

Economic outlook 2026-27: l'incertezza dovuta dalla Guerra

31 Marzo 2026



Indice

Pagine 3-4

In sintesi

Pagine 5-11

Un mondo sempre più diviso: l'escalation diventa il vero rischio globale

Pagine 11-14

Lo shock dei prezzi riaccende i motori delle banche centrali

Pagine 15-17

Mercati sviluppati: il ritorno della stagflazione

Pagine 18-20

Mercati emergenti: focus sui Paesi con triplo deficit

Pagine 21-22

Aziende in prima linea: come affrontare una crisi dopo l'altra

Pagine 23-32

Mercati dei capitali: quando la geopolitica decide la direzione

In sintesi

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

Jordi Basco Carrera
Head of Private Markets Investment
Strategy
jordi.basco_carrera@allianz.com

Ana Boata
Head of Economic Research
ana.boata@allianz-trade.com

Nils Bradke
Senior Investment Strategist
nils.bradke@allianz.com

Maxime Darmet Cucchiarini
Senior Economist for UK, US & France
maxime.darmet@allianz-trade.com

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

Guillaume Dejean
Senior Sector Advisor
guillaume.dejean@allianz-trade.com

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

Jasmin Gröschl
Senior Economist for Europe
jasmin.groeschl@allianz.com

Michael Heilmann
Senior Investment Strategist
michael.heilmann@allianz.com

America Hernandez
Senior Investment Strategist
america.hernandez@allianz.com

Bernhard Hirsch
Head of Rates and Emerging Markets
bernhard.hirsch@allianz.com

Alexander Hirt
Head of Corporate Research
alexander.hirt@allianz.com

Patrick Krizan
Senior Investment Strategist
patrick.krizan@allianz-trade.com

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

La guerra in Medio Oriente frena la crescita e spinge inflazione e pressioni fiscali in USA ed Europa.

Il PIL globale è previsto al +2,6% nel 2026 (rivisto al ribasso di -0,5 punti), l'inflazione al 3,2% negli Stati Uniti e al 3,0% nell'Eurozona quest'anno (rivista al rialzo di +0,7 e +1,1 punti). La crescita del commercio globale è attesa a +1,5% nel 2026 (rivisto al ribasso di -0,5 punti). La crescita dovrebbe mantenersi al +2,1% negli USA e +0,8% nell'Eurozona, mentre i deficit rimarranno elevati: -7% del PIL negli USA e -3,0% in Europa, con costi del debito più alti che limitano lo spazio di intervento. I prezzi del petrolio dovrebbero stabilizzarsi attorno a 80 USD al barile alla fine del 2026, dopo aver toccato un picco record nel primo trimestre 2026 a causa della volatilità geopolitica. La Federal Reserve dovrebbe ignorare il picco dell'inflazione e mantenere i tassi fermi, con un solo taglio previsto all'inizio del 2027. La BCE probabilmente effettuerà un rialzo di 25 punti base per stabilizzare le aspettative, poi si fermerà mentre la crescita rallenta. Entrambe le banche centrali considereranno lo shock temporaneo nello scenario base, ma pressioni energetiche più prolungate potrebbero portare a una risposta più restrittiva.

Golfo e Asia in prima linea, mentre la Cina continua a crescere al 4,6% nel 2026.

Le economie con triplo deficit – cioè deficit fiscale, delle partite correnti e energetico – sono particolarmente vulnerabili a fughe di capitali, inflazione più elevata e rischi di recessione. I Paesi del GCC affrontano rischi su commercio, turismo e real estate, nonostante ampi buffer finanziari, e le loro previsioni di crescita sono state riviste al ribasso di -2,1 punti percentuali. Per l'Asia, il vento favorevole di crescita di fine 2025 pari a +0,2 punti è stato completamente assorbito dallo shock. L'America Latina risulta invece relativamente più protetta, con Paesi come Argentina, Brasile e Messico che beneficiano del loro ruolo di esportatori di materie prime.

Aziende e consumatori sotto pressione: uno shock dei costi che aggrava fragilità già esistenti.

L'aumento dei prezzi di energia, metalli e fertilizzanti sta generando uno shock da costi in un contesto di domanda debole e di dazi statunitensi elevati, attesi intorno al 10%. I produttori di energia e il settore della difesa ne traggono beneficio, mentre i settori ad alta intensità energetica, i trasporti e i comparti consumer subiscono una pressione crescente sui margini. Condizioni finanziarie più rigide e una domanda più debole dovrebbero spingere al rialzo le insolvenze globali nel 2026. Le principali sfide all'orizzonte sono il peggioramento della fiducia dei consumatori, la debolezza dei mercati del lavoro e la riduzione del potere d'acquisto, aggravate dal livello elevato dei prezzi di carburanti e alimentari.

Maria Latorre Sector Advisor, B2B
maria.latorre@allianz-trade.com

Maxime Lemerle
Lead Advisor, Insolvency Research
maxime.lemerle@allianz-trade.com

Yao Lu
Investment Strategist
yao.lu@allianz.com

Lina Manthey
Investment Strategist
lina.manthey@allianz.com

Maddalena Martini
Senior Economist for Italy, Greece, Spain
& Benelux
maddalena.martini@allianz.com

Luca Moneta
Senior Economist for Emerging Markets
luca.moneta@allianz-trade.com

Giovanni Scarpato
Economist for Central & Eastern Europe
giovanni.scarpato@allianz.com

Dorian Simon
Investment Strategist
dorian.simon@allianz.com

Sivagaminathan Sivasubramanian
ESG and Data Analyst
sivagaminathan.sivasubramanian@allianz-trade.com

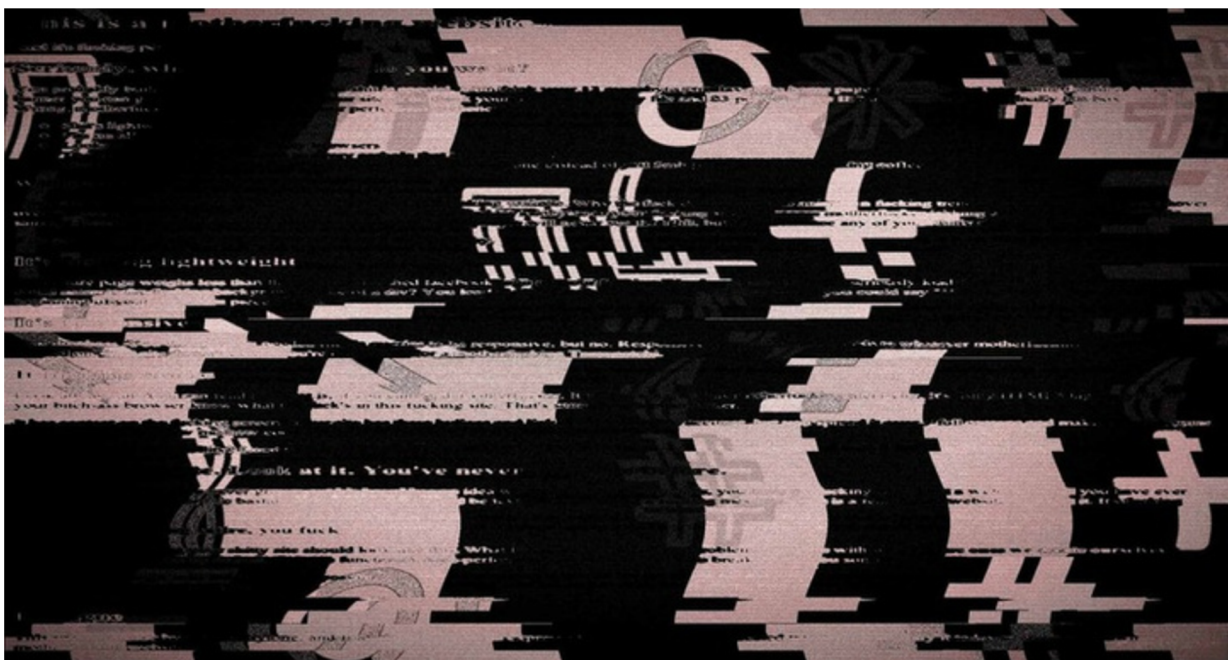
Ziqi Ye
Investment Strategist
ye.ziqi@allianz.com

Mercati dei capitali: la geopolitica riaccende la paura della stagflazione.

Dallo scoppio del conflitto in Medio Oriente, gli investitori si sono spostati con decisione verso una modalità di risk-off di tipo stagflazionistico. Le curve dei rendimenti sono salite e si sono irripidite nella parte breve (+50–90 punti base sul front-end; +40–70 punti base sul long-end) poiché i mercati stanno incorporando un picco inflazionistico di breve periodo e, di conseguenza, reazioni più aggressive da parte delle banche centrali (le attese sui tassi di fine anno per Fed e BCE sono aumentate rispettivamente di 60 e 90 punti base). Allo stesso tempo, la domanda estera sembra indebolirsi mentre le banche centrali dei mercati emergenti utilizzano le riserve valutarie per stabilizzare valute in calo e finanziare importazioni elevate di petrolio e gas. Il timore per la crescita si riflette nelle perdite diffuse dell'azionario (USA: -8%, Europa: -10%, EM: -12%) e in una marcata corsa verso il bene rifugio per eccellenza: la liquidità in dollari (USD trade-weighted +2,5%). Anche l'oro ha invertito la rotta (-13%), annullando il rally eccezionale precedente e subendo pressioni di vendita da parte dei Paesi che stanno utilizzando le proprie riserve per pagare l'energia. Gli spread creditizi si sono ampliati solo moderatamente (+13 bps per l'IG europeo; +26 bps per l'HY), in linea con quanto visto in altri shock geopolitici. È importante sottolineare che i mercati non stanno ancora prezzando un cambio strutturale di regime: le aspettative inflazionistiche di lungo termine (5y5y) restano ben ancorate e i contratti forward sul petrolio per dicembre sono 30 USD sotto il prezzo attuale.

Potrebbe peggiorare prima di migliorare: un'escalation del conflitto rischia di innescare una recessione stagflazionistica.

Nel nostro scenario avverso, una chiusura prolungata dello Stretto di Hormuz (oltre 3 mesi) amplificherebbe lo shock economico, con il petrolio che salirebbe temporaneamente a 180 USD/barile e il gas a 200 €/MWh, per poi ridiscendere verso fine anno rispettivamente a 85 USD/barile e 65 €/MWh, a causa della distruzione della domanda. L'economia globale verrebbe spinta in un regime stagflazionistico, con l'Eurozona che cadrebbe in una recessione tecnica (crescita annua a +0,2%) e l'economia statunitense che rallenterebbe in modo significativo per due anni, a causa degli effetti di seconda battuta, mentre una forte correzione dei mercati azionari colpirebbe i consumatori. L'inflazione raggiungerebbe un picco del 4,6% nell'Eurozona e del 4,9% negli Stati Uniti, costringendo le banche centrali a una risposta di inasprimento più aggressiva nonostante il rallentamento dell'economia (BCE: tre rialzi, Fed: due rialzi). Per i mercati dei capitali, ciò implicherebbe un chiaro regime di risk-off: rendimenti più alti (Treasury USA a 5,7%, Bund tedesco a 3,7%), forti correzioni azionarie con un drawdown massimo del -30% in Europa e del -25% negli Stati Uniti e un allargamento significativo degli spread creditizi (IG europeo fino a 150 bps, HY fino a 440 bps), insieme a un dollaro più forte e a un aumento dello stress di liquidità. In questo scenario, dominano dinamiche non lineari, con shock alla fiducia dei consumatori, deleveraging forzato e tensioni nei mercati privati che amplificano il rallentamento macroeconomico.



Un mondo sempre più diviso: l'escalation diventa il vero rischio globale

I bombardamenti USA–Israele sull'Iran avranno implicazioni sui mercati energetici, sui costi di trasporto marittimo, sui rischi inflazionistici e sulle condizioni finanziarie – ma tutto dipende dalla durata del conflitto e dall'eventuale escalation verso infrastrutture energetiche critiche.

La navigazione attraverso lo Stretto di Hormuz – cruciale per il 25% dei flussi globali di idrocarburi – e l'interruzione della produzione petrolifera nel Golfo rimangono i canali di trasmissione più importanti.

Per quanto riguarda lo shock sull'offerta di energia, il Medio Oriente rappresenta il doppio della quota della Russia in termini di petrolio: circa il 20% dell'offerta globale, e una quota simile per il gas, ovvero il 5% dell'offerta mondiale. Stimiamo che la metà dell'offerta petrolifera del Medio Oriente possa essere compensata attraverso rotte alternative, maggiore produzione da USA e Russia e un rilascio progressivo delle riserve strategiche. Ciò è coerente con prezzi del petrolio compresi tra 80 e 100 USD al barile.

Finora, i prezzi del gas sono raddoppiati, ma durante la guerra in Ucraina erano aumentati di cinque volte, e il prezzo del petrolio aveva superato i 130 USD/barile.

In termini di esposizione dei Paesi, l'Europa presenta una vulnerabilità moderata, con il 7% delle importazioni totali di petrolio e il 4% di gas provenienti dal Medio Oriente. Nel mondo emergente, l'Asia è la più esposta

poiché importa oltre il 56% del suo petrolio dal Medio Oriente e più del 30% del gas. Considerando la vulnerabilità energetica (prezzi e approvvigionamento), le riserve strategiche e i meccanismi di risposta (spazio fiscale e posizione delle partite correnti), identifichiamo un primo gruppo di paesi con elevata esposizione e margini di manovra limitati — cioè paesi con alti deficit fiscali e di conto corrente: Egitto, Ungheria, Kenya, Polonia, Romania, Tunisia, Etiopia, Giordania, Marocco, Pakistan e Bangladesh. Individuiamo poi un secondo gruppo di paesi con elevata esposizione ma maggiore capacità di assorbire lo shock, grazie a condizioni fiscali o esterne più solide: Cile, Cina, India, Filippine, Sri Lanka, Taiwan, Thailandia e Turchia.

Nel nostro scenario di base, la dinamica dei prezzi dell'energia rappresenta uno shock di offerta ampio ma non persistente: il petrolio toccherà livelli più alti per poi normalizzarsi gradualmente man mano che si materializza una de-escalation e i flussi attraverso lo Stretto di Hormuz tornano progressivamente alla normalità.

