

Allianz Research | 14 Febbraio 2025

# Il punto debole della curva dei rendimenti, il bilancio francese e la geopolitica dei minerali

**Ludovic Subran**  
Capo economista  
[ludovic.subran@allianz.com](mailto:ludovic.subran@allianz.com)

**Jordi Basco-Carrera**  
Lead Investment Strategist  
[jordi.basco-carrera@allianz.com](mailto:jordi.basco-carrera@allianz.com)

**Lluís Dalmau Tavoli**  
Economista per il Medio Oriente e  
l'Africa  
[Lluís.Dalmau@allianz-trade.com](mailto:Lluís.Dalmau@allianz-trade.com)

**Maxime Darmet**  
Senior Economist per Francia,  
Regno Unito e Stati Uniti  
[maxime.darmet@allianz-trade.com](mailto:maxime.darmet@allianz-trade.com)

**Björn Griesbach**  
Senior Investment Strategist  
[bjorn.griesbach@allianz.com](mailto:bjorn.griesbach@allianz.com)

**Kuhanathan di questo**  
Responsabile della ricerca  
aziendale  
[ano.kuhanathan@allianz-trade.com](mailto:ano.kuhanathan@allianz-trade.com)

## In sintesi

Questa settimana esaminiamo tre questioni critiche:

**Curva dei rendimenti: il punto ottimale della duration lunga** La crescente incertezza dovuta agli annunci di dazi pone le basi per una crescita economica più bassa, rafforzando le nostre prospettive a medio termine di rendimenti dei titoli di Stato più bassi. Tuttavia, la volatilità presenta punti di ingresso interessanti per una strategia a lunga duration, mentre il trade-off rischio-rendimento sembra sempre più favorevole. Mentre i rendimenti statunitensi e tedeschi potrebbero aumentare modestamente (+50 pb) a causa dei timori inflazionistici indotti dai dazi, i rischi di recessione potrebbero spingerli a scendere bruscamente (-200 pb). A differenza degli anni 2010, gli investitori beneficiano di un carry elevato e di un basso premio per il rischio azionario, mentre le correlazioni obbligazionario-azionario dovrebbero tornare a essere negative, rendendo le obbligazioni una copertura interessante. Il posizionamento ottimale si colloca nel segmento 7-20Y per i Treasury USA e 10Y per i Bund tedeschi, sia dal punto di vista del carry e roll, sia dal punto di vista del profilo di rischio/rendimento atteso. Un buon punto di ingresso per una posizione long duration, data l'attuale volatilità, sarebbe il 4,8% per il rendimento a 10 anni degli Stati Uniti e il 2,8% per la Germania dal punto di vista odierno.

**Meglio tardi che mai: la Francia ottiene finalmente un bilancio** Il governo Bayrou è riuscito a far approvare un progetto di legge di bilancio annacquato per il 2025 e a sfuggire a una mozione di sfiducia. Ma il bilancio sopravvissuto lascia fuori diversi tagli alla spesa e si orienta pesantemente verso aumenti delle tasse (18 miliardi di euro), tra cui la sovrattassa sul fatturato interno delle imprese (anche se solo per il 2025) e un'aliquota minima dell'imposta sul reddito del 20% per le famiglie ad alto reddito. Il primo dovrebbe avere un impatto limitato sulle società francesi negoziate (-2,1% di calo mediano della crescita del reddito), poiché la maggior parte delle grandi imprese genera il 70% del proprio fatturato all'estero. La volatilità dei mercati obbligazionari francesi potrebbe aumentare nel 4° trimestre 2025, poiché lo stallo politico potrebbe riemergere durante la preparazione del bilancio 2026. Per allora sono probabili nuove elezioni legislative. Per consolidare le proprie finanze preservando al contempo la crescita a medio termine, la Francia dovrebbe concentrarsi su tagli mirati alla spesa e su una riduzione significativa della tassazione sul lavoro, oltre ad affrontare l'eccessiva spesa pensionistica statale.

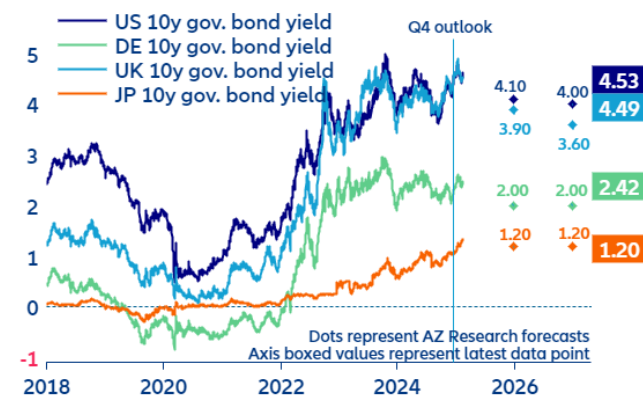
**Terre rare e niente pace? La nuova prima linea dei minerali** I minerali e le risorse sono diventati un campo di battaglia chiave dell'economia di guerra, come si è visto nell'affermazione del presidente Trump sulla Groenlandia ricca di minerali e sull'accordo sulle terre rare con l'Ucraina, oltre all'intensificarsi del conflitto nella Repubblica Democratica del Congo, sede delle più grandi riserve di coltan, cobalto e tantalio del mondo. In questo contesto, la speculazione sta

aumentando per alcuni metalli (litio, rame, oro). Nel frattempo, i prezzi record non hanno scoraggiato gli investitori dall'acquistare oro. La Cina ha recentemente consentito alle compagnie assicurative locali di investire fino all'1% dei loro asset in oro, il che potrebbe aumentare ulteriormente le pressioni al rialzo sui prezzi dell'oro di circa il 15%. Anche le banche centrali hanno acquistato denaro mentre i paesi cercano di costruire la resilienza contro i dazi o le sanzioni dirette o indirette degli Stati Uniti. Stimiamo che se la Cina dovesse vendere il 10% delle sue partecipazioni in titoli del Tesoro statunitensi per passare all'oro, potrebbe aumentare i rendimenti statunitensi di quasi 10 pb.

