Allianz Trade

Allianz Research | 05 Giugno 2025

I costi fiscali di "One Big Beautiful Bill", il crollo dei prezzi dei metalli e lo sblocco dell'energia geotermica

Ludovic Subran
Chief Investment Officer e Chief Economist
ludovic.subran@allianz.com

Maxime Darmet
Economista senior USA-Francia-Regno Unito
maxime.darmet@allianz-trade.com

Patrizio Krizan
Senior Investment Strategist
patrick.krizan@allianz.com

Patrick Hoffmann
Economista, ESG e intelligenza artificiale
patrick.hoffmann@allianz.com

Ano Kuhanathan
Responsabile Corporate Research
ano.kuhanathan@allianz-trade.com

Gvanca Kirvalidze
Assistente di ricerca
gvanca.kirvalidze@allianz.com

In sintesi

- **Stati Uniti: "One Big Beautiful Bill" aumenta il rischio di una crisi fiscale autoinflitta** L'OBBB è passato alla Camera a maggio, ma questa settimana dovrà affrontare una dura opposizione al Senato, in particolare sui tagli pianificati a Medicaid e sulla graduale eliminazione dei crediti d'imposta e dei sussidi energetici dell'IRA. Il pacchetto fiscale – che probabilmente sarà approvato in autunno anziché entro il 4 luglio – include il rinnovo dei tagli fiscali del 2017, 170 miliardi di dollari di nuovi tagli fiscali e un modesto contenimento della spesa di 53 miliardi di dollari, con un costo finale previsto dello 0,4% del PIL rispetto alla politica attuale. È improbabile che la compensazione delle entrate doganali extra impedisca al disavanzo degli Stati Uniti di superare l'8% del PIL l'anno prossimo, a causa del rapido aumento delle spese per interessi e delle spese federali dinamiche. Con il rapido deterioramento del quadro fiscale, è probabile che la volatilità del mercato obbligazionario sia in aumento. L'aumento dei costi di finanziamento e l'inasprimento delle condizioni finanziarie compenserebbero probabilmente l'effetto di stimolo alla crescita dell'OBBB, in un contesto di aumento del risparmio precauzionale e di debolezza del sentiment. Questo scenario potrebbe costringere la Casa Bianca a progettare un'inversione di rotta fiscale e a mettere il debito su una traiettoria sostenibile. Lo scenario peggiore, anche se a rischio di coda, vedrebbe la Fed non riuscire a contenere l'impennata dei tassi di interesse e la monetizzazione del debito portare a un aumento dell'inflazione e a un forte e rapido deprezzamento dell'USD.
- **Domanda debole, beni rifugio, premi elevati: cosa ci dicono i prezzi dei metalli sull'economia globale** I metalli industriali stanno crollando a causa del rallentamento della produzione globale, con il rame in calo del -14% rispetto al picco del 2024 e il nichel in calo di oltre il -20%. La debole ripresa della Cina e i continui problemi manifatturieri dell'Europa hanno trascinato al ribasso la domanda, mentre l'aumento della produzione ha aggravato l'eccesso di offerta di acciaio e altri metalli. Al contrario, l'oro è salito di circa il +30% nel 2025, superando i 3000 USD/oncia mentre gli investitori cercano rifugio tra le tensioni tra Stati Uniti e Cina e l'indebolimento del dollaro. Le banche centrali hanno acquistato 240 tonnellate nel solo primo trimestre, segnalando la loro intenzione di diversificare le riserve lontano dall'USD. Nel frattempo, i dazi statunitensi, che sono saliti al 50% sulle importazioni di acciaio e alluminio (ad eccezione del Regno Unito che rimane al 25%), hanno fatto salire i premi dell'alluminio del Midwest del +60% da inizio anno, creando un divario di prezzo tra i mercati globali e i magazzini statunitensi e alimentando ulteriori preoccupazioni per l'inflazione. Questi nuovi dazi potrebbero anche significare fino a 2 miliardi di dollari di perdite all'esportazione per il settore metallurgico in Canada nel resto dell'anno, 1 miliardo di dollari per il Messico e 0,6 miliardi di dollari per il settore metallurgico della Corea del Sud.

- **Sbloccare la geotermia per la transizione energetica** Tra l'aumento della domanda di elettricità e le crescenti sfide infrastrutturali, i governi sono sempre più alla ricerca di fonti energetiche stabili che vadano oltre le energie rinnovabili. L'energia geotermica profonda sta emergendo come un complemento promettente, offrendo un'energia di base affidabile e a basse emissioni di carbonio, stabilità della rete e un'impronta terrestre ridotta. I recenti progressi tecnologici hanno esteso le profondità di perforazione a 8 km, aumentando di dodici volte l'efficienza e il potenziale delle risorse e rendendo la geotermia una delle fonti di energia più ampiamente disponibili. Nonostante gli ostacoli quali gli elevati costi iniziali e gli ostacoli normativi, gli investimenti in progetti geotermici di nuova generazione sono quadruplicati tra il 2021 e il 2023. Se le tendenze di riduzione dei costi continueranno, la geotermia potrebbe fornire l'8% dell'elettricità globale entro il 2050, richiedendo circa 2,8 trilioni di dollari di investimenti cumulativi.

Stati Uniti: "One Big Beautiful Bill" aumenta il rischio di una crisi fiscale autoinflitta