Prevediamo quindi che i prezzi dell'energia scendano a 78 USD/barile entro fine anno, dopo un picco intorno a 90 USD/barile nel Q2. Ciò implica che l'inflazione (CPI) salga al 3% nel 2026 nell'Eurozona (dopo il 2,1% nel 2025) e al 3,2% negli Stati Uniti (dopo il 2,7%).

L'impatto sulla crescita del PIL varierebbe da -0,2 punti negli Stati Uniti (portando la crescita al 2,1% nel 2026) a -0,4 punti nell'Eurozona (portandola allo 0,8% nel 2026). Riteniamo che le banche centrali guarderanno oltre questo shock temporaneo: la BCE e la BoE effettueranno probabilmente rialzi moderati di 25 punti base ad aprile, mentre la Fed manterrà i tassi invariati. Nel complesso, la crescita del PIL globale dovrebbe raggiungere +2,6% nel 2026, rispetto al +3,1% stimato prima del conflitto. Se lo Stretto di Hormuz restasse bloccato per più di tre mesi, l'impatto inizierebbe a diventare recessivo. L'inflazione e le reazioni delle banche centrali dipenderanno dalla durata del conflitto e dalle risposte delle politiche fiscali.

In uno scenario di conflitto prolungato, prevediamo che le banche centrali aumentino i tassi in modo più aggressivo — fino a +75 punti base in USA, Regno Unito ed Eurozona entro fine 2026 — poiché i mercati metteranno alla prova la loro credibilità dopo l'episodio del 2022.

In questo scenario, la crescita del PIL subirebbe un colpo significativo. L'Eurozona entrerebbe probabilmente in una recessione tecnica, con una crescita annua del +0,2% nel 2026. Anche l'economia degli Stati Uniti ne risentirebbe, sebbene in modo più attenuato grazie a effetti compensativi nel settore minerario: la crescita del PIL americano scenderebbe a un modesto +1,5%.

Tabella 1: Previsioni di crescita del PIL reale, %

Growth (yearly %)	2023	2024	2025	2026f	2027f
Global	2.8	2.9	3.0	2.6	2.9
USA	2.9	2.8	2.1	2.1	2.2
Latin America	2.0	1.7	2.6	2.4	2.9
Brazil	3.2	3.0	2.6	1.9	2.5
UK	0.3	1.1	1.3	0.7	1.4
Eurozone	0.5	0.9	1.5	0.8	1.3
Germany	-0.7	-0.5	0.4	0.7	1.2
France	1.6	1.1	0.9	0.8	1.3
Italy	1.0	0.6	0.7	0.5	0.8
Spain	2.5	3.5	2.8	2.2	1.8
Central and Eastern Europe	1.4	2.2	2.2	2.6	2.7
Poland	0.1	3.0	3.6	3.7	2.6
Russia	3.9	4.3	1.0	1.7	2.0
Türkiye	5.0	3.5	3.6	3.5	4.0
Asia-Pacific	4.2	4.0	4.6	4.2	4.0
China	5.5	5.0	5.0	4.7	4.4
Japan	0.7	-0.2	1.2	1.2	1.0
India	6.8	7.3	7.5	6.4	6.5
Middle East	2.1	2.1	2.3	-1.0	4.0
Saudi Arabia	0.5	2.6	4.6	2.3	8.1
Africa	2.7	3.4	4.1	3.8	3.9
South Africa	0.8	0.5	1.3	1.4	1.6

Fonti: national, Allianz Research

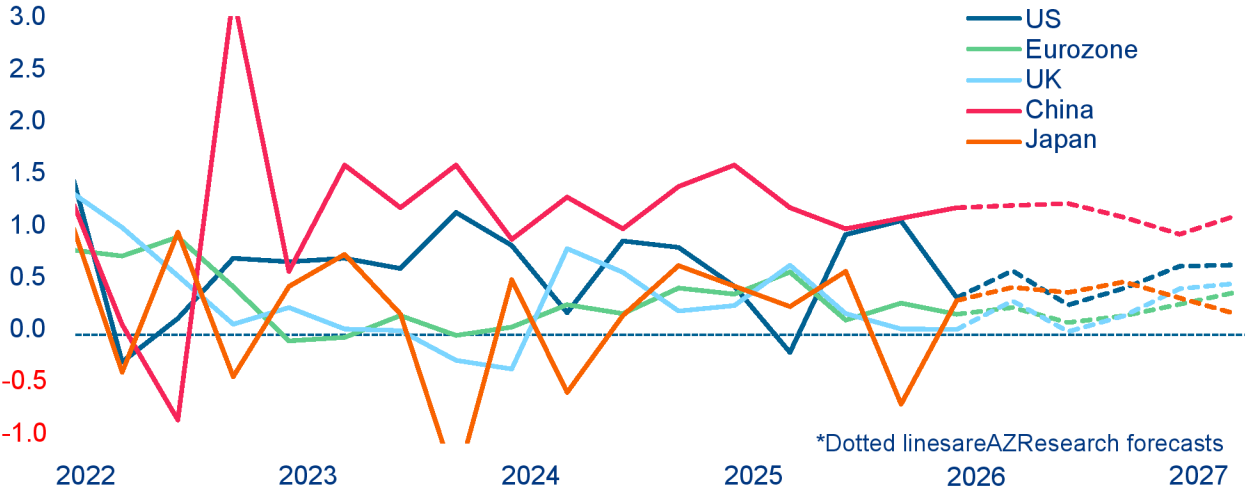
Tabella 2: Scenari del conflitto in Medio Oriente

Description	Feb 28th	Upside (15% probability): Short lived escalation with military exchange ***	Baseline (45% probability): Prolonged conflict with less than three months of global oil and gas disruption ***	Downside (35% probability): Long sustained escalation with prolonged disruption of global oil and gas supply ***
		2026	2026	2026
		Deescalation, Hormuz opens in April, no destruction of oil industry	A deal allowing for a progressive normalization of oil and gas trade in May. In between partial re-routing, additional production (US, Russia) and strategic reserves being tapped covers >50% of Hormuz gap in oil and gas; no material destruction of oil/gas industry.	Hormuz closed for more than three months. Oil, gas and other commodity supply shortages (fertilizers, helium) transmits to confidence & equity shock exacerbating downturn.
Oil Brent (USD/bbl), Q2 average / eoy 2026	73\$	70\$ / 70\$ (125\$)*	90\$ / 78\$ (\$140)*	130\$ / 85\$ (\$180)*
Gas prices, annual avg.	32€	35€ (80€)*	49€ (150€)*	65€ (200€)*
GDP				
	EZ	1.3%**	1.2%	0.8%
	US	2.6%**	2.5%	2.1%
Inflation				
	EZ	1.9%**	2.1%	3.0% (3.4%)*
	US	2.5%**	2.6%	3.2% (3.7%)*
EURUSD	1.18	1.19 (1.14)*	1.15 (1.11)*	1.12 (1.05)*
Monetary Policy				
	ECB	2.0	2.0	2.25
	Fed	3.75	3.5	3.75
10y				
	DE	2.6	2.6 (3.1)*	2.8 (3.3)*
	US	4.0	4.3 (4.5)*	4.5 (4.8)*
Equity market				
	EZ	6	9 (-10)*	5 (-10)*
	US	1	10 (-10)*	6 (-10)*
Credit spread				
	EZ IG	83	83 (100)*	95 (115)*
	EZ HY	283	283 (320)*	320 (400)*
	US IG	84	84 (100)*	95 (115)*
EM HC spread	178	185 (200)*	200 (230)*	235 (280)*
Private Markets (Global)				
	Private EQ	6.7%	12.5%	10%
	Direct Lending	530	500	550
	Infra EQ	8.7%	9.8%	8.5%
Insolvencies				
	EZ	+1.4%	+1.5%	+2.5%
	US	+5.7%	+6.4%	+9.3%

*max daily draw-down in brackets
 **macro forecast for 2026 before the start of the Iran war
 ***probabilities add up to 95% with remaining upside and downside tail-risks (<5%) omitted

Fonti: national, Allianz Research

Figura 1: Tassi di crescita trimestrale del PIL reale, q/q, %



Fonti: national, Allianz Research

Le prospettive di rischio per il 2026–2027 devono essere lette attraverso la lente di un cambiamento strutturale verso un nuovo ordine globale, meno basato su regole e più guidato da potere e influenza.

Il paradigma dell'efficienza, fondato su libero scambio, vantaggio comparato e supply chain snelle e ottimizzate nei costi, sta cedendo il passo a un sistema plasmato da interventismo, geopolitica e autonomia strategica. Il commercio viene sempre più "arma-tizzato" attraverso dazi, controlli all'export, sanzioni, dipendenze energetiche e controllo di corridoi strategici, mentre le catene di fornitura vengono diversificate e, in molti casi, duplicate. Questa transizione è intrinsecamente inflazionistica, implica un maggiore coinvolgimento dello Stato e sta portando a una riallocazione del capitale globale verso settori strategici. Crucialmente, la volatilità non è più episodica, ma una caratteristica strutturale del nuovo ordine globale: i canali di trasmissione geopolitici, gli shock sulle materie prime e i trade-off crescita-inflazione genereranno shock più frequenti e meno prevedibili. Le reazioni dei mercati saranno sempre più non lineari, con fasi di ritardato riprezzamento seguite da aggiustamenti improvvisi, mentre i tradizionali "beni rifugio" potrebbero risultare meno affidabili in un contesto geopolitico frammentato. Questo aumenta la necessità di comprendere bene i meccanismi di trasmissione e gli effetti di seconda battuta.

All'interno di questo quadro in evoluzione, lo scenario di base ha una probabilità del 45%, con un bilanciamento dei rischi chiaramente sbilanciato verso il basso.

Una correzione disordinata delle valutazioni guidate dall'AI potrebbe innescare un più ampio riprezzamento dell'azionario (con potenziali cali del 25–30% dell'equity USA), esponendo la leva nei mercati privati e amplificando dinamiche recessive. Allo stesso tempo, deficit fiscali persistentemente elevati nelle principali economie avanzate rischiano di trasformarsi in shock di fiducia, alimentando volatilità valutaria e dei tassi, in un contesto in cui gli aggregati macro restano resilienti ma le tensioni micro si intensificano. Parallelamente, le pressioni di de-dollarizzazione potrebbero agire da amplificatore destabilizzante, aumentando i term premium e generando flussi di capitale più volatili. La deregolamentazione finanziaria può sostenere la creazione di credito nel breve periodo, ma al costo di maggiori vulnerabilità nel medio. Inoltre, vincoli strutturali come politiche migratorie USA più restrittive rischiano di aggravare la carenza di manodopera, rafforzando il passaggio verso una crescita più intensiva in capitale e meno nel lavoro, limitando l'output potenziale.

In questo contesto, i buffer di policy e lo spazio fiscale diventeranno elementi chiave per differenziare la resilienza agli shock geopolitici e macro.

Complessivamente, la transizione verso una forma di neo-mercantilismo implica un'economia globale più frammentata, trainata dallo Stato e con investimenti elevati, in cui l'interazione tra competizione geopolitica, intervento pubblico e squilibri finanziari aumenta la probabilità di aggiustamenti non lineari, e dove l'accumulo dei rischi cresce quanto più a lungo queste dinamiche persistono.

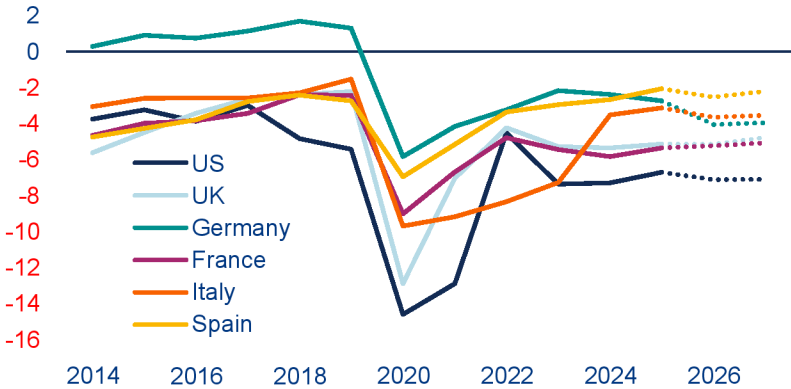
La politica fiscale era già sotto pressione prima dello shock iraniano. Prima dell'escalation delle tensioni, non era previsto alcun grande sforzo di consolidamento nelle economie avanzate.

Gli orientamenti fiscali erano per lo più neutrali, con i governi impegnati a bilanciare l'eredità della spesa post-pandemica con prospettive di crescita in rallentamento.

Lo shock energetico ha complicato ulteriormente il quadro, costringendo alcuni Paesi a valutare misure di sostegno mirate, evitando però i sussidi generalizzati visti nel 2022. I Paesi entrano in questa fase in condizioni fiscali leggermente migliori rispetto alle crisi precedenti, avendo ricostruito modesti buffer nel periodo 2023–2025, ma la finestra per il consolidamento si sta restringendo.

La crescita in rallentamento — amplificata dai costi energetici più elevati e dalla debolezza della domanda dei consumatori — peserà sulle entrate e renderà più difficile sostenere la riduzione del deficit. A ciò si aggiunge l'inversione del ciclo dei tassi di interesse, che manterrà alti i costi del servizio del debito. La combinazione di entrate stagnanti, pressioni di spesa legate all'energia e costi di finanziamento persistenti lascia poco margine di manovra, rendendo improbabile un miglioramento a breve termine dei rapporti debito/PIL. Negli Stati Uniti, le nuove spese e i rimborsi fiscali introdotti con il One Big Beautiful Bill Act supereranno le entrate tariffarie, aumentando il deficit federale. In Europa, le sfide fiscali sembrano destinate a intensificarsi fino al 2027, quando grandi economie come Francia, Italia, Spagna e Grecia andranno alle urne con piattaforme probabilmente orientate alla spesa piuttosto che al consolidamento. Nel frattempo, la "bazooka fiscale" tedesca sta crescendo gradualmente, con aumenti di spesa per difesa e per i fondi speciali, anche se l'attuazione è lenta e l'impatto economico richiederà tempo per manifestarsi pienamente.