## Curva dei rendimenti: il punto debole della duration lunga

L'accresciuta incertezza economica e la debole fiducia dei consumatori rafforzano le nostre prospettive a medio termine di rendimenti dei titoli di Stato più bassi. Dall'ultimo outlook economico e dei mercati dei capitali pubblicato a dicembre<sup>1</sup>, i rendimenti dei titoli di Stato sono stati volatili ma sostanzialmente invariati (Figura 1). Tuttavia, le notizie e il flusso di dati hanno confermato la nostra visione di tassi più bassi verso la fine dell'anno, con rischi asimmetrici al ribasso. L'ondata di ordini esecutivi firmati dal presidente degli Stati Uniti Trump su vari aspetti dell'economia, compresi i dazi, e i successivi rollback hanno aumentato l'incertezza economica. Ciò ostacola gli investimenti nell'economia reale, deteriorando di conseguenza le prospettive di crescita, portando a sua volta a tassi più bassi. Allo stesso tempo, sono aumentati i rischi al ribasso di un errore politico, soprattutto alla luce degli aggressivi annunci di riduzione dei costi da parte dell'amministrazione statunitense. I dati economici su entrambe le sponde dell'Atlantico sono la prova di questo sviluppo. La fiducia dei consumatori negli Stati Uniti è scesa ai minimi di sei mesi nell'ultima lettura, senza alcun segno di uno shock positivo della fiducia dopo l'elezione di Trump. Nel frattempo, l'Eurozona è ripiombata in una stagnazione nell'ultimo trimestre del 2024, spingendo la BCE a parlare di un taglio al di sotto del suo tasso neutrale di circa il 2% per combattere il deterioramento delle prospettive di crescita.

Figura 1: Rendimenti dei titoli di Stato a 10 anni e previsioni di Allianz Research per dicembre, %

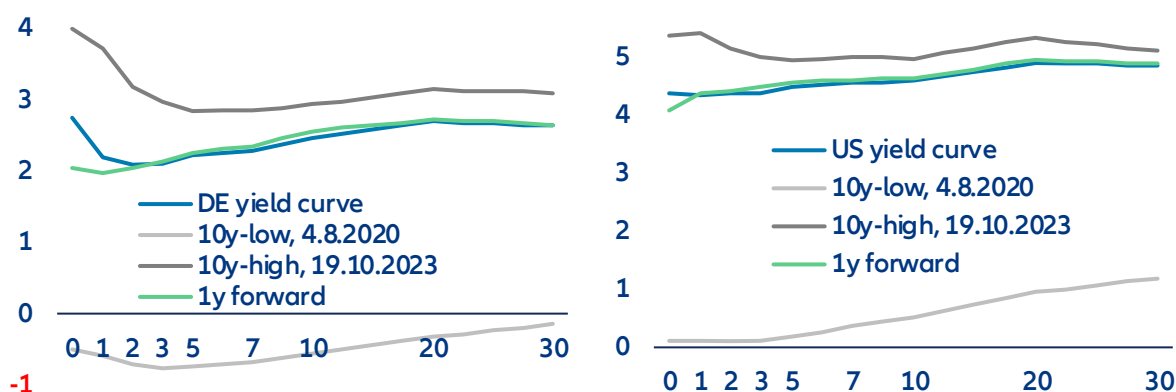


Fonti: LSEG Datastream, Allianz Research

La volatilità intorno alle notizie in corso presenta punti di ingresso interessanti per una strategia a lunga duration, mentre il trade-off rischio-rendimento sembra favorevole. Con la nostra visione fondamentale di rendimenti che si avvicinano al 4,1% negli Stati Uniti verso la fine dell'anno e al 2,0% in Germania, la recente volatilità dei tassi offre punti di ingresso interessanti per una posizione long duration. L'intervallo da inizio anno è stato di 40 pb (4,4%-4,8%) negli Stati Uniti e di 30 pb in Germania (2,35%-2,65%). L'intervallo superiore consentirebbe forti guadagni se le nostre previsioni si concretizzassero. Uno sguardo più attento alle curve dei rendimenti attuali e storiche nella Figura 2 evidenzia che i rischi sono asimmetrici. Sia negli Stati Uniti che in Germania, siamo solo 50 pb al di sotto dei massimi degli ultimi 10 anni, compreso il periodo in cui l'inflazione era intorno al 10% rispetto all'attuale intervallo del 2-3%. Tuttavia, siamo 400 pb e 300 pb al di sopra dei minimi rispettivamente negli Stati Uniti e in Germania. Sebbene nessuno di questi estremi sia il nostro scenario di base, mostrano dove potrebbero andare i rendimenti in caso di eventi imprevedibili (picco dell'inflazione o pandemia) e che i guadagni sono molto più grandi delle perdite. Un buon punto di ingresso per una posizione long duration nell'attuale fase di volatilità dal punto di vista odierno sarebbe il 4,8% per il rendimento USA a 10 anni e il 2,8% per la Germania.