Il "One Big Beautiful Bill" (OBBB) del presidente Trump è passato alla Camera a maggio, ma dovrà affrontare una dura opposizione al Senato. Il pacchetto fiscale comprende la maggior parte delle promesse elettorali del presidente Trump, con il rinnovo dei tagli fiscali dal suo primo mandato, 170 miliardi di dollari di nuovi tagli fiscali e un modesto 53 miliardi di dollari di restrizioni alla spesa (Figura 1). Per le famiglie, il disegno di legge include l'esenzione dalle imposte sul reddito sugli straordinari e sulle mance e, per le aziende, l'intera spesa per la ricerca e lo sviluppo e le attrezzature. Inoltre, il disegno di legge amplia il Tax Cuts and Jobs Act of (TCJA) del 2017 con nuove disposizioni come un credito per i figli a carico più ampio per le famiglie e una maggiore deduzione pass-through per gli imprenditori. Le promesse elettorali di un'imposta sulle società del 14% per le imprese manifatturiere e l'esenzione dall'imposta sul reddito sui pagamenti della previdenza sociale sono state tralasciate, anche se la prima è stata sostituita da una spesa completa per gli impianti di produzione nazionali. Anche la maggior parte dei sussidi verdi dell'Inflation Reduction Act (IRA) del presidente Biden sono stati abrogati e dovranno essere gradualmente eliminati entro il 2028. Inoltre, il disegno di legge elimina la "trasferibilità", che incentivava le aziende con un'ampia gamma di responsabilità fiscali a investire in energia pulita. Un altro cambiamento è la tempistica dei pagamenti dei sussidi. Attualmente, i progetti possono beneficiare di crediti d'imposta a partire dall'inizio della costruzione e dopo di essi, quando saranno operativi. La nuova proposta assegna crediti solo dopo l'inizio delle operazioni. In totale, i nuovi tagli fiscali – al netto dei tagli all'IRA ed esclusi i rinnovi delle disposizioni TCJA – ammonteranno a 110 miliardi di dollari all'anno per il governo federale. Dal lato della spesa, le spese per Medicaid e i buoni pasto saranno contenute. Tuttavia, i dati riportati sul lato della spesa sono confrontati con una base di incrementi dinamici della spesa della "politica corrente"[1]: in effetti, la spesa sarà inferiore di 108 miliardi di dollari *rispetto* a questa base, ma continuerà ad aumentare in termini assoluti. Per quanto riguarda le nuove spese, il disegno di legge stanzia aumenti dei fondi per la difesa e la protezione delle frontiere, facendo eco alle massime priorità del presidente.

[1] *Negli ultimi 25 anni le spese primarie della Confederazione sono aumentate in media del +3,8% all'anno in termini reali.*

Figura 1: Nuove disposizioni fiscali e di spesa nel "One Big Beautiful Bill" della Camera

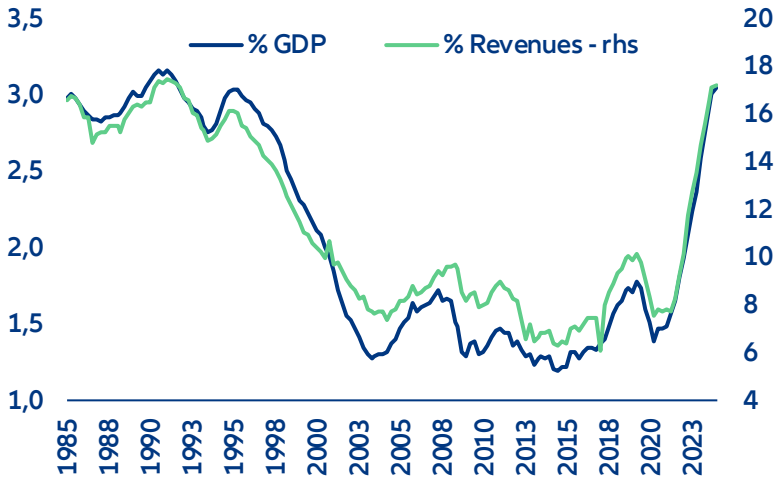
Campaign tax proposals	Amount
No tax on tips	10
No tax on overtime	31
No tax on auto loan interest	14
Expanded SALT deduction ($30k)	15
Total	69
Expanded TCJA provisions	
Larger child credit (+$500)	17
Larger standard deduction (+1000 single/2000 couples/4000 seniors)	32
Larger passthrough deduction (+3pp)	11
Total	60
Business investment provisions	
Full expensing of domestic manufacturing facilities	32
Full expensing of equipment	39
Full expensing of R&D	25
Expanded limit on interest deductibility	6
IRA green subsidies	-46
Total	56
Other business tax policies	-15
Spending cuts	
Medicaid	-47
SNAP (Food Stamps)	-28
Other	-33
Total	-108
Spending increases	
Defense	31
Border/immigration	24
Total	55
Total fiscal effect vs current policy ($bn/yr)	117
Total fiscal effect vs current policy (% GDP)	0.4
Increase of the structural deficit (% GDP)	0.7
Other deficit-augmenting and deficit increase:	
Extra customs receipts, 2025 (% GDP)*	-0.6
Extra interest expenses, 2026 vs 2024 (% GDP)**	0.7

*Fonti: Camera dei Rappresentanti, Goldman Sachs, Allianz Research. *Ipotizzando un tasso tariffario effettivo medio del 9,2% nel 2025.**Ipotizzando un tasso di interesse a breve termine medio del 4,2% e del 3,6% rispettivamente nel 2025 e nel 2026 e un tasso di interesse a lungo termine del 4,3% e del 4,1% per entrambi gli anni.*

È probabile che i repubblicani del Senato respingano i tagli pianificati a Medicaid e l'eliminazione graduale dei crediti d'imposta e dei sussidi energetici dell'IRA. Ciononostante, ci aspettiamo che il costo finale del conto rimanga vicino alla versione attuale: 0,4% del PIL rispetto alla politica attuale, o 0,7% del PIL di aumento del disavanzo strutturale. Molti repubblicani del Senato rappresentano collegi elettorali rurali più poveri che dipendono fortemente dai benefici del welfare, mentre i crediti d'imposta IRA nel solare, nell'eolico e nella geotermia avvantaggiano in modo sproporzionato i collegi elettorali repubblicani rispetto a quelli democratici. Data la risicata maggioranza repubblicana al Senato, ogni singolo voto conterà per passare l'OBBB. Ci aspettiamo che emergano finalmente alcuni compromessi, con la legge di bilancio finale che contiene meno tagli a Medicaid, compensati da tagli fiscali meno generosi. Nel complesso, tuttavia, ci aspettiamo che il costo del pacchetto fiscale rimanga intorno allo 0,4% del PIL rispetto alla politica attuale, o allo 0,7% dell'allentamento fiscale netto (ossia l'aumento del disavanzo strutturale), a partire dal 2026. Tuttavia, l'importo esatto è altamente incerto: in particolare, i risparmi derivanti dai tagli ai sussidi dell'IRA potrebbero finire per essere maggiori di quanto preventivato, mentre i tagli fiscali potrebbero finire per costare di più.

