Allianz Trade

Allianz Research | 16 Aprile 2026

Ripensare asset sicuri e beni rifugio in un mondo frammentato

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

Lluis Dalmau Taules
Economist for Africa & Middle East
lluis.dalmau@allianz-trade.com

Bjoern Griesbach
Head of Macroeconomic and Capital Markets Research
bjoern.griesbach@allianz.com

Patrick Krizan
Senior Rates Strategist
patrick.krizan@allianz.com

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

Dorian Simon
Rates Strategist
simon.dorian@allianz.com

Pierpaolo Fiore
Research Assistant
pierpaolo.fiore@allianz.com

Romain Poncet
Research Assistant
romain.poncet@allianz-trade.com

In sintesi

In mezzo al conflitto in Iran, solo il dollaro offre protezione. Tuttavia, questa funzione è sempre più condizionata e dipendente dal contesto. Dallo scoppio delle ostilità in Iran, solo il dollaro USA ha offerto una reale protezione di tipo "safe haven" per i mercati azionari globali. È interessante notare come oro, franco svizzero, yen giapponese e titoli di Stato non abbiano invece svolto questo ruolo. La capacità difensiva del dollaro non è un'anomalia, ma un modello ricorrente: la stessa dinamica si era infatti osservata durante la guerra in Ucraina nel 2022, quando le preoccupazioni legate all'inflazione avevano prevalso sui tradizionali meccanismi di fuga verso i titoli di Stato considerati sicuri. Oggi, gli shock geopolitici con effetti inflazionistici compromettono in modo sistematico le proprietà di copertura degli asset che un tempo garantivano protezione nelle fasi di crisi. Detto questo, sebbene il biglietto verde continui ad apprezzarsi durante episodi acuti di stress di liquidità, la sua correlazione con i movimenti più ampi di avversione al rischio si è indebolita in modo significativo nell'ultimo decennio. La resilienza del dollaro è oggi meno legata alla ricerca di qualità da parte degli investitori e più al suo ruolo strutturale nei mercati globali del finanziamento. Quando la liquidità in dollari si riduce, la valuta si rafforza in modo quasi meccanico. Questa distinzione è fondamentale: il dollaro protegge dallo stress di finanziamento, ma non da tutte le forme di turbolenza di mercato.

La sicurezza finanziaria si frammenta: dagli asset globali a quelli regionali. In questo contesto, l'era di un unico asset sicuro globale potrebbe avviarsi alla conclusione. In primo luogo, i veri asset sicuri sono diventati regionali. In secondo luogo, le banche centrali di tutto il mondo hanno accelerato la diversificazione, allontanandosi da una singola classe di asset di riserva e da una sola valuta Attualmente, nessun asset offre una protezione simultanea sia contro i ribassi azionari sia contro le tensioni di finanziamento. I Treasury statunitensi sono quelli che più si avvicinano a questo obiettivo, ma la loro sicurezza deriva dai meccanismi di sostegno della Federal Reserve, non da caratteristiche intrinseche. I Bund tedeschi e i titoli di Stato giapponesi coprono efficacemente i rischi domestici, ma offrono una protezione limitata contro lo stress sul finanziamento in dollari. La sicurezza è diventata una funzione della valuta di riferimento: ogni mercato obbligazionario protegge principalmente dagli shock che rientrano nel perimetro della propria banca centrale. Nel frattempo, la diversificazione rispetto agli Stati Uniti ha subito un'accelerazione, se si considerano le allocazioni delle banche centrali come un'anticipazione di un più ampio riequilibrio globale. Per il terzo anno consecutivo, nel 2024 le banche centrali hanno acquistato oltre 1.000 tonnellate di oro. Entro la metà del 2025, il valore di mercato delle loro riserve auree ha superato, per la prima volta dal 1996, quello dei Treasury statunitensi in portafoglio. L'euro sta emergendo come principale alternativa valutaria: il 16% delle banche centrali prevede di aumentarne l'allocazione; dal 2021, la quota delle valute di riserva non tradizionali nelle riserve globali è raddoppiata, raggiungendo il 20%.

Ordine monetario in frantumi: crescono i rischi su cambi e titoli di Stato. I doppi deficit e la crescente radicalità delle politiche hanno eroso il ruolo degli Stati Uniti come fornitori di asset di riserva globali. Nel frattempo, la Cina continua a temere i rischi della liberalizzazione finanziaria e mantiene i propri mercati obbligazionari relativamente chiusi. Quanto all'Europa, in assenza dell'integrazione fiscale necessaria per offrire un asset sicuro credibile,

la sua attrattività relativa resta limitata. Le fratture geopolitiche nel mondo valutario implicano un indebolimento del dollaro statunitense rispetto alle economie in surplus, come l'Eurozona, il Giappone, la Corea del Sud, Singapore, il mercato offshore del renminbi cinese e i Paesi esportatori di materie prime, tra cui Australia, Brasile, Canada e Sudafrica. Per quanto riguarda gli asset sicuri, ci si può attendere tassi di interesse strutturalmente più elevati e più volatili, man mano che il "convenience yield" si riduce nei Paesi con deficit non sostenibili. Questo eserciterà pressioni sui mercati azionari e aumenterà la probabilità e la gravità di improvvisi stress di mercato guidati dalla liquidità. In questa fase di transizione, l'oro potrebbe continuare a svolgere un ruolo di copertura.