Figura 2: Previsioni del deficit fiscale, % del PIL



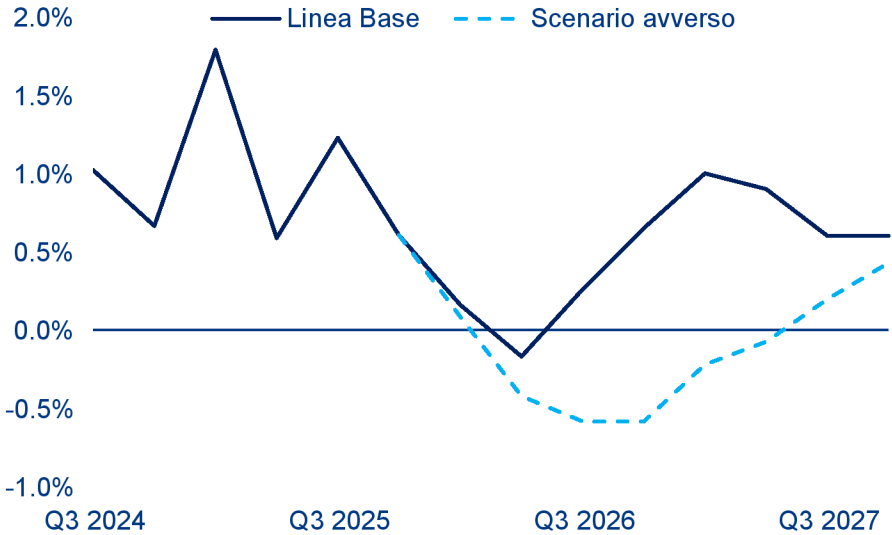
Fonti LSEG Datastream, Allianz Research

Il commercio globale di beni dovrebbe rallentare a +1,5% in volume nel 2026, rispetto al +2% previsto prima dell'escalation del conflitto in Medio Oriente.

La revisione riflette gli effetti indiretti del conflitto sui mercati energetici, segnando un'inversione significativa rispetto al 2025, anno migliore delle attese, quando i beni legati all'AI e l'anticipo delle spedizioni in vista dei dazi USA avevano spinto la crescita del commercio in volume al +3,9%. Un forte effetto di trascinamento dalla fine del 2025 (+2,1%) ha fornito un po' di slancio all'inizio del 2026, ma questo vento favorevole si sta attenuando poiché i volumi commerciali sono destinati a essere penalizzati dall'escalation.

Nel 2027, si prevede un rimbalzo del commercio al +2,7%, assumendo la fine del blocco dello Stretto di Hormuz. Tuttavia, in uno scenario avverso, la ripresa a forma di V prevista nello scenario di base si trasformerebbe in una ripresa a forma di U: una chiusura prolungata dello Stretto, gli effetti globali dei prezzi energetici elevati nel 2026/27 e la riduzione degli scambi mondiali porterebbero la crescita del commercio globale a +0,5% nel 2026, seguita da una recessione nel 2027, con un calo fino a -0,9%.

Figura 3: Previsioni del commercio globale, andamento trimestrale, %



Fonti LSEG Datastream, Allianz Research

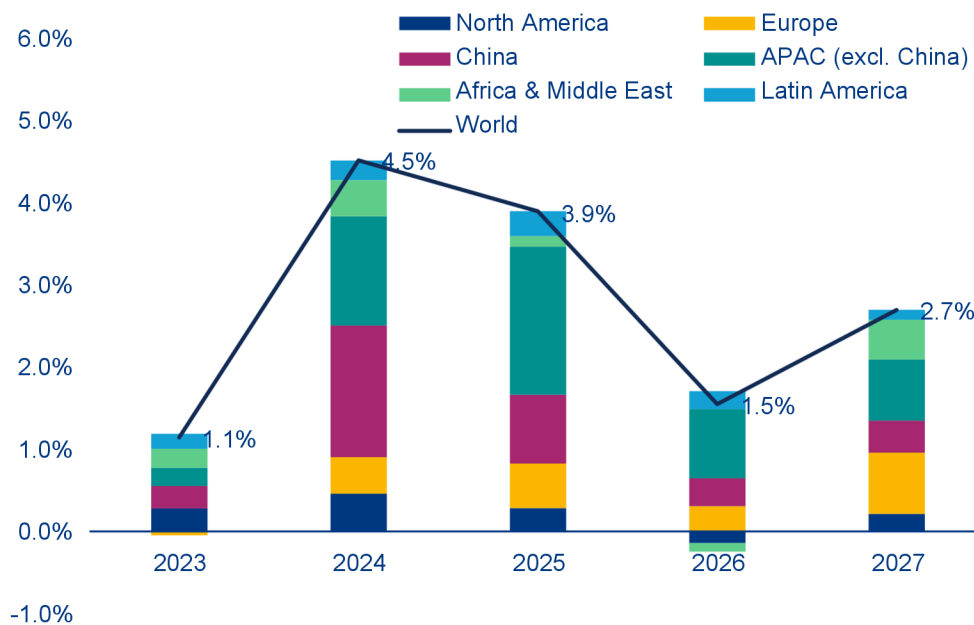
Il freno più immediato ai volumi commerciali deriva dal blocco fisico dello Stretto di Hormuz.

I flussi commerciali che attraversano lo Stretto rappresentano circa il 4% del commercio mondiale, ma l'impatto effettivo è più contenuto grazie ai continui rirouting delle rotte. Stimiamo che circa 1,9% dei flussi commerciali globali sia attualmente bloccato o fortemente compromesso. In uno scenario avverso, in cui la circolazione nello Stretto resti limitata più a lungo, stimiamo che la quota di commercio globale sotto pressione possa salire al 2,9%. Al momento, le navi più colpite sono principalmente petroliere e gasiere, mentre le rinfusiere e le portacontainer impossibilitate a transitare o a caricare nel Golfo rappresentano solo una quota marginale del commercio mondiale. Tuttavia, al danno diretto si aggiunge l'effetto costo: prezzi più elevati del bunker oil e del jet fuel si sommano a frizioni commerciali già intense dovute alla guerra commerciale. In termini nominali, la crescita tenderà a superare quella reale: i costi energetici elevati — che impattano sia la produzione che il trasporto — alimenteranno aumenti di prezzo in diversi settori.

Il rallentamento del commercio globale si farà sentire ovunque, ma la geografia continuerà a contare.

Nel Medio Oriente, la crescita del commercio entrerà in territorio negativo, come accaduto nel 2020 con il crollo della domanda di petrolio durante la pandemia. L'Asia rimarrà il principale contributore alla crescita del commercio, ma a un ritmo molto più lento, circa 1%, ossia 0,8 punti percentuali in meno rispetto all'anno precedente. La forte dipendenza energetica della regione la rende particolarmente vulnerabile allo shock iraniano: la crescita del commercio per Cina, Singapore, Corea del Sud e India dovrebbe ridursi della metà, mentre il Giappone dovrebbe registrare una vera e propria contrazione dei volumi. In Europa, la situazione è irregolare: Germania e Francia mostrano segnali di miglioramento, anche se la Germania dovrebbe rimanere in territorio recessivo. Il resto del continente affronterà un rallentamento più ampio e diffuso. Negli Stati Uniti, anche le esportazioni sono destinate a rallentare, frenate dall'incertezza persistente sulla politica commerciale e da una domanda più debole nei principali mercati esteri — tra cui Cina, Messico e Canada. Le importazioni USA diminuiranno rispetto al 2025, poiché la fase di anticipazione delle spedizioni verso gli Stati Uniti si è ormai esaurita e i dazi elevati frenano la domanda di prodotti esteri.

Figura 4: Contributo regionale al commercio mondiale di beni, %



Fonti: Oxford Economics, Allianz Research

A nostro avviso, una riapertura dello Stretto di Hormuz dopo un cessate il fuoco sarebbe quasi certamente graduale e non immediata, poiché i rischi per la sicurezza tendono a normalizzarsi molto più lentamente rispetto alle interruzioni fisiche.

Considerando la capacità delle petroliere dei principali esportatori dei mercati emergenti, i flussi iniziali di materie prime probabilmente tornerebbero solo al 15–30% dei livelli normali (circa 3–6 milioni di barili al giorno), a seconda della credibilità delle garanzie di sicurezza, per poi aumentare con prudenza. Questo coprirebbe fino al 60% dell'attuale deficit di offerta di circa 10 milioni di barili al giorno. I precedenti storici confermano questa dinamica graduale. Durante la guerra Iran–Iraq degli anni '80, i flussi attraverso Hormuz iniziarono a riprendersi al 20–30% nel giro di alcune settimane, mentre la normalizzazione completa richiese diversi mesi, a causa della necessità di scorte navali e operazioni di sminamento.

Allo stesso modo, durante le tensioni USA–Iran del 2019, i flussi parziali ripresero entro pochi giorni per le navi assicurate, ma il pieno ripristino della fiducia e della capacità richiese diverse settimane. Perfino in scenari non legati alla sicurezza — come il blocco di sei giorni del Canale di Suez causato dalla nave Ever Given nel 2021 — la normalizzazione non fu immediata: sebbene il traffico limitato riprese rapidamente per le imbarcazioni più piccole, lo smaltimento dell'arretrato e il ripristino della piena capacità operativa richiesero circa due settimane. Nel complesso, questi episodi suggeriscono che anche in condizioni favorevoli, la ripresa post-cessate il fuoco nello Stretto di Hormuz seguirebbe una traiettoria prudente e graduale, piuttosto che un ritorno immediato alla normalità.

Lo shock dei prezzi riaccende i motori delle banche centrali

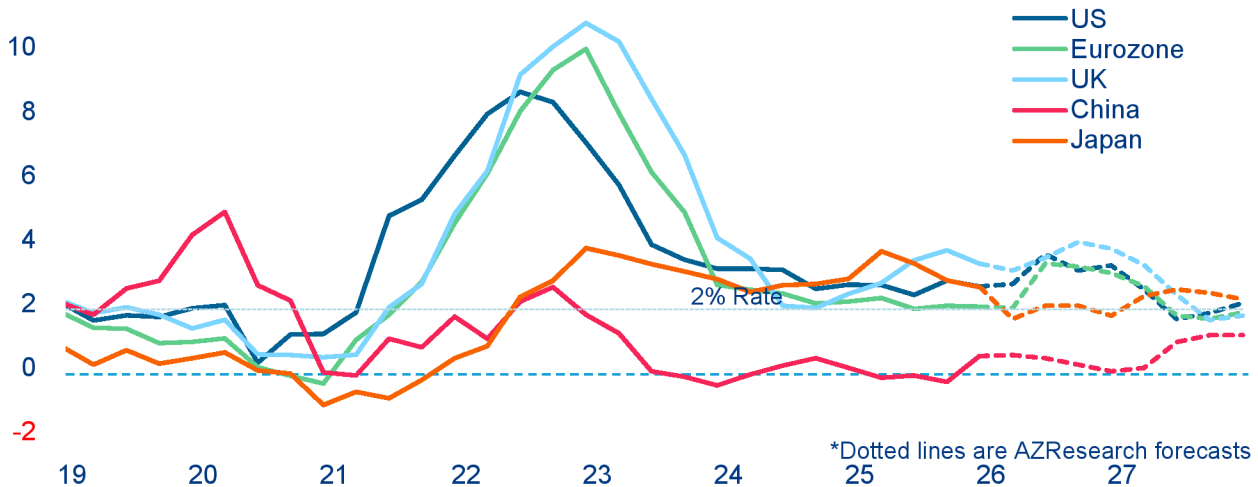
L'inflazione è destinata ad aumentare in modo significativo tra il Q2 e il Q3 2026, per poi iniziare a diminuire gradualmente in seguito, grazie alla crescita economica debole e a mercati del lavoro più morbidi.

Il picco dei prezzi dell'energia farà salire i tassi d'inflazione tra marzo e maggio, con un rapido trasferimento dell'aumento dei prezzi del petrolio sui prezzi alla pompa. Nell'Eurozona, ci aspettiamo che l'inflazione CPI headline raggiunga un picco del +3,4% nel Q2 2026 (dopo il +2,0% del trimestre precedente), mentre negli Stati Uniti dovrebbe arrivare al +3,7% (dopo +2,8%). In Europa, l'inflazione dovrebbe scendere più lentamente rispetto agli USA, poiché i prezzi del gas all'ingrosso si trasmettono alle bollette con un certo ritardo. Nel Regno Unito, l'inflazione toccherà il picco più tardi, a causa del forte aumento atteso del price cap Ofgem sui servizi energetici previsto per luglio. Il picco raggiungerà circa il 4% nel Q3. Tuttavia, assumendo nel nostro scenario di base che i prezzi dell'energia inizino a calare dal Q2 2026, i tassi d'inflazione dovrebbero diminuire nel corso del 2027. Una dinamica economica più debole inizierà a ridurre le pressioni inflazionistiche di fondo, limitando il trasferimento dell'aumento dei prezzi dei fertilizzanti e dei trasporti sull'inflazione alimentare e sui servizi.

Nel 2027, ci aspettiamo che l'inflazione media annua sia vicina o pari al target del 2% delle banche centrali: +2,3% nel Regno Unito, +2,1% negli Stati Uniti, +2,0% nell'Eurozona.

Esistono tuttavia rischi al rialzo rispetto alle nostre previsioni se i prezzi dell'energia rimanessero più alti del previsto. Le aspettative di inflazione di famiglie e imprese potrebbero salire, innescando effetti di seconda battuta su salari e prezzi. Tuttavia, aspettative e inflazione più elevate costringerebbero le banche centrali ad agire con decisione, riportando l'inflazione di fondo verso il basso entro fine 2026-inizio 2027 attraverso un mercato del lavoro più debole e una domanda più contenuta. Nel complesso, riteniamo che il rischio di disancorare le aspettative d'inflazione e di un'inflazione permanentemente più alta sia moderato, soprattutto rispetto al 2022. Il contesto economico è molto meno favorevole a tali esiti: la crescita del PIL è inferiore, i mercati del lavoro sono più morbidi, il sostegno fiscale è più limitato e le condizioni monetarie più neutrali (contro tassi reali profondamente negativi nel 2022). Tutto questo indica rischi contenuti di una stagflazione persistente.