<sup>1</sup> Consulta il nostro rapporto [Global Economic Outlook 2025-26: sfidare la gravità?](#)

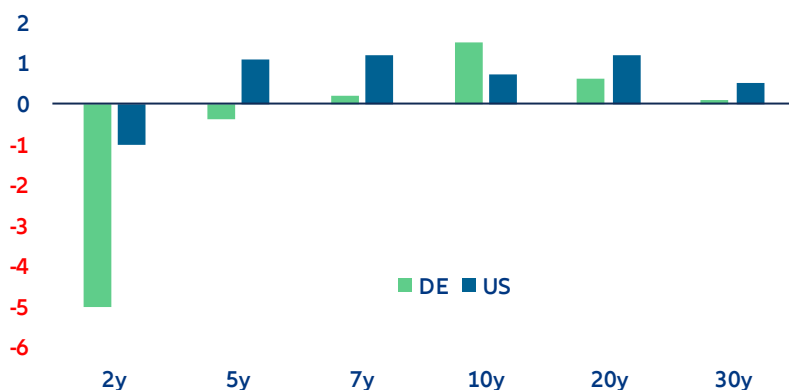
Figura 2: Curva dei rendimenti tedesca e statunitense, asse x = anni alla scadenza, asse y = rendimento in %



Fonti: Bloomberg, Allianz Research

**A differenza degli anni 2010, gli investitori beneficiano di un carry elevato e di un basso premio per il rischio azionario, il che rende le obbligazioni interessanti, soprattutto negli Stati Uniti, anche se non prevediamo che si verifichino rendimenti più bassi.** Mentre nell'arco pre-pandemia i rendimenti erano molto bassi o addirittura negativi in Europa, ora la situazione è molto diversa. Le obbligazioni offrono un carry interessante anche se i rendimenti non sono in calo. In effetti, le curve forward mostrano che possono aumentare anche di 10 pb, continuando a guadagnare gli attuali rendimenti a un anno, dato che la curva forward si trova al di sopra dei livelli attuali (Figura 2). Le obbligazioni appaiono interessanti anche come copertura contro un sell-off azionario. Negli Stati Uniti, il premio per il rischio azionario è estremamente basso. Sebbene le correlazioni obbligazionario-azionario siano ancora positive, quasi certamente lo diventerebbero di nuovo in caso di recessione trainata dalla domanda.

Figura 3: Carry & roll su un periodo di tre mesi con finanziamento a tasso repo, bps



Fonti: Bloomberg, Allianz Research

**Una posizione a lunga duration dovrebbe essere aggiunta nel segmento 7-20 anni per i Treasury statunitensi e a 10 anni per i Bund tedeschi.** Come regola generale, gli investitori obbligazionari preferiscono la parte della curva più ripida per trarre profitto sia dal carry (tasso d'interesse) sia dal roll-down della curva, poiché i rendimenti più bassi aumentano il prezzo di un'obbligazione. Osservando la pendenza della curva, il punto a 10 anni in Germania sembra il più attraente per aggiungere durata. Negli Stati Uniti, l'intervallo è più ampio, con scadenze comprese tra 7 e 20 anni. Ciò è supportato anche dal punto di vista del carry & roll, il che dimostra che questa parte offre attualmente il rendimento più elevato se la curva dovesse rimanere ferma (Figura 3). Il punto a 30 anni dovrebbe essere evitato poiché l'estremità molto lunga della curva (20y30y) è invertita sia in Germania che negli Stati Uniti.

Inoltre, in termini di copertura delle opportunità contro una correzione del mercato azionario, ossia nel caso in cui i rendimenti e le azioni scendano più fortemente, il punto a 10 anni sembra il migliore in termini di profilo di rischio-rendimento. Poiché i prezzi delle obbligazioni si muovono inversamente ai rendimenti, rendimenti più bassi si traducono in guadagni di prezzo. L'entità di questi guadagni dipende sia dalla variazione dei rendimenti che dalla duration delle obbligazioni. In uno scenario recessivo, i rendimenti a 10 anni probabilmente diminuirebbero meno del segmento a breve termine, ma una duration più elevata garantisce guadagni di prezzo più forti. Nel frattempo, la parte molto lunga in genere reagisce meno al calo dei rendimenti, ma offre comunque rendimenti sostanziali grazie alla sua durata prolungata.

## La Francia ottiene finalmente un bilancio

**Il primo ministro Bayrou è finalmente riuscito a far approvare un progetto di legge di bilancio annacquato per il 2025.** Il governo ha fatto ricorso all'articolo 49.3 della Costituzione francese, che consente l'approvazione di una legge di bilancio senza un voto formale in parlamento. A differenza del suo predecessore, il governo Bayrou riusa a sfuggire a un voto di sfiducia poiché sia il Partito Socialista (parte dell'alleanza di sinistra NFP) che il Rassemblement National (RN) di destra riconobbero i rischi di creare una grave crisi politica e di danneggiare in modo significativo l'economia. Tuttavia, il risultato è una legge di bilancio senza molti dei tagli alla spesa previsti dal bilancio dell'ex primo ministro Michel Barnier, tra cui un congelamento temporaneo delle pensioni statali, tagli alla spesa sanitaria e una riduzione del numero di insegnanti. Inoltre, esclude anche alcune idee impopolari, come l'aumento delle imposte di bollo o la limitazione dei periodi di attesa per i dipendenti pubblici. Per quanto riguarda le entrate, l'attuale governo ha mantenuto le due misure che dovrebbero produrre le maggiori entrate: la sovrattassa sulle grandi imprese e l'aliquota minima dell'imposta sul reddito del 20% per le famiglie ad alto reddito. La sovrattassa sulle grandi imprese dovrebbe applicarsi solo nel 2025, rispetto ai due anni previsti dal bilancio Barnier.