Il dollaro sembra essere l'unico bene rifugio nel contesto della guerra in Iran

Un errore frequente nei commenti di mercato è confondere gli asset sicuri con i beni rifugio. La distinzione non è solo semantica: è fondamentale per capire come gli investitori dovrebbero costruire coperture in un mondo caratterizzato da shock sovrapposti. Gli asset sicuri sono definiti dalla loro struttura. Sono strumenti che offrono preservazione del capitale, elevata liquidità e un alto grado di certezza sui rendimenti nominali. Di norma sono emessi da Stati sovrani credibili e inseriti in solidi contesti istituzionali; fungono da riferimento per i prezzi, forniscono collaterale e sostengono il concetto di tasso privo di rischio. I Treasury statunitensi e i Bund tedeschi rientrano pienamente in questa categoria. Tuttavia, la sicurezza strutturale non garantisce protezione durante le fasi di turbolenza dei mercati. Gli asset sicuri possono, e sempre più spesso falliscono, nel proteggere i portafogli nei momenti di stress. L'inflazione è stata la linea di frattura negli episodi recenti. Quando gli shock sono guidati dall'offerta, come dopo la pandemia e durante l'invasione russa dell'Ucraina, i titoli di Stato possono generare rendimenti reali negativi e persino mostrare una correlazione positiva con le azioni. In questi casi, il rischio di durata sostituisce il rischio di credito come principale fonte di preoccupazione.

I beni rifugio, al contrario, sono definiti dal comportamento. Un asset può essere considerato bene rifugio solo se mantiene o aumenta il proprio valore quando gli asset rischiosi vengono venduti. Si tratta di una proprietà condizionale ed empirica, non intrinseca. Dipende dalla natura dello shock, dal posizionamento dei mercati e dal più ampio regime macroeconomico. Oro, yen giapponese (JPY) e franco svizzero (CHF) sono stati storicamente associati a questo ruolo, in larga misura per la loro presunta neutralità, l'elevata liquidità e, nel caso delle valute, per la funzione di finanziamento di operazioni che vengono smontate durante le crisi. La sovrapposizione tra asset sicuri e beni rifugio è tuttavia parziale e instabile. I Treasury statunitensi possono essere entrambi, ma non sempre. L'oro è spesso un bene rifugio, ma non un asset sicuro in senso stretto, data la sua volatilità e l'assenza di rendimento. Per gli investitori, ciò che conta non è l'etichetta, ma il regime: gli shock deflazionistici tendono a favorire le obbligazioni, mentre quelli inflazionistici o geopolitici producono esiti molto meno prevedibili.

Vi sono poche evidenze che i tradizionali candidati a beni rifugio abbiano protetto i portafogli durante la recente escalation in Iran. Oro, franco svizzero, yen e titoli di Stato hanno mostrato, nella migliore delle ipotesi, una performance incoerente, in larga parte a causa delle preoccupazioni legate all'inflazione. Infatti, quando i mercati sono focalizzati sull'aumento dei prezzi e sull'inasprimento della politica monetaria, asset un tempo negativamente correlati al rischio possono muoversi in sintonia con esso. Ciò è emerso chiaramente durante lo shock ucraino del 2022. Nonostante un forte deterioramento delle condizioni geopolitiche, né l'oro né i titoli di Stato core hanno fornito la protezione attesa. I prezzi obbligazionari sono scesi, con i rendimenti in aumento in risposta alle aspettative di inflazione. La performance dell'oro è stata contenuta e di breve durata. Anche le tradizionali valute rifugio non sono riuscite a offrire benefici di diversificazione sostenuti. Questo episodio ha messo in luce un cambiamento più ampio: il rischio geopolitico non garantisce più automaticamente una fuga verso i beni rifugio tradizionali quando coincide con pressioni inflazionistiche. Replicando la metodologia di Cheema et al. (2025), riscontriamo che solo il dollaro statunitense si è comportato come bene rifugio per le azioni globali e statunitensi durante il conflitto con l'Iran[1]. Durante le fasi di stress acuto dei mercati, l'apprezzamento del dollaro offre una

[1] *Stimiamo un modello GJR-GARCH(1,1) in cui i rendimenti degli asset considerati beni rifugio sono regressi sui rendimenti del mercato azionario, includendo termini di interazione con dummy per i periodi di crisi. Un coefficiente beta totale negativo indica che l'asset si apprezza quando le azioni scendono, consentendone la classificazione come bene rifugio, in linea con Cheema et al. (2025).*

copertura affidabile, riflettendo il suo ruolo centrale nei mercati globali del funding e il suo status di principale valuta di riserva. Abbiamo osservato lo stesso andamento durante la guerra in Ucraina, suggerendo che i mercati reagiscano in modo coerente a shock di natura analoga (si veda la Figura 1).

Figura 1: Beni rifugio nei diversi episodi di mercato (coefficienti beta rispetto all'MSCI World)