È molto probabile che l'OBBB venga approvato in autunno, aumentando significativamente il disavanzo nel 2026, in un quadro fiscale già in rapido deterioramento. Il presidente sta spingendo affinché il disegno di legge sia approvato entro il 4 luglio. Tuttavia, i disaccordi tra la Camera e il Senato significano che è più probabile che venga approvato dopo la pausa estiva. In ogni caso, la politica fiscale degli Stati Uniti è su un percorso sempre più insostenibile e l'approvazione del disegno di legge peggiorerebbe ulteriormente le cose. La forte crescita del PIL negli ultimi anni non ha impedito al debito federale lordo degli Stati Uniti di salire rapidamente: dal 108% del PIL nel 2019 al 124% nel 2024. Le spese per i programmi di assistenza sociale sono con il pilota automatico, con i governi che non sono disposti ad agire date le misure impopolari che adotterebbero . Nel frattempo, la riscossione delle entrate rimane piccola rispetto al PIL, a causa dei ripetuti tagli fiscali sotto i governi a guida repubblicana e degli aumenti limitati delle tasse sotto quelli a guida democratica. Inoltre, gli elevati tassi di interesse dal 2022 hanno fatto aumentare gli interessi passivi in modo estremamente rapido (Figura 2). Nel 4° trimestre 2024 hanno raggiunto il 3,1% del PIL e il 17,3% delle entrate federali, rispetto a solo l'1,6% e il 7,7% del 1° trimestre 2022.

Figura 2: Spese per interessi del governo federale degli Stati Uniti

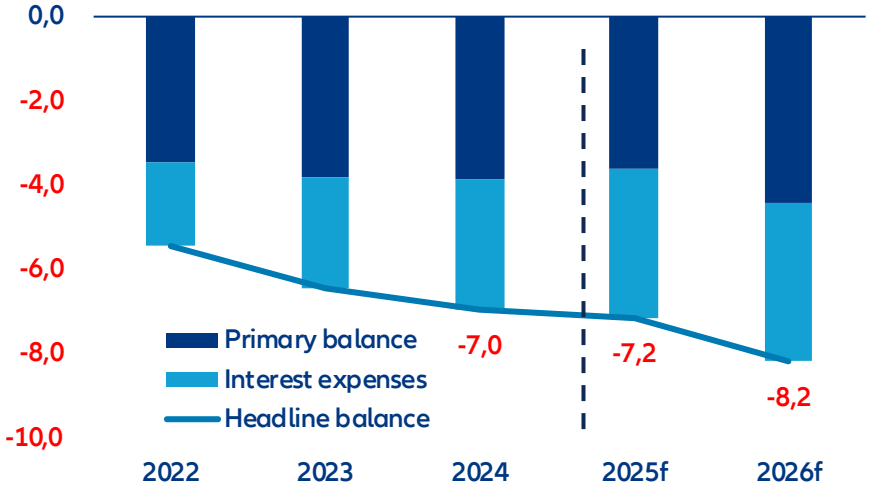


Fonti: LSGE Workspace, Allianz Research

In uno scenario favorevole, il disavanzo federale degli Stati Uniti potrebbe superare l'8% del PIL l'anno prossimo, rispetto al 7% del PIL del 2024. Ma se i premi obbligazionari aumentassero, il deficit sarebbe probabilmente spinto ancora più in alto, costringendo infine la Casa Bianca a progettare un'inversione di rotta fiscale per placare i mercati obbligazionari. Stimiamo che la spesa per interessi supererà il 3,8% del PIL nel 2026, ipotizzando che sia improbabile che i tassi di interesse scendano molto per allora, in particolare nella parte lunga della curva dei rendimenti a causa dell'aumento dei premi a termine sui Treasury statunitensi. Con lo 0,6% del PIL, le entrate doganali supplementari che ci aspettiamo compenseranno la maggior parte del costo dell'OBBB. Tuttavia, l'aumento della spesa per interessi, così come la spesa dinamica per i diritti sociali, continueranno a spingere il deficit verso l'alto. Sulla base di ipotesi favorevoli di crescita del PIL (+1,5% nel 2025, +1,8% nel 2026) e dei tassi di interesse di mercato (circa 3,5%-4,2% a seconda del segmento della curva dei rendimenti), stimiamo che il disavanzo federale potrebbe superare l'8% del PIL l'anno prossimo, contro il 7,2% di quest'anno e il 7% del 2024 (Figura 3). Ma se gli investitori iniziano a chiedere un premio più elevato sui Treasury USA a causa dei crescenti rischi fiscali, la crescita del PIL ne risentirebbe a causa dell'aumento dei costi di finanziamento e delle condizioni finanziarie più rigide (compresi i prezzi azionari più bassi). L'impatto di condizioni finanziarie più restrittive compenserebbe probabilmente l'effetto di stimolo della crescita del PIL dell'OBBB, in quanto il settore privato probabilmente aumenterebbe i risparmi precauzionali in un contesto di indebolimento del sentiment. Il disavanzo nominale sarebbe quindi spinto ancora più in alto a causa delle maggiori spese per interessi e della debole riscossione delle imposte indotta dal PIL[2]. Questa sarebbe la ricetta per una crisi fiscale, in cui gli alti tassi di interesse costringerebbero il governo degli Stati Uniti a scartare alcuni o addirittura tutti i suoi piani fiscali.

[2] *Anche se la Fed riuscisse a contenere i tassi di interesse a breve termine – cosa non garantita in uno scenario di aumento del premio a termine, anche sul segmento breve della curva dei rendimenti (ossia prezzando un elevato rischio di default) – l'impatto sugli interessi passivi sarebbe limitato.*

Figura 3: Proiezione del disavanzo federale degli Stati Uniti nell'ambito dell'OBBB, scenario favorevole (% del PIL)