Tabella 1: Bilancio Bayrou 2025: principali misure

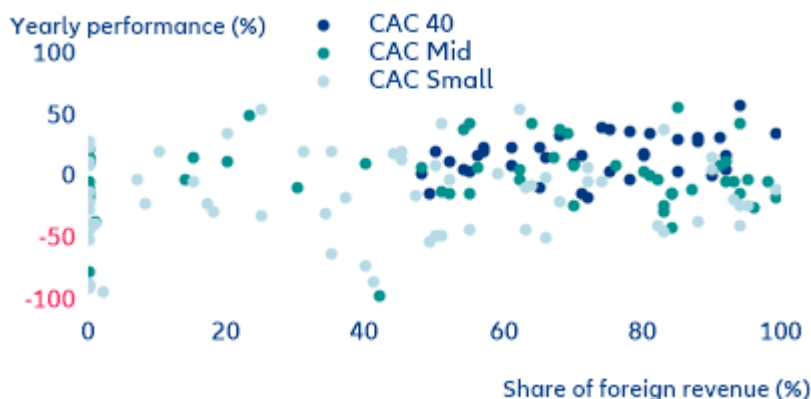
| Receipts   | EUR bn      | % GDP      | Spending                                       | EUR bn     | % GDP      |
|--|-------------|------------|--|------------|------------|
| Budget measures                                    |             |            | Budget measures                                |            |            |
| Lowering of the VAT exemption threshold            | 0.4         |            | Cuts in transfers to local governments         | 2.2        | 0.1        |
| Surtax on large companies                          | 7.8         |            | Reduction in ecological transition expenditure | 1.4        | 0.0        |
| Share buyback tax                                  | 0.4         |            | Reductions in my MaPrimeRénov' program         | 1.0        | 0.0        |
| Increase in financial transaction tax rate         | 0.6         |            | Research budget cuts                           | 1.0        | 0.0        |
| CVAE maintained                                    | 4.2         |            | Culture budget cuts                            | 0.2        | 0.0        |
| Minimum income tax rate of 20%                     | 1.9         |            | Foreign aid cuts                               | 1.2        | 0.0        |
| Increase in airline ticket tax                     | 1.0         |            | Other budgets                                  | 0.2        | 0.0        |
| Tightening of tax credit for R&D investment        | 0.5         |            |  |            |            |
| Reductions in social security contributions relief | 1.6         |            |  |            |            |
| <b>Total 2025</b>                                  | <b>18.4</b> | <b>0.6</b> | <b>Total 2025</b>                              | <b>7.1</b> | <b>0.2</b> |

Fonti: Ministero delle Finanze, Allianz Research

**L'aumento una tantum ha un impatto sui ricavi imponibili in Francia, quindi avrà un impatto limitato sulle società francesi negoziate.** Secondo il bilancio ufficiale, la sovrattassa sarà calcolata sulla base delle entrate medie del 2024 e del 2025 e dovrà essere liquidata entro la fine del 2025. Per le aziende con ricavi compresi tra 1 e 3 miliardi di euro, l'aliquota fiscale sui guadagni francesi aumenterà dal 25% al 30,2%. Le aziende con ricavi superiori a 3 miliardi di euro vedranno aumentare la loro aliquota fiscale dal 25% al 35,3%. La nostra analisi suggerisce che l'impatto sui bilanci delle società francesi sarà limitato in quanto si rivolgerà solo alle società medio-alte e grandi, che generano solo il 30% dei loro ricavi in Francia (Figura 4). Prevediamo un calo mediano relativamente modesto del -2,1% nella crescita del reddito societario. Si prevede che le medie imprese subiranno un impatto leggermente maggiore, pari al -3,5%, nonostante sia interessato solo il 46% delle imprese di questa categoria. Il gruppo più

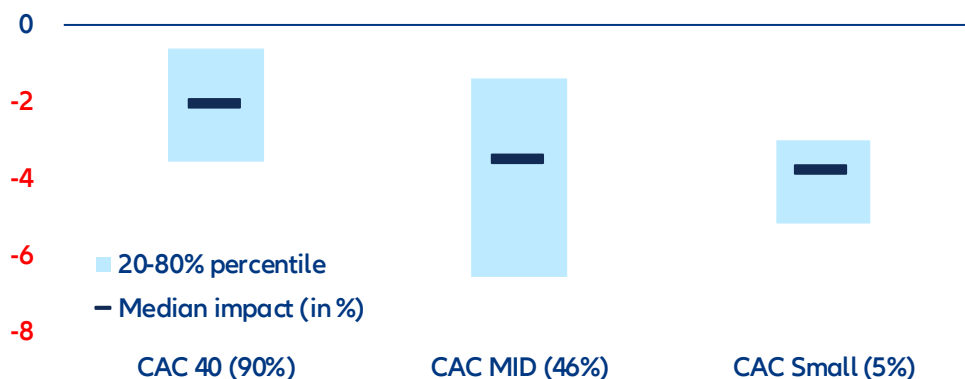
colpito sarà quello delle società a bassa capitalizzazione, che hanno registrato un calo del -3,8% nella crescita del reddito, poiché i loro ricavi sono principalmente orientati a livello nazionale. Tuttavia, l'effetto più ampio rimane limitato, in quanto solo il 5% delle aziende rientra in questa categoria (Figura 5). Nel complesso, i mercati dovrebbero assorbire questo impatto senza intoppi, poiché la prevista ripresa degli utili per il 2025 e il 2026 (~10%) dovrebbe più che compensare questa temporanea battuta d'arresto.