	Gold	USD	JPY	CHF	US Treasuries	Swiss T-bonds	Bunds	JGB
Black Monday (1987)	-0.07	-0.01	0.02	0	-0.33	N/A	-0.07	-0.16
Iraq War (1990)	-0.15	0.14	0.13	-0.2	0.3	N/A	0.15	0.27
Asian Crisis (1997)	0.33	0.1	0.14	-0.12	-0.18	-0.02	-0.06	-0.05
Dot-com (2000)	-0.02	-0.05	-0.03	0.02	-0.07	0.02	-0.01	-0.03
9/11 Attacks (2001)	-0.23	-0.04	-0.12	-0.27	0.22	-0.01	0.06	-0.05
2002 Bear Market (2002)	-0.16	0.09	-0.08	-0.17	-0.27	-0.09	-0.11	-0.01
Global Financial Crisis (2008)	0.08	-0.11	-0.28	-0.01	-0.29	-0.09	-0.11	-0.01
EU Debt Crisis (2010)	0	-0.17	-0.39	0.16	-0.51	-0.11	-0.22	-0.07
2011 Bear Market (2011)	0.01	-0.26	0.02	0.17	-0.6	-0.12	-0.23	-0.02
China Crisis (2015)	-0.24	0.21	-0.42	-0.22	-0.43	-0.05	-0.14	-0.01
Crypto Sell-off (2018)	-0.18	0	-0.15	-0.03	-0.26	-0.08	-0.07	-0.02
Covid-19 (2020)	0.2	0	-0.09	0	-0.25	-0.03	-0.03	0
War in Ukraine (2022)	0.15	-0.18	0.03	0.07	0.14	0.11	0.08	0.01
War in Iran (2026)	0.84	-0.28	0.17	0.26	0.27	0.22	0.34	0.14

Safe Haven
Weak Safe Haven
Not Safe Haven

Fonti: Cheema et al (2025), Allianz Research

L'eccezione regionale dello yen. Un risultato particolarmente interessante della nostra analisi riguarda lo JPY, che si è comportato come bene rifugio per le azioni cinesi pur non riuscendo a proteggere gli investitori esposti agli indici dei mercati sviluppati (si veda la Figura 2). Durante il conflitto con l'Iran, il coefficiente beta dello yen rispetto alle azioni cinesi è stato pari a –0,09, a fronte di +0,17 rispetto all'MSCI World. Questa divergenza suggerisce che, quando il rischio geopolitico si concentra in Medio Oriente, i mercati asiatici siano colpiti attraverso canali di trasmissione differenti: dipendenza dalle importazioni energetiche, esposizione alle catene di approvvigionamento e dinamiche dei flussi di capitale regionali, molto diverse da quelle che interessano le azioni statunitensi o europee. Il ruolo tradizionale dello yen come valuta di finanziamento per i carry trade asiatici implica che il deleveraging nella regione rafforzi meccanicamente la valuta proprio mentre gli asset rischiosi regionali vengono venduti. Per gli investitori in azioni cinesi, in particolare, lo yen offre quindi una copertura che l'apprezzamento del dollaro statunitense non è in grado di garantire, soprattutto quando le tensioni sino-americane rendono gli asset in dollari meno attraenti come destinazione dei flussi di flight-to-quality. L'implicazione per la costruzione dei portafogli è chiara: lo status di bene rifugio non è universale, ma relativo al rischio che si intende coprire. Ciò che protegge un portafoglio a Shanghai può non offrire alcuna protezione a uno a New York.

Figura 2: Beni rifugio dall'inizio della guerra in Iran (coefficienti beta rispetto a diversi indici di mercato)

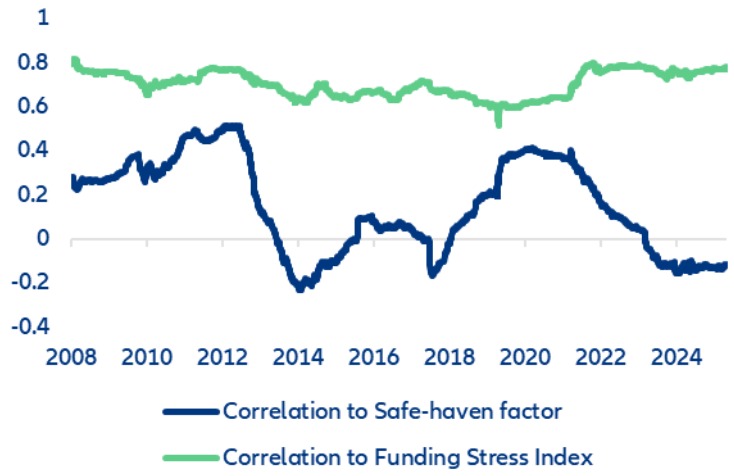
	MSCI World	S&P 500	MSCI China	EuroStoxx 50	FTSE 100
Gold	0.84	0.21	0.97	0.87	1.29
USD	-0.28	-0.18	-0.01	-0.15	-0.13
JPY	0.17	0.1	-0.09	0.05	0.01
CHF	0.26	0.17	0.05	0	0
US Treasuries	0.27	0.04	0.04	0.09	0.13
Swiss T-bonds	0.22	0.06	0.09	0.14	0.18
Bunds	0.34	0.08	0.1	0.18	0.25
JGB	0.14	0.04	0.06	0.08	0.11

Safe Haven
Weak Safe Haven
Not Safe Haven

Fonte: Allianz Research

Inoltre, osservando il quadro più generale, il ruolo del dollaro statunitense come bene rifugio tradizionale sta diventando sempre più condizionato e, probabilmente, più debole nel tempo. Il dollaro tende ad apprezzarsi solo brevemente durante le fasi standard di risk-off e può persino deprezzarsi rispetto ai beni rifugio tradizionali, rafforzandosi in modo persistente e generalizzato solo quando lo stress del funding globale genera una carenza di liquidità in dollari. Questa distinzione è fondamentale: implica che la resilienza del dollaro sia legata meno ai comportamenti di flight-to-safety degli investitori e più al suo ruolo centrale nel sistema globale di finanziamento. Ancora più importante, il legame empirico tra il dollaro e le dinamiche globali di bene rifugio sembra indebolirsi nel lungo periodo. Una correlazione mobile tra il dollaro e un fattore composito di beni rifugio[2] è diminuita in modo significativo negli ultimi anni, indicando un indebolimento del legame strutturale. E nonostante un leggero rialzo nelle ultime settimane, la correlazione tra il dollaro e il fattore di bene rifugio mostra una tendenza discendente nel tempo, suggerendo che la valuta sia sempre meno sistematicamente allineata agli shock globali di risk-off (si veda la Figura 3). In termini pratici, il dollaro continua tuttavia a offrire protezione nelle crisi acute di liquidità: i nostri risultati mostrano infatti che esso rimane fortemente correlato all'indice di stress del funding[3], ma non rappresenta più una copertura costantemente affidabile contro lo stress più ampio dei mercati, rafforzando l'idea che il suo status di bene rifugio sia sempre più dipendente dal regime piuttosto che strutturale.