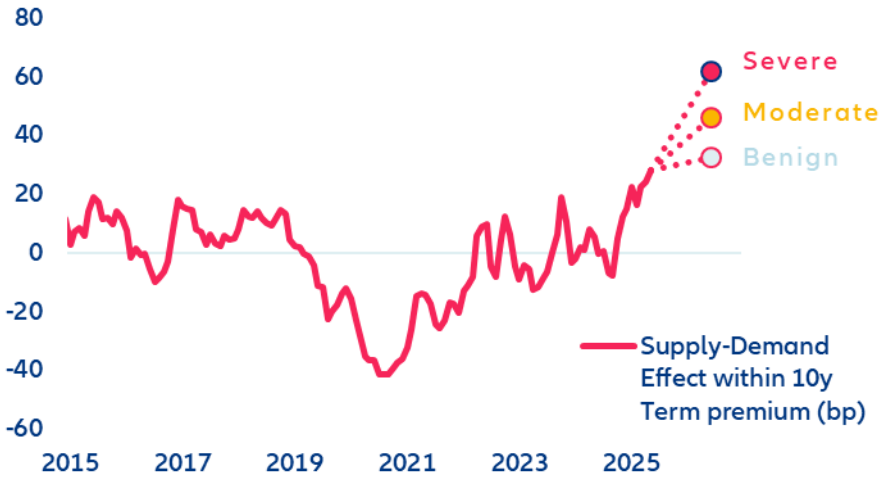


Fonti: LSGE Workspace, Allianz Research

Lo scenario peggiore, anche se con un rischio di coda, vedrebbe la Fed non riuscire a contenere l'impennata dei tassi di interesse e la monetizzazione del debito portare a un aumento dell'inflazione e a un USD più debole. Ciò potrebbe verificarsi se, ad esempio, il mercato non crede che il debito degli Stati Uniti diventerà sostenibile e che potrebbe verificarsi un default totale sul debito nominale. La Fed probabilmente interverrebbe per cercare di arginare l'impennata dei tassi di interesse attraverso la monetizzazione del debito, ma gli investitori richiederebbero un premio a termine ancora più elevato. Il risultato sarebbe un forte e rapido deprezzamento della valuta, seguito da un aumento dell'inflazione.

Sezione 899 – Una minaccia fantasma per i mercati finanziari? Gli asset statunitensi non hanno bisogno di una crisi di fiducia nel rischio di coda per essere scossi dall'OBBB. Questa disposizione consente di applicare tasse aggiuntive sul reddito delle società e degli investitori stranieri, compresi i dividendi e le cedole, provenienti da paesi che si ritiene adottino politiche fiscali punitive. L'aliquota d'imposta applicabile potrebbe aumentare di 5 punti percentuali ogni anno, fino a un aumento massimo di 20 punti percentuali. Questo shock fiscale potrebbe avere un impatto significativo sulla domanda di asset statunitensi e innescare deflussi, esercitando una pressione al ribasso sull'USD e aumentando i costi di finanziamento per il Tesoro e le imprese statunitensi. Le potenziali implicazioni della Sezione 899 potrebbero non essere ancora completamente valutate dal mercato. A seconda dell'implementazione, l'impatto potrebbe variare da benigno a grave. In uno scenario favorevole, in cui solo i titoli di nuova emissione sono soggetti alla disposizione (grandfathering), potrebbe verificarsi una riduzione della partecipazione estera alle aste dei Treasury, con un conseguente modesto aumento del premio a termine dei Treasury statunitensi a 10 anni di 5 punti base. Tuttavia, in uno scenario grave, l'aumento del premio a termine potrebbe raggiungere i 34 pb, in quanto gli investitori esteri potrebbero non solo ridurre la loro presenza nelle aste, ma anche procedere a ridurre nettamente le loro partecipazioni in titoli del Tesoro statunitense, mentre i restanti acquirenti marginali nazionali libereranno il mercato a rendimenti più elevati a causa di una maggiore sensibilità ai prezzi che causerà un aumento più sostanziale del premio a termine (Figura 4). Anche il potenziale impatto valutario della Sezione 899 è notevole, con un rischio al ribasso per l'USD fino al 5-6% nello scenario grave. Inoltre, le ripercussioni della disposizione 899 non sono limitate agli Stati Uniti. L'aumento dei rendimenti e la riduzione della base di investitori internazionali per i Treasury statunitensi potrebbero influire sull'offerta di liquidità in USD attraverso il mercato dei pronti contro termine in eurodollari, presentando rischi per gli asset rischiosi globali.

Figura 4: La modifica della struttura della domanda aumenterà il premio a termine del Tesoro statunitense

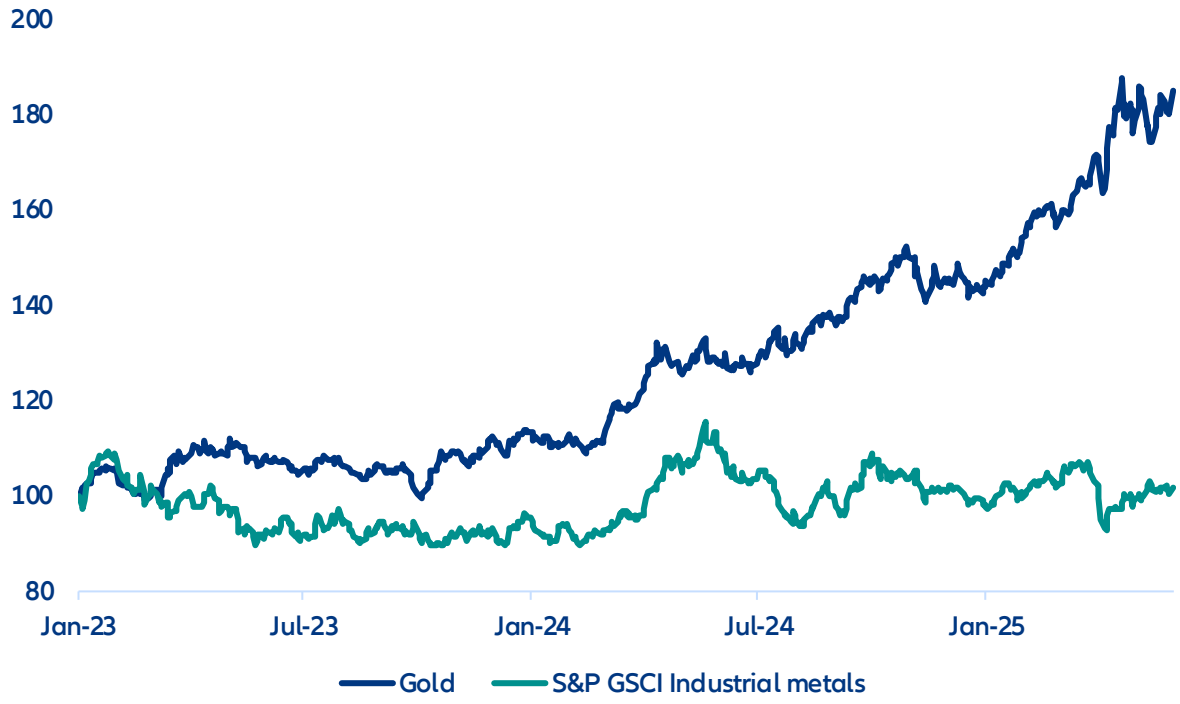


Sulla base di D'Amico et al. (2019)
Fonti: LSGE Workspace, NY Fed Allianz Research