Figura 5: Previsioni sull'inflazione, % a/a



Fonti: LSEG Datastream, Allianz Research

I mercati del lavoro di USA ed Eurozona sono entrati nello shock energetico da una posizione di relativa resilienza, ma con meno margini di sicurezza di quanto possa sembrare.

Negli Stati Uniti, le condizioni del mercato del lavoro — pur indebolite in modo significativo dal metà 2025 in termini di creazione di posti di lavoro — restano nel complesso solide, con un aumento limitato del tasso di disoccupazione, mentre nell'Eurozona la disoccupazione è ai minimi storici. Tuttavia, i mercati del lavoro su entrambe le sponde dell'Atlantico sono più deboli rispetto al 2022, in particolare nel Regno Unito, con intenzioni di assunzione in calo, tassi di vacancy in diminuzione e crescita salariale in rallentamento. Nei mercati sviluppati, lo shock energetico colpisce quindi una "macchina del lavoro" già in fase di decelerazione. Un peggioramento delle prospettive economiche — dovuto a costi energetici più elevati, consumi più deboli e condizioni finanziarie più restrittive — rischia di amplificare intenzioni di assunzione già in rallentamento, soprattutto nei settori ad alta intensità energetica o più esposti al commercio globale. A ciò si aggiunge una pressione strutturale: il mercato del lavoro globale era già in piena trasformazione prima dello shock. L'adozione dell'AI è accelerata nelle economie avanzate, ma il suo impatto su occupazione e produttività resta disomogeneo e, per la maggior parte dei Paesi, ancora invisibile nei dati aggregati; solo pochi stanno traducendo la diffusione dell'AI in miglioramenti significativi della produttività. Tuttavia, data la debole demografia e uno shock energetico che riteniamo di breve durata, non prevediamo un forte aumento della disoccupazione.

La Fed dovrebbe mantenersi su una pausa prolungata, guardando oltre il picco inflazionistico legato ai prezzi dell'energia. Prevediamo un solo taglio di 25 punti base a inizio 2027.

La crisi in Medio Oriente pone infatti un dilemma importante: l'inflazione aumenterà in modo significativo a causa dei prezzi energetici più alti, mentre il mercato del lavoro appare fragile. Con l'inflazione sopra il target del 2% da ormai cinque anni, la Fed non può concentrarsi esclusivamente sui rischi per il mercato del lavoro. Le aspettative di inflazione sono particolarmente sensibili ai prezzi dell'energia (e del cibo) e rischieranno di disancorarsi se la Fed fosse percepita come troppo tollerante. È incoraggiante che le prime indagini sui consumatori di marzo non mostrino un aumento delle aspettative di inflazione, ma la Fed dovrà comunque mantenere tassi relativamente elevati per difendere la propria credibilità anti-inflazione. Ci aspettiamo quindi che la banca centrale mantenga questa pausa prolungata, con nessun taglio dei tassi prima dell'inizio del 2027 (taglio di 0,25 punti a gennaio 2027). Già prima della crisi in Medio Oriente ritenevamo che la Fed avesse uno spazio molto limitato per tagliare i tassi, e prevedevamo un unico taglio a giugno. È probabile che il mercato del lavoro resti debole durante l'estate, poiché l'inflazione più alta eroderà i redditi delle famiglie e i margini di profitto delle imprese, frenando le assunzioni. Pertanto, con la Fed ferma, tassi ancora relativamente elevati e un contesto economico più debole, i rischi di effetti di seconda battuta sull'inflazione — che avrebbero amplificato lo shock energetico iniziale — saranno molto più contenuti rispetto al 2022.

Tabella 3: Inflation forecasts, yearly, %

Inflation (yearly %)	2023	2024	2025	2026f	2027f
Global	6.1	4.5	3.4	4.3	2.9
USA	4.1	3.0	2.7	3.2	2.1
Latin America	14.8	16.6	7.6	3.6	2.9
Brazil	4.6	4.4	5.0	4.5	3.3
UK	7.4	2.5	3.4	3.7	2.3
Eurozone	5.5	2.4	2.1	3.0	2.0
Germany	6.0	2.3	2.2	3.1	2.2
France	4.9	2.0	0.9	1.9	1.4
Italy	5.7	1.0	1.5	3.1	1.5
Spain	3.6	2.8	2.7	3.3	1.7
Central and Eastern Europe	11.2	3.9	5.0	4.2	3.1
Poland	11.6	3.8	3.8	3.3	2.5
Russia	5.9	8.4	8.7	7.8	7.0
Türkiye	53.4	60.0	35.2	28.0	19.5
Asia-Pacific	3.1	2.2	1.3	2.3	1.9
China	0.2	0.2	0.1	1.0	1.2
Japan	3.3	2.7	3.2	2.4	2.1
India	5.7	5.0	2.2	4.7	3.7
Middle East	16.5	10.7	12.7	18.7	10.0
Saudi Arabia	2.5	1.5	2.0	3.1	2.4
Africa	17.0	15.1	8.7	8.4	7.2
South Africa	5.9	4.5	3.2	4.5	3.5

Fonti: national, Allianz Research

ci aspettiamo che la Fed rimanga piuttosto hawkish fino al 2027, nonostante la crescita moderata, per garantire che l'inflazione torni in modo duraturo al target.

La BCE probabilmente aumenterà i tassi di riferimento di 25 punti base già ad aprile, ma ignorerà il successivo picco inflazionistico se il conflitto in Medio Oriente verrà in gran parte risolto entro maggio, come previsto.

La BCE ha ripetutamente affermato che non modificherà i tassi a meno che non si verifichi uno shock significativo. Con la guerra in Iran, tale shock si è chiaramente materializzato. L'inflazione dovrebbe superare il 3%, rispetto all'attuale livello in linea con il target. Questo riduce meccanicamente il tasso d'interesse reale e spingerà la BCE a effettuare un rialzo nella riunione del 30 aprile, per mantenere ancorate le aspettative di inflazione a lungo termine. Nel nostro scenario di base — in cui il conflitto si risolve e le pressioni sui prezzi di petrolio e gas si attenuano entro maggio — ci aspettiamo che la BCE mantenga una posizione stabile e guardi oltre il picco inflazionistico temporaneo. Tuttavia, se il conflitto dovesse protrarsi più del previsto e i prezzi del petrolio restassero elevati (scenario avverso), la risposta potrebbe essere diversa.

scenario avverso), ci aspetteremmo almeno tre rialzi consecutivi dei tassi.

La Bank of England (BoE) dovrebbe aumentare i tassi di 25 punti base nella riunione di aprile e mantenerli su tale livello per un periodo prolungato. Il ciclo di tagli dovrebbe riprendere nel 2027.

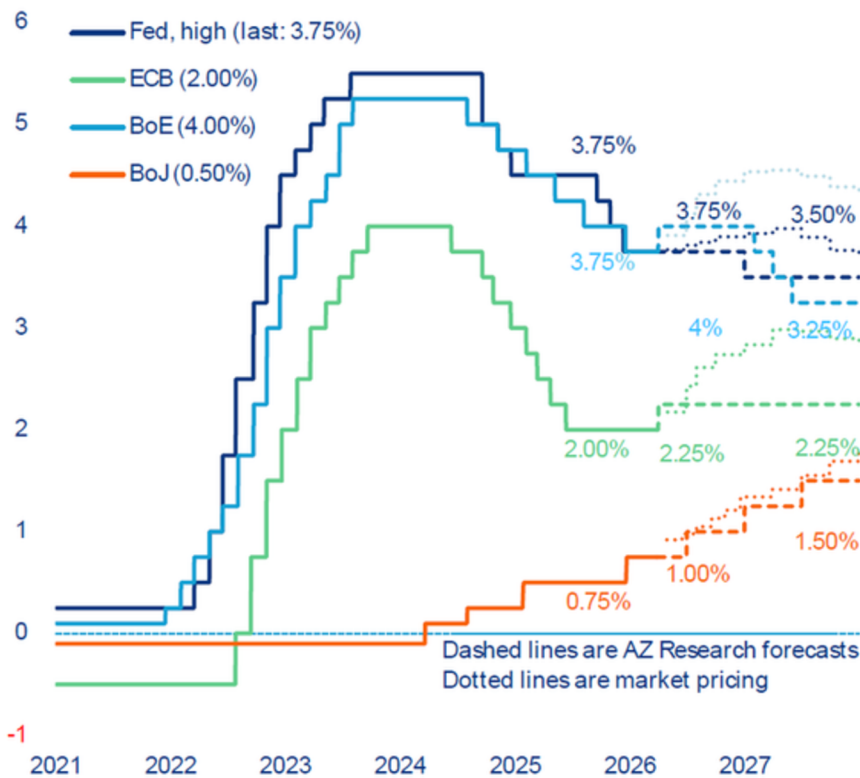
In presenza di un mercato del lavoro più debole, una crescita salariale in rallentamento e un indebolimento dello slancio del PIL, prevediamo che la BoE non reagisca in modo eccessivo alle pressioni inflazionistiche di breve termine. Tuttavia, con un'inflazione persistentemente sopra il target già prima della crisi in Medio Oriente, la BoE dovrà aumentare i tassi di 25 punti base, portandoli al 4%, per mostrare il proprio impegno nel contenere le pressioni sui prezzi. È chiaro che, se le aspettative d'inflazione del settore privato dovessero aumentare, la BoE sarebbe pronta ad agire con ulteriori rialzi. In tale scenario, prevediamo un aumento di almeno 50 punti base. Tuttavia, rispetto al 2022, il contesto economico è più fragile: condizioni fiscali e monetarie più restrittive riducono la capacità dell'economia di assorbire ulteriori rialzi.

Le condizioni economiche più deboli dovrebbero impedire che le aspettative di inflazione si disancorino, a patto che i prezzi dell'energia inizino a scendere presto, come ci aspettiamo. I prezzi energetici elevati indeboliranno ulteriormente il contesto economico e, alla fine, ridurranno le pressioni inflazionistiche di fondo, creando spazio per la BoE per riprendere il ciclo di tagli dei tassi nel 2027. Prevediamo un tasso terminale al 3,25% entro giugno 2027.

La Bank of Japan (BoJ) dovrebbe portare il tasso di riferimento all'1,5% entro la fine del 2027, rispetto allo 0,75% attuale.

Ci aspettiamo un rialzo di +25 punti base nel secondo trimestre del 2026, poiché l'inflazione di fondo rimane elevata e il shunto di quest'anno ha prodotto aumenti salariali superiori al 5% per il terzo anno consecutivo. Nonostante l'elevata dipendenza del Giappone dalle importazioni energetiche, prevediamo che l'attuale escalation in Medio Oriente genererà pressioni inflazionistiche limitate nel breve periodo (al 2,4% nel 2026), poiché i sussidi energetici del governo e il tetto ai prezzi del petrolio pari all'1% del PIL dovrebbero ridurre l'impatto sui consumatori. Guardando avanti, continuiamo ad aspettarci altri due rialzi dei tassi entro il 2027, portando il tasso di riferimento all'1,5%.

Figura 6: Previsioni delle banche centrali, %



Fonti: LSEG Datastream, Allianz Researchs



Mercati sviluppati: il ritorno della stagflazione

L'economia statunitense dovrebbe continuare a crescere moderatamente (+2,1% nel 2026, +2,2% nel 2027), mantenendo una certa resilienza ai venti contrari esterni.

La crisi in Medio Oriente dovrebbe influire sulla spesa delle famiglie principalmente attraverso un aumento dell'inflazione, che ridurrà il reddito reale disponibile. Con una fiducia dei consumatori già bassa e un tasso di risparmio inizialmente debole, un periodo prolungato di prezzi elevati della benzina rischierebbe di colpire duramente i consumi, abbastanza da provocare un rallentamento significativo dell'economia. Un fattore parzialmente mitigante è l'atteso aumento dell'attività estrattiva e dei guadagni dei lavoratori del settore petrolifero. Nel nostro scenario di base — che prevede un calo graduale dei prezzi dell'energia dal secondo trimestre — ci aspettiamo che il PIL cresca allo stesso ritmo moderato dello scorso anno, +2,1%, sostenuto da politiche macro favorevoli e da una dinamica positiva degli investimenti in AI. Il ciclo del credito sta riprendendo, con un'accelerazione dei prestiti a famiglie e imprese. Poiché nel nostro scenario non prevediamo un irrigidimento da parte della Fed, il sostegno al ciclo del credito dovrebbe proseguire, favorito anche dalla deregolamentazione bancaria. Nel frattempo, l'OBBA Act sta fornendo rimborsi fiscali alle famiglie.

Tutto ciò dovrebbe limitare l'ulteriore rallentamento dei consumi e dei capex non collegati all'AI. Infine, continuiamo a prevedere investimenti dinamici in AI nel 2026, nonostante i costi energetici elevati, poiché i prezzi del gas naturale — più rilevanti per il costo dell'energia elettrica e dunque per lo sviluppo dei data center — difficilmente aumenteranno molto negli USA. Tuttavia, ci aspettiamo che l'euforia sugli investimenti AI si attenui nel 2027. Una politica fiscale meno espansiva, tassi ancora elevati e una demografia sfavorevole dovrebbero limitare la crescita USA, che stimiamo a un modesto +2,2%.

Eurozona: ritornano i timori di stagflazione del 2022, ma la regione è meglio preparata rispetto al passato.

L'Eurozona è tra le aree più esposte allo shock energetico iraniano, data la dipendenza strutturale da petrolio e gas importati. Il tempismo è particolarmente sfavorevole: a fine 2025, il blocco stava uscendo da una fase di resilienza moderata, con una crescita del quarto trimestre positiva e prospettive costruttive per il 2026, sostenute dall'accelerazione dei fondi NGEU, dai primi segnali di ripresa dell'attività manifatturiera e dall'atteso impulso derivante dall'espansione fiscale tedesca.