Figura 3: Correlazione del dollaro con i fattori di bene rifugio e di stress del funding



Fonte: LSEG Workspace, Allianz Research

Il dollaro: un re in declino senza successore

L'universo del dollaro si sta fratturando. Con l'aumento dei dubbi sulla credibilità delle istituzioni statunitensi, lo status del dollaro come bene rifugio si sta gradualmente erodendo. Tuttavia, ciò che potrebbe prendere il suo posto resta profondamente incerto. L'argomento più solido e resiliente a favore del dollaro è la sua "infrastruttura". Una vasta rete di liquidità offshore, mercati delle materie prime denominati in dollari, una profonda capacità di finanziamento dei mercati monetari, un conto capitale aperto e un'infrastruttura dei derivati altamente sofisticata continuano a non avere rivali. Nei momenti di panico, i mercati continuano a rifugiarsi nel dollaro non per cieca fiducia nella governance statunitense, ma per la profondità, la sofisticazione e l'interconnessione di sistemi costruiti nel corso di decenni. Questo coordinamento tra istituzioni pubbliche e mercati privati rimane il vantaggio strutturale più duraturo del dollaro — e, allo stesso tempo, il punto di maggiore debolezza dei suoi sfidanti.

---

[2] Seguendo Groethe et al. (2025), estraiamo il fattore bene rifugio dalla prima componente principale di un paniere di tradizionali asset rifugio. Questo paniere include i tassi di cambio effettivi nominali di dollaro, euro, yen e franco svizzero, i rendimenti dei titoli di Stato decennali di Stati Uniti, Germania e Giappone, oltre all'oro e al VIX. Il fattore cattura la componente comune di variazione che emerge quando gli investitori si spostano verso posizioni difensive durante le fasi di risk-off.

[3] L'indice di stress del funding è una misura sintetica delle condizioni di liquidità in dollari, costruita a partire da indicatori di tensione dei mercati monetari — tipicamente includendo i basis swap cross-currency, gli spread FRA-OIS e gli spread sulla carta commerciale. L'indice cattura il costo e la disponibilità del finanziamento in dollari nei mercati globali, aumentando bruscamente quando le istituzioni offshore si affrettano a reperire liquidità in biglietti verdi.

Due alternative credibili stanno prendendo forma: la Cina e l'Europa. Ciascuna sta cercando di costruire reti concorrenti attraverso approcci fondamentalmente diversi e soggetti a vincoli strutturali differenti. L'Europa gestisce la propria rete di linee di swap in modo ampiamente analogo alla Federal Reserve, come rete di sicurezza per il finanziamento del settore privato. I suoi interlocutori sono in larga misura alleati ed economie avanzate, che rappresentano circa il 70% delle detenzioni estere.[4] Tuttavia, le ambizioni della BCE restano limitate. Come ha riconosciuto Christine Lagarde nel suo intervento *"Global Euro Moment"*, l'euro non dispone ancora della credibilità geopolitica, della resilienza economica e dell'integrità istituzionale necessarie per sfidare il predominio del dollaro. Senza una più profonda integrazione federale, l'Europa vorrebbe sostituire il dollaro, ma strutturalmente non può. L'approccio della Cina è invece deliberatamente strategico. Le sue linee di swap sono costruite con economie emergenti ed esportatori di materie prime. A differenza di Europa e Stati Uniti, la Cina non cerca di attirare massicci afflussi di capitale per monetizzare il proprio debito, che rimane protetto da un conto capitale chiuso, preservando la sovranità sui tassi di cambio e sui tassi di interesse. La Cina potrebbe potenzialmente sostituire il dollaro, ma sceglie deliberatamente di non farlo, non volendo internazionalizzare il renminbi al prezzo di perdere la sovranità monetaria interna. Questo lascia un vuoto strutturale: gli Stati Uniti non vogliono più — né possono — fornire la valuta di riserva globale dati i loro squilibri interni; la Cina potrebbe, ma non vuole; l'Europa vuole, ma non può.

