoon*, nell'occasione, sempre attento a fare in modo che la *Trumponomics* non evolva malauguratamente in *Trumprecession*, ha rivendicato i quattro mesi iniziali del 2025 come “*un successo senza precedenti*”, lasciando chiaramente intendere, come già nel corso del primo mandato del 2016, come si trovi a perfetto agio nell'uso di una psicologia comunicativa di tipo manipolativo che non ha precedenti nella storia del presidenzialismo americano (se non forse, in modo decisamente più marginale, nell'epoca della presidenza Nixon).

Scomodando il mondo della letteratura, in qualche misura è possibile rapportare Trump a quel Dorian Gray, magistralmente descritto da Oscar Wilde nel suo capolavoro (*Ritratto di Dorian Gray*), dove appunto il protagonista emerge come persona desiderosa di piacere e avida di potere in una sorta di ossessione estetica di apparire ad ogni costo (e qui viene in mente il Trump travestito da Papa e da guerriero di Star Wars), anche se, senza tirare in ballo il cosiddetto “narcisismo secondario” di Freud (“*non cambierà nulla finché io e Putin non ci vediamo*”), probabilmente l'attuale inquilino della Casa Bianca è affetto da quella che comunemente viene definita “distorsione cognitiva”, ovvero quel fenomeno psicologico per il quale “*si tende ad esaltare qualcosa quando in realtà è avvenuto il contrario*”. E non vi è dubbio alcuno che, quantomeno da gennaio a fine aprile, sia avvenuto l'esatto contrario di quanto auspicato da Trump: in primo

Documento a cura
di Fabrizio Pozzi -
Analista senior,
team Gestione
prodotti azionari e
obbligazionari



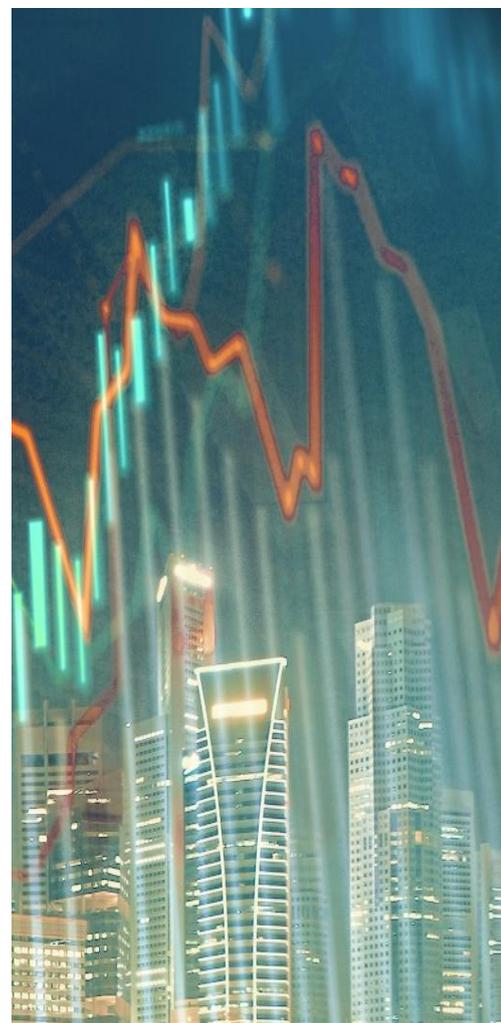
FIDEURAM
INTESA SANPAOLO
PRIVATE BANKING
Asset Management

luogo nelle penalizzanti quotazioni di Wall Street, solo di recente in fase di recupero, dopo le capriole umorali del *tycoon* con conseguente revisione del proprio pensiero in funzione più accomodante; secondariamente nei sondaggi di gradimento, con solo un risicatissimo 39% che approva l'operato presidenziale, ossia il livello più basso di qualsiasi precedente presidente USA con riferimento ai primi 100 giorni di mandato.