Il previsto slancio derivante dall'espansione fiscale della Germania si è notevolmente complicato. L'aumento dei prezzi dell'energia sta riattivando dinamiche stagflazionistiche simili a quelle viste nel 2022. L'elevata dipendenza dalle importazioni energetiche resta una vulnerabilità strutturale per l'Eurozona, rendendo il blocco particolarmente esposto a interruzioni prolungate nei mercati globali di petrolio e gas. Tuttavia, la situazione non è un semplice replay del 2022: le fonti di approvvigionamento energetico si sono significativamente diversificate negli ultimi tre anni, grazie a una maggiore capacità di importazione di GNL, a una maggiore penetrazione delle rinnovabili e a una minore dipendenza da singoli fornitori. Questo ha creato un cuscinetto che non esisteva all'inizio della precedente crisi. Tuttavia, la capacità di assorbire lo shock varia notevolmente tra gli Stati membri, riflettendo ritmi e ambizioni diversi negli sforzi di diversificazione energetica; di conseguenza, anche l'impatto questa volta sarà asimmetrico. L'effettiva efficacia di questo cuscinetto dipenderà soprattutto dalla durata del conflitto e dal persistere delle interruzioni nello Stretto di Hormuz.

Nel nostro scenario di base, prevediamo che il PIL dell'Eurozona cresca di meno dell'1% nel 2026 (rispetto all'1,3% previsto prima degli attacchi in Iran), con una ripresa attesa nel 2027 man mano che le tensioni geopolitiche si normalizzano.

La Germania dovrebbe essere più resiliente rispetto al 2022 grazie al disaccoppiamento strutturale dal gas russo.

La crescita del PIL per il 2026 è ora prevista al +0,7%, in calo di 0,3 punti percentuali a causa dei prezzi energetici più elevati legati al conflitto in Medio Oriente. Alcuni venti contrari esterni sono attenuati dal sostegno fiscale: il fondo speciale per le infrastrutture aggiunge +0,4 punti alla crescita potenziale, mentre la difesa e gli ammortamenti aggiungono ciascuno +0,2 punti. Tuttavia, questi effetti positivi sono compensati da tariffe (-0,2 punti) e prezzi dell'energia (-0,3 punti). Nel 2027, la crescita dovrebbe risalire all'+1,2%, grazie al calo dei prezzi del petrolio e al sostegno della spesa pubblica. La ripresa rimane comunque fragile, frenata da esportazioni deboli, pressione competitiva nei settori chiave, tariffe commerciali, frammentazione globale e fiducia dei consumatori fiacca a causa di un contesto molto incerto. L'inflazione è attesa al +3,1% nel 2026 (+1 punto) per poi scendere al 2,2% nel 2027. In uno scenario negativo, con shock energetico prolungato, la crescita scenderebbe al +0,5% nel 2026, mentre l'inflazione potrebbe salire al +3,7%. In tale scenario, la capacità di risposta fiscale sarebbe limitata data l'elevata dipendenza energetica del Paese e la forte presenza di industrie ad alta intensità energetica.

In Francia, il PIL dovrebbe crescere lentamente (+0,8%) poiché l'inflazione più elevata compromette la ripresa dei consumi.

Con l'inflazione attesa intorno al +2,0% nel 2026 (rispetto a meno del +0,9% nel 2025), il reddito disponibile delle famiglie subirà un calo. La crescita contenuta dei salari (+2% nel Q4 2025) e un mercato del lavoro meno dinamico rappresentano ulteriori ostacoli. Tuttavia, prevediamo ancora un contesto favorevole per gli investimenti delle imprese e per le esportazioni. I nuovi ordini nel settore manifatturiero restano relativamente positivi, secondo gli ultimi PMI, anche se concentrati in pochi comparti come i mezzi di trasporto. Prevediamo inoltre investimenti digitali dinamici, grazie a condizioni di credito più favorevoli e costi di finanziamento ridotti. Il moderato rialzo dei tassi a breve deciso dalla BCE dovrebbe avere un impatto limitato sugli investimenti delle imprese. Dopo una crescita del +0,8% nel 2026 (dal +0,9% nel 2025), prevediamo un'accelerazione al +1,3% nel 2027, grazie a costi energetici più bassi e una ripresa della spesa dei consumatori e degli investimenti residenziali.

L'Italia è entrata nel 2026 con un certo slancio, ma lo shock energetico rischia di lasciare di nuovo il segno.

La crescita del Q4 2025 è stata migliore del previsto (+0,3% trimestrale) e i Giochi Olimpici Invernali Milano-Cortina hanno probabilmente fornito un ulteriore stimolo alla domanda nel primo trimestre del 2026. Lo scenario pre-shock era moderatamente ottimistico, con un'accelerazione nell'erogazione dei fondi NGEU, benefici attesi dalla Germania e un deficit fiscale in calo al -3,1% del PIL. Tuttavia, questo slancio si è scontrato con un forte shock esterno. L'elevata dipendenza strutturale dell'Italia dall'energia importata rende famiglie e industrie ad alta intensità energetica tra le più esposte dell'Eurozona, con un impatto inflazionistico tra i più pronunciati, comprimendo i redditi reali proprio nel momento in cui la domanda interna avrebbe dovuto trainare la crescita. I mercati finanziari se ne sono accorti: gli spread dei BTP si sono ampliati più di qualsiasi altro decennale dell'Eurozona, invertendo una tendenza che li aveva portati ai livelli più bassi dal 2008. A complicare ulteriormente lo scenario, i trasferimenti NGEU diminuiranno significativamente dal 2027, rimuovendo un importante cuscinetto fiscale proprio mentre aumentano le pressioni legate ai costi energetici.

In Spagna, la sovraperformance della crescita si trova ora di fronte a una prova impegnativa.

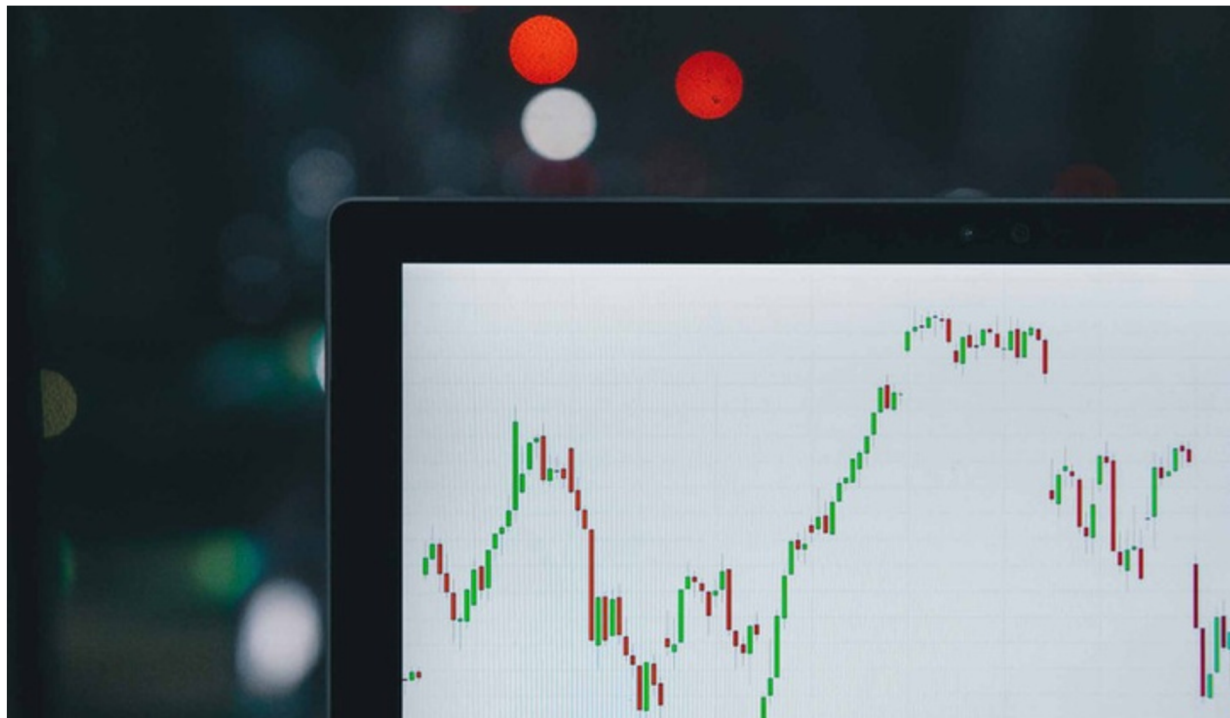
Il Paese ha consolidato la sua posizione di migliore performer dell'Eurozona, registrando una crescita trimestrale del +0,8% nel quarto trimestre del 2025, ben al di sopra delle attese e fornendo un solido effetto di trascinamento per il 2026. I fondamentali robusti e condizioni di mercato favorevoli hanno persino permesso alla Spagna di rinunciare a oltre 60 miliardi di euro della componente prestiti del suo pacchetto NGEU (su 80 miliardi), un segnale notevole di fiducia fiscale. Manteniamo le nostre previsioni di base a circa +2,0% di crescita quest'anno.

Un elemento cruciale è che la Spagna entra nello shock energetico iraniano più protetta rispetto alla maggior parte dei partner dell'Eurozona: una transizione strutturale verso le rinnovabili ha ridotto significativamente la dipendenza dai combustibili fossili, lasciando famiglie e imprese meno vulnerabili all'aumento dei prezzi energetici che sta colpendo duramente Paesi come Italia e Germania. Il governo ha comunque varato uno dei pacchetti di crisi più importanti d'Europa — 5 miliardi di euro distribuiti su 80 misure, tra cui tagli dell'IVA sui carburanti e riduzioni delle tasse sull'elettricità fino al 60%.

Nel Regno Unito, lo slancio della crescita è destinato a indebolirsi in modo significativo (+0,7% nel 2026, dopo +1,3% nel 2025) a causa dell'aumento dell'inflazione e dello svanire degli stimoli di politica economica.

Con i prezzi dell'energia destinati a spingere l'inflazione verso il 4% entro il terzo trimestre del 2026, la spesa dei consumatori e gli investimenti delle imprese subiranno probabilmente un impatto, dato il peggioramento del reddito reale disponibile e dei margini di profitto. Nel frattempo, tassi ipotecari più elevati dovrebbero frenare ulteriormente gli investimenti residenziali, dopo il boom artificiale del 2025 legato all'anticipazione di aumenti fiscali sul settore immobiliare. Con uno spazio fiscale molto limitato, il governo probabilmente non interverrà in modo significativo sui prezzi dell'energia, se non con misure marginali, anche se potrebbe annullare l'aumento del fuel duty previsto per settembre. Mentre la domanda interna dovrebbe raffreddarsi, ci aspettiamo che il contributo del commercio netto sia meno negativo grazie a importazioni meno dinamiche. Con una crescita del +0,7%, il PIL resterà ben al di sotto del suo potenziale nel 2026. Lo slancio dovrebbe migliorare sensibilmente nel 2027 (+1,4%), grazie a condizioni monetarie più accomodanti, ma una politica fiscale rigida e mutui ancora costosi limiteranno il rimbalzo.

In Giappone, le prospettive economiche a breve termine rimangono nel complesso resilienti, sostenute da continui stimoli fiscali e da finanze pubbliche relativamente solide, nonostante crescenti pressioni esterne. Poiché l'escalation in Medio Oriente pesa sull'economia giapponese, rivediamo le nostre previsioni al ribasso a +1,2% nel 2026 (-0,2 punti percentuali) e +1,0% nel 2027. Ci aspettiamo che la spesa pubblica continui a svolgere un ruolo chiave di supporto, grazie alla solida maggioranza parlamentare del Primo Ministro Takaichi, che consente all'amministrazione di mantenere un orientamento fiscale espansivo, garantendo continuità delle politiche economiche. Finora, il governo ha annunciato misure di sostegno fiscale pari all'1% del PIL (41 miliardi di dollari), oltre all'1,2% del PIL già previsto prima dell'escalation del conflitto — un livello di supporto maggiore rispetto a quello messo in campo dall'Europa nel 2022. Tuttavia, l'ambiente esterno presenta rischi significativi, con dinamiche dei prezzi dell'energia che probabilmente rimarranno sotto pressione.



Mercati emergenti: focus sui Paesi con triplo deficit

Le prospettive economiche della Cina restano resilienti, sostenute da una forte domanda esterna e da una minore esposizione alla crisi iraniana, nonostante le difficoltà legate a una domanda interna debole.

Manteniamo le nostre previsioni di crescita del PIL al +4,6% nel 2026 e +4,4% nel 2027. Sebbene la crisi in Iran rappresenti un vento contrario per la crescita cinese, il mix energetico del Paese e la sua capacità di mantenere l'approvvigionamento di petrolio lo proteggono maggiormente rispetto al resto della regione APAC.

L'economia ha superato le attese dall'inizio dell'anno, grazie a una forte domanda esterna che dovrebbe rimanere un supporto, rafforzata anche dalla recente decisione della Corte Suprema degli Stati Uniti sui dazi. Tuttavia, persistono alcune preoccupazioni riguardo all'economia domestica, che necessita ancora di misure di sostegno. Le "Two Sessions" hanno mantenuto invariato il deficit fiscale, mentre la politica economica continua a concentrarsi su industria, investimenti guidati dall'AI e autosufficienza tecnologica. Prevediamo un'inflazione dell'1,0% nel 2026 e dell'1,2% nel 2027.

Nel Medio Oriente, gli impatti del conflitto si stanno propagando all'intera economia della regione.

I flussi commerciali si sono contratti: la chiusura parziale dello Stretto di Hormuz crea un forte vincolo fisico sulla principale arteria commerciale dell'area. Oltre allo shock diretto sul commercio, la guerra si sta diffondendo nell'attività economica complessiva attraverso vari canali che si rafforzano a vicenda. Il turismo è crollato e una prima ondata di partenze di lavoratori espatriati — anche se temporanea — sta riducendo la spesa dei consumatori, un impatto significativo considerando che gli stranieri rappresentano oltre la metà della popolazione totale del GCC. Città come Dubai e Doha, il cui modello di crescita dipende da servizi, retail e hospitality, sono tra le più esposte. Sul lato dell'offerta, gli attacchi iraniani hanno interrotto l'attività nei cantieri di tutta la regione, un settore che negli ultimi due decenni è stato uno dei principali motori di crescita del GCC e che sostiene un vasto e interconnesso mercato immobiliare.