Il risultato è che non siamo in una transizione ordinata, ma in una fase di frammentazione. Il capitale si sta progressivamente riallocando verso i mercati obbligazionari domestici. La volatilità sta diventando strutturale, rendendo più frequenti le strozzature di liquidità. In assenza di un bene rifugio in grado di assorbire l'avversione al rischio, la domanda si sposta verso la liquidità piuttosto che verso le obbligazioni, esercitando una pressione ribassista persistente sui prezzi dei titoli di Stato a livello globale. Il rischio più profondo riguarda la biforcazione del collaterale: da un lato, un sistema di finanziamento occidentale che richiede titoli di Stato come garanzia contro la liquidità; dall'altro, un sistema orientale che richiede materie prime scambiate contro beni, piuttosto che contro strumenti finanziari. Questa divergenza implicherebbe coperture più costose, prezzi delle materie prime più elevati e una volatilità persistente dei flussi di capitale, tutti fattori che penalizzerebbero strutturalmente la crescita ed eroderebbero la fiducia istituzionale su entrambi i lati della divisione. La frammentazione dell'ordine monetario unipolare in uno multipolare non ridisegnerà solo le alleanze geopolitiche. Ridefinirà in modo profondo l'architettura dei mercati globali di finanziamento e, con essa, l'intero quadro degli investimenti, costruito sull'assunto di un unico asset sicuro universalmente accettato. Questo contesto presuppone un indebolimento del dollaro USA, a favore delle economie in surplus, le cui valute potrebbero apprezzarsi con la riallocazione dei capitali, in particolare in Asia (yen giapponese, won sudcoreano, dollaro di Singapore, yuan cinese *offshore*) e tra gli esportatori di materie prime (dollaro australiano, real brasiliano, dollaro canadese, rand sudafricano). L'oro potrebbe svolgere il ruolo di copertura transitoria durante questa fase. Tassi di interesse strutturalmente più elevati e una maggiore volatilità dovrebbero esercitare pressione sui mercati azionari, aumentando la probabilità di correzioni brusche guidate dalla liquidità.

Figura 4: Tabella comparativa delle valute

	USD	EUR	RMB
Mercati dei capitali profondi e liquidi	✓	Parzialmente	✗
Conto capitale aperto	✓	✓	✗
Quadro giuridico e istituzionale solido	✓	Frammentato	✗
Ampia rete di liquidità offshore	✓	Limitato	In via di sviluppo
Mercati delle materie prime denominati in valuta	✓	✗	In via di sviluppo
Infrastruttura dei derivati sofisticata	✓	Parzialmente	✗
Banca centrale credibile come prestatore di ultima istanza globale	✓	Solo Eurozona	Solo bilaterale
Sostegno fiscale unificato	✓	✗	✓
Credibilità geopolitica	In erosione	✓	✗
Disponibilità a fornire un asset sicuro globale	In calo	✓	✗

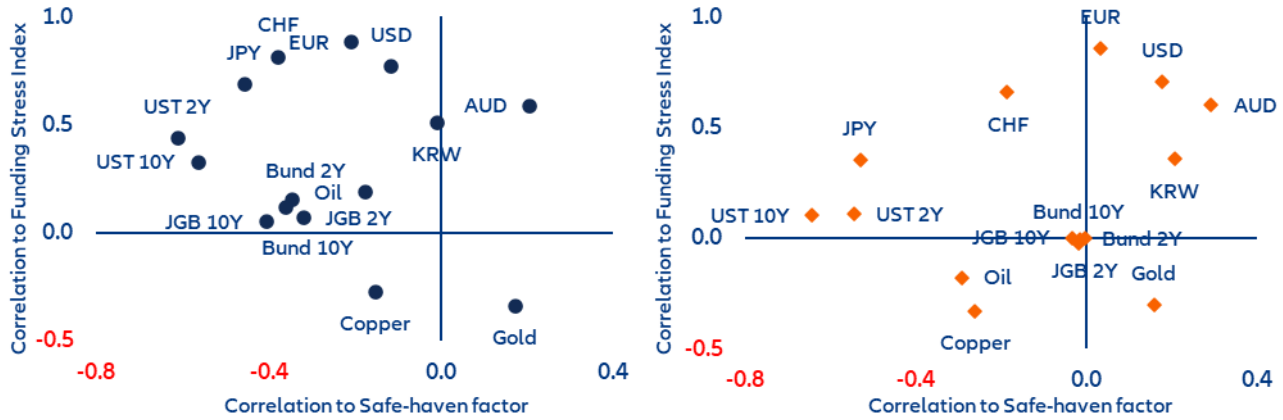
Fonte: Allianz Research

[4] Europe's "global euro" moment

Dove sono finiti tutti gli asset sicuri?

Nessun asset oggi può essere considerato un vero bene rifugio globale, cioè in grado di proteggere allo stesso tempo sia dalle perdite sugli asset rischiosi sia dalle disfunzioni nei mercati di finanziamento. L'analisi delle correlazioni tra i principali asset e i fattori di bene rifugio e di stress di finanziamento mostra una frammentazione strutturale. Il franco svizzero (CHF) e lo yen giapponese (JPY) tendono a rafforzarsi nei periodi di stress, ma non perché offrano protezione. Il loro apprezzamento è piuttosto il sintomo dello smontaggio dei carry trade: quando aumenta lo stress di finanziamento, le posizioni a leva vengono chiuse e i franchi e gli yen presi in prestito devono essere riacquistati. Queste valute non coprono una crisi; si rafforzano perché la leva di qualcun altro viene ridotta (vedi Figura 4). I Treasury statunitensi nella fascia 2–10 anni sono quelli che si avvicinano di più allo status di asset sicuro, mostrando buone performance sia come bene rifugio sia rispetto allo stress di finanziamento. I Bund tedeschi, pur essendo solidi beni rifugio, offrono solo una protezione marginale contro lo stress di finanziamento in dollari. I titoli di Stato giapponesi (JGB) mostrano un profilo simile: coperture affidabili contro le flessioni azionarie domestiche, ma con quasi nessuna sensibilità alle tensioni nei mercati di finanziamento in dollari. Questa divergenza evidenzia una verità fondamentale: ogni mercato obbligazionario protegge principalmente dagli shock all'interno del perimetro della propria banca centrale. I Treasury coprono lo stress di finanziamento in dollari perché la Federal Reserve sostiene il sistema del dollaro. I Bund e i JGB proteggono dai rischi domestici, ma offrono scarso riparo quando sono in difficoltà i mercati di finanziamento tra valute diverse.