Domanda debole, beni rifugio, premi elevati: cosa ci dicono i prezzi dei metalli sull'economia globale

I metalli industriali stanno perdendo il loro splendore mentre le preoccupazioni per il settore manifatturiero si accumulano. Il rame, l'alluminio e altri metalli industriali sono stati sottoposti a forti pressioni negli ultimi mesi (si veda la Figura 5). Dopo il fallimento del rally di inizio anno, i prezzi del rame sono crollati sotto i 9.000 USD/t, in calo di circa il -14% rispetto al picco della primavera 2024. Quasi tutti i principali metalli di base hanno seguito l'esempio, dal nichel allo zinco, mentre la produzione globale ha ingranato una marcia più bassa. La Cina, che consuma la metà del rame mondiale, ha visto vacillare la sua ripresa post-pandemia a causa del rallentamento della crescita economica e dell'aggravarsi della recessione immobiliare. Con gli investimenti immobiliari in Cina ancora in calo, la domanda di metalli legati all'edilizia è diminuita. Anche il motore industriale europeo ha vacillato: l'attività delle fabbriche europee si sta contraendo dalla metà del 2022 a causa della crisi energetica e degli elevati costi di finanziamento che hanno colpito settori come l'auto e i macchinari. Anche gli Stati Uniti non ne sono stati immuni: la produzione manifatturiera statunitense è stata in lieve recessione, alle prese con tassi d'interesse ancora elevati e preoccupazioni per le politiche commerciali. In un contesto di domanda debole, i fattori di offerta hanno aggravato la debolezza dei prezzi. I precedenti picchi di produzione – ad esempio, le fonderie di rame cinesi che hanno aumentato la produzione e le fonderie di alluminio europee che sono gradualmente tornate in funzione con l'allentamento dei costi energetici – hanno lasciato i mercati ben riforniti. Nel caso del nichel, un'ondata di nuovi progetti minerari e un'ondata di produzione indonesiana hanno portato a un eccesso: i prezzi di questo ingrediente chiave dell'acciaio inossidabile e delle batterie sono crollati di oltre il -20% nel 2024. Allo stesso modo, i prezzi dell'alluminio sono stati limitati da una domanda poco brillante nei settori automobilistico e delle costruzioni in Europa, anche se la produzione cinese si avvicina ai limiti ufficiali di capacità. Anche i recenti freni alle esportazioni cinesi di terre rare non sono riusciti a spingere i prezzi, poiché le preoccupazioni sulla domanda sembrano dominare il sentimento del mercato. Il crollo dei prezzi dei metalli industriali è un segnale inquietante per l'economia in generale. Storicamente, il calo dei prezzi dei metalli di base spesso comporta rallentamenti incombenti. A meno che la domanda non si riprenda, la maggior parte dei prezzi dei metalli dovrebbe rimanere intorno ai livelli attuali o diminuire ulteriormente nel 2025.

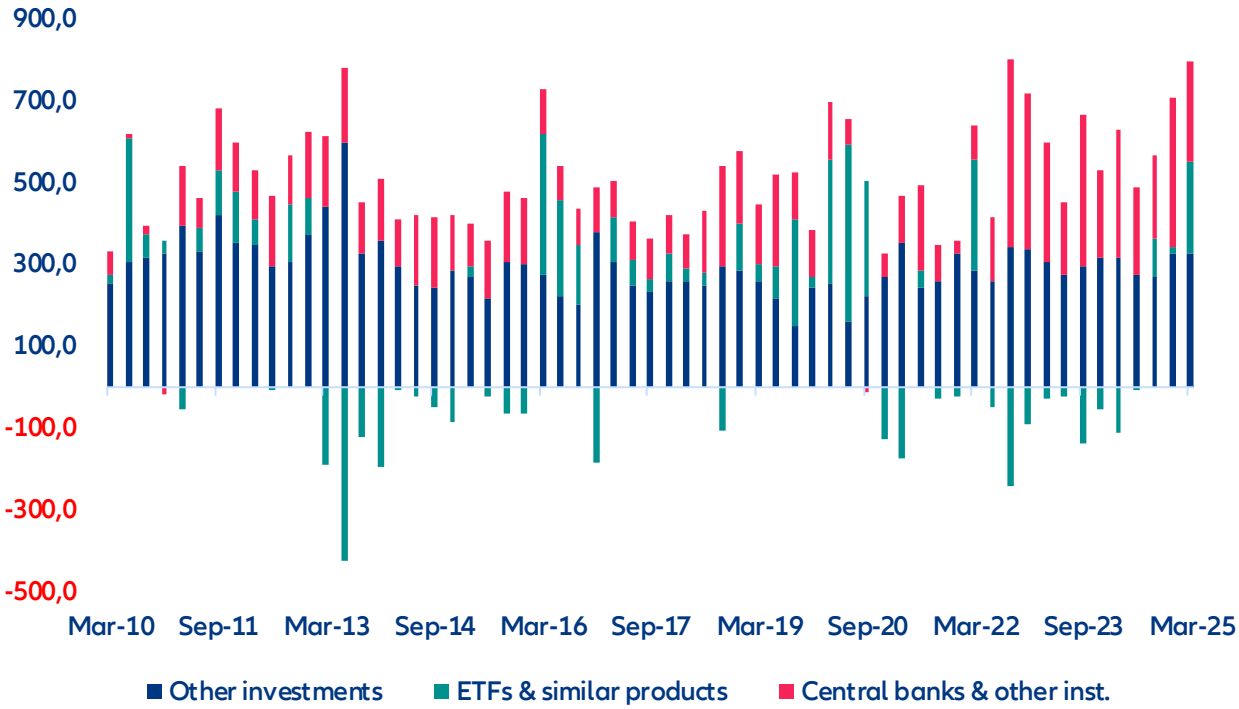
Figura 5: Prezzi dell'oro e dei metalli industriali (gennaio 2023=100)



