

MARZO 2026

FUCINO FLASH

*UN ANNO DI TRUMP.
UN BILANCIO PROVVISORIO*



Banca del Fucino

1923 | 2023

FUCINO FLASH

UN ANNO DI TRUMP: UN BILANCIO PROVVISORIO

Il 2025 è stato l’anno del ritorno di Donald Trump alla Casa Bianca. L’amministrazione Trump, al proprio secondo mandato, ha varato una serie di politiche economiche – *in primis* quelle relative ai dazi commerciali – in forte **discontinuità** con il passato. La discontinuità riguarda metodi e impostazione adottati, non però i temi posti al centro dell’attenzione delle politiche di Trump. Le sue policy rappresentano infatti un **tentativo di affrontare quattro nodi strutturali dell’economia USA**:

- 1) Lo stato dell’economia reale e, più in particolare, il **declino del settore manifatturiero**;
- 2) Il **deficit commerciale**;
- 3) Il **deficit** e il **debito pubblici**;
- 4) Il **ruolo internazionale del dollaro**.

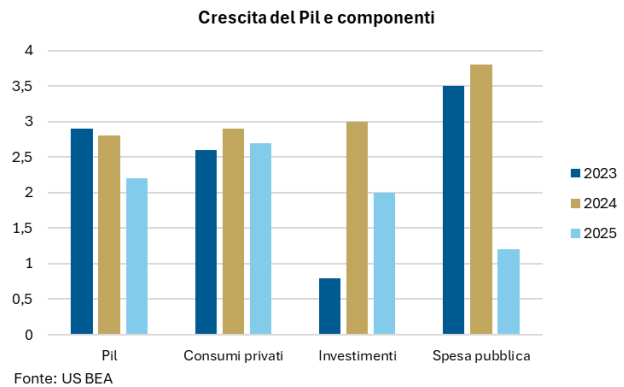
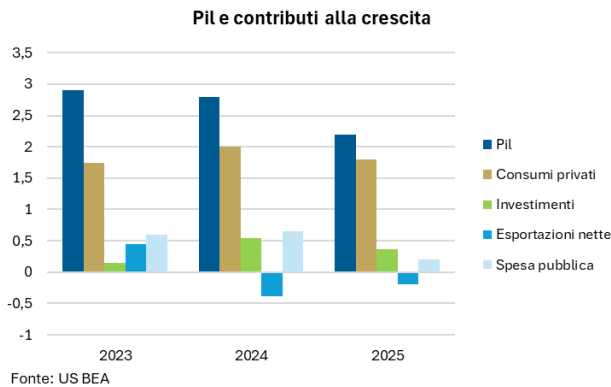
In queste pagine tenteremo **un primo bilancio** dei risultati della presidenza Trump – a oltre un anno dall’insediamento della nuova amministrazione – in relazione ai quattro temi sopraelencati. Si tratta per forza di cose di un bilancio **provvisorio**, sia a motivo dell’incertezza che ancora circonda l’esito finale di alcune misure (a partire dall’entità dei dazi effettivamente applicati a numerosi paesi), sia perché gli effetti delle politiche adottate sono destinati a dispiegarsi nel lungo periodo. Nondimeno, riteniamo che l’esperienza del 2025 sia sufficiente per una prima valutazione dell’efficacia delle politiche dell’amministrazione Trump. La tabella che segue raccoglie – in relazione ai macrotemi sopra indicati – diversi indicatori economico-finanziari di rilievo, al di fine di confrontare la performance dell’economia americana dell’anno scorso con quella dell’anno precedente, l’ultimo della presidenza Biden. Si procederà quindi ad approfondire i vari indicatori, per trarre infine delle conclusioni generali.

				2025	2024	
1	Economia	1.1	Pil	+2,2%	+2,8%	●
		1.2	Disoccupazione	4,3%	4,0%	●
		1.3	Inflazione	2,7%	3,0%	●
		1.4	Produzione industriale	+1,5%	-1,1%	●
2	Bilancia commerciale	2.1	Saldo	-901,5 miliardi	-903,5 miliardi	●
		2.2	Saldo servizi	339,5 miliardi	311,9 miliardi	●
		2.3	Saldo beni	-1240,9 miliardi	-1215,4 miliardi	●
3	Bilancio pubblico	3.1	Deficit/pil	-5,8%	-6,2%	●
			Debito/pil	121% (2025-Q3)	123%	●
		3.2	Entrate	+6%	+11%	●
		3.3	Uscite	+4%	+10%	●
		3.4	T-Bond	4,3% (10Y)	4,2% (10Y)	●
4	Posizione internazionale del dollaro	4.1	Tassi di cambio	-9,7% (Dollar Index)	+6,3% (Dollar Index)	●
		4.2	\$ nelle riserve ufficiali	57,50%	58,52%	●
		4.3	Mercato azionario	S&P500 +16%	S&P500 +24%	●
				Nasdaq-100 +20%	Nasdaq-100 +30%	
Legenda		●	Miglioramento rispetto al 2024			
		●	Peggioramento rispetto al 2024			

1. ECONOMIA

1.1 Pil: crescita robusta ma “K-Shaped Economy”

Nel 2025 il Pil degli Stati Uniti ha registrato una crescita del 2,2%. Il dato evidenzia un **rallentamento** rispetto al 2,8% del 2024 e al 2,9% del 2023, ma non può certo dirsi un risultato di poco conto per un’economia avanzata. Il principale contributo alla crescita è rimasto quello dei consumi privati – da soli responsabili di oltre l’80% dell’aumento complessivo del pil – seguiti da investimenti e spesa pubblica, i cui contributi si sono attestati rispettivamente al 16% e al 9% della crescita totale.



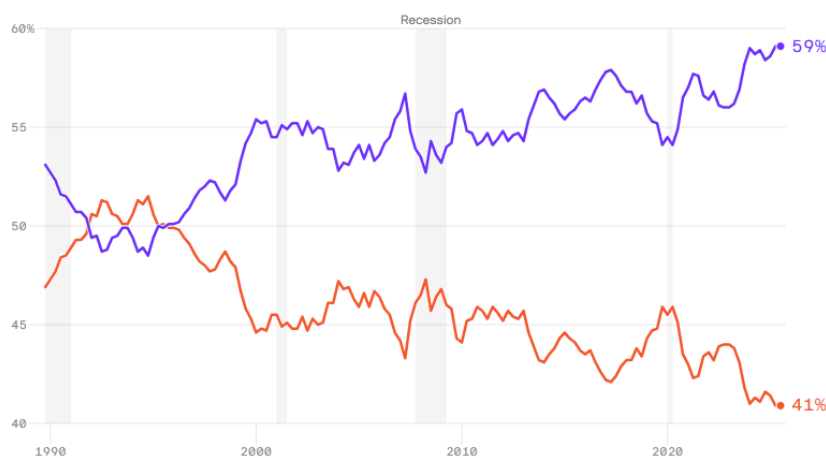
A ben vedere, quindi, rispetto al biennio precedente, l’unica componente della domanda aggregata ad aver visto un marcato **rallentamento del tasso di crescita** è quella della **spesa pubblica**, in espansione su base annua dell’1,2%, contro il 3,8% del 2024 e il 3,5% del 2023. Tale risultato per il 2025, peraltro, incorpora le quasi sei settimane – dal 1° ottobre al 12 novembre – di shutdown del governo federale, evento che aiuta a spiegare il contributo negativo della spesa pubblica alla crescita nel quarto trimestre, pari a 0,9 punti percentuali.