Figura 5: Correlazioni degli asset con i fattori di bene rifugio e di stress di finanziamento — confronto tra storico (punti arancioni) e regime attuale (punti blu)



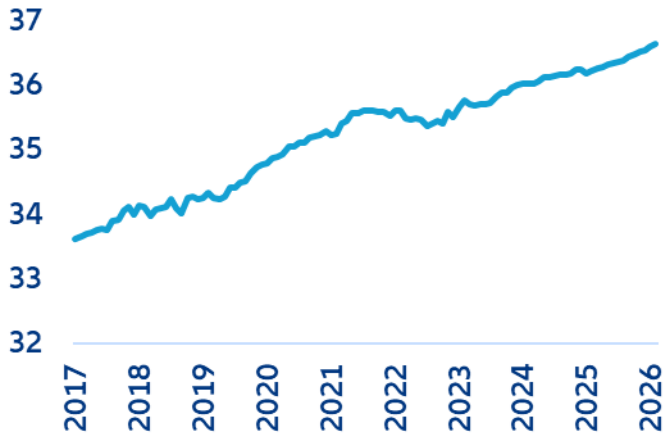
Note: i grafici a dispersione mostrano il coefficiente di correlazione di Pearson dei rendimenti giornalieri degli asset rispetto a due fattori sintetici: un indice di bene rifugio (asse x) e un indice di stress di finanziamento (asse y). I punti arancioni rappresentano le correlazioni sull'intero campione, stimate per il periodo gennaio 2006 – marzo 2026. I punti blu rappresentano le correlazioni mobili su 500 giorni, calcolate al 31 marzo 2026. Fonti: LSEG Workspace, Allianz Research

Gli asset sicuri sono ormai regionali, sostenuti in ultima istanza dalla capacità di ciascuna banca centrale di agire come prestatore di ultima istanza nella propria valuta. L'era di un unico asset sicuro globale sta finendo. La sicurezza è diventata contingente e unidimensionale: gli investitori devono scegliere tra la protezione dalle perdite sugli asset rischiosi e la protezione dallo stress di finanziamento. L'unico asset che combina entrambe le caratteristiche è quello emesso e garantito dalla propria banca centrale, rendendo lo status di asset sicuro essenzialmente una funzione della valuta di base. La diversificazione, e non la concentrazione, è oggi l'unica strategia sostenibile per gli asset sicuri.

Banche centrali: la grande riallocazione

Il "Liberation Day" non è stato l'inizio della diversificazione delle riserve, ma un punto di accelerazione strutturale. All'inizio del 2025, il dollaro ha iniziato a mostrare una debolezza insolita, persino durante fasi di forte avversione al rischio globale. L'oro è stato il beneficiario più evidente di questo riallineamento. Nel 2024, gli acquisti delle banche centrali hanno superato le 1.000 tonnellate per il terzo anno consecutivo e, nei primi tre trimestri del 2025, si sono aggiunte altre 634 tonnellate, su un ritmo che porterebbe nuovamente a superare le 1.000 tonnellate sull'intero anno (si veda Figura 5). Nel secondo trimestre del 2025, il valore di mercato dell'oro detenuto dalle banche centrali globali ha superato per la prima volta dal 1996 quello dei Treasury statunitensi in loro possesso. Gli acquisti sono diffusi ma concentrati tra i Paesi più esposti alla leva geopolitica degli Stati Uniti. La Narodowy Bank Polski ha raggiunto 530 tonnellate entro la fine del 2025, con l'obiettivo di portare l'oro al 30% delle riserve totali. La banca centrale del Brasile è rientrata sul mercato dopo una pausa di due anni, accumulando 31 tonnellate. La People's Bank of China ha esteso la propria serie di acquisti a dodici mesi consecutivi, aumentando la quota dell'oro nelle riserve cinesi dal 5,5% all'8%.

Figura 6: le riserve auree detenute dalle banche centrali a livello globale continuano ad aumentare, misurate in tonnellate.

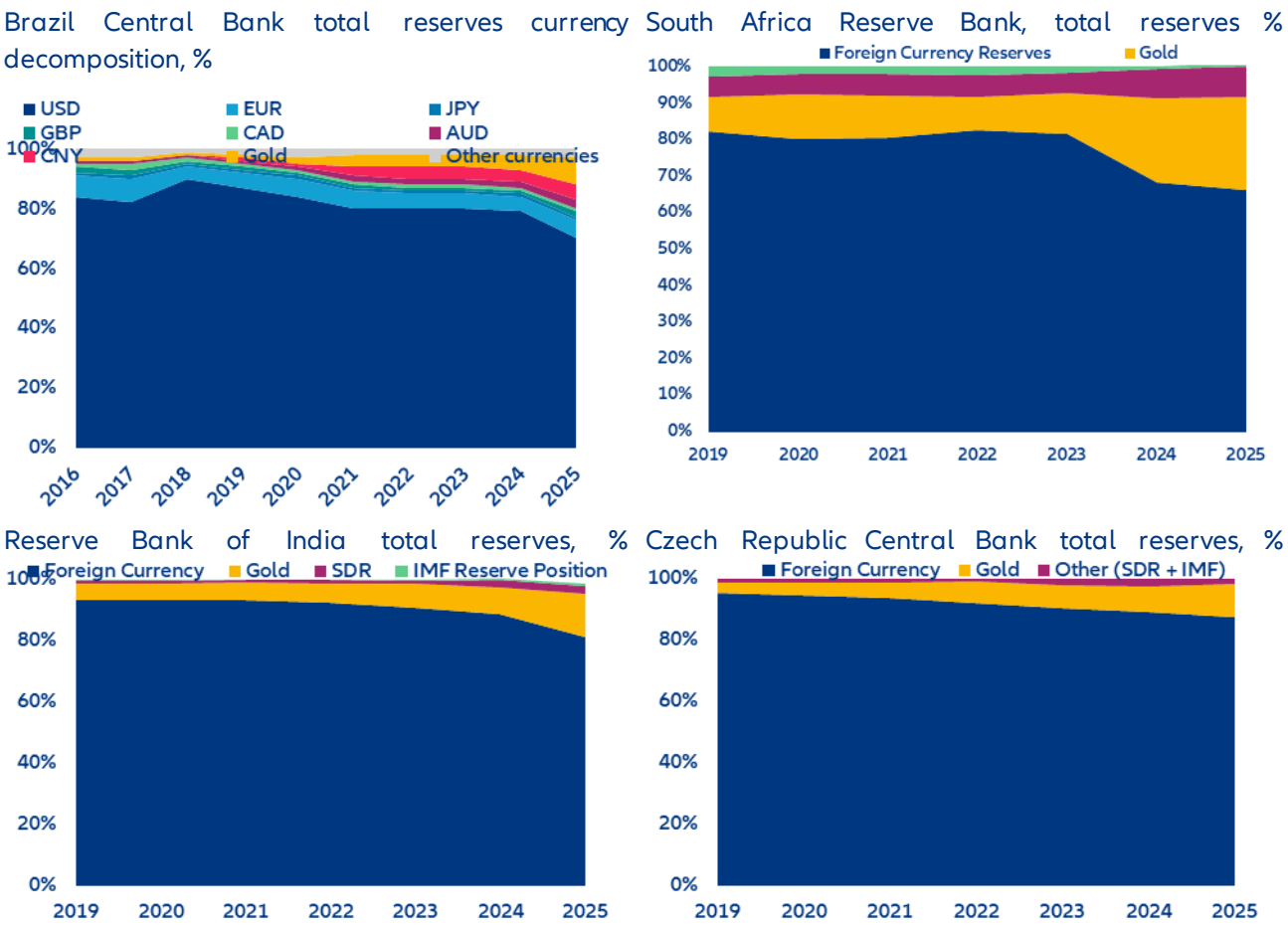


Fonte: IMF Cofer, Allianz Research

L'euro è emerso come la principale alternativa valutaria, anche se resta ben distante dall'oro. Circa il 16% delle banche centrali ha indicato l'intenzione di aumentare le allocazioni in euro[5], più di qualsiasi altra valuta, anche grazie in parte alla storica espansione fiscale della Germania, che ha aumentato l'offerta di asset sicuri di alta qualità denominati in euro. Il renminbi, al contrario, ha perso slancio come valuta di riserva. La quota di banche centrali che investono nella Cina continentale è scesa dal 56% nel 2024 al 43% nel 2025, riflettendo il peggioramento delle prospettive di crescita e l'ambiguità strategica generata dall'escalation delle tensioni commerciali tra Stati Uniti e Cina. In parallelo a questi cambiamenti, si osserva uno sviluppo più silenzioso ma altrettanto rilevante. Le detenzioni delle banche centrali in valute non tradizionali — tra cui il dollaro australiano e canadese, il won sudcoreano, il franco svizzero e il dollaro di Singapore — hanno più che raddoppiato la loro quota delle riserve globali allocate dal 2021, passando da circa il 10% a oltre il 20% entro la metà del 2025.

[5] *OMFIF Global Public Investors 2025 survey*

Figura 7: Selected EM central bank holdings shifts since 2020



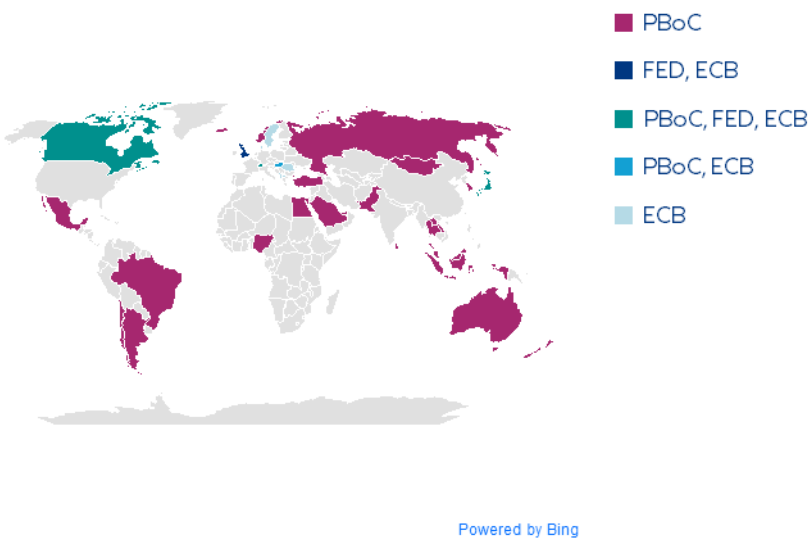
Fonte: National Central Banks, Allianz Research

Mentre le economie emergenti di maggiori dimensioni hanno risposto alle preoccupazioni legate alla strumentalizzazione del dollaro diversificando verso l'oro e valute non tradizionali, i Paesi frontier si trovano di fronte a un vincolo più severo. Questi ultimi fanno invece leva sui mercati obbligazionari domestici come collaterale per accedere a finanziamenti in dollari più convenienti tramite total return swap. Ciò è dovuto principalmente all'impossibilità di tenere il passo con l'accumulazione di riserve, a causa di posizioni fiscali ristrette. Questa architettura di indebitamento "ombra", concentrata nell'Africa subsahariana, rappresenta l'altro lato della tendenza al rafforzamento del debito in valuta locale: mercati abbastanza sviluppati da poter essere dati in garanzia, ma non ancora sufficientemente profondi da proteggere i governi dalla dipendenza dal dollaro.