Fonti: LSEG Workspace, Allianz Research

L'oro brilla in un contesto di incertezza e di allontanamento dal dollaro. In netto contrasto, l'oro è stato in lacrime. Il prezzo del metallo giallo è salito ai massimi storici all'inizio del 2025, spinto da una fuga verso la sicurezza e dall'aggravarsi dei dubbi sulla stabilità di altri asset (denominati in dollari). L'oro spot ha superato per la prima volta la barriera dei 3.000 USD/oz a metà marzo 2025, coronando uno storico rally dei beni rifugio. I prezzi sono aumentati di circa il +30% dall'inizio dell'anno, dopo aver già oscillato vicino a livelli record alla fine del 2024. Uno dei fattori chiave alla base della performance dell'oro è l'ansia degli investitori per la stabilità geopolitica ed economica. L'oro è tradizionalmente un rifugio in tempi di turbolenze e gli eventi recenti hanno dato molti motivi di cautela. In particolare, l'escalation degli attriti tra Stati Uniti e Cina ha innervosito i mercati. Ogni nuovo episodio della disputa commerciale spinge gli investitori a correre ai ripari e l'oro è uno dei principali beneficiari. Un altro fattore di supporto è stato il cambiamento delle dinamiche valutarie e dei tassi d'interesse. Dopo diversi anni di forza del dollaro USA, stiamo assistendo ad alcune crepe nel dominio del biglietto verde. Il rally del dollaro ha perso slancio tra le aspettative che la Fed possa presto mettere in pausa o addirittura tagliare i tassi di interesse per sostenere un'economia in rallentamento. Un dollaro più debole rende l'oro (prezzato in USD) più accessibile per gli acquirenti internazionali, aumentando così la domanda. Più fondamentalmente, le banche centrali di tutto il mondo hanno silenziosamente abbandonato il dollaro e l'oro. Nel 1° trimestre 2025 le banche centrali hanno acquistato circa 240 tonnellate di oro nonostante i prezzi molto elevati (si veda la Figura 6). Questa tendenza alla de-dollarizzazione, guidata dai mercati emergenti dalla Cina al Medio Oriente, ha fornito un vento strutturale favorevole ai prezzi dell'oro. I responsabili politici di questi paesi citano il desiderio di diversificare le riserve e isolarsi dall'influenza finanziaria e dalle sanzioni statunitensi, e l'oro è visto come un'alternativa affidabile alla detenzione di buoni del tesoro statunitensi. Il risultato è una domanda senza precedenti da parte del settore ufficiale a sostegno del mercato dell'oro. Allo stesso tempo, gli investitori finanziari si sono uniti alla corsa all'oro e gli operatori di mercato si stanno proteggendo da uno scenario economico avverso.

Figura 6: Domanda di oro da parte degli investitori e delle banche centrali (tonnellate metriche)



Fonti: World Gold Council, Allianz Research

I dazi spingono i prezzi nei magazzini statunitensi per alcuni metalli industriali. Il ritorno di una politica commerciale protezionistica sotto la seconda amministrazione Trump sta avendo un effetto diretto e inflazionistico sui prezzi interni dei metalli negli Stati Uniti. Dall'inizio del 2025, i dazi di nuova imposizione sulle importazioni di alluminio e acciaio, che sono saliti al 50% di recente (ad eccezione del Regno Unito che beneficia ancora di un'aliquota tariffaria del 25%), hanno causato una forte divergenza tra i prezzi di riferimento globali e quelli registrati nei magazzini con sede negli Stati Uniti, come quelli tracciati dal Chicago Mercantile Exchange e dagli hub di consegna del Midwest. Mentre i prezzi globali dei metalli industriali come l'alluminio e il rame si sono indeboliti a causa dell'indebolimento della domanda in Europa e in Cina, il mercato statunitense sta subendo pressioni sui prezzi localizzate guidate non dalla domanda, ma da un'offerta limitata. Ad esempio, il premio per l'alluminio del Midwest – che viene addebitato agli acquirenti statunitensi in aggiunta al prezzo base LME – è aumentato di circa il +60% dall'inizio dell'anno, riflettendo la rigidità delle catene di approvvigionamento nazionali esacerbata dai dazi. Allo stesso modo, le scorte nei magazzini statunitensi si sono ridotte più rapidamente rispetto alle medie globali, con i commercianti che citano le sfide di rifornimento e i ritardi nelle spedizioni causati dalle nuove restrizioni all'importazione. Questo premio statunitense è visibile anche in metalli come il rame, che non sono (ancora) interessati dai dazi (si veda la Figura 7), evidenziando preoccupazioni più ampie. L'effetto a breve termine dei cambiamenti di politica monetaria è stato quello di distorcere i segnali di prezzo e di creare squilibri regionali. Il risultato è un mercato biforcato: metalli a buon mercato all'estero, metalli costosi in patria e crescente disagio tra gli acquirenti industriali presi nel mezzo. In effetti, gli acquirenti statunitensi stanno ora pagando molto di più per i metalli rispetto alle loro controparti estere, erodendo la competitività per settori a valle come l'automotive, l'imballaggio e l'edilizia. Mentre i produttori statunitensi beneficiano dell'aumento dei prezzi, i produttori e i consumatori ne sostengono i costi, e questo potrebbe alimentare pressioni inflazionistiche più ampie. I nuovi dazi potrebbero anche significare fino a 2 miliardi di dollari di perdite nelle esportazioni del settore metallurgico canadese nel resto dell'anno, 1 miliardo di dollari per il Messico e 0,6 miliardi di dollari per il settore metallurgico della Corea del Sud. Inoltre, le misure di ritorsione da parte dei partner commerciali, in particolare la Cina e l'UE, potrebbero innescare ulteriori turbolenze.