D'altra parte, una percentuale così deprimente lascia spazio a pochi equivoci. In primo luogo, affrontando la questione strettamente economica, uno studio dell'Institute of International Finance (IIF), passando in rassegna le possibili contromosse al momento prospettate dall'amministrazione Trump per rimpinguare le casse dello Stato (a partire dall'introduzione di dazi all'import e dai tagli alla spesa pubblica), invita esplicitamente a non creare facili e gratuite illusioni: per la semplice ragione che *“queste misure hanno finora sollevato più interrogativi che fiducia riguardo alla loro efficacia come strumenti credibili di stabilizzazione del debito”*. In più, gli esperti fanno notare che *“una tariffa applicata su base universale del 10% potrebbe raccogliere circa 1700 miliardi entro il 2034 e coprire quindi appena il 20% circa dell'aumento previsto del fabbisogno di finanziamento del governo derivante dall'estensione permanente dei tagli e dalle nuove esenzioni fiscali”*. Inoltre, aspetto non certo irrilevante, resta il legittimo dubbio che l'imposizione dei dazi possa addirittura rischiare in ultima analisi di ridurre le entrate del governo, qualora dovesse innescare ritorsioni da parte degli altri Paesi (dunque vanificando l'obiettivo di Trump di abbassare il fardello fiscale a carico del singolo contribuente, con effetto compensativo determinato appunto dai maggiori introiti legati alle imposizioni tariffarie stesse) e altrettante sono le perplessità sui risultati del Doge, il dipartimento di efficienza governativa.

Numeri alla mano, la struttura guidata da Elon Musk potrebbe ottenere risparmi annui di circa 160 miliardi di dollari, ben al di sotto dell'obiettivo originale di 2 mila miliardi e, a chiusura del cerchio, non pochi dubbi permangono anche sul fronte immigrazione. In effetti, per quanto riguarda il programma “Gold Card”, attraverso il quale si offrirebbe la residenza permanente legale negli USA agli immigrati in cambio di un pagamento di 5 milioni di dollari, IIF nota che il piano è ancora in fase di sviluppo e che persistono molti interrogativi sulla sua attuazione, oltretutto sulla reale possibilità di generare entrate governative significative, come confermato da altre precedenti simili iniziative.

Poi c'è il mondo imprenditoriale americano in totale fermento. Nel corso di un'intervista, James Goodnight, il fondatore di Sas (società leader in AI e analytics software) non ha fatto mistero che *“alcuni clienti hanno detto che non compreranno più prodotti americani e c'è da sperare che questa tendenza non si allarghi. Il problema è che Trump vuole rilanciare la produzione interna, ma è un processo complesso e i costi aumentano”*. In pratica, l'impatto dei dazi decisi da Trump si misura già nelle trimestrali e nelle ultime comunicazioni agli azionisti della Corporate America: da Apple a Meta, a General Motors, dai servizi digitali fino alle industrie aerospaziali, le aziende USA stimano un impatto negativo di decine di miliardi di dollari. General Motors, che importa veicoli da Corea del Sud, Canada e Messico prevede un aggravio sui conti di 5 miliardi di dollari quest'anno e Ford, che produce l'80% delle auto negli Stati Uniti, ha già stimato un calo dell'Ebit di circa 1.5 miliardi. E le Big Tech non sono certo immuni dalla scure trumpiana: Meta ha comunicato un aumento della spesa in conto capitale