L'architettura di un sistema parallelo

Parallelamente al cambiamento nella composizione delle valute di riserva, è in corso una riconfigurazione più discreta, in cui le linee di swap bilaterali tra banche centrali sono diventate uno strumento sia di fornitura di liquidità sia di posizionamento geopolitico. Storicamente dominate dalla Federal Reserve statunitense, la cui rete di swap in dollari ha costituito la spina dorsale della risposta globale alle crisi del 2008 e del 2020, l'architettura delle linee di swap è stata profondamente ridefinita dall'espansione cinese nell'ultimo decennio. A maggio 2025, la PBoC ha firmato accordi bilaterali di swap in valuta locale con le banche centrali di 32 Paesi e regioni, con un saldo di RMB 81,8 miliardi effettivamente utilizzati da banche centrali estere. I saldi utilizzati delle linee di swap cinesi hanno raggiunto quasi 33 miliardi di dollari nel 2023, e oltre tre quarti dei Paesi che hanno attinto alle linee della PBoC lo hanno fatto in periodi di difficoltà finanziaria. A differenza della rete della Fed, la Cina concede in genere queste linee con poche o nessuna condizione di policy, rendendo le linee di swap della PBoC un'alternativa realmente indipendente al finanziamento del FMI. Dal 2009, i prelievi da queste linee equivalgono al 12% dei prestiti complessivi del FMI, in termini di fondi effettivamente erogati.

Figura 8: Linee di swap aperte della PBoC, della Fed e della BCE



Note: la BCE e la Fed hanno una linea di swap permanente tra loro. Durante la crisi finanziaria globale e la pandemia da Covid-19, la Fed ha attivato linee di swap temporanee con Brasile, Messico, Corea del Sud, Singapore, Australia, Danimarca, Norvegia, Nuova Zelanda e Svezia.

Fonti: PBoC, FEC, ECB, Allianz Research

I Paesi che ricevono renminbi (RMB) attraverso l'utilizzo delle linee di swap lo detengono temporaneamente come riserva, contribuendo in modo meccanico al progressivo aumento della quota del CNY nelle riserve ufficiali globali. La linea di swap da 7 miliardi di dollari tra il Cile e la PBoC e l'allocazione benchmark dell'8% in CNY rappresentano l'esempio più chiaro, a livello di singolo Paese, di come l'architettura degli swap e la diversificazione delle riserve si rafforzino a vicenda. Questa rete di swap, letta insieme alla diffusione dei total return swap nell'Africa subsahariana, indica la stessa dinamica di fondo: la graduale costruzione di un sistema finanziario parallelo che instrada liquidità, regolamento degli scambi e finanziamenti di emergenza attraverso canali non legati al dollaro. Pur rimanendo frammentata e lontana dal sostituire il sistema dominante, questa architettura è ormai abbastanza grande da incidere in modo significativo sulla composizione delle riserve, sulle gerarchie dei creditori e sulla geopolitica della gestione delle crisi finanziarie.

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

DICHIARAZIONI PREVISIONALI

Le dichiarazioni qui contenute possono includere potenziali aspettative, dichiarazioni di aspettative future e altre dichiarazioni previsionali basate sulle opinioni e assunzioni attuali della direzione e che comportano rischi e incertezze noti e sconosciuti. I risultati effettivi, le prestazioni o gli eventi possono differire sostanzialmente da quelli espressi o impliciti in tali dichiarazioni previsionali.
Tali deviazioni possono verificarsi a causa di (i) cambiamenti delle condizioni economiche generali e della situazione competitiva, in particolare nel core business e nei mercati core del Gruppo Allianz, (ii) la performance dei mercati finanziari (in particolare volatilità di mercato, liquidità ed eventi di credito), (iii) la frequenza e la gravità degli eventi di perdita assicurata, inclusi quelli di catastrofi naturali, e lo sviluppo delle spese di perdita, (iv) livelli e tendenze di mortalità e morbilità, (v) livelli di persistenza, (vi) in particolare nel settore bancario, l'entità dei default creditizi, (vii) i livelli dei tassi d'interesse, (viii) i tassi di cambio valutari incluso il tasso di cambio EUR/USD, (ix) cambiamenti nelle leggi e regolamenti, incluse le normative fiscali, (x) l'impatto delle acquisizioni, comprese le relative questioni di integrazione, e le misure di riorganizzazione, e (xi) fattori generali di concorrenza, in ogni caso su base locale, regionale, nazionale e/o globale. Molti di questi fattori potrebbero essere più probabili, o più pronunciati, a causa delle attività terroristiche e delle loro conseguenze.

NESSUN DOVERE DI AGGIORNARE

La società non si assume alcun obbligo di aggiornare qualsiasi informazione o dichiarazione previsionale qui contenuta, salvo eventuali informazioni che la legge richieda di divulgare.

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