Figura 7: Spread del rame CME-LME

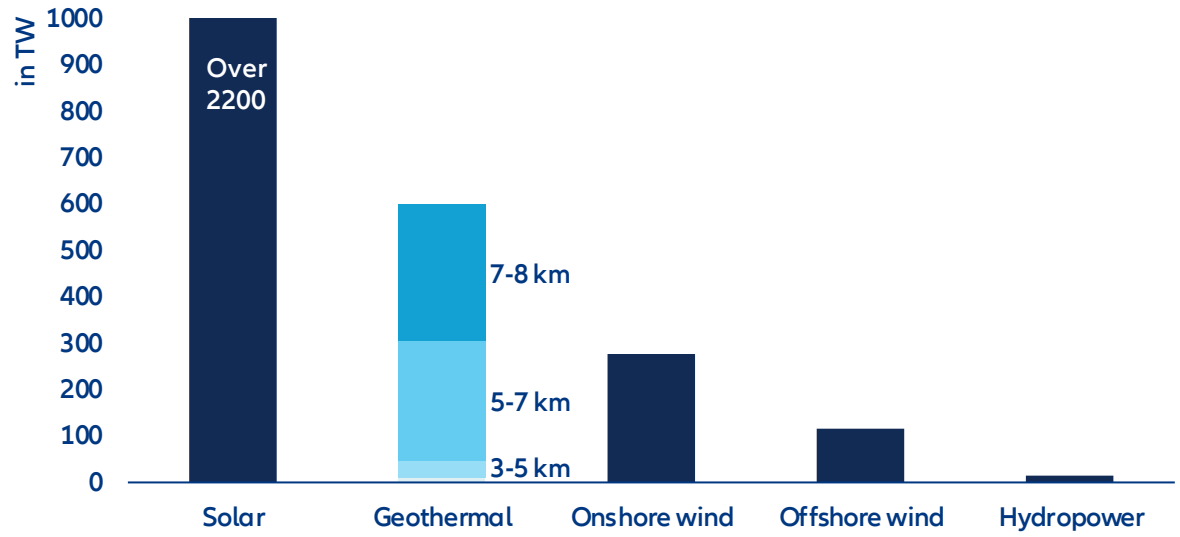
Fonti: Bloomberg, Allianz Research

Calore profondo, energia costante: sbloccare la geotermia per la transizione energetica

Tra l'aumento della domanda di elettricità proveniente dall'elettrificazione e dai data center e le crescenti esigenze infrastrutturali di energie rinnovabili intermittenti, i governi di tutto il mondo devono affrontare una crescente pressione per crescere e garantire la fornitura di elettricità. Con una previsione di aumento medio del +4% all'anno fino al 2027, rispetto al +2,5% dell'ultimo decennio, sarà necessaria una capacità di generazione significativamente maggiore. Allo stesso tempo, l'integrazione di una maggiore quantità di energia eolica e solare nella rete aumenta i costi complessivi del sistema, poiché è necessaria un'infrastruttura aggiuntiva per mantenere la stabilità della rete e prevenire l'escalation delle spese di gestione. Questa duplice sfida rende difficile salvaguardare l'affidabilità dell'approvvigionamento energetico, pur continuando a portare avanti gli obiettivi della transizione verde. Di conseguenza, i governi guardano sempre più oltre le energie rinnovabili variabili, (ri)volendo, ad esempio, all'energia nucleare come alternativa di base a basse emissioni di carbonio. Tuttavia, i recenti progressi nell'energia geotermica, come i sistemi geotermici avanzati (EGS) e le tecnologie a circuito chiuso, la stanno posizionando come un promettente complemento a un sistema energetico alimentato dalle energie rinnovabili.

Le perforazioni più profonde hanno migliorato significativamente sia l'efficienza che il potenziale tecnico dell'energia geotermica. Storicamente, l'esplorazione geotermica era in gran parte limitata a profondità inferiori a 5 km, limitando la sua vitalità a regioni geologicamente attive – come la California o l'Islanda – tipicamente situate vicino ai confini delle placche tettoniche. Tuttavia, i recenti progressi nelle tecnologie geotermiche profonde, in particolare i sistemi geotermici avanzati (EGS), hanno permesso ai progetti di raggiungere profondità fino a 8 km. Ciò ha aumentato il potenziale teorico delle risorse di oltre dodici volte. Di conseguenza, l'energia geotermica è ora considerata la fonte di energia più ampiamente disponibile dopo il solare (Figura 8). Con l'aumento delle temperature sotterranee di circa 25-30°C per chilometro in media, le perforazioni più profonde danno accesso a zone molto più calde. Ciò porta a una maggiore produzione di energia dai sistemi geotermici, prolungando al contempo la durata del giacimento, poiché le risorse più profonde sono più stabili dal punto di vista termico e meno inclini a un rapido raffreddamento, consentendo decenni di produzione di energia affidabile. Questi sviluppi stanno rendendo l'energia geotermica praticabile non solo come fonte di riscaldamento locale, ma anche come opzione per la produzione di elettricità su larga scala.

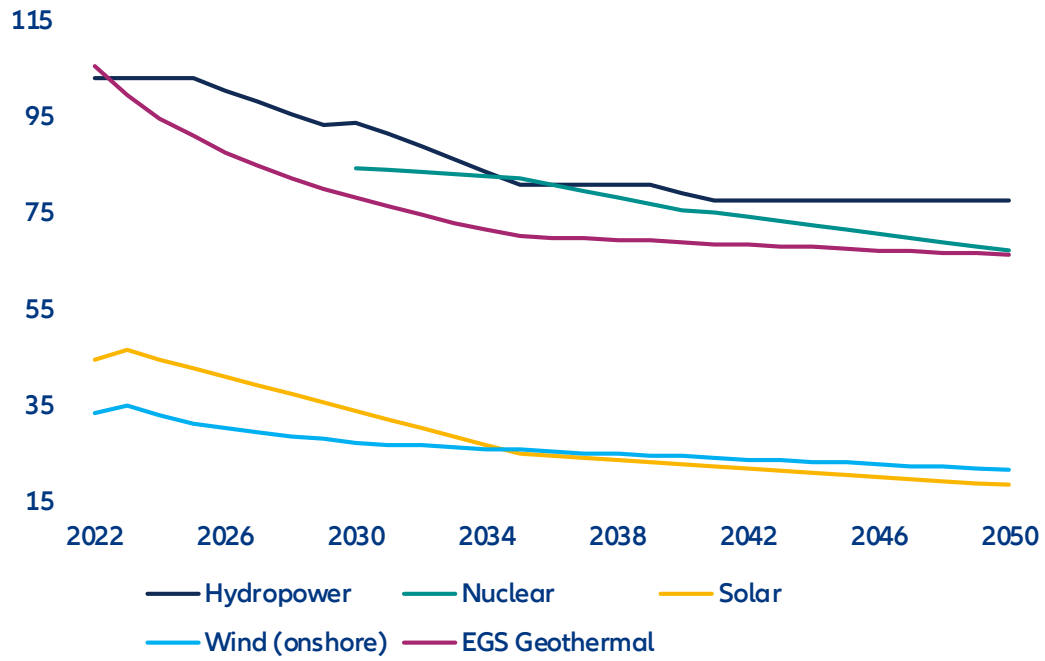
Figura 8: Potenziale tecnico di alcune tecnologie per le energie rinnovabili per la produzione di energia elettrica