Figura 4: Quota dei ricavi esteri delle società quotate in Francia (in %)



Fonti: LSEG Workspace, Allianz Research

Figura 5: Impatto previsto sulla crescita dell'utile netto delle imprese a causa dell'aumento delle imposte (in %)



Fonti: LSEG Workspace, Allianz Research

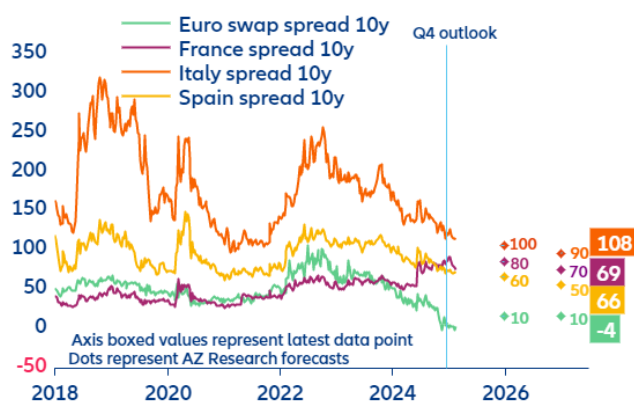
Nota: tra parentesi la quota di società all'interno degli indici interessati dalla misura

**Nel complesso, il bilancio 2025 sembra basarsi su ipotesi di crescita e di riscossione delle imposte relativamente ottimistiche, con conseguenti elevati rischi di scostamento fiscale.** Il bilancio contiene più di 18 miliardi di euro di aumenti delle tasse o nuovi prelievi, tra cui l'abbandono/rinvio del taglio della CVAE (una tassa sulla produzione). I tagli alla spesa saranno limitati a circa 7 miliardi di euro e si concentreranno sui ministeri del governo centrale. La spesa complessiva continuerà ad aumentare a causa dell'assenza di vincoli sulla spesa pensionistica e sanitaria, che rappresentano oltre la metà della spesa pubblica totale in Francia. Nel complesso, l'aggiustamento strutturale di bilancio è previsto allo 0,7% del PIL nel 2025. Il governo punta a un disavanzo nominale del 5,4% del PIL (rispetto al 6% stimato nel 2024). La nostra previsione è più pessimistica al 5,7% del PIL perché i) ci aspettiamo una crescita del PIL più lenta (+0,7% contro il +0,9% previsto dal governo), ii) sospettiamo che le entrate saranno ancora una volta inferiori perché gli aumenti delle tasse probabilmente aumenteranno gli incentivi per le imprese a trovare modi per ridurre i loro utili imponibili (come l'aumento delle spese deducibili o attraverso strategie finanziarie e

contabili) e iii) le ipotesi del governo riguardo al forte rallentamento della sanità e della pubblica amministrazione locale. La spesa sembra ottimistica<sup>2</sup>.

**Mentre il rischio di un'altra elezione generale dopo luglio si è ridotto, gli spread francesi potrebbero aumentare di nuovo se l'incertezza dovesse aumentare a settembre durante la preparazione del bilancio 2026. Il presidente Macron potrebbe indire nuove elezioni nel quarto trimestre del 2025.** Il presidente Macron non ha, per ora, alcun incentivo a sciogliere l'Assemblea nazionale, cosa che la Costituzione gli consente di fare a partire da luglio 2025 (cioè 12 mesi dopo l'ultimo scioglimento) poiché i sondaggi indicano che la camera rimarrebbe frammentata nei tre blocchi principali, con il persistere di uno stallo politico. La minore incertezza nel nuovo bilancio ha già sostenuto gli spread francesi, ma i mercati finanziari potrebbero reagire negativamente agli slittamenti fiscali, se lo stallo politico dovesse ripresentarsi nel corso dell'anno. Prevediamo un aumento della volatilità nel 4° trimestre 2025, quando il governo Bayrou dovrà iniziare a preparare il bilancio 2026 e trovare nuovi risparmi sostanziali per ridurre ulteriormente il deficit. In effetti, a quel punto, la situazione fiscale della Francia potrebbe sembrare ancora più precaria rispetto ai suoi omologhi dell'Eurozona e il presidente Macron potrebbe essere costretto a indire nuove elezioni generali. Le nostre prospettive per gli spread dei titoli di Stato francesi a 10 anni rimangono quindi a 80 pb alla fine di quest'anno, leggermente al di sopra dei livelli attuali (Figura 6).

Figura 6: Spread dei titoli di Stato dell'Eurozona rispetto alla Germania, pb



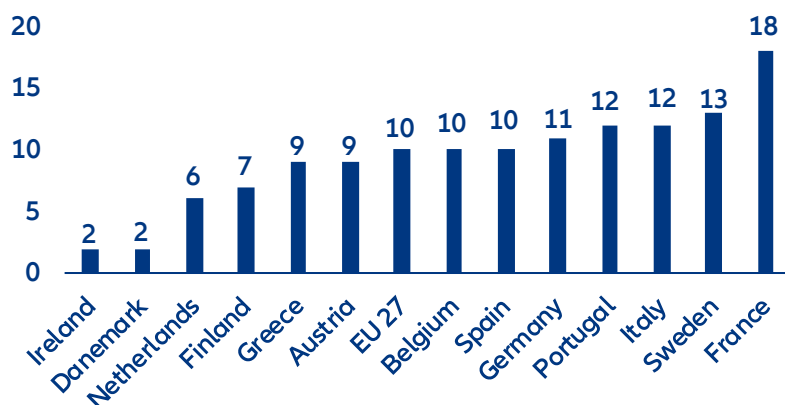
Fonti: LSEG Datastream, Allianz Research

**Per consolidare le proprie finanze preservando al contempo la crescita a medio termine, la Francia dovrebbe concentrarsi su tagli mirati alla spesa e su una riduzione significativa della tassazione sul lavoro.** La Francia ha una pressione fiscale notoriamente elevata, che intacca la sua competitività: nel settore industriale, i contributi sociali a carico dei datori di lavoro e le imposte sulla produzione (al netto dei sussidi) rappresentano il 18% del valore aggiunto lordo del settore, molto più alto di quello della maggior parte dei paesi comparabili in Europa (Figura 7). In questo contesto, perseguire una riduzione del disavanzo basata su aumenti delle tasse (in particolare sulle imprese) corre il rischio di essere controproducente, di intaccare la competitività e gli incentivi a investire e assumere ulteriormente, a mettere sotto pressione la crescita e, in ultima analisi, a rendere la riduzione del disavanzo ancora più impegnativa. L'economia francese beneficerebbe di una riduzione significativa della tassazione sul lavoro (in particolare dei contributi sociali a carico dei datori di lavoro e dei lavoratori). Ciò migliorerebbe la competitività delle imprese e sosterebbe al contempo il potere d'acquisto delle famiglie. Altri benefici includono lo stimolo della domanda di lavoro (le aziende sono più incentivate ad assumere) e dell'offerta di lavoro (le famiglie sono più incentivate a cercare un lavoro e/o a lavorare più ore), a sua volta aumentando il tasso di occupazione relativamente basso della Francia e sostenendo le finanze pubbliche. Per finanziare questo, l'aumento dell'IVA avrebbe i suoi meriti, ma sarebbe politicamente difficile da vendere. La Francia potrebbe anche affrontare l'eccessiva spesa pensionistica pubblica (ad esempio deindicizzando le pensioni statali per il 20% più

<sup>2</sup> Questo rischio è evidenziato dall'organo di vigilanza fiscale francese ([Parere n°2025 – 1 Modifica della legge finanziaria 2025 / Consiglio superiore delle finanze pubbliche](#))

ricco della popolazione e introducendo una maggiore capitalizzazione), ridurre il numero di dipendenti pubblici<sup>3</sup>, ridurre il numero di livelli di governo locale, avviare una revisione completa delle finanze pubbliche dei governi locali per promuovere norme contabili più rigorose e la trasparenza<sup>4</sup> ed eliminare alcuni sconti fiscali.

Grafico 7: Contributi sociali a carico dei datori di lavoro e imposte sulla produzione (al netto delle sovvenzioni) nel settore industriale, in % del valore aggiunto lordo



Fonti: Eurostat, Rexecode, Allianz Research

## Terre rare e niente pace? La nuova prima linea dei minerali.

**Cosa hanno in comune la Groenlandia e Goma?** I minerali e le risorse sono diventati un campo di battaglia chiave dell'economia di guerra. La Cina è in prima linea da un po' di tempo, investendo in regioni come l'America Latina e l'Africa per assicurarsi input chiave per le sue industrie manifatturiere. Ma ora gli Stati Uniti stanno anche rivolgendo la loro attenzione ai minerali critici, come si è visto nell'affermazione del presidente Trump sulla Groenlandia. Il territorio danese non è solo ricco di potenziali risorse di petrolio e gas, ma anche di 1,5 milioni di tonnellate di minerali di terre rare (l'ottava più grande riserva al mondo), nonché di grandi quantità di uranio e altri minerali<sup>5</sup>. Mentre è improbabile che la Groenlandia diventi un territorio degli Stati Uniti, è probabile che le aziende statunitensi aumentino i progetti minerari e il governo danese ha mostrato la volontà di aprire l'isola a una maggiore influenza americana sia nell'estrazione mineraria che attraverso una maggiore presenza dell'esercito statunitense. Allo stesso tempo, in cambio del continuo sostegno americano negli sforzi bellici contro la Russia, l'amministrazione Trump ha richiesto all'Ucraina terre rare per un valore di 500 miliardi di dollari, che ha la più grande riserva di terre rare e minerali critici nel continente europeo al di fuori della Russia. Ciò include circa 500.000 tonnellate di litio (il 10% delle riserve mondiali), 137 milioni di tonnellate di grafite (il 20% delle riserve mondiali) e circa il 2% delle riserve mondiali di uranio. Tuttavia, molte delle miniere e dei depositi si trovano attualmente in territorio sotto il controllo russo, il che complicherebbe un potenziale accordo. L'Africa è un altro campo di battaglia nella corsa globale ai minerali. Ricco di risorse non sfruttate, il continente ha attratto grandi attori. La Cina domina grazie al suo vantaggio di primo arrivato, e ora controlla intere catene di approvvigionamento, mentre gli Stati Uniti hanno ampliato la loro influenza, in particolare attraverso il corridoio di Lobito per accedere alla cintura di rame dello Zambia e dell'Angola. La Francia in precedenza controllava la fornitura di uranio del Niger e la presa del Marocco sul Sahara occidentale è legata alle risorse minerarie. L'UE ha anche firmato accordi con diverse nazioni africane per assicurarsi i minerali, anche se alcuni, come quello del Ruanda, rimangono controversi. In effetti, dal 2022, il gruppo per procura del Ruanda M23 ha alimentato il conflitto nella Repubblica Democratica del Congo (RDC), ricca di minerali, citando ufficialmente preoccupazioni per la sicurezza ma in coincidenza con un'impennata

<sup>3</sup> Ciò consentirebbe un rallentamento dei pagamenti delle compensazioni e, a medio termine, genererebbe notevoli risparmi sulla spesa pensionistica, poiché la maggior parte del disavanzo pensionistico statale in Francia è contabilizzato per i pagamenti ai dipendenti pubblici in pensione piuttosto che ai pensionati del settore privato.