Il profilo della crescita del pil Usa nel 2025 non è insomma così distante da quanto visto negli anni della presidenza Biden. In effetti, si deve piuttosto parlare di un consolidamento di alcune dinamiche già ben

Share of U.S. consumer spending, by income group

Quarterly; Q4 1989-Q3 2025

Top 20% of earners Bottom 80%

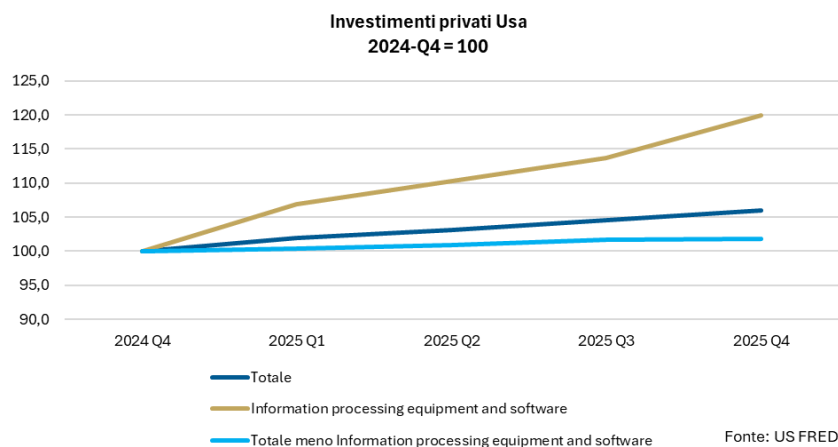


Data: Moody's Analytics analysis of Federal Reserve, BEA and Census data; Note: Consumer spending is the sum of personal consumption expenditures, non-mortgage interest expense and charitable donations; Chart: Axios Visuals

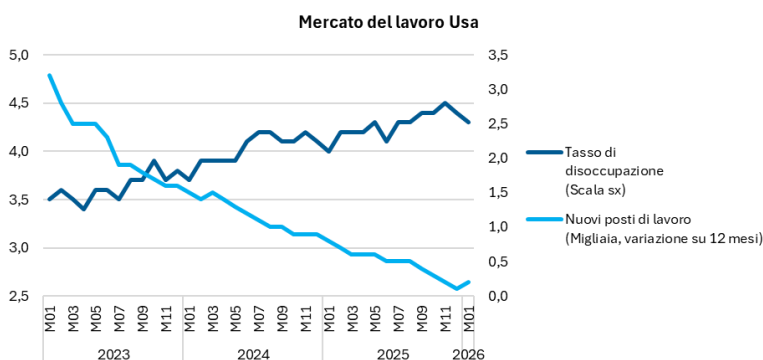
dei percettori di reddito negli Usa era responsabile del 59% dell’intera spesa privata nazionale; per quanto riguarda gli investimenti, invece, questi sono cresciuti del 6% nel quarto trimestre 2025 rispetto

visibili nel biennio 2023-24, e che spesso vengono sintetizzate nell’espressione **“K-Shaped Economy”**. Questa formula identifica un’**economia a doppia velocità**, in cui i settori più tradizionali e le fasce meno abbienti della popolazione sono in crescente sofferenza, mentre corrono gli investimenti in IA e le quotazioni azionarie, in gran parte nelle mani del 20% più benestante della popolazione. Due dati sono in questo proposito sufficienti a descrivere la situazione: all’altezza del terzo trimestre 2025, il top 20%

allo stesso periodo del 2024, a fronte però di una crescita del 19,9% per la categoria “Information Processing Equipment and Software”. Al netto di questa componente la crescita degli investimenti Usa nel 2025 sarebbe stata pari all’1,8%.



1.2 Mercato del lavoro: disoccupazione contenuta ma meno nuovi posti di lavoro



Dalla presidenza Biden Trump ha ereditato un **mercato del lavoro in fase di deterioramento**, con un tasso di disoccupazione in crescita e un ritmo di creazione di nuovi posti di lavoro in rallentamento. Questo duplice trend è in larga parte proseguito nel corso del 2025. È quel che emerge, in particolare, per quanto riguarda la **creazione di nuovi posti di lavoro, scesa**

pressoché a zero (variazione anno su anno) sul finire del 2025, senza però che ciò desse luogo ad un marcato aumento del tasso di disoccupazione – ancora confinato entro la soglia del 4,5%.

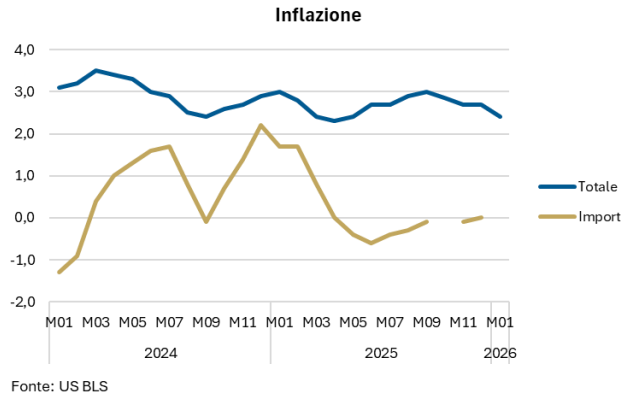
Si deve parlare di prosecuzione di trend anche per quanto riguarda i settori sui quali si è concentrata la crescita occupazionale. Nello specifico, sono tre i settori che continuano a fare da traino: **Private Education and Health Services, Leisure and Hospitality, Government**. Al netto di questi tre comparti, il numero di occupati sul totale dell’economia statunitense è diminuito dello 0,3% tra gennaio 2025 e gennaio 2026, non diversamente da quanto avvenuto nel 2024.

L’impatto delle politiche di Trump sul mercato del lavoro Usa è stato quindi finora modesto. **Il trend di rallentamento nella creazione di nuovi posti di lavoro precede di oltre un anno il ritorno di Trump alla Casa Bianca**. Il contributo della nuova presidenza a questo andamento può essere al massimo ricondotto alla politica fortemente restrittiva nei confronti dell’immigrazione, ma anche in questo caso si parla di effetti modesti e di non semplice verificabilità.