Fonti: IEA, Allianz Research

La produzione di energia elettrica a partire dalla geotermia ha registrato un sostanziale calo dei costi, ma i principali vantaggi del vettore energetico vanno oltre i costi di produzione dell'energia. Nonostante le recenti riduzioni dei costi per i sistemi geotermici di prossima generazione, è ancora improbabile che la tecnologia sia in grado di eguagliare l'eolico e il solare nel breve termine per quanto riguarda il solo costo livellato diretto dell'elettricità (LCOE) (Figura 9). Ciò è in parte dovuto alla natura sito-specifica dello sviluppo geotermico, che può influire sulla fattibilità e sulla scalabilità del progetto. Tuttavia, l'Agenzia internazionale per l'energia (AIE) suggerisce che il divario di costo potrebbe ridursi in modo significativo, con scenari a basso costo che prevedono che la geotermia di nuova generazione raggiunga un competitivo 50 USD/MWh entro il 2035. Ancora più importante, i principali vantaggi dell'energia geotermica vanno oltre il costo di generazione diretta. La sua capacità di fornire energia di base costante e a basse emissioni di carbonio lo rende particolarmente prezioso per supportare la crescente domanda di elettricità da parte dei settori ad alta intensità energetica, come i data center, che si prevede aumenteranno il loro consumo di elettricità del +130% negli Stati Uniti.

Figura 9: Confronto del costo livellato dell'energia all'interno delle fonti energetiche a basse emissioni di carbonio (USD/MWh)



Fonti: NREL, Allianz Research

Inoltre, l'elettricità geotermica può aiutare a ridurre i costi complessivi del sistema e migliorare la stabilità della rete. Poiché la produzione di energia geotermica si basa su turbine rotanti, fornisce intrinsecamente inerzia alla rete elettrica, una caratteristica fondamentale che aiuta a mantenere la stabilità della frequenza. Questa capacità riduce la necessità di ulteriori risorse di bilanciamento, come lo stoccaggio a batteria o la generazione di backup ad alta velocità, riducendo i costi e la complessità dell'integrazione di energie rinnovabili variabili come l'eolico e il solare. Integrando le fonti intermittenti, la geotermia può contribuire a contenere l'aumento dei costi di gestione del sistema energetico, che hanno raggiunto i 2,5 miliardi di euro all'anno nella sola Germania. Inoltre, contribuendo all'affidabilità della rete, può aiutare a prevenire i blackout, come quelli recentemente sperimentati nella penisola iberica, e fungere da alternativa affidabile e a basse emissioni di carbonio all'energia nucleare per fornire elettricità di base stabile. La sua impronta territoriale relativamente bassa – che richiede solo 7,5 km2 per TWh, significativamente inferiore a quella del solare fotovoltaico (19,1%) e dell'eolico (10,4%) – è un altro vantaggio, insieme al suo potenziale di offrire un percorso di decarbonizzazione praticabile per l'industria dell'estrazione fossile riutilizzando la sua forza lavoro, le competenze del sottosuolo e le infrastrutture esistenti.

Sebbene l'energia geotermica offra vantaggi significativi, il settore deve affrontare una serie di sfide. I sistemi geotermici avanzati sono, in larga misura, ancora nelle prime fasi di diffusione commerciale e quindi non sono ancora praticabili su larga scala. I costi di capitale iniziali relativamente elevati – pari a un minimo di 3.000 USD/kW, più del doppio di quelli dell'eolico e del solare – insieme alle tempistiche di sviluppo in media di circa sei anni e ai rischi di esplorazione del sottosuolo continuano a ostacolare gli investimenti più ampi. In molte regioni, i quadri autorizzativi e normativi rimangono inadatti allo sviluppo geotermico, causando ritardi e ulteriore incertezza. Un'altra sfida è il rischio di sismicità indotta, poiché l'alterazione delle formazioni geologiche sotterranee può aumentare l'attività sismica. Sebbene il monitoraggio avanzato abbia migliorato il rilevamento e la gestione della microsismicità nei sistemi di prossima generazione, la gestione efficace dei rischi sismici e il mantenimento di una comunicazione trasparente con il pubblico saranno essenziali per garantire un sostegno sociale a lungo termine.

Nonostante questi venti contrari, si prevede che l'utilizzo dell'energia geotermica crescerà nei prossimi anni. Attualmente, la fonte di energia fornisce solo circa l'1% della produzione globale di elettricità e il suo contributo ai sistemi energetici rimane modesto. Tuttavia, lo slancio sta crescendo. Gli investimenti nelle fasi iniziali e di crescita in progetti geotermici di nuova generazione sono quadruplicati in soli due anni tra il 2021 e il 2023, raggiungendo

i 420 milioni di dollari. Se le tendenze alla riduzione dei costi continueranno, l'AIE prevede che un mercato geotermico di nuova generazione completamente sviluppato potrebbe fornire l'8% dell'elettricità, il 9% del calore industriale e il 4% del riscaldamento centralizzato a livello globale entro il 2050. Il raggiungimento di questo potenziale richiederebbe investimenti cumulativi di circa 2,8 trilioni di dollari, con investimenti annuali che potrebbero salire a 140 miliardi di dollari. Sebbene si tratti di un obiettivo ambizioso, esso evidenzia il ruolo crescente dell'energia geotermica nella transizione verso l'energia pulita e mostra il suo potenziale per diventare un complemento rilevante ad altre fonti di energia rinnovabili.

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.