

# Dazi, guerra e tagli mancati: i conti pubblici appesantiscono i rendimenti dei Treasury

Morya Longo

Dal nostro inviato

LONDRA

Dal 2008 al 2022 i rendimenti dei titoli di Stato sono sempre stati inferiori o al massimo in linea al tasso di inflazione. Dal 2022 ad oggi invece è cambiato tutto: da allora sono strutturalmente più elevati dell'indice dei prezzi al consumo Usa. Anche di un paio di punti percentuali. Oggi pagano in media il 4,6%, contro un tasso di inflazione ben più basso. E guardando il solo 2026 un altro dato racconta una storia simile: da inizio anno - nonostante la guerra - il mercato azionario Usa è ancora positivo (anche ieri i listini hanno chiuso in rialzo) mentre quello dei titoli di Stato continua a soffrire, tanto che i rendimenti sono oggi più elevati che a inizio anno.

Se in questo fenomeno si può vedere il tradizionale bicchiere mezzo pieno («I Treasury danno un cuscinetto di valore, hanno rendimenti attrattivi», osserva Daniel Ivascyn, Group chief investment officer di Pimco), c'è anche un risvolto più preoccupante: perché i rendimenti dei titoli di Stato Usa (e anche in altri Paesi) non scendono? Sono solo le aspettative di inflazione a pesare, oppure ci sono sempre più seri timori sulla tenuta dei conti pubblici Usa? Al Media Summit organizzato da Pimco a Londra, questo non poteva che essere uno dei temi chiave.

## La tenuta dei conti Usa

«I motivi per cui i rendimenti dei Treasury restano elevati sono tre - spiega Ivascyn -. Uno: la Fed non li acquista più da anni. Due: l'inflazione resterà più elevata di un tempo sul lungo periodo. Tre: il debito pubblico Usa è elevato». Questo terzo punto è quello chiave, perché da qui dipende la sostenibilità dei conti pubblici. Le proiezioni parlano del resto da sole: il rapporto tra deficit e Pil si è attestato sul 6,3% nel 2025 e resterà tra questo livello e il 7,1% fino al 2034 secondo le stime di Pimco. Così il debito pubblico è previsto al 140% del Pil nel 2030 e addirittura al 200% verso il 2050. E la politica di Trump, o meglio i suoi inciampi, rischiano di peggiorare la situazione.

Uno dei punti di incertezza riguarda i dazi, in buona parte bocciati dalla Corte Suprema. «Trump ha varie altre modalità per introdurli di nuovo - spiega Libby Cantrill, Head of public policy di Pimco -. Ci aspettiamo che lo faccia nei prossimi mesi e che i nuovi dazi saranno più stabili dei precedenti. Ma ci vorrà del tempo». Questo è il primo punto dolente: nel lasso di tempo che servirà a Trump per reintrodurre le tariffe doganali bocciate dalla Corte, il presidente farà più deficit e

debito per finanziare le sue politiche. Cioè la guerra da un lato e i tagli fiscali del «Big Beautiful Bill» dall'altro. Nel 2026 - calcola Pimco partendo dai dati della Cbo - il deficit senza dazi potrebbe dunque attestarsi sul 7%. Livello davvero elevato.

La politica di Trump si basava infatti su due leve per finanziare le politiche fiscali espansive: i dazi (che danno ingenti entrate fiscali allo Stato) e i tagli al bilancio realizzati dal Doge di Elon Musk. Ma entrambi i fronti sono oggi in panne: i dazi sono in buona parte bloccati dalla Corte Suprema, mentre i tagli del Doge sono rimasti quasi tutti sulla carta. Calcola Cantrill che rispetto ai 200 miliardi di tagli alla spesa pubblica varati dal Doge, solo 9 miliardi hanno ottenuto il via libera del Congresso. Ma questo non spinge Trump a ridimensionare le sue ambizioni di politica fiscale. Ma farà tutto a debito.

Si dirà: la politica fiscale espansiva darà la scossa all'economia. Vero, ma anche questo rischia di essere ridimensionato dalle circostanze economiche. Lo sforzo che lo Stato Usa farà per le famiglie americane, attraverso il «Big Beautiful Bill», sarà per esempio vanificato dal rincaro del petrolio: calcola Cantrill che i tagli fiscali voluti da Trump valgono 800 dollari a famiglia, ma i rincari dei carburanti costeranno 1.960 dollari a famiglia qualora il prezzo resterà a 110 dollari al barile.

### **Treasury sulla graticola?**

Pimco vede però i Treasury come una buona asset class per gli investitori. Come dice Ivascyn: «I rendimenti sono attraenti». Questo perché ci sono elementi di sostegno. Per esempio la domanda estera, che - a dispetto della vulgata generale - non sta calando in maniera significativa. «I dati mostrano che non c'è un disimpegno dai Treasury Usa», spiega Cantrill. In effetti la partecipazione estera alle aste di Treasury Usa è più elevata oggi che un tempo e le riserve valutarie in dollari si sono ridotte principalmente a causa del solo rincaro dell'oro. Così, ben cosciente delle sfide del bilancio pubblico Usa, Pimco vede valore nei Treasury Usa. Per Trump, una buona notizia.

© RIPRODUZIONE RISERVATA