1.3 Inflazione: modesta, ma permangono rischi sul fronte dei prezzi all'import

Quello dell'inflazione costituisce uno dei banchi di prova fondamentali delle politiche di Trump. I suoi critici hanno fin dall'inizio paventato il rischio che i dazi venissero trasferiti direttamente sul prezzo finale per i consumatori, ingenerando una nuova ondata inflazionistica. Per il momento, tuttavia, ciò non è avvenuto: a fronte di un aumento di *Custom duties, taxes and fees* del 192%, **la variazione su base annua dei prezzi al consumo è stata modesta**, pari al 2,7% in media d'anno. Non solo: l'inflazione all'import è risultata ancora più bassa, in media solo lo 0,2%. Ciò può significare una sola cosa: che i maggiori costi delle importazioni dovuti ai dazi sono stati finora in larga parte assorbiti dalle imprese importatrici statunitensi, come testimoniato anche da una recente ricerca ad opera della Fed di New York¹.

A prima vista, quindi, le politiche daziarie Usa non hanno determinato alcuna radicale inversione di trend sul fronte dell'inflazione. Al contempo, tale risultato è verosimilmente destinato ad essere di breve durata, poiché legato all'elevata incertezza con cui la politica daziaria è stata portata avanti: i frequenti annunci, smentite e proroghe delle scadenze hanno portato diverse tra le imprese importatrici Usa a ritenere solo temporanei – o comunque rinegoziabili – i maggiori costi dovuti ai dazi. Un'aspettativa, peraltro, in parte razionale, considerate le difficoltà che l'amministrazione Trump sta incontrando con la Corte Suprema².



	Tassi di inflazione a 12 mesi	
	dic-24	dic-25
Total manufacturing industries	1,2	2,3
Electric power distribution	2,8	7,1
Fruit and vegetable canning	0,5	3,4
Industrial gas manufacturing	6,5	18,2
Primary products	-5,0	4,8
Paint and coating manufacturing	0,3	3,4
Iron and steel mills and ferroalloy mfg	-11,6	18,5
Sheet metal work mfg	0,7	6,1
Hardware mfg	0,3	6,8
Industrial valve mfg	1,7	7,8
Ball and roller bearing mfg	5,7	11,1
Construction machinery mfg	0,7	5,7
Capacitor, resistor, coil, transformer, and other inductor mfg	2,9	7,2
Electric power and specialty transformer mfg	1,1	6,0
Switchgear and switchboard apparatus mfg	5,7	12,0
Current-carrying wiring device mfg	-0,3	4,8

Fonte: US BLS

Vi sono quindi validi motivi per pensare che l'inflazione al consumo statunitense sia destinata a crescere nei prossimi mesi, almeno nel caso in cui dazi significativi dovessero essere mantenuti in un orizzonte di medio periodo. A destare maggiore preoccupazione, tuttavia, è soprattutto **l'indice dei prezzi dei produttori**. In quest'ultimo, infatti, sono rappresentate diverse categorie di prodotti che, nel corso del 2025, hanno visto invertirsi la dinamica di disinflazione registratasi ancora nei primi mesi dell'anno, come mostra la tabella sottostante.

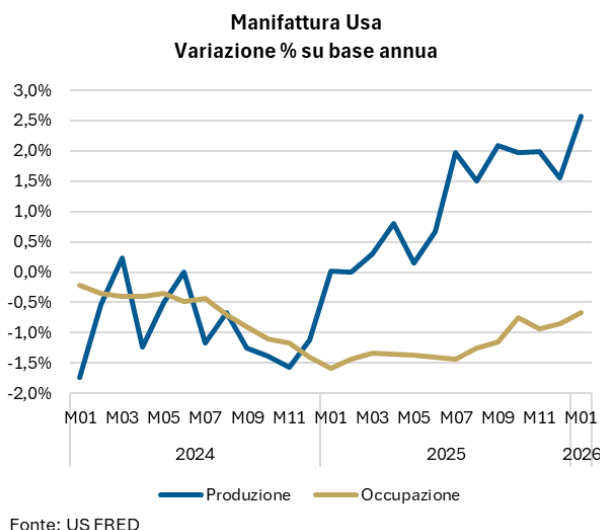
Dalla tabella si evince come **il costo dei dazi** abbia **impattato** in maniera in qualche caso sostanziale i **prezzi di diversi beni strumentali o intermedi**, facendo loro registrare tassi di inflazione anche a doppia cifra. Tali incrementi dei prezzi incamerano verosimilmente anche altre spinte inflattive presenti nell'economia americana – come, per esempio, la forte e crescente domanda di elettricità da parte delle imprese dell'ecosistema IA. Quel che è importante sottolineare, tuttavia, è soprattutto la

¹ M. Amity, C. Flanagan, S. Heise, and D. E. Weinstein, "Who Is Paying for the 2025 U.S. Tariffs?," Federal Reserve Bank of New York - *Liberty Street Economics*, February 12, 2026, <https://doi.org/10.59576/lse.20260212>.
² Usa, la Corte Suprema bocchia i dazi. La prima risposta di Trump: "Tariffe del 10% per tutti", Il Sole 24 Ore, 20 febbraio 2026.

possibilità che in futuro tali aumenti siano infine trasmessi ai prezzi pagati dai consumatori, **rischiando paradossalmente di compromettere la competitività di alcuni prodotti *Made in Usa***.

1.4 Produzione industriale: ripresa, ma non in tutti i comparti

Quello della rinascita manifatturiera costituisce l'obiettivo cardine della politica commerciale trumpiana. I dazi avrebbero infatti dovuto rilanciare la competitività dell'industria Usa sul mercato interno, favorendo così la riduzione dell'ormai strutturale deficit commerciale. Si tratta di una prospettiva che si è attirata molte critiche, ma che sembra aver avuto successo nel 2025: il **ritorno della produzione manifatturiera nazionale in territorio di espansione** su base annua, dopo oltre due anni – dalla seconda metà del 2022 – di contrazione. A gennaio 2026 la variazione sui 12 mesi era pari al 2,4%, il valore più alto da inizio 2022.



Si è trattato però di una **crescita senza importanti impatti sul piano occupazionale**: il numero di occupati del settore manifatturiero Usa ha infatti registrato **variazioni negative** su base annua per tutta la durata dell'anno, con **una diminuzione complessiva di 108 mila unità** tra dicembre 2024 e lo stesso mese del 2025.