<sup>4</sup> Anche la reintroduzione della tassa sulla casa (rimossa dal presidente Macron per le proprietà primarie) sarebbe un'opzione sensata. La fonte di finanziamento dei governi locali dovrebbe essere a loro discrezione (tassazione locale) piuttosto che ricevere trasferimenti dal governo centrale, che li disincentivano a gestire le loro finanze in modo sano.

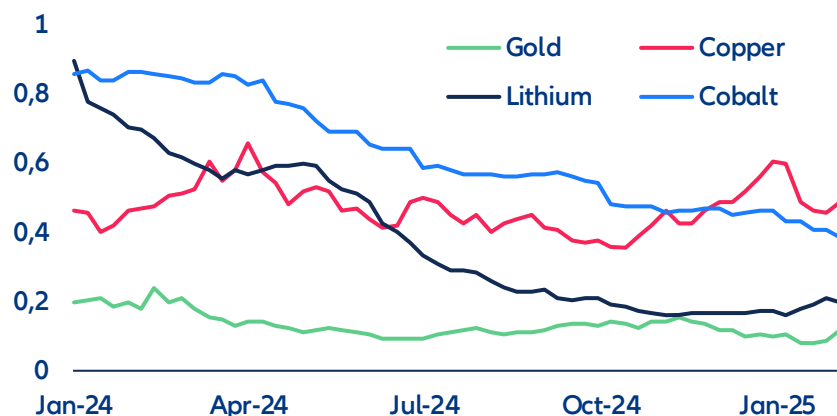
<sup>5</sup> Guarda il nostro report [Cosa guardare | 6 Febbraio 2025](#)



delle esportazioni minerarie del Ruanda. La RDC detiene le più grandi riserve mondiali di coltan, cobalto e tantalio, vitali per la transizione energetica.

**La speculazione sta aumentando per alcuni metalli.** In questo contesto, ci si potrebbe aspettare un aumento dei prezzi dei metalli, poiché le tensioni sull'offerta potrebbero aggravarsi nei prossimi trimestri. Dall'inizio di novembre 2024 i prezzi dell'alluminio sono aumentati del +1%; i prezzi del litio sono aumentati del +6% ma molto al di sotto dei massimi storici di fine 2022, mentre il nichel è sceso del -1% e i prezzi del cobalto sono diminuiti del -11%. Ciò tende a suggerire che gli operatori dei mercati dei metalli hanno scontato una minore domanda di beni industriali come automobili e mulini a vento, ignorando qualsiasi premio per il rischio geopolitico. Tuttavia, osserviamo che il posizionamento speculativo si sta lentamente costruendo, come misurato dall'indice T di Working, che valuta l'equilibrio tra interessi commerciali e finanziari nel mercato dei futures (un indice alto significa un eccesso di posizionamento finanziario rispetto alle esigenze di copertura). L'indice speculativo è in rialzo per il litio, il rame e l'oro, ma non per il cobalto (Figura 8).

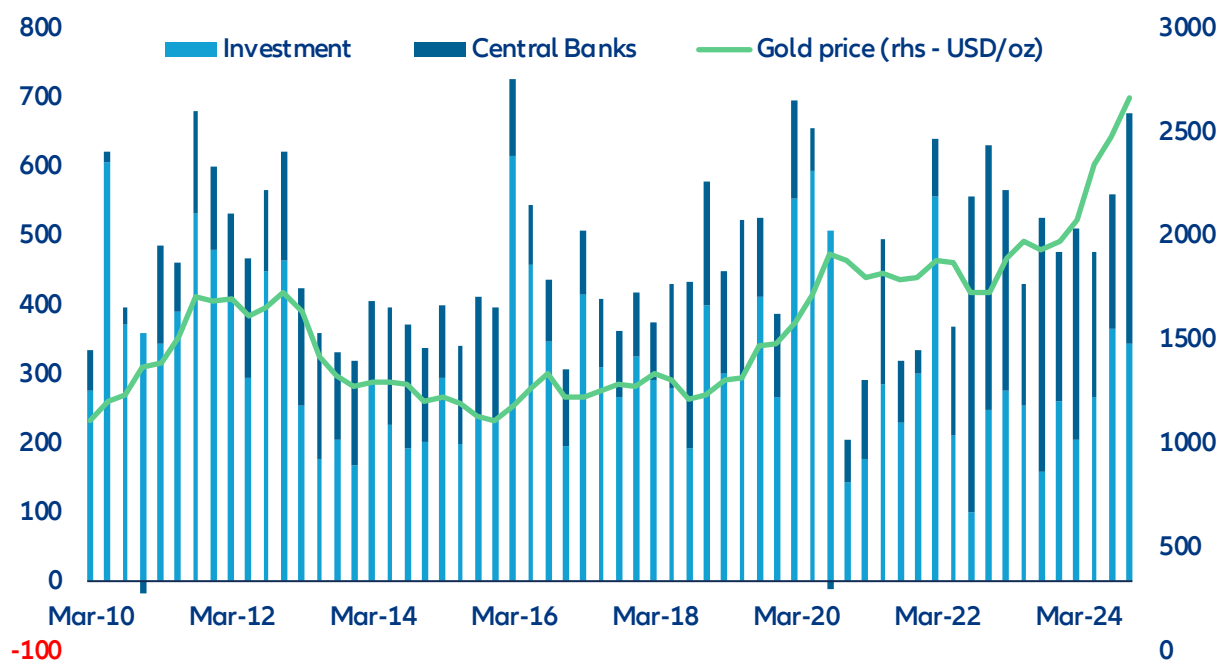
Figura 8: Indice T di lavorazione per metalli selezionati



Fonti: CFTC, Allianz Research

**Tutto ciò che luccica è oro: tra l'incertezza e il rischio di un' amministrazione statunitense più protezionista, sia gli investitori che le banche centrali hanno acquistato una quantità record.** Mentre l'USD rimane in cima al sistema di finanziamento, l'oro sta guadagnando terreno come bene rifugio nonostante i prezzi record, non solo per gli investitori ma anche per i paesi che devono affrontare dazi o sanzioni. Gli acquisti di oro da parte degli investitori e delle banche centrali hanno raggiunto il picco nel 4° trimestre 2024 (Figura 9). Negli ultimi 15 anni, i volumi di acquisto sono stati più elevati solo durante il sell-off del mercato e i timori di recessione di inizio 2016 e durante la pandemia. È probabile che l'interesse per l'oro rimanga forte nel prossimo futuro, poiché un certo numero di paesi emergenti, con la Cina in testa, cercheranno di costruire la resilienza contro la politica diretta o indiretta negli Stati Uniti che potrebbe danneggiarli. La PBoC ha acquistato 5 tonnellate d'oro nel novembre 2024 e ne ha aggiunte altre 10 nel dicembre 2024. La Cina ha anche recentemente consentito alle sue compagnie assicurative nazionali di investire fino all'1% del loro patrimonio in oro, canalizzando fino a 27 miliardi di dollari. Ai prezzi attuali, ciò rappresenterebbe circa 290 tonnellate di oro e potrebbe aumentare ulteriormente le pressioni al rialzo sui prezzi dell'oro di circa il 15%. Nei prossimi 5 anni, si prevede che l'entrata in funzione di nuove miniere d'oro aumenterà l'offerta globale del 3-4%, circa 3-4 milioni di once all'anno entro il 2030, con importanti progetti in Australia, Africa occidentale, Pakistan e Canada. Sebbene i budget per l'esplorazione dell'oro siano diminuiti nel 2024, sono destinati ad aumentare di oltre il 5% nel 2025 nel contesto attuale. La Cina ha già diversificato i titoli del Tesoro statunitensi negli ultimi 10 anni, con le partecipazioni che rappresentavano il 23% degli UST in circolazione a marzo 2013 a circa il 9% alla fine del 2024. Tuttavia, non crediamo che la Cina passerà completamente dalle riserve di UST all'oro, poiché sarebbe piuttosto impegnativo dal punto di vista operativo. Inoltre, potrebbe anche portare la PBoC a vendere UST a sconto mentre acquista oro a prezzi gonfiati. Sulla base dei recenti episodi di mercato, stimiamo che se la Cina dovesse vendere il 10% delle sue partecipazioni (circa 70 miliardi di dollari) per orientarsi verso l'oro, potrebbe spingere i rendimenti statunitensi verso un rialzo di circa 10 punti base.

Figura 9: Acquisto di oro da parte di investitori e banche centrali (in tonnellate)



Fonti: World Gold Council, Allianz Research

Tali valutazioni sono, come sempre, soggette alla clausola di esclusione di responsabilità fornita di seguito.

### **DICHIARAZIONI PREVISIONALI**

Le dichiarazioni contenute nel presente documento possono includere prospettive, dichiarazioni di aspettative future e altre dichiarazioni previsionali che si basano sulle attuali opinioni e ipotesi del management e comportano rischi e incertezze noti e sconosciuti. I risultati, le prestazioni o gli eventi effettivi possono differire materialmente da quelli espressi o impliciti in tali dichiarazioni previsionali.

Tali scostamenti possono derivare da, a titolo esemplificativo e non esaustivo, (i) cambiamenti delle condizioni economiche generali e della situazione concorrenziale, in particolare nel core business e nei mercati principali del Gruppo Allianz, (ii) andamento dei mercati finanziari (in particolare volatilità dei mercati, liquidità ed eventi creditizi), (iii) frequenza e gravità degli eventi di perdita assicurati, anche da catastrofi naturali, e dall'andamento delle spese per perdite, (iv) livelli e tendenze di mortalità e morbilità, (v) livelli di persistenza, (vi) in particolare nell'attività bancaria, l'entità delle insolvenze creditizie, (vii) livelli dei tassi di interesse, (viii) tassi di cambio tra cui il tasso di cambio EUR/USD, (ix) modifiche alle leggi e ai regolamenti, comprese le normative fiscali, (x) l'impatto delle acquisizioni, comprese le relative questioni di integrazione, e le misure di riorganizzazione, e (xi) fattori competitivi generali, in ogni caso su base locale, regionale, nazionale e/o globale. Molti di questi fattori possono essere più probabili, o più pronunciati, a seguito di attività terroristiche e delle loro conseguenze.

### **NESSUN OBBLIGO DI AGGIORNAMENTO**

La società non si assume alcun obbligo di aggiornare le informazioni o le dichiarazioni previsionali contenute nel presente documento, ad eccezione di eventuali informazioni che devono essere divulgate per legge.

Allianz Trade è il marchio utilizzato per designare una gamma di servizi forniti da Euler Hermes.