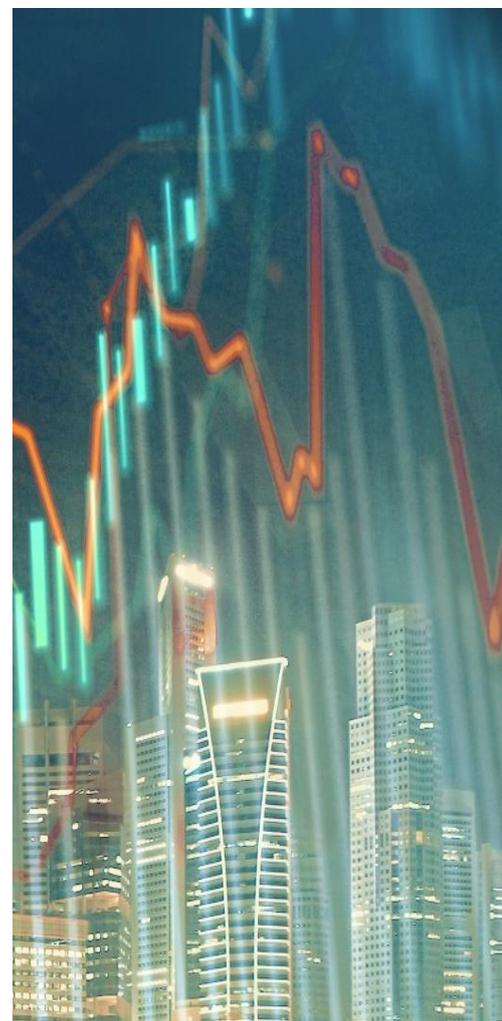
per l'anno fino a 7 miliardi di dollari, a causa dei maggiori costi per le componenti in arrivo dall'estero (*"c'è molta incertezza al riguardo, visti i negoziati commerciali in corso"*), mentre Amazon ha accelerato gli acquisti nel primo trimestre per anticipare eventuali tariffe, anche se *"nessuno di noi sa esattamente dove o quando verranno applicati i dazi"*. Per non dire poi degli effetti indotti a livello internazionale e le conseguenti tensioni geopolitiche che possono derivarne. Un esempio? Toyota ha già tagliato le stime causa dazi, *"con primi danni a oltre 1.3 miliardi"* e per l'intero 2025 prevede un calo della redditività del 35%, considerato che l'America rappresenta circa il 31% dei ricavi con oltre 2 milioni di veicoli venduti: il che, ovviamente, fa ben comprendere come mai di recente il ministro delle Finanze giapponese Kato abbia preavvisato Trump di non calcare troppo la mano sul Sol Levante, salvo non trovarsi spiacevoli sorprese in ragione del fatto che Tokyo, grazie ai suoi 1000 miliardi di Treasury in portafoglio, potrebbe indirizzare i tassi USA in una direzione opposta rispetto a quella gradita alla Casa Bianca.

Come ampiamente noto, *"il debito pubblico americano rappresenta il tema più delicato sui mercati"*. Come ricorda uno strategist, *"gli Stati Uniti dovranno migliorare la loro posizione fiscale, ne sono coscienti a partire dallo stesso Segretario al Tesoro Bessent. Devono farlo però in modo progressivo e soprattutto evitando incidenti di percorso, tanto più probabili quanto maggiori sono gli squilibri da sanare"*.

Se non bastasse, poi, è ampiamente risaputo come il vero chiodo fisso di Trump sia la Cina e la gestione di tutto quanto ruota attorno all'universo della Terra del Dragone. Lunedì 12 i mercati hanno diffusamente festeggiato il primo accordo USA-Cina per ridurre temporaneamente i dazi (dal 145% al 30% per 90 giorni sui prodotti cinesi, con contestuale diminuzione dal 125% al 10% da parte di Pechino su alcuni prodotti USA), ma la partita fra Trump e Xi Jinping è di ben altra portata e profondità e si gioca sullo scacchiere geopolitico delle alleanze incrociate. Il *tycoon*, tanto per cominciare, oltre a non gradire per nulla il riavvicinamento della Cina a Putin, è perfettamente consapevole di come buona parte del Sud America tenda a favorire dialoghi sempre più stretti con Pechino: Brasile, Colombia e Cile sono interlocutori ormai abituali con il gigante asiatico, il Messico offre addirittura un canale commerciale preferenziale per "bypassare" le tariffe e, sondaggi alla mano, in tutto il Sud America gli apprezzamenti sulla Cina si stanno diffondendo velocemente a macchia d'olio. Anche perché, a loro volta, le aziende cinesi investono una gran quantità di denaro nell'area; a partire dal 2000, la Cina ha fatto confluire quasi 170 miliardi di dollari, soprattutto in Brasile, e in modo diffuso su vari comparti settoriali, dall'agricoltura alle telecomunicazioni alle energie rinnovabili: senza contare che dal 2005 Pechino ha stanziato finanziamenti per oltre 110 miliardi in favore di Venezuela, Ecuador e Argentina.

Non a caso, forse, accusando il colpo di nuovi equilibri geopolitici che paiono sempre più cementati, Trump ha di recente cercato un'utile sponda (anche a livello propagandistico) in Arabia Saudita in quella che qualche politologo ha già ribattezzato come *"la dottrina Trump della diplomazia degli affari e delle clientele"*.

In ultima istanza, questa "ansia tuttologica" di Trump di porsi come prim'attore protagonista su vari fronti (della politica industriale, della finanza, della cultura e di quant'altro) parrebbe accostarlo ancora una volta al



capolavoro del “Salvator Mundi” di Leonardo da Vinci (la prima volta accadde nel 2017 quando il nome di Trump fu accostato al citato dipinto venduto all'asta da Christie's a New York e battuto per la cifra record di 450 milioni di dollari, importo “*monstre*” che sarebbe servito, a detta di qualcuno, a finanziare parte della campagna elettorale del futuro presidente). Senonché, ovviamente, il paragone con il genio leonardesco appare del tutto improbabile, dato che “ *l'unicità di Leonardo sta nell'aver compiuto una straordinaria sintesi fra le comprensioni delle ragioni che reggono il mondo, le nozioni che vivono nella nostra mente e le forze spirituali che alimentano la realtà*” (L. Domenici), mentre il Trump d'Arabia, certamente più incline al business e in palese difficoltà nei rapporti diplomatici con le altre super potenze (Cina e Russia), punta quantomeno a consolidare i legami economici con uno dei principali alleati di Washington in Medio Oriente, con il vero obiettivo di strappare fino a 1.000 miliardi di dollari di investimenti sauditi in favore degli Stati Uniti.

L'ANDAMENTO DEI MERCATI

Alla riapertura dei mercati lunedì 19, la prima preoccupazione della comunità finanziaria era di valutare che tipo di impatto potesse avere sui vari asset il *downgrade* sul debito sovrano americano deciso qualche giorno prima dall'agenzia di rating Moody's e, come da attese, il dollaro è parso subito debole, i tassi in tendenziale rialzo (con il trentennale USA oltre la soglia del 5%) e i contratti derivati sull'S&P 500 in flessione già di prima mattina (salvo poi recuperare nel pomeriggio).

Peraltro, qualcuno ha già sentenziato che il 2025 ha segnato la fine di un'epoca: con la decisione di Moody's di abbassare il rating sovrano americano da AAA a AA1, anche l'ultima delle grandi agenzie ha rimosso la tripla A agli Stati Uniti. Il primo taglio risale al 2011 ad opera di S&P, seguita da Ficht nell'agosto 2023, per cui Moody's non ha fatto altro che ratificare la definitiva perdita di *status* per il Tesoro americano come benchmark di assoluta affidabilità nell'universo della finanza globale. La sentenza di Moody's è arrivata venerdì 16 in serata (a mercati chiusi) e, inutile dirlo, il downgrade si è perfezionato in un momento particolarmente critico e carico di contraddizioni. Moody's, da parte sua, ha motivato il taglio del rating con l'aumento del debito e il crescente onere degli interessi, “*significativamente più elevati rispetto ad altri emittenti sovrani con rating simili*”, aggiungendo che “*le amministrazioni e i Congressi succedutisi negli anni non sono riusciti a concordare misure per invertire la tendenza a disavanzi annuali elevati e crescenti costi del debito*”. L'outlook, pertanto, è stato rivisto da negativo a stabile, segno che per ora non si attendono ulteriori declassamenti, ma nemmeno miglioramenti.

Dallo scorso ottobre le spese nette per interessi sono balzate al record di 579 miliardi di dollari, rappresentando la seconda voce di spesa, dietro solo alla *social security* (907 miliardi) e più alta delle spese per la Difesa (536 miliardi) e le proiezioni indicano che l'anno fiscale terminerà a settembre con oltre 1000 miliardi di costi netti per interessi sul debito, che poi diventeranno 1800 miliardi nel 2035 (quando andranno a rappresentare il 15% totale della spesa pubblica). A livello di impatto sulle strategie della Casa Bianca, è del tutto palese che, a fronte di un presidente che ama i superlativi ed è impegnato a far approvare dal Congresso una legge di budget “*grande e bellissima*”, la decisione di Moody's sia stata una doccia fredda e anche la



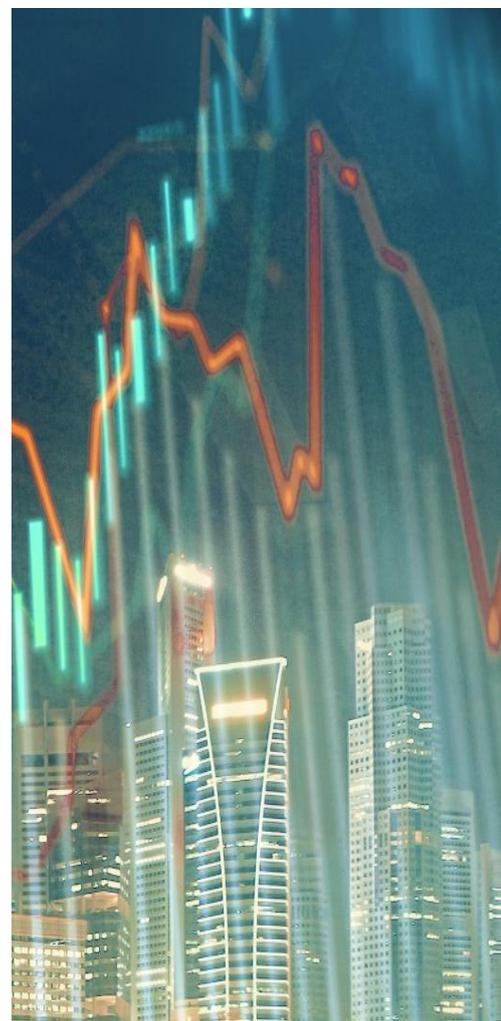
sintesi del commento finale non lascia spazio a dubbi, in quanto “ *pur riconoscendo la forza economica e finanziaria degli USA, crediamo che questa non compensi più il declino dei parametri fiscali*”. La qual cosa, va da se’, rappresenta un formidabile assist per il numero uno della Fed il quale, solo il giorno prima nel corso di un meeting a Washington, aveva ricordato che “*potremmo entrare in un periodo di shock dell’offerta più frequenti e più persistenti. I tassi reali più elevati possono anche riflettere la possibilità che l’inflazione sia più volatile in futuro*”. In più, a creare qualche altro grattacapo a Powell, l’amministrazione Trump ormai è decisa a procedere spedita verso la *deregulation* delle banche. In altri termini, le autorità USA sarebbero pronte ad allentare i requisiti prudenziali rispetto alla leva finanziaria. L’operazione era già pianificata ma, stando a quanto filtrato dal Financial Times, potrebbe perfezionarsi anche prima del previsto entro fine giugno e avere una portata maggiore di quella ipotizzata inizialmente.

In sostanza, la *deregulation* in arrivo andrebbe a soddisfare una richiesta avanzata dalle banche da molto tempo e consisterebbe nel ridurre la quantità di patrimonio accantonabile (oggi è prevista una soglia del 5% rispetto al totale delle attività). Tale scelta, dunque, risponderebbe all’esigenza di accontentare le banche e indurle ad acquistare più titoli di Stato in una fase di mercato non troppo favorevole, poiché i Treasury continuano ad esprimere rendimenti tra il 4% e il 4.5% (e oltre) - un range considerato di “*attenzione*”, in un contesto però caratterizzato da elevata inflazione che potrebbe significare “*tassi elevati per un periodo prolungato*”. Ovviamente, un intervento così congegnato in termini di *deregulation* è guardato con sospetto e preoccupazione dalle autorità di vigilanza europee, in quanto aumenterebbe l’asimmetria competitiva tra gli istituti americani ed europei.

La strada ormai è tracciata ed è impensabile che vi siano smentite in merito, anche perché, nonostante l’intesa con Pechino sulle tariffe del 12 maggio, il mercato dei titoli governativi non ha reagito secondo le aspettative trumpiane, in ragione del fatto che pende la spada di Damocle di 9 mila miliardi di dollari di titoli in scadenza in 12 mesi e la crescente spesa per interessi. Se non bastasse, poi, anche Joseph Stiglitz, premio Nobel per l’economia, ha voluto dire la sua, precisando che “*a Ginevra si è arrivati ad un accordo-ponte con la Cina, ma è un compromesso dettato dal fatto che gli Stati Uniti sono stati costretti a fare marcia indietro: tutte le carte erano in mano cinese. L’accordo salva-faccia ha congelato per 90 giorni i dazi ma il conflitto potrebbe riaprirsi in qualsiasi momento. Inoltre, Trump vuole riportare l’America al centro del mondo industriale, ma è solo un’illusione: l’industria vale meno del 10% del PIL e anche se tornassero le fabbriche ci lavorerebbero i robot*”.

Anche gli analisti, in merito alle stime sui profitti del secondo trimestre, professano prudenza, anche se, sia chiaro, l’Eps del paniere delle società dell’S&P 500 è ancora stimato in rialzo del 5.7%. Piuttosto, si tende ad evidenziare come alcuni comparti settoriali siano nel pieno della loro sofferenza (a livello globale, ad esempio, i numeri dell’automotive parlano chiaro: solo in Giappone, Nissan ha dichiarato 4 miliardi di rosso, 20mila tagli occupazionali e chiusure di sette fabbriche, mentre Honda stima una *debacle* dell’utile operativo del 59% per l’anno in corso).

Nel Vecchio Continente, sul piano strettamente tariffario, si cominciava ad ostentare un moderato ottimismo, salvo poi prendere atto (venerdì 23)



dell'ennesima giravolta di Trump e conseguente minaccia di imporre alla UE dazi al 50% a partire da giugno. I contatti con gli americani, comunque, stando al sottosegretario all'Economia (M. Baranowski), stanno avendo luogo sia a livello tecnico che politico, fermo restando che l'UE è stata colpita a tre riprese dai dazi imposti da Trump: tariffe del 25% su acciaio e alluminio, del 25% sulle auto e del 20% su tutti gli altri prodotti europei (anche se quest'ultimo dazio, detto reciproco o orizzontale, è stato sospeso fino a luglio in funzione di un'auspicabile soluzione negoziale).

Ciò detto, la responsabile tedesca del ministero dell'Economia (K. Reiche) ha sottolineato come *“i conflitti commerciali sono dannosi, ma noi stiamo negoziando da una posizione di forza economica che deve essere usata con attenzione”*, ragion per cui il *“cauto ottimismo”* non esclude ritorsioni da parte europea, nel caso le trattative non vadano a buon fine (e lo scorso venerdì ha sicuramente messo a dura prova i nervi e la pazienza della Commissione europea). I Ventisette, cioè, continuano ad alternare il bastone con la carota e, in tal senso, è stato dichiarato in modo esplicito che se l'accordo tra Regno Unito e Stati Uniti venisse replicato in Europa, gli USA dovrebbero certamente attendersi contromisure dal fronte europeo.

Senza contare, poi, che sul tema dei dazi non poteva certo mancare il severo ammonimento di Isabel Schnabel, sempre a suo agio nelle vesti di paladino del rigore e degli approcci meno accomodanti di politica monetaria. L'economista della Bce, intervenendo all'Università di Stanford, ha anzitutto sottolineato che le guerre commerciali globali minacciano di far salire l'inflazione nell'Eurozona, limitando lo spazio per ulteriori tagli dei tassi di interesse. Nello specifico, *“è importante mantenere una mano ferma e mantenere i tassi vicini ai livelli attuali. Esistono rischi che un aumento duraturo e significativo dei dazi rafforzi le pressioni al rialzo sull'inflazione di fondo derivanti da una maggiore spesa fiscale nel medio termine. L'Unione Europea rischia di dover far fronte a un'imposta del 20% su tutte le sue esportazioni verso gli Stati Uniti e l'Unione si sta preparando a tutte le possibilità”*. Schnabel, peraltro, ha contestualmente riconosciuto che la guerra commerciale potrebbe anche contenere l'inflazione andando a colpire la domanda, ma l'esito finale dipenderà in maniera cruciale dal risultato dei negoziati sui dazi.

Il saldo settimanale dei principali listini azionari, al netto della sessione di chiusura ottava che ha creato qualche scompiglio a Wall Street e alimentato non poche critiche proprio oltreoceano, può definirsi di consolidamento, quale diretta conseguenza di un rally piuttosto sostenuto, con l'S&P 500 sempre oltre 5800, l'Eurostoxx 600 stabile nel range 540-550 e, sul versante orientale, con il Topix di nuovo comodamente oltre 2700 e lo Shanghai Composite sempre prossimo al test di 3400. Universo obbligazionario ancora debole, con i rendimenti decennali americani negli intorni del 4.6% e i corrispettivi tedeschi in vista di quel 2.7% già testato il 14 maggio (salvo poi correggere venerdì 23), a fronte di uno spread Btp-Bund oscillante intorno ai 100 punti base. Moneta unica in gran recupero, con massimo settimanale a 1.1375 mentre, in tema di commodities, il petrolio ha tentato l'affondo oltre i 64 dollari su voci di nuove tensioni tra Israele e Iran, salvo poi ripiegare decisamente in termini di quotazioni nel momento in cui si è appreso che l'Opec+ sta discutendo la possibilità di realizzare un terzo aumento consecutivo della produzione di greggio a luglio (fermo restando che il cartello ha già contribuito non poco a far crollare i prezzi dell'oro nero,



da quando ha annunciato aumenti di 411.000 barili per maggio e giugno, equivalenti a circa l'1% dell'attuale produzione Opec+).



FIDEURAM
INTESA SANPAOLO
PRIVATE BANKING
Asset Management

DISCLAIMER

Il presente documento, è pubblicato da Fideuram Intesa Sanpaolo Private Banking Asset Management SGR S.p.A. ("Fideuram Asset Management SGR" o "SGR"), società iscritta all'albo delle Società di Gestione del Risparmio tenuto dalla Banca d'Italia ai sensi dell'articolo 35 del d.lgs. 58/1998 (TUF), al n. 12 nella sezione gestori di OICVM e al numero 144 della sezione gestori di FIA e sottoposta alla direzione e coordinamento di Intesa Sanpaolo S.p.A. e appartenente al Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo, iscritto all'Albo dei Gruppi Bancari ed è destinato alla distribuzione al pubblico.

Il presente documento è stato predisposto sulla base di dati elaborati da Fideuram Asset Management SGR (ed eventualmente da altre società del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo) e sulla base delle informazioni pubblicamente disponibili o di altre fonti di terze parti ritenute affidabili e in buona fede, tuttavia nessuna dichiarazione o garanzia, esplicita o implicita, è fornita dalla SGR relativamente all'accuratezza, completezza, affidabilità e correttezza delle stesse. Le informazioni, le opinioni e i dati contenuti in questo documento o in eventuali documenti allegati non costituiscono in alcun modo ricerca in materia di investimenti o comunicazione di marketing, raccomandazione o suggerimento, implicito o esplicito, né sollecitazione o offerta, né consiglio di investimento, consulenza in materia di investimenti, consulenza legale, fiscale o di altra natura.

Se non diversamente specificato, tutte le informazioni contenute nel presente documento sono aggiornate alla data che appare sulla prima pagina e non vi è alcuna garanzia che i risultati o qualsiasi altro evento futuro saranno coerenti con le opinioni e le previsioni qui contenute.

Le informazioni sono soggette a modifiche. Tali informazioni non intendono sostituire in alcun modo le autonome e personali valutazioni che il destinatario è tenuto a svolgere prima della conclusione di una qualsiasi operazione attinente a strumenti e prodotti finanziari. Prima di qualunque investimento, è necessario prendere attenta visione della documentazione relativa allo strumento finanziario oggetto dell'operazione.

I dati, ove non diversamente specificato, non tengono conto del regime fiscale applicabile.

Questo documento non costituisce un'offerta di acquisto o vendita, né una sollecitazione all'investimento in alcun prodotto finanziario citato e non costituisce un messaggio promozionale o sollecitazione all'investimento rivolto a persone residenti negli USA, in Canada o a soggetti residenti in paesi in cui i prodotti non sono autorizzati o registrati per la distribuzione o in cui Prospetto non è stato depositato presso le competenti autorità locali.

Si declina qualsiasi responsabilità in caso di qualsivoglia perdita diretta o indiretta, derivante dall'affidamento alle opinioni o dall'uso delle informazioni ivi contenute; la SGR e i propri dipendenti non sono altresì responsabili per qualsiasi errore e/o omissione contenuti in tali informazioni.

La presente comunicazione e i relativi contenuti (ivi compresi quelli di eventuali documenti allegati) non potranno essere riprodotti, ridistribuiti, direttamente o indirettamente, a terzi o pubblicati, in tutto o in parte, per qualsiasi motivo, senza il preventivo consenso scritto da parte della SGR.