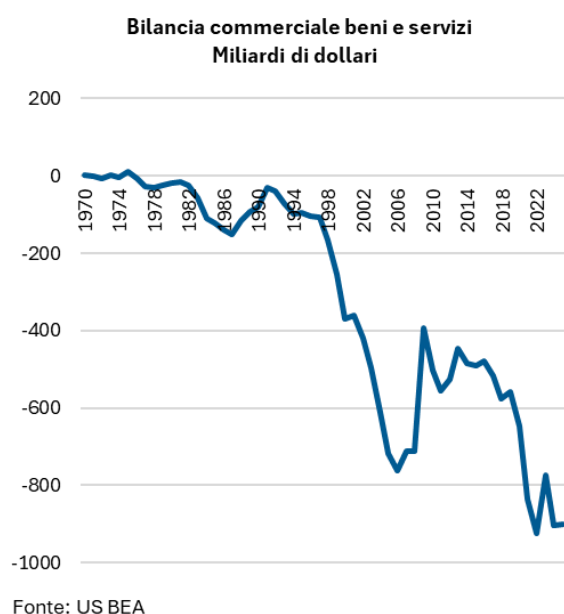
È inoltre interessante considerare i settori manifatturieri che hanno visto la produzione tornare a crescere a ritmi sostenuti. Tra questi i principali sono quelli relativi a **Computer and Electronic Products** (+7,7% a dicembre 2025 su base annua), **Aerospace and Miscellaneous Transport Equipment** (+16,1%) e **Machinery** (+4,1%)³. Si tratta di settori per i quali, in larga parte, ha poco senso parlare di deindustrializzazione nel caso statunitense. In effetti, gli Usa sono sì un'economia che ha visto la propria base manifatturiera ridursi drasticamente rispetto al passato, ma che ha al contempo mantenuto alcune rilevanti attività produttive in settori ad alta tecnologia, come appunto l'aerospazio. Questa componente della manifattura statunitense non è mai propriamente entrata in crisi, ma è da sola insufficiente a mantenere in equilibrio i conti con l'estero degli Usa. Se quindi una ripresa della manifattura Usa c'è indubbiamente stata, questa è finora rimasta confinata ai settori di specializzazione dell'industria nazionale.

In prospettiva, le criticità di fronte a cui si trova il settore restano rilevanti, a cominciare dal rapporto con la **Cina**, detentrici di input produttivi fondamentali – in particolare le **terre rare**, di cui il Dragone detiene ampie riserve naturali e, soprattutto, la quasi totalità della capacità di raffinazione a livello globale.

³ Fonte: Board of Governors of the Federal Reserve System (US).

2. Bilancia dei pagamenti

2.1 Bilancia commerciale: in lieve miglioramento

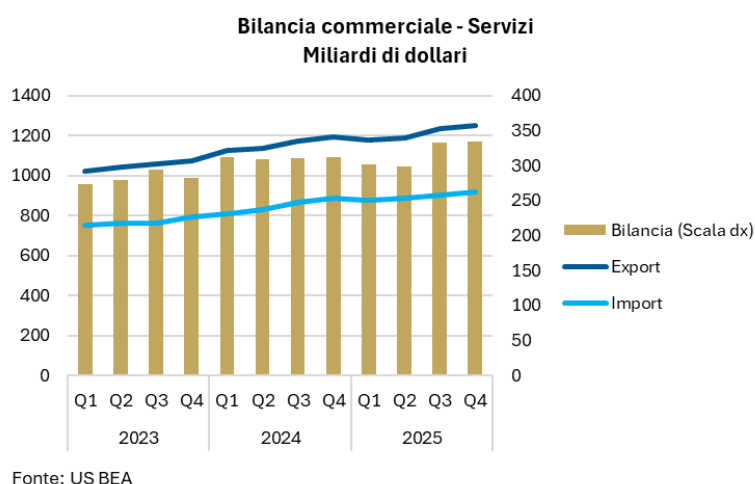


Obiettivo dichiarato della politica dei dazi – oltre a quello di riportare posti di lavoro stabili e ben pagati negli Usa – è quello di ridurre il deficit commerciale nazionale, apertosi negli anni '70 e da allora mai più chiusosi. Nel 2025 la bilancia commerciale Usa ha visto un lieve miglioramento rispetto al 2024, avendo **ridotto il deficit di 2,1 miliardi di dollari**, passando da un -903,5 miliardi di due anni fa a un -901,5 miliardi dell'anno scorso. In rapporto al pil si parla di una riduzione minima del deficit, passato dal 3,1% del 2024 al 3,0% del 2025.

Si tratta di risultati che appaiono modesti. Tuttavia, alla luce dell'aumento – pari a 129,3 miliardi di dollari – che il deficit commerciale Usa aveva registrato nel 2024, una diminuzione di 2,1 miliardi del gap tra import e export è se non altro di buon auspicio.

2.2 Bilancia commerciale servizi: solido surplus

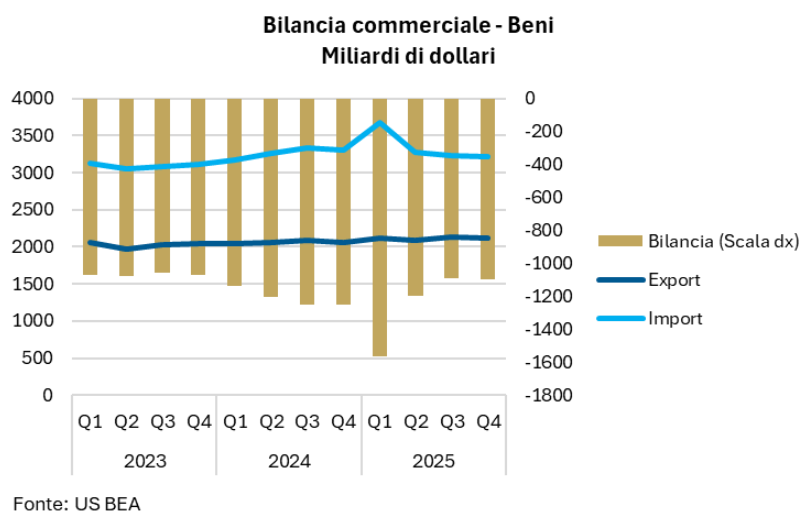
Sul fronte dell'interscambio di **servizi**, il 2025 ha visto la prosecuzione del trend positivo sperimentato negli ultimi anni. L'economia Usa ha registrato **un surplus anche nel 2025**, con un aumento dell'8,9% – da 311,9 a 339,5 miliardi di dollari – rispetto al 2024. Al netto dei primi due trimestri dell'anno, che hanno visto il surplus dei servizi ridursi rispetto all'anno precedente, i sei mesi successivi hanno più che compensato quanto perso.



In linea teorica è senz'altro plausibile che, se la politica di confronto commerciale con altri Paesi e Aree dovesse proseguire, l'export statunitense di servizi potrebbe subire importanti battute d'arresto. I partner commerciali colpiti dai dazi – tra cui l'UE – potrebbero infatti decidere di rispondere alle pressioni statunitensi imponendo contro dazi o ritorsioni proprio sull'export di servizi. Si tratta però di un rischio che finora non si è materializzato.

2.3 Bilancia commerciale beni: nessun miglioramento

Il problema della bilancia commerciale statunitense non riguarda – almeno dagli anni '70 – la componente dei servizi, bensì quella dei beni. Si deve perciò guardare al saldo della bilancia commerciale Usa relativo alle merci fisiche come a una vera e propria cartina di tornasole in merito all'efficacia o meno delle politiche di Trump. Il verdetto, in base ai dati del 2025, è negativo: **il deficit ha registrato un aumento di 25,5 miliardi** rispetto al 2024, ovvero il 2,1% in più sull'anno precedente; è infatti passato dai 1215,4 miliardi del 2024 ai 1240,9 del 2025.

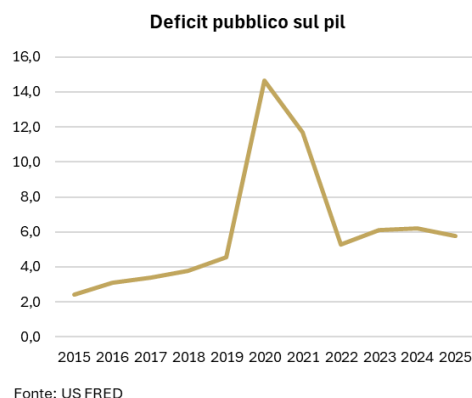
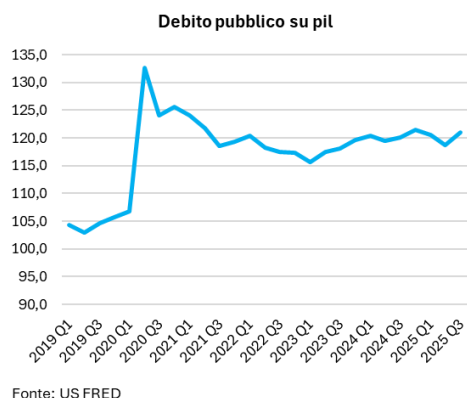


In definitiva, il miglioramento nel saldo della bilancia commerciale Usa è derivato interamente dal maggiore surplus sul lato dei servizi, mentre sul fronte delle merci i dazi si sono dimostrati finora inadatti a ingenerare un riequilibrio dei conti con l'estero. Su tale esito pesa **l'andamento eccezionale dell'interscambio nel primo trimestre dell'anno**, quando – anticipando i dazi – le imprese importatrici Usa hanno fatto scorta di merci, causando un allargamento del deficit trimestrale di circa 315 miliardi. **Negli ultimi due trimestri dell'anno le importazioni statunitensi sono invece risultate in diminuzione** sui 12 mesi, ma questo non è stato sufficiente affinché i cali si traducevano in un ridimensionamento significativo del deficit commerciale.

Va però riconosciuto come, in ragione d'anno, si sia **evitato che il deficit sulla bilancia dei beni proseguisse al ritmo del 2024**, quando la differenza tra import e export era aumentata di ben 157,9 miliardi sull'anno precedente.

3. Bilancio pubblico

3.1 Debito e deficit pubblici: situazione stabile



Quello del deficit pubblico costituisce uno dei problemi strutturali che, da diversi anni, gli Stati Uniti si trovano a dover gestire. Tra le promesse della campagna elettorale di Trump vi era quella di riportare in

ordine le casse dello Stato, e gli stessi dazi dovevano essere una componente essenziale di questo riequilibrio. Nel 2025, tuttavia, il deficit pubblico statunitense si è attestato al 5,8% del pil, appena 4 decimi di punto percentuale in meno rispetto al 2024. Conseguentemente, il debito pubblico è rimasto sostanzialmente sui medesimi livelli del 2024, oscillando attorno al 120%. L'ultimo dato trimestrale disponibile, quello del terzo trimestre 2025, segna un 121%.

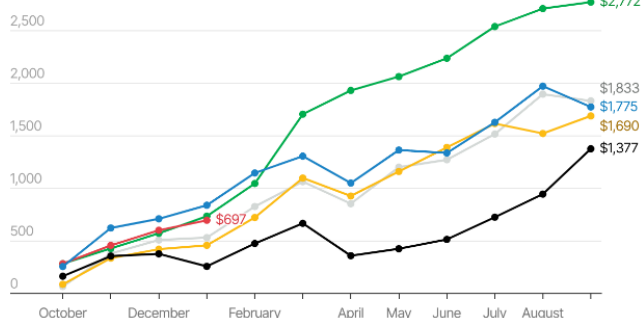
In termini di traiettoria, soprattutto, l'andamento del deficit pubblico nel 2025 è risultato **in linea con quanto registrato nel biennio 2023-24**. È questo uno dei dati più rilevanti per valutare l'efficacia delle azioni dell'amministrazione

Deficit Tracker

Cumulative federal deficit in billions of dollars (nominal), FY2021-2026

— 2021 — 2022 — 2023 — 2024 — 2025 — 2026

\$3,000



The federal fiscal year starts in October.

Chart: Bipartisan Policy Center • Source: Congressional Budget Office, U.S. Department of Treasury

Bipartisan Policy Center

Trump nei confronti della situazione debitoria statunitense: **in assenza dei dazi, la traiettoria del deficit nel 2025 sarebbe stata più simile a quella registrata nel 2021**, un anno in cui erano ancora in campo diverse misure eccezionali di sostegno all'economia.

3.2 Entrate: in aumento grazie ai dazi e ai maggiori introiti dalla *Individual Income Tax*

La principale **novità del 2025** per quanto riguarda le entrate dello Stato americano è chiaramente rappresentata dall'**introito derivante dai dazi commerciali**. Gli Usa hanno infatti visto la voce delle entrate *Custom Duties* lievitare del 153% sull'anno (finanziario) precedente, equivalente a 118 miliardi di dollari. **Il maggior contributo all'aumento delle entrate è stato però quello della *Individual Income Tax***, con un aumento complessivo di 230 miliardi rispetto all'anno precedente, frutto in larga parte della semplice crescita dell'economia Usa. In direzione opposta, invece, è andata la *Corporate Income Tax*: in conseguenza dei tagli fiscali varati anche dall'amministrazione Trump – in particolare con il *Big Beautiful Bill* dell'estate 2025 – l'apporto finanziario di questa tassa è diminuito del 15%, un calo di 78 miliardi.

Il risultato complessivo è stato un aumento del 6% delle entrate fiscali rispetto al 2024, in larga parte figlio della politica daziaria di Trump e della semplice crescita dimensionale dell'economia americana.

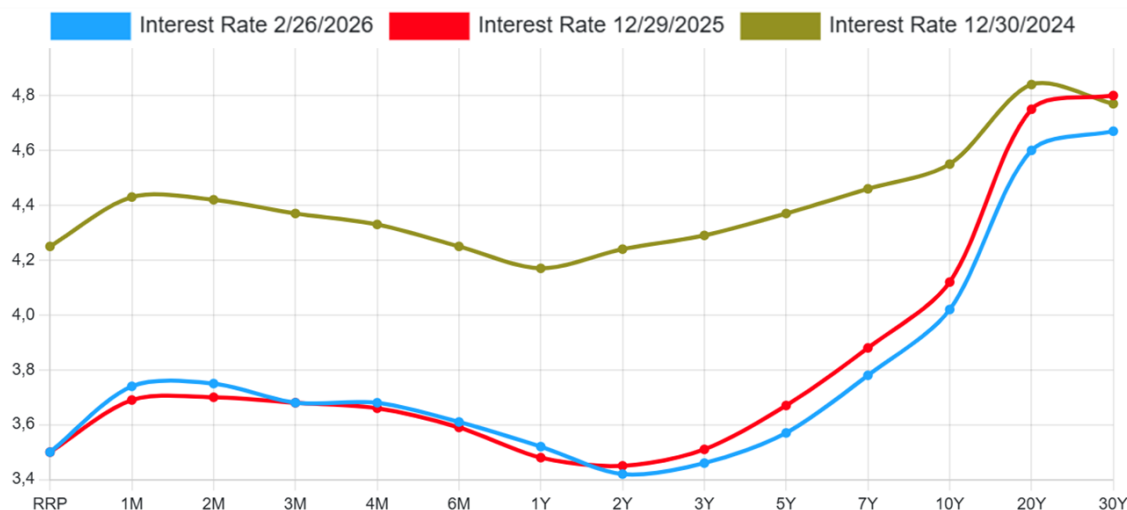
3.3 Uscite: rallenta il ritmo di crescita

Nell'anno fiscale 2025 le uscite dello Stato americano sono cresciute di 275 miliardi, corrispondenti a un aumento del 4% sull'anno precedente. Tra le voci principali dietro tale aumento vi è la componente relativa a *Social Security, Medicare, Medicaid*, la cui spesa è cresciuta di 249 miliardi. Significativo anche il contributo degli interessi sul debito, aumentati in un anno dell'8% (+79 miliardi), nonostante la contemporanea discesa dei tassi di interesse della Fed. Tale voce di spesa è così arrivata a ricoprire il secondo posto, dopo la *Social Security*, nella classifica delle uscite dello Stato per dimensione, superando il trilione di dollari. L'amministrazione Trump ha attuato anche **importanti riduzioni della spesa federale**, in particolare nell'ambito dell'istruzione: le spese destinate al *Department of Education* si sono così ridotte dell'87%, un calo di 233 miliardi che ha in larga parte controbilanciato l'aumento della spesa per la *Social Security*.

Nel complesso l'amministrazione Trump è comunque riuscita a contenere l'aumento delle uscite del bilancio federale, cresciute a un ritmo significativamente inferiore rispetto al 2024 (+4% contro +10%).

3.4 T-Bond: buona resilienza alle turbolenze macroeconomiche

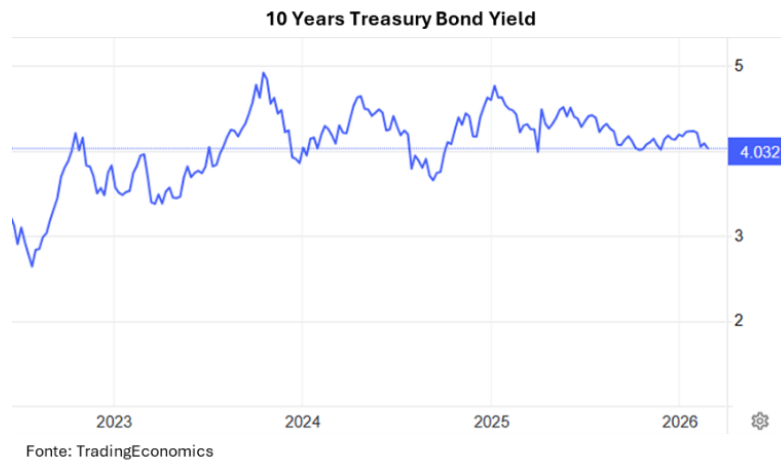
Al netto di una situazione, sul fronte del debito e del deficit pubblici, grosso modo in linea con gli andamenti degli ultimi anni, ad essere mutata in maniera rilevante nel corso del 2025 è stata la curva dei tassi dei Treasuries. Tale mutamento si è sostanziato in particolare in un **forte abbassamento della curva nella parte a breve e medio termine, mentre sulla parte lunga le variazioni sono state ben più modeste**, seppur sempre con movimenti di traiettoria discendente.



Diversi fattori hanno contribuito a determinare la dinamica di questo spostamento verso il basso della curva. In primo luogo, il **ridimensionamento delle attese di inflazione conseguente ai dazi nel breve termine**; tali attese non sono però scomparse, ma hanno spostato il proprio riferimento temporale sulla parte lunga della curva, che infatti ha registrato un abbassamento ben più contenuto.

All'abbassamento della curva sulle scadenze a breve termine hanno **contribuito anche le attese di crescita dell'economia nazionale in un orizzonte di breve periodo**: secondo le previsioni del FMI di gennaio 2026, infatti, nell'anno corrente l'economia Usa dovrebbe crescere del 2,4%, ricevendo una rilevante spinta dal generale allentamento delle condizioni finanziarie, tanto sul fronte dei tassi di policy quanto su quello, per esempio, della regolamentazione bancaria, fino ad arrivare agli sgravi fiscali

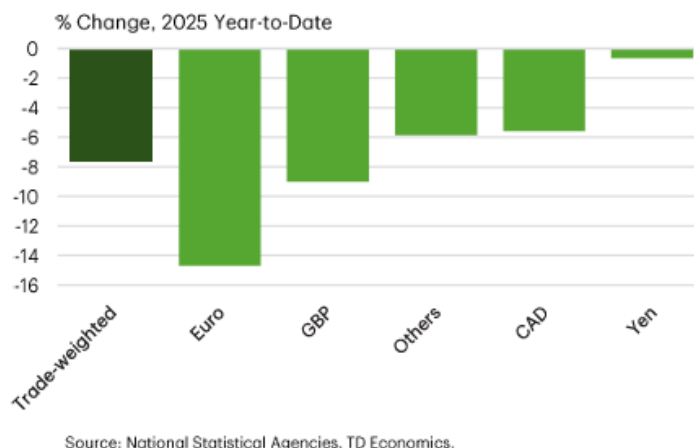
previsti dal Big Beautiful Bill. Questo almeno era lo scenario che i mercati scontavano fino al 28 febbraio: lo scoppio del conflitto in Medio Oriente è chiaramente destinato a incidere sullo scenario, specie nel caso in cui la guerra dovesse rivelarsi di non breve durata.



4. Posizione internazionale del dollaro

4.1 Tassi di cambio: dollaro in calo, ma nessun crollo

Il 2025 è stato un anno di turbolenze per il dollaro. Dopo oltre due anni di forza relativa della divisa Usa, **il dollaro ha perso valore rispetto alle principali valute internazionali**. Il calo è stato particolarmente pronunciato nei confronti dell'euro – circa il 15% – e riflette la scelta di un crescente numero di investitori di spostare parte dei propri portafogli sui listini europei, le cui quotazioni appaiono meno tirate e dunque meno rischiose rispetto a quelle sul mercato Usa⁴.



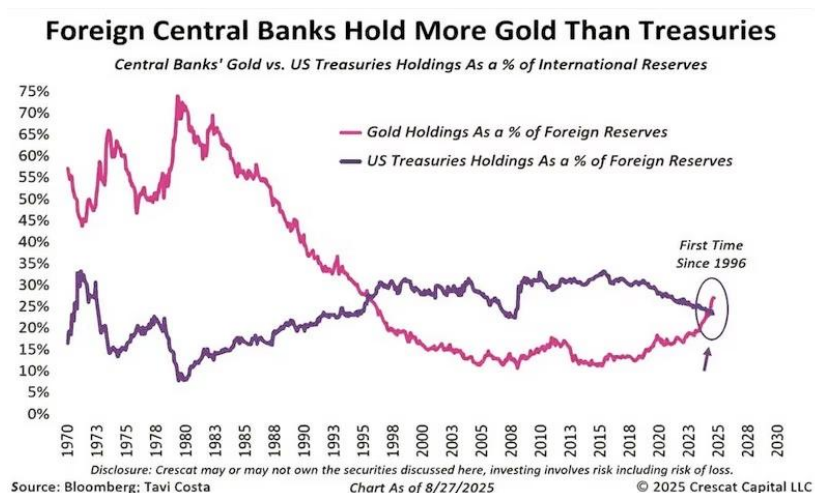
Gran parte del calo registrato dal dollaro nel 2025 è avvenuto in corrispondenza dell'annuncio delle **Reciprocal Tariffs** del 2 aprile. In seguito, però, anche **i ripetuti scontri tra la Presidenza e il chairman della Fed J. Powell** hanno contribuito a indebolire ulteriormente il corso del dollaro. Lo stesso presidente **Trump, del resto, non ha assunto posizioni chiare in merito ai tassi di cambio**, pronunciandosi talvolta favorevolmente nei confronti della prospettiva di una svalutazione del dollaro. Nei fatti, questa si è comunque mantenuta entro un range tale da non ingenerare un'ondata di vendite sui listini americani da parte di investitori internazionali preoccupati di vedere i propri rendimenti ridursi per effetto del tasso di cambio. Al contempo, la relativa debolezza del dollaro è un segnale di grande importanza, specialmente in un **contesto in cui i tassi Fed si trovano su un livello più alto rispetto ai tassi praticati da gran parte delle principali banche centrali delle economie avanzate**: significa che oggi un numero non indifferente di operatori di mercato vede nella situazione economico-finanziaria complessiva degli Stati Uniti rischi relativamente elevati.

4.2 Riserve ufficiali: prosegue la discesa del dollaro, sale la quota dell'oro

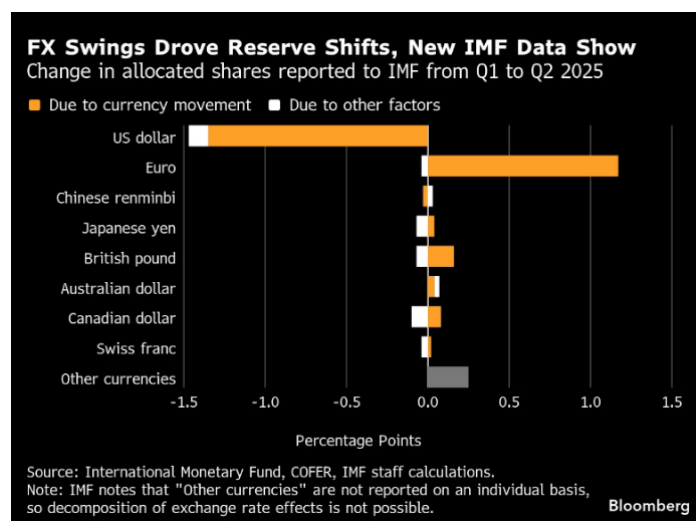
Forse ancora più che dai tassi di cambio, l'impatto delle politiche trumpiane sullo status internazionale del dollaro può essere compreso a partire dai mutamenti sul fronte delle riserve delle banche centrali. Nel 2025 – attorno al secondo trimestre dell'anno – **i Treasuries statunitensi hanno perso la posizione di più importanti asset di riserva**, un titolo che è passato nelle mani dell'**oro**, tra i protagonisti assoluti dei mercati globali negli ultimi anni. Il valore dell'oro – spinto anche dagli acquisti proprio da parte delle banche centrali – ha infatti registrato un tale aumento del proprio valore che la sua quota sul totale delle riserve ufficiali ha superato quella dei Treasuries, seppur di un solo punto percentuale: 24% contro 23%. **Non succedeva dal 1996**⁵.

⁴ E. Herbert, *Investors pour record sums into European stocks*, Financial Times, February 20th, 2026.

⁵ Riguardo ai mutamenti che l'attuale assetto monetario internazionale sta attraversando, rimandiamo al nostro approfondimento Focus *Dedollarizzazione: Mito o Realtà?*, Novembre 2025.



Non si è trattato però di un abbandono generalizzato del dollaro: sebbene alcune banche centrali abbiano ridotto la propria esposizione nei confronti del biglietto verde, **gli acquisti di asset denominati in dollari** (anche al fine di riserva strategica) **non sembrano essersi arrestati**.



4.3 Mercato azionario

Nel 2025 il mercato azionario statunitense è stato interessato da pesanti **turbolenze**, specialmente a cavallo **tra il primo e il secondo trimestre**, quando – in corrispondenza dei primi annunci ufficiali dei dazi commerciali – gli indici borsistici del Paese hanno subito pesanti correzioni al ribasso. **Successivamente, tuttavia, i mercati sono tornati a crescere**, sulla scorta della convinzione – il cosiddetto **Taco Trade** – che l'amministrazione Trump avrebbe ritrattato i termini delle proprie politiche, come in effetti è più volte avvenuto. L'S&P500 ha così potuto totalizzare una crescita del 16,4% nel 2025; ancora meglio ha fatto il Nasdaq-100, +20%, mentre più sottotono ma comunque ampiamente in territorio positivo è stato il Dow Jones, +12%.

È particolarmente significativo, però, che **nel 2025 solo due società nel gruppo delle cosiddette "Magnifiche 7"** – tra le aziende che hanno maggiormente beneficiato del boom dell'IA – abbiano **sovraperformato l'indice S&P500** – Alphabet e Nvidia. Se infatti già l'anno precedente diversi analisti avevano posto in evidenza rilevanti rischi inerenti ai grandi titoli delle grandi società high tech Usa, impegnate con investimenti multimiliardari nella corsa all'IA, è soprattutto nel 2025 che questa

prospettiva ha guadagnato trazione sui mercati⁶. Diversi operatori di mercato hanno così iniziato a spostare l'attenzione verso le potenzialità di crescita dei titoli a bassa capitalizzazione (Russel 2000) o più in generale di azioni non aventi a che fare con il mondo high-growth dell'alta tecnologia. Un esempio di questo spostamento di interesse è dato dal caso del titolo di Walmart, cresciuto di oltre il 25% nel 2025, giungendo a un P/E Ratio di oltre 40 a dicembre.

Significativo, infine, quanto recentemente riportato da Bank of America, secondo la quale la quota degli acquisti sulla borsa Usa realizzati da investitori stranieri è risultata in calo nel 2025 rispetto all'anno precedente, dal 73% al 45%⁷.

⁶ In merito ai dubbi riguardo le quotazioni correnti delle big tech dell'ecosistema IA statunitense, rimandiamo al nostro approfondimento Flash *IA: bolla o non bolla?*, Dicembre 2025.

⁷ G. Noci, *I flussi di capitali evitano gli Usa, rischi di incertezza prolungata*, Il Sole 24 Ore, 25 febbraio 2026.

Conclusioni

Arrivati alla conclusione di questo approfondimento, si può tornare brevemente a considerare la tabella riportata in apertura, potendola ora analizzare con maggior cognizione di causa.

				2025	2024	
1	Economia	1.1	Pil	+2,2%	+2,8%	●
		1.2	Disoccupazione	4,3%	4,0%	●
		1.3	Inflazione	2,7%	3,0%	●
		1.4	Produzione industriale	+1,5%	-1,1%	●
2	Bilancia commerciale	2.1	Saldo	-901,5 miliardi	-903,5 miliardi	●
		2.2	Saldo servizi	339,5 miliardi	311,9 miliardi	●
		2.3	Saldo beni	-1240,9 miliardi	-1215,4 miliardi	●
3	Bilancio pubblico	3.1	Deficit/pil	-5,8%	-6,2%	●
			Debito/pil	121% (2025-Q3)	123%	●
		3.2	Entrate	+6%	+11%	●
		3.3	Uscite	+4%	+10%	●
		3.4	T-Bond	4,3% (10Y)	4,2% (10Y)	●
4	Posizione internazionale del dollaro	4.1	Tassi di cambio	-9,7% (Dollar Index)	+6,3% (Dollar Index)	●
		4.2	\$ nelle riserve ufficiali	57,50%	58,52%	●
		4.3	Mercato azionario	S&P500 +16%	S&P500 +24%	●
				Nasdaq-100 +20%	Nasdaq-100 +30%	
Legenda		●	Miglioramento rispetto al 2024			
		●	Peggioramento rispetto al 2024			

Il quadro che emerge dall’analisi dei principali indicatori dell’economia statunitense nel 2025 non è certo il tracollo generale preconizzato da alcuni critici delle politiche di Trump. Al contrario, alcune voci evidenziano un **miglioramento** della situazione. È questo il caso di:

- **Inflazione**, in discesa rispetto alla media del 2024 nonostante l’impulso potenzialmente inflattivo dei dazi;
- **Produzione industriale**, tornata a crescere dopo oltre due anni di contrazione;
- **Saldo della bilancia commerciale**, che rimane ampiamente in territorio negativo, ma che ha smesso di procedere lungo la traiettoria di rapida crescita del deficit registrata nel 2024, grazie in particolare alla frenata del tasso di crescita del deficit lato beni.
- **Deficit e debito pubblici**, in relazione ai quali sono da evidenziarsi lievi miglioramenti rispetto ai valori registrati nel 2024: dal 123% del pil nel 2024 al 120% nel 2025 (circa quest’ultimo dato bisogna però tener conto che il dato consuntivo dell’intero 2025 non è ad oggi ancora disponibile).
- **Le uscite del bilancio pubblico**, che sono cresciute a un ritmo decisamente inferiore a quello del 2024.

Per contro, su altre voci il 2025 ha fatto registrare andamenti in **peggioramento** rispetto al 2024. Tra questi:

- **La crescita del pil**, diminuita dal 2,8% al 2,2%, restando però su livelli più che positivi.
- **Il mercato del lavoro**, con il tasso di disoccupazione cresciuto dal 4,0% al 4,3%, seguendo la medesima traiettoria di lento deterioramento delle condizioni generali del mercato del lavoro registrata nel 2024.

- **Le entrate del bilancio pubblico**, cresciute a un ritmo inferiore (+6% vs +11%) rispetto al 2024 nonostante l'apporto dei dazi e in conseguenza, soprattutto, della minor crescita economica.
- **I tassi di interesse medi sui Treasuries** sono cresciuti – sia pur marginalmente – nonostante il concomitante allentamento dei tassi di policy da parte della Fed.
- **Il peso percentuale del dollaro nelle riserve delle banche centrali**, che ha proseguito – seppur con una variazione lieve – l'ormai pluriennale trend di discesa.
- **La performance del mercato azionario**, con il rendimento annuo del principale indice del Paese – l'S&P500 – diminuito dal 24% al 16%. Si tratta di risultati più che positivi per gli investitori, ma che per gli investitori estero sono controbilanciati dalla contemporanea svalutazione del dollaro (-15% nei confronti dell'euro).

Se dunque le previsioni di coloro che si attendevano conseguenze catastrofiche per l'economia americana sono state smentite dai fatti, neanche i sostenitori delle policy trumpiane vedono confermate tutte le loro aspettative.

Per un giudizio compiuto sull'efficacia o meno delle politiche economiche attuate dalla presidenza Trump bisognerà necessariamente collocarsi in **un orizzonte pluriennale**. Gli obiettivi strategici delle policy varate – *in primis* quello di sostituzione delle importazioni tramite una politica commerciale protezionistica – potranno infatti essere raggiunti solamente nell'arco di anni, durante i quali, tuttavia, l'amministrazione Trump si troverà ad affrontare rilevanti rischi su più fronti, a cominciare dalle contromisure di natura commerciale o regolamentare da parte di Paese o Aree target dei dazi.

Ulteriori incognite riguardano **l'andamento dei mercati borsistici** statunitensi, risultati essenziali in questi anni anche al fine della tenuta dei consumi. È ad oggi incerto se il verosimile **ridimensionamento delle quotazioni dei titoli high tech** dell'universo IA avverrà nella forma di una **rotazione settoriale verso titoli difensivi o se trascinerà al ribasso l'intera borsa americana**. È appena il caso di aggiungere che la guerra in corso in Medio Oriente amplifica in misura considerevole l'incertezza delle prospettive, anche a breve termine, sia in relazione ai mercati finanziari che all'economia più in generale.

Autori: Vladimiro Giacché, Michele Tonoletti

U.O. Studi e Marketing Strategico

Direzione Comunicazione, Studi e Innovazione Digitale

Banca del Fucino

Dati aggiornati al 25 febbraio 2026

Le informazioni e i dati contenuti nel presente Documento non costituiscono una ricerca in materia di investimenti o una raccomandazione, una sollecitazione né un'offerta, invito ad offrire o messaggio promozionale finalizzata/o alla sottoscrizione, alla vendita, all'acquisto, allo scambio, alla detenzione o all'esercizio di diritti relativi a prodotti e/o strumenti finanziari e/o a qualsiasi investimento in emittenti in esso eventualmente menzionati.