Per gli altri mercati emergenti, lo shock si propaga globalmente attraverso quattro principali canali di trasmissione. Anche un'interruzione di breve durata — meno di due mesi — potrebbe aumentare l'inflazione EM di +0,8–1,0 punti percentuali, spingendo a politiche monetarie più restrittive, mentre gli effetti sulla crescita resterebbero nel complesso limitati, con impatti più gravi per le economie del Golfo.

Tabella 4: Esposizione dei mercati emergenti alla crisi in Medio Oriente

Country	Exposure to the Middle East crisis						Market reaction since Feb 27		Coping mechanisms					
	Energy balance (% of GDP)	Strategic oil reserves (days of consumption)	Oil dependency (% primary energy)	Gas dependency (% primary energy)	Vulnerability to energy price shock	Vulnerability to ME supply shock	FX (% change vs USD)	Bond yields (bps)	Fiscal balance (% of GDP)	Current Account (% of GDP)	FX reserves (months of imports)	FX outlook	Central Bank stance (by mid-2026)	Risk of fiscal slippage throughout 2026
Argentina	0.6	NA	-8%	0%	Medium	Low	1.3	N/A	-1.5	-0.4	3.8	Neutral	On hold	Low
Bangladesh	-3.5	49	19%	8%	High	High	-0.5	36.0	-3.9	-0.9	4.9	Negative	On hold	High
Brazil	0.9	NA	-16%	2%	Low	Low	-2.3	60.0	-7.5	-2.3	12.1	Positive	Cautious easing	Medium
Chile	-4.4	25	46%	9%	High	Medium	-4.6	42.0	-0.6	-2.2	6.7	Negative	On hold	Low
China	-2.4	100	12%	3%	Medium	Medium	-0.7	42.0	-5.0	2.8	12.3	Neutral	On hold	Medium
Colombia	3.9	NA	-34%	4%	Low	Low	1.0	-38.0	-5.7	-2.6	9.6	Negative	Hike	Medium
Czechia	-2.4	117	28%	12%	High	Medium	-2.9	46.0	-2.1	0.4	9.3	Negative	On hold	Medium
Egypt	0.0	NA	8%	9%	Medium	High	-9.0	51.0	-10.7	-4.3	4.3	Negative	On hold	High
Hungary	-3.6	215	15%	20%	High	Medium	-5.1	106.0	-5.1	0.9	3.7	Negative	On hold	High
India	-3.7	30	13%	4%	High	Medium	-3.3	18.0	-1.8	-1.4	9.1	Neutral	On hold	Medium
Indonesia	1.1	20	15%	-3%	Low	Medium	-1.3	44.0	-2.7	-1.2	7.1	Negative	On hold	High
Kenya	-4.5	NA	16%	2%	High	High	-0.5	10.0	-5.6	-3.4	5.7	Negative	On hold	High
Malaysia	-0.4	NA	13%	-19%	Medium	Medium	-1.3	7.0	-3.6	1.8	5.3	Negative	On hold	High
Mexico	0.7	NA	2%	6%	Low	Low	-3.6	72.0	-4.1	-0.3	4.3	Neutral	Cautious easing	Medium
Morocco	-5.0	30	50%	15%	High	Medium	-2.1	29.0	-4.5	-1.5	7.4	Neutral	On hold	Medium
Nigeria	12.2	NA	-48%	-17%	Low	Low	-1.2	62.0	-3.7	3.6	12.0	Neutral	On hold	Medium
Pakistan	0.0	28	20%	7%	High	High	0.1	84.0	-4.1	-0.4	11.6	Negative	On hold	High
Peru	-0.5	NA	34%	-6%	High	Low	-3.1	44.0	-2.2	1.2	14.8	Negative	On hold	Low
Philippines	-4.2	60	36%	5%	High	Medium	-4.6	106.0	-0.3	-3.5	8.2	Negative	On hold	Medium
Poland	-2.1	121	35%	2%	High	Medium	-3.0	76.0	-6.3	-0.8	5.7	Negative	On hold	High
Romania	-1.7	92	28%	0%	High	Medium	-1.9	105.0	-6.2	-6.6	6.0	Neutral	On hold	High
South Africa	-2.3	NA	19%	1%	Medium	Low	-5.8	92.0	-5.6	-1.2	5.6	Negative	On hold	Low
Sri Lanka	-4.5	35	47%	4%	Medium	High	-1.2	14.0	-6.5	0.5	4.5	Negative	On hold	High
Taiwan	-5.1	80	28%	19%	Medium	High	-3.1	4.0	-0.2	13.1	15.9	Negative	On hold	Medium
Thailand	-7.8	60	35%	11%	High	High	-6.2	55.0	-2.5	1.3	8.9	Negative	On hold	Medium
Tunisia	-4.0	60	21%	22%	High	High	-1.6	N/A	-6.0	-2.0	4.9	Negative	On hold	High
Türkiye	-3.6	94	7%	2%	High	Medium	-0.8	375	-0.7	-1.3	2.7	Neutral	Hike	Medium
Vietnam	-2.5	15	20%	2%	Medium	High	-1.1	8	-2.3	2.4	2.3	Negative	On hold	Medium

In verde le banche centrali che stavano tagliando i tassi prima dell'escalation del conflitto in Medio Oriente

Sources: LSEG Datstream, Allianz Research

Lo shock è profondamente asimmetrico.

Un secondo gruppo di paesi – tra cui Cile, Ungheria, India, Filippine, Taiwan, Thailandia e Turchia – mantiene maggiore spazio di manovra politica e un miglior accesso ai finanziamenti privati per assorbire la pressione, mentre gli esportatori di materie prime come Azerbaigian, Brasile, Messico e Nigeria potrebbero vedere benefici parziali grazie all'aumento delle entrate derivanti dalle esportazioni energetiche. Nell'Asia emergente in generale, la crescita dovrebbe rimanere resiliente: la regione ha beneficiato della continua domanda legata all'AI e ha sovraperformato nel 2025. Pur essendo tra le aree più esposte alla chiusura dello Stretto di Hormuz, si prevede che lo shock riduca gran parte del vantaggio ottenuto, ma senza compromettere completamente la crescita. Le banche centrali dell'Asia emergente, dell'America Latina e dell'Europa centrale e orientale dovrebbero in larga parte mantenere una posizione invariata, mentre diversi paesi – tra cui Indonesia, Thailandia, Repubblica Ceca e Messico – hanno sospeso i cicli di taglio dei tassi. Brasile (con un lieve allentamento) e Colombia (con rialzi gradualmente) restano eccezioni, spinte da dinamiche elettorali interne e traiettorie inflazionistiche divergenti.

Il canale di trasmissione più immediato e universale riguarda i prezzi dell'energia.

Le economie asiatiche sono particolarmente esposte, poiché il 56% delle importazioni di petrolio e il 30% delle importazioni di gas provengono dal Medio Oriente. Se le interruzioni dovessero continuare, lo shock potrebbe passare da un semplice aumento dei prezzi a un vero vincolo di offerta: una sospensione prolungata con raddoppio dei prezzi del petrolio richiederebbe una riduzione del 5-7% dei consumi energetici finali nelle regioni importatrici, amplificando il rallentamento economico, anche se una mitigazione parziale attraverso un maggiore uso di carbone e rinnovabili rimane possibile. Nell'Europa centrale e orientale, prezzi più alti di petrolio e gas si trasferiscono rapidamente sui costi dei carburanti e, più gradualmente, sui prezzi al consumo, mentre le bollette energetiche domestiche reagiscono più lentamente nei paesi con tetti ai prezzi o contratti di lungo periodo. Tutto ciò avviene in un momento delicato: in Polonia e Ungheria lo scenario macro era sempre più orientato alla disinflazione, con la possibilità di nuovi tagli dei tassi. Il nuovo shock energetico rischia di interrompere o invertire questa tendenza. In America Latina, l'aumento dei prezzi del petrolio complica ulteriormente una politica monetaria già prudente, spingendo le banche centrali a restare ferme più a lungo. I governi delle tre regioni svolgeranno un ruolo cruciale nel determinare gli esiti, attraverso sussidi, misure fiscali e controlli sui prezzi in grado di attenuare l'impatto nel breve periodo, ma al costo di una maggiore pressione sui conti pubblici.

La vulnerabilità valutaria amplifica ulteriormente lo shock inflazionistico in diverse economie esposte.

Nell'Europa centrale e orientale, i paesi con valute più deboli rischiano che la svalutazione aumenti l'inflazione importata e renda più complessa la risposta di politica monetaria.

In Romania, l'inflazione già elevata e il peggioramento del sentiment aumentano la possibilità che le aspettative si disancorino e alimentino ulteriori pressioni sui prezzi. La Turchia rappresenta un caso a sé: una forte svalutazione della lira potrebbe migliorare le esportazioni e ampliare i margini dei produttori, ma allo stesso tempo radicherebbe ulteriormente l'inflazione, indipendentemente dalla traiettoria dei tassi di interesse. Nell'Asia emergente, le valute di Thailandia, Pakistan, Indonesia e Filippine sono sotto pressione dall'inizio dell'escalation, aggiungendo un ulteriore livello di vulnerabilità oltre allo shock energetico diretto. Una chiusura dello Stretto che si prolungasse oltre tre mesi sarebbe particolarmente grave per le economie che presentano i cosiddetti "tripli deficit" – fiscale, delle partite correnti e energetico – dove bollette di importazione più alte allargano gli squilibri esterni mentre i governi affrontano al contempo costi di sussidi più elevati e maggiori difficoltà di finanziamento, costringendo a politiche restrittive pro-cicliche. In questo scenario, la crescita dei mercati emergenti esclusa la Cina potrebbe scendere attorno al +3,1%, con un impatto negativo di almeno -0,5 punti percentuali. Tra i paesi più vulnerabili figurano Bangladesh, Egitto, Etiopia, Giordania, Kenya, Marocco, Pakistan, Polonia, Romania, Sri Lanka e Tunisia. Per molti di questi paesi, alle pressioni esterne si aggiunge un rischio specifico spesso sottovalutato: la dipendenza dalle rimesse provenienti dal Golfo. Un conflitto prolungato che colpisse l'attività economica della regione potrebbe ridurre i flussi di rimesse proprio mentre aumentano le spese per importazioni di energia, creando un doppio shock per i conti esterni e aggravando la pressione sulle riserve valutarie. Questo rischio è particolarmente rilevante nei paesi con una quota significativa della popolazione nel Golfo, come Nepal (dove le rimesse dal GCC rappresentano il 10% del PIL), Sri Lanka (2,7%), Bangladesh (3,3%), Egitto (5,6%), Libano (13%) e Pakistan (4,7%).

Lo shock dei prezzi dei fertilizzanti è un canale di trasmissione più lento ma potenzialmente molto grave per le economie dipendenti dall'agricoltura.

I paesi con grandi settori agricoli e limitato spazio fiscale per assorbire l'aumento dei costi – tra cui Kenya, Bangladesh, Indonesia, Pakistan e India – rischiano una pressione duratura sulla produzione agricola e sull'inflazione alimentare. Egitto e Giordania registrano inoltre un'ulteriore vulnerabilità legata al turismo, poiché la vicinanza geografica al conflitto sta già riducendo gli arrivi. Più in generale, paesi come Taiwan, Vietnam, Thailandia, Pakistan, Bangladesh e Sri Lanka in Asia, e Egitto, Etiopia, Kenya e Tunisia in Africa, devono affrontare pressioni elevate su energia, materiali critici e generi alimentari.



Aziende in prima linea: come affrontare una crisi dopo l'altra

La guerra in Iran sta generando uno shock sulle materie prime ben oltre petrolio e gas, con un forte aumento dei costi di input per molte industrie.

La quasi-chiusura dello Stretto di Hormuz ha rimosso fino a 20 milioni di barili al giorno di offerta di petrolio, pari a circa un quinto dei flussi globali: la più grande interruzione mai registrata. Il Brent è arrivato a trattare vicino ai 120 USD/barile e ci aspettiamo un prezzo medio di 82 USD/barile nel 2026 (rispetto alla precedente previsione di 60 USD/barile). Lo shock si estende oltre l'energia: i prezzi dell'alluminio hanno raggiunto un massimo di quattro anni, riflettendo minori produzioni nel Golfo e colli di bottiglia logistici. I mercati dei fertilizzanti sono anch'essi sotto pressione: i prezzi dei prodotti a base di azoto come urea e ammoniaca sono aumentati del 30-40%, a causa di interruzioni nelle rotte commerciali che rappresentano circa il 30% dell'offerta globale. Per le aziende si tratta di un classico shock da costi crescenti: energia, metalli e input agricoli salgono contemporaneamente, mentre il potere di prezzo resta limitato dalla debolezza della domanda finale.

Dal punto di vista settoriale, i principali vincitori sono le aziende upstream, in particolare i produttori non appartenenti al Golfo con forte correlazione ai prezzi spot. Anche le major integrate del petrolio trarrebbero beneficio da un aumento temporaneo dei flussi di cassa e da risultati più forti nel trading; gli esportatori di GNL al di fuori del Golfo potrebbero ottenere margini opportunistici in Europa e Asia; alcune raffinerie sarebbero sostenute da crack più robusti sui distillati medi; e anche il settore difesa ne trarrebbe vantaggio. I principali perdenti sono le compagnie aeree, che devono affrontare non solo interruzioni operative nella regione, ma anche costi del carburante più elevati, con il crack sul jet fuel oltre i 100 USD/barile, e una capacità limitata di trasferire subito questi costi su alcuni segmenti di clientela. Anche le compagnie di navigazione (incluse le crociere) registrano costi di carburante più alti, senza poter aumentare le tariffe di trasporto in un mercato in eccesso di capacità. Altri settori colpiti sono la chimica e la petrochimica, penalizzate dall'aumento dei costi delle materie prime e da margini più deboli a valle; le utility europee ad alta intensità di gas, esposte alla riprezzatura del GNL e ai vincoli politici sulle tariffe; e i settori del consumo discrezionale nelle economie importatrici di energia, dove l'inflazione temporanea dei carburanti riduce il reddito reale e pesa sulla fiducia.

Nella nostra watchlist dei settori più colpiti figurano i fertilizzanti e l'elio.

I fertilizzanti avranno un impatto diretto soprattutto su agricoltura e produzione alimentare, in particolare nei mercati emergenti. In Asia meridionale, America Latina e Africa, una minore disponibilità di input potrebbe ridurre le rese agricole dal 5% al 30%, a seconda delle colture e delle regioni. Ciò alimenterebbe l'inflazione alimentare, aumenterebbe la dipendenza dalle importazioni, indebolirebbe la sicurezza alimentare e potrebbe provocare instabilità politica. Questi effetti si trasmettono anche all'industria alimentare, dove l'aumento dei costi degli input potrebbe comprimere i margini. Anche se i flussi commerciali dei fertilizzanti vengono parzialmente riorientati tramite trasporti via terra o fornitori alternativi, questo aggiustamento è costoso e mantiene i prezzi elevati. L'elio, invece, presenta un rischio di carenza significativo per via di una catena di approvvigionamento altamente concentrata: il Qatar rappresenta circa un terzo dell'offerta globale e oltre due terzi dell'offerta destinata a Paesi come Cina e Corea del Sud. Sebbene l'elio sia essenziale per settori che vanno dal farmaceutico ai semiconduttori, è troppo presto per essere allarmisti, perché i rischi di interruzione sono oggi limitati. Il settore dispone di diversi buffer: prima della guerra era in oversupply, negli USA vi sono scorte significative (pari a 2-3 mesi della produzione qatarina), i produttori statunitensi possono aumentare rapidamente l'output se i prezzi diventano attraenti. Sono già emerse alcune alternative: processi a minore intensità energetica (Corea), aumento della produzione locale (Cina) e contratti di lungo termine con fornitori più diversificati (dal 2022). Gli Stati Uniti svolgono un ruolo chiave come potenziale stabilizzatore degli squilibri nell'offerta in Medio Oriente, anche se questo ruolo non può essere dato per scontato alla luce delle recenti tensioni legate ai dazi USA. Monitoriamo anche alluminio e zolfo, le cui esportazioni verso industrie europee come auto, aerospazio, costruzioni e packaging potrebbero essere colpite da un conflitto prolungato.

Gli effetti macroeconomici di seconda fase potrebbero emergere attraverso una domanda più debole, condizioni finanziarie più rigide e un aumento del rischio recessione. Prezzi più alti dell'energia e dei generi alimentari possono alimentare direttamente l'inflazione, riducendo il potere d'acquisto e indebolendo ulteriormente la fiducia dei consumatori. Le survey aziendali negli Stati Uniti, in Europa e in Asia mostrano già: attività in rallentamento, fiducia in calo, costi di input in aumento, alimentando il rischio di una dinamica stagflazionistica.

Con banche centrali orientate verso una maggiore restrizione, i costi di finanziamento per imprese e famiglie aumenterebbero. Questo rafforzerebbe il rallentamento della domanda, in particolare nei settori discrezionali come: beni di consumo, auto, turismo, ristorazione, ma anche in settori fortemente sensibili ai tassi come costruzioni e immobiliare. La combinazione tra inflazione dei costi e domanda in indebolimento potrebbe inoltre innescare un ciclo di feedback negativo per le imprese, con rinvio degli investimenti (capex), blocco delle assunzioni e riduzioni delle scorte.

In questo contesto, le insolvenze aziendali sono destinate a continuare a crescere di almeno +5% a livello globale nel 2026.

Le aspettative erano già orientate al rialzo prima del conflitto, dopo un quarto aumento annuale nel 2025 che ha portato le insolvenze a un livello del 19% superiore rispetto al periodo pre-pandemico. Per il 2026 si prevedeva già un incremento significativo negli Stati Uniti e in Asia, e un aumento più moderato in Europa occidentale, dove la maggior parte dei Paesi si collocava nella fascia -3% / +3%, indicando un plateau a livelli comunque molto elevati. Abbiamo rivisto leggermente al rialzo le nostre previsioni iniziali per incorporare gli impatti immediati della guerra su mercati energetici, costi di spedizione, rischi inflazionistici e condizioni finanziarie. A questo stadio, ci aspettiamo insolvenze in crescita del +2,5% nell'Eurozona nello scenario base 2026 (pari a +2,4 punti percentuali rispetto alla stima pre-guerra, dopo il +1,5% nel 2025) e un aumento dell'+8,6% negli Stati Uniti (+4,9 punti percentuali rispetto alla stima pre-guerra, dopo il +6,9% nel 2025). Questi aumenti sono il risultato della combinazione di domanda più debole, costi più elevati e condizioni di finanziamento più restrittive, con pressioni più forti sui settori ad alta intensità energetica come trasporti (marittimo, aviazione, trasporto su strada), complesso chimico e metallurgia, nonché sulle aziende con basso potere di prezzo o margini ridotti, imprese molto indebitate, business con fabbisogni di capitale circolante più elevati come agroalimentare, macchinari, trasporti, elettronica, farmaceutica e costruzioni, oltre ai settori fortemente dipendenti dal credito al consumo come automotive, tecnologia e immobiliare. Il rischio rimane orientato al rialzo: più il conflitto in Medio Oriente durerà, maggiore sarà l'impatto sulle insolvenze. Nel nostro scenario negativo, caratterizzato da uno shock energetico prolungato e da una crescita economica in calo, le insolvenze potrebbero aumentare fino a +5% su base annua nella Eurozona, +7% nell'APAC e oltre +13% negli Stati Uniti.



Mercati dei capitali: quando la geopolitica decide la direzione

I mercati dei capitali hanno iniziato il 2026 in modo relativamente ordinato, nonostante un flusso di notizie già intenso, ma la volatilità è aumentata in modo significativo dopo lo scoppio della guerra in Medio Oriente.

I mercati stavano mostrando una notevole resilienza nonostante molteplici shock geopolitici: dall'intervento degli Stati Uniti in Venezuela, alle tensioni transatlantiche sulla Groenlandia, fino alle incertezze legali sulla politica commerciale USA e sulla nomina del nuovo presidente della Fed. I tassi sono rimasti entro un intervallo stabile, le banche centrali erano percepite vicine alla neutralità con aspettative d'inflazione ancorate, il dollaro USA mostrava un leggero indebolimento, l'azionario teneva e gli spread creditizi restavano contenuti. I mercati privati, invece, erano già al centro dell'attenzione mediatica, pur senza generare un contagio più ampio. Ma il conflitto in Medio Oriente ha spostato l'attenzione dei mercati verso un rischio stagflazionistico guidato dall'energia. Il rialzo dei prezzi del petrolio ha fatto aumentare i rendimenti, e sono emerse aspettative di un atteggiamento molto più hawkish da parte delle banche centrali, a causa del rialzo delle attese d'inflazione. Il dollaro si è rafforzato, l'azionario ha venduto (soprattutto in Europa e nei mercati emergenti) e gli spread creditizi si sono allargati, anche se in modo moderato. I mercati sono diventati estremamente sensibili alle notizie.

Nonostante ciò, il nostro scenario di base resta cautamente ottimista, con un impatto limitato sulle forniture energetiche e distorsioni di mercato contenute fino a fine anno, assumendo una soluzione del conflitto nel breve termine.

Nello scenario negativo, caratterizzato da un conflitto prolungato e prezzi di petrolio e gas persistentemente più alti, l'aggiustamento potrebbe essere molto più severo: tassi più alti, azionari più deboli, spread più ampi e un rallentamento più evidente nei mercati privati.

Tabella 5: Previsioni dei mercati finanziari

EMU	La s t*	Unit	2023	2024	2025	2026f	2027f
Debt							
ECB deposit rate	2.00	%	4.00	3.00	2.00	2.25	2.25
10y yield (Bunds)	3.06	%	2.03	2.36	2.85	2.80	2.70
10y EUR swap rate	3.03	%	2.48	2.39	2.93	2.80	2.70
20y EUR swap rate	3.18	%	2.51	2.39	3.23	3.00	2.90
Italy 10y sovereign spread	94	bps	168	117	66	80	80
France 10y sovereign spread	72	bps	53	83	71	90	70
Spain 10y sovereign spread	53	bps	97	70	44	40	40
Corporate Debt							
Investment grade credit spreads	91	bps	135	101	78	95	90
High-yield credit spreads	309	bps	395	311	270	320	300
Equity							
Eurostoxx (total return p.a.)	-3 ytd	%	19	10	25	5	9
US							
Government Debt							
Fed Funds rate (high)	3.75	%	5.50	4.50	3.75	3.75	3.50
10y yield (Treasuries)	4.42	%	3.87	4.57	4.16	4.50	4.10
Corporate Debt							
Investment grade credit spreads	88	bps	104	82	79	95	90
High-yield credit spreads	321	bps	334	292	281	330	320
Equity							
S&P 500 (total return p.a.)	-5 ytd	%	26	25	18	6	11
UK							
Government Debt							
BoE rate	3.75	%	5.25	4.75	3.75	4.00	3.25
10y yield sovereign (Gilt)	4.97	%	3.54	4.57	4.47	4.60	4.20
Corporate Debt							
Investment grade credit spreads	91	bps	134	91	80	115	105
High-yield credit spreads	462	bps	515	364	420	518	480
Equity							
FTSE 100 (total return p.a.)	1 ytd	%	8	10	26	7	8
Emerging Markets							
Government Debt							
Hard currency spread (vs USD)	185	bps	215	202	163	200	195
Local currency yield	6.29	%	6.19	6.39	5.87	6.30	6.00
Equity							
MSCI EM (total return p.a. in USD)	4 ytd	%	10	8	34	8	9
FX & Commodities							
EUR USD	La s	\$ per € \$	1.10	1.04	1.17	1.15	1.17
Oil (Brent)		per bl € per	78	75	61	78	72
Natural gas (Dutch TTF)	1.15	MWh	32	49	28	40	30
	113						
	55						

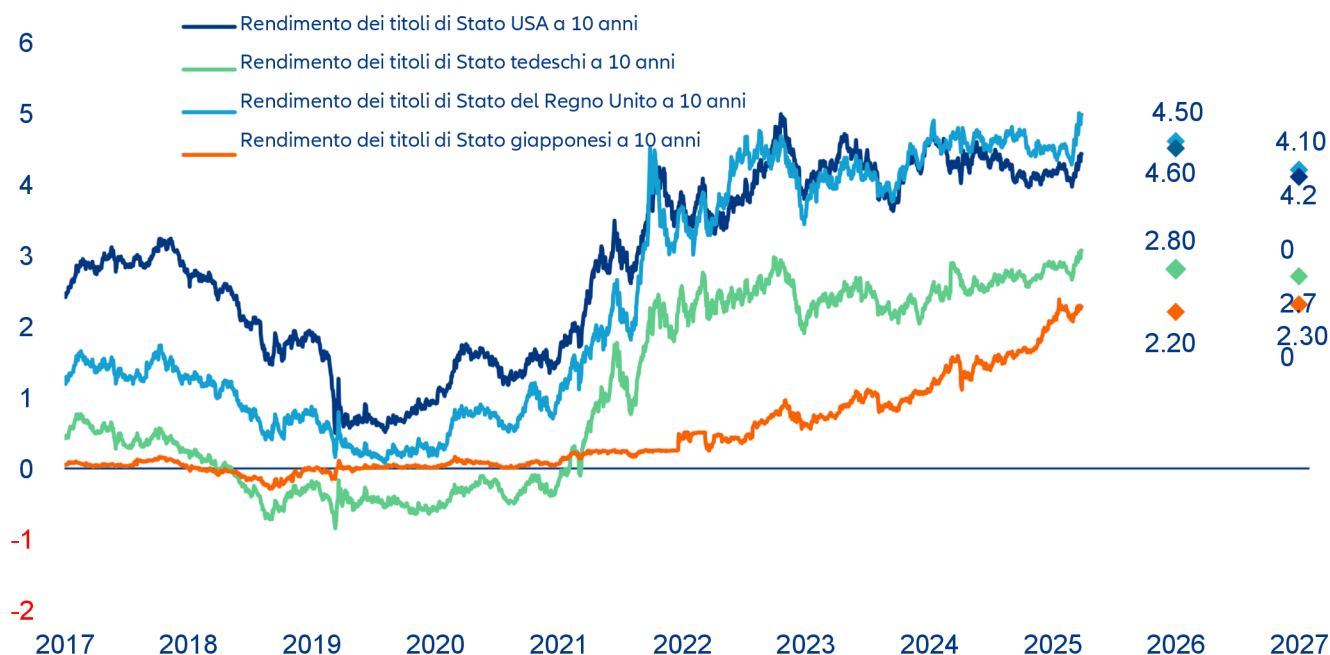
Sources: LSEG Datastream, Allianz Research

Con le aspettative di politica monetaria in pieno cambiamento, le curve dei rendimenti globali stanno inviando un segnale stagflazionistico.

Lo shock sui mercati energetici globali ha completamente ribaltato le aspettative sui tassi: il precedente orientamento verso un allentamento nella fase finale del ciclo è stato sostituito da una narrativa più hawkish, con banche centrali intenzionate a rialzare i tassi rapidamente per evitare l'errore del 2022 legato all'inflazione "transitoria". I rendimenti a breve termine sono saliti bruscamente mentre gli investitori prezzavano uno shock inflazionistico guidato dall'energia, mentre quelli a lungo termine non hanno seguito lo stesso ritmo, generando un forte movimento di bear flattening. È un segnale chiaramente stagflazionistico: il premio per l'inflazione di breve domina, mentre il rallentamento della crescita limita i rendimenti ultralunghi. Nell'Eurozona, il sell-off sui tassi a breve è stato particolarmente intenso, seguendo da vicino l'andamento dei mercati del petrolio e del gas naturale. Con i mercati che prezzano quasi tre rialzi della BCE quest'anno, riteniamo che ci sia un certo eccesso, mentre il Bund a 10 anni tratta a livelli coerenti.

Negli Stati Uniti, la parte a breve della curva sta riprezzando il rischio inflazionistico di breve molto più velocemente di quanto la parte lunga stia incorporando il deterioramento della crescita. Il Treasury a 30 anni continua a seguire una logica propria: il tratto 10s-30s si comporta come un asset guidato quasi esclusivamente da term premium e rischio fiscale. Il Regno Unito ha visto la riprezzatura più violenta: il Gilt a 2 anni ha registrato il maggiore balzo in una singola seduta dai tempi del Mini Budget di Liz Truss del settembre 2022. L'aumento della volatilità dei rendimenti non è dovuto solo al cambiamento delle aspettative degli investitori, ma indica anche un crescente stress di liquidità. Il mercato repo dei Treasury USA era già fragile prima della guerra in Iran, passando da riserve abbondanti a riserve solo "ampie": i dealer segnalavano episodi di tensione e crescente preoccupazione sulla capacità del mercato di assorbire l'aumento dell'emissione. Anche in Europa, i costi del repo stanno salendo mentre la BCE continua a drenare liquidità tramite il Quantitative Tightening, riducendo le opportunità di arbitraggio sulle scadenze brevi e mettendo sotto pressione i tassi di finanziamento. Questo stress è più visibile nella parte breve della curva swap in euro, dove gli spread Euribor vs €STR hanno iniziato ad allargarsi: un segnale che il cuscinetto di liquidità è più sottile di quanto il mercato ritenesse. Di conseguenza, ci aspettiamo che gli swap spread europei continuino a restringersi.

Figura 7: Previsioni sui tassi, %



Fonti: LSEG Datastream, Allianz Research

La tendenza alla convergenza tra i rendimenti dei titoli di Stato europei è ora messa in discussione.

Nel mercato dei titoli governativi dell'area euro (EGB), gli spread rispetto al Bund tedesco si sono ampliati in modo significativo. I BTP italiani sono stati penalizzati più degli OAT francesi, mentre il mercato assorbiva una maggiore offerta, rivalutava la forte esposizione dell'Italia al rischio legato al gas naturale e smantellava posizioni di carry più levereggiate. La tendenza dominante alla convergenza degli EGB è ora sotto pressione, poiché i mercati rivalutano il rischio fiscale alla luce delle misure governative per contenere l'aumento dei prezzi dell'energia. Tuttavia, la convergenza potrebbe ritrovare slancio se venisse lanciato un programma europeo comune, simile al Next Generation EU (NGEU), per affrontare la crisi energetica in arrivo.

Gli ASW spread sono soggetti a pressioni di ampliamento, poiché l'avversione al rischio sembra prevalere sull'orientamento della politica monetaria: ciò significa che le vendite sui titoli sovrani superano la riprezzatura dei tassi swap. Prevediamo uno spread BTP-Bund a 80 bps nel 2026 e 2027. Stimiamo invece lo spread OAT-Bund in aumento a 90 bps nel 2026, in vista delle elezioni presidenziali francesi, per poi tornare a 70 bps nel 2027.

L'euro ha perso parte dei guadagni precedenti allo scoppio della guerra in Iran, sottolineando il ruolo persistente del dollaro USA come bene rifugio.

Il cambio EUR/USD è sceso da un massimo di 1,20 alla fine di gennaio fino a 1,14 a marzo.

Prima del conflitto, il dollaro era appesantito dall'incertezza politica interna negli Stati Uniti — dalle dispute sui dazi agli shutdown del governo, fino ai dubbi sulla scelta del prossimo presidente della Federal Reserve.

Quando questi elementi sono diventati più chiari — e il rischio geopolitico in Medio Oriente si è materializzato — la domanda globale di dollari è tornata a crescere.

Ci aspettiamo che la domanda di dollari resti solida per tutto l'anno, data l'incertezza geopolitica persistente. Tuttavia, su un orizzonte più lungo, il nostro scenario di base rimane quello di un graduale indebolimento del dollaro.

È improbabile che l'amministrazione statunitense diventi molto più prevedibile, e non si possono escludere minacce periodiche rivolte sia agli alleati sia ai rivali.

Di conseguenza, gli investitori globali continueranno gradualmente a cercare una diversificazione dal dollaro, nella misura in cui alternative credibili saranno disponibili.

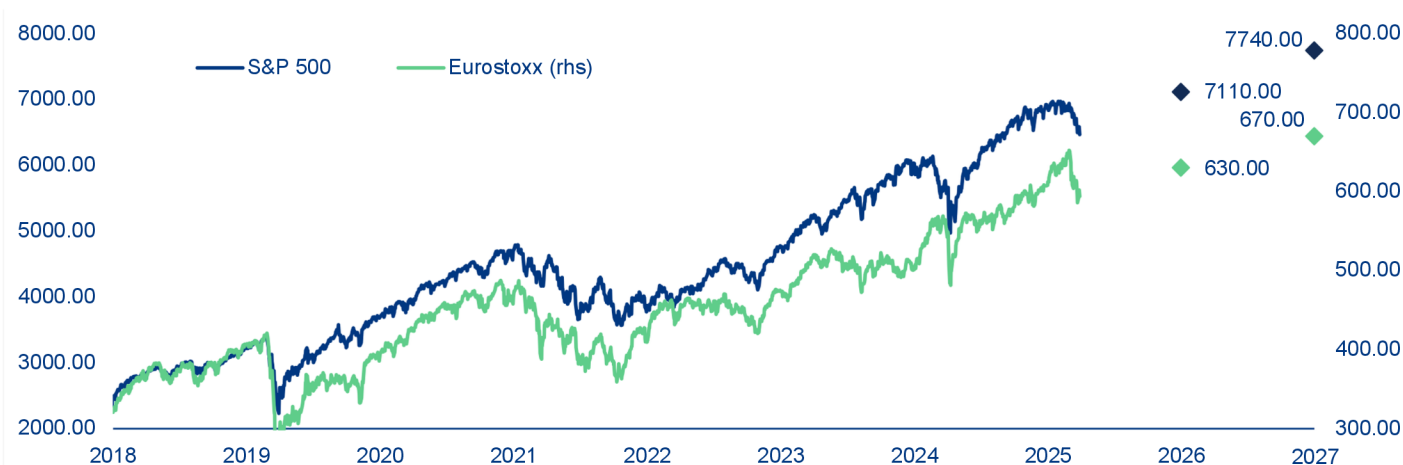
I mercati azionari globali entrano nel primo trimestre del 2026 con prospettive più asimmetriche rispetto a quanto suggeriscano oggi le valutazioni.

La dinamica degli utili resta positiva su entrambe le sponde dell'Atlantico, ma il ciclo dei profitti è sempre più vulnerabile a uno shock di fiducia che potrebbe invertire rapidamente le tendenze di revisione, senza molto preavviso. Il mercato statunitense, valutato a circa 21,8x P/E forward, prezza uno scenario quasi perfetto e non lascia margine per delusioni sugli utili — e su base equal-weighted risulta persino più costoso: il P/E dell'S&P 500 equal-weight è sopra la sua media di lungo periodo, implicando che i prezzi dovrebbero scendere di circa il 2% solo per tornare alle valutazioni storiche, anche prima di eventuali revisioni sugli utili. Lo sconto relativo dell'Europa, a circa 15,7x, non è ancora un catalizzatore per un'outperformance, ma offre un cuscinetto significativo in fasi di risk-off e continua ad attirare flussi strutturali da investitori che riducono la concentrazione dell'esposizione USA.

L'allargamento della partecipazione di mercato oltre le mega-cap tecnologiche, pur incoraggiante, resta fragile e dipendente da un contesto macro che ora appare molto meno certo rispetto a inizio anno.

In questo contesto, lo scenario di base continua a sostenere rendimenti moderatamente positivi, ma la distribuzione degli esiti si è ampliata in modo significativo — e le code non sono simmetriche.

Figura 8: Previsioni sull'azionario, indice



Fonti: LSEG Datastream, Allianz Research

Il rischio che domina le prospettive per l'azionario in questo trimestre non è qualcosa che i modelli sugli utili riescono a catturare bene. Si tratta di uno shock di fiducia, e gli shock di fiducia comprimono i multipli prima ancora di ridurre i profitti.

In uno scenario di deterioramento contenuto, i mercati scendono gradualmente mentre l'incertezza frena le decisioni di allocazione del capitale e i multipli del PE tornano verso le medie di lungo periodo — un movimento che, da solo, implicherebbe una correzione significativa rispetto ai livelli attuali, considerando dove tratta oggi l'S&P 500 rispetto alla propria storia. Anche così, la crescita attesa dell'EPS per il 2026 rimane positiva: 17,4% per l'S&P 500 e 13,8% per lo STOXX 600, anche se la base utili europea è strutturalmente più esposta a uno shock di crescita. In uno scenario severo, la combinazione di compressione dei multipli e una revisione degli utili fortemente negativa potrebbe produrre ribassi del 20–25% negli USA e fino a quasi il 30% in Europa, dove la sensibilità all'energia e l'esposizione ai settori ciclici amplificano lo shock. Un ulteriore rialzo dei tassi da parte della BCE ridurrebbe ancora di più il supporto alle valutazioni europee e peserebbe in modo sproporzionato sugli utili dell'Eurozona tramite tassi di sconto più alti e un peggioramento della fiducia. I segnali di ingresso per aumentare il rischio azionario restano non confermati: i tecnici sono sotto pressione ma non ancora in un punto contrarian ad alta convinzione. L'approccio giusto è pazienza, selettività tra regioni e settori e una preferenza disciplinata per utili di qualità rispetto all'opzionalità di crescita per tutto il trimestre.

Gli spread del credito globale si sono ampliati di quasi il 25% nelle ultime tre settimane, ma in termini assoluti restano su livelli contenuti a causa delle condizioni storicamente molto favorevoli prima della crisi iraniana. Le preoccupazioni di stagflazione, insieme a una maggiore volatilità dell'azionario e dei tassi, continuano a pesare sugli spread; e poiché la distribuzione degli esiti è chiaramente sbilanciata al ribasso, gli investitori devono prendere sul serio gli scenari di coda. Nel nostro scenario di base, prevediamo che gli spread IG europei e statunitensi raggiungano un picco a 115 bps — in linea con lo shock del "Liberation Day" dell'aprile 2025 — per poi restringersi a 95 bps entro fine anno. Nel nostro scenario negativo, in caso di prolungate interruzioni, gli spread IG potrebbero arrivare a 150 bps. Per l'high yield europeo, ci aspettiamo un picco a 400 bps nello scenario base, con una ricomprensione a 320 bps nella seconda metà dell'anno grazie al recupero dell'appetito per il rischio. Nello scenario avverso, gli spread HY potrebbero salire fino a 440 bps, con possibilità di recupero limitate.

Gli spread investment grade sono sufficienti a coprire i rischi al ribasso, ma non ancora abbastanza interessanti in termini assoluti.

Il mix di downgrade e perdite di credito, anche nell'anno di stress del 2022, è stato di circa 30 bps, ampiamente all'interno del buffer attuale (circa 90 bps, includendo i costi di liquidità). Tuttavia, il punto di ingresso non offre ancora un rapporto rischio/rendimento convincente: lo spazio per un ulteriore allargamento è maggiore di quello per un restringimento. All'interno dell'IG, i finanziari sono meno interessanti dei non-finanziari: il debito senior bancario non offre un differenziale significativo rispetto all'industriale.

rispetto ai peer, pur avendo una sensibilità più elevata alla volatilità macro e dei tassi. I CDS sono diventati più interessanti delle obbligazioni cash, poiché gli investitori si stanno coprendo attivamente tramite CDS e il divario di spread tra obbligazioni cash e CDX si sta riducendo.

L'high yield è più esposto su diversi fronti: i fondamentali sono più fragili, la liquidità è più ridotta, e questa asset class mostra maggiore volatilità degli spread durante eventi avversi. Sebbene il valore relativo dell'HY rispetto all'IG sia migliorato in modo significativo e possa sembrare attraente, bisogna ricordare che nei periodi di crisi il rapporto HY/IG può aumentare ulteriormente, come nel 2020.

Questo significa che, se l'escalation prosegue e

i timori di stagflazione persistono, l'allargamento degli spread HY potrebbe accelerare rispetto all'IG.

Per questo manteniamo una view negativa sull'HY: agli spread attuali, intorno a 300 bps, il margine per assorbire potenziali perdite di credito in uno scenario di stress è molto ridotto, considerando che i tassi di perdita annuali possono superare il 3%. Non è il momento giusto per inseguire rendimento; tuttavia, con spread già ampliati di oltre 40 bps, potrebbero emergere opportunità — se gli spread si allargassero oltre la media e i rischi al ribasso diminuessero.

Figura 9: Previsioni sugli spread del credito europeo, bps



Fonti: LSEG Datastream, Allianz Research

Il credito cartolarizzato è la nostra area preferita del mercato, perché offre resilienza con un basso costo-opportunità, dato che la qualità del collaterale e i livelli di protezione strutturale restano solidi.

All'interno del settore, le covered bond risultano attraenti grazie a un rendimento significativamente superiore rispetto al debito bancario unsecured, con un rischio aggiuntivo minimo. La nostra preferenza maggiore va agli ABS, dove gli spread più ampi e le strutture a tasso variabile offrono sia reddito sia una copertura naturale nel caso in cui l'inflazione dovesse riaccelerare o i tagli dei tassi venissero invertiti.

Al di là dello shock geopolitico, anche le preoccupazioni sul credito privato, il sell-off del settore software e l'eccesso di offerta da parte degli hyperscaler esercitano pressione sugli spread.

Il rischio di vendite forzate nei mercati del credito pubblico aggiunge un ulteriore livello di vulnerabilità agli spread: difficile da prevedere nei tempi, ma da non ignorare.

Per questo manteniamo una posizione cauta in questa fase, preferendo il credito cartolarizzato di qualità più elevata e l'Investment Grade rispetto all'High Yield e ai finanziari.

I mercati emergenti sono entrati in questa crisi geopolitica da una posizione solida, offrendo un insieme di opportunità selettive ma ancora investibili.

L'escalation in Medio Oriente rappresenta soprattutto uno shock energetico inflazionistico nel breve periodo, con un impatto limitato sulla crescita se le interruzioni rimarranno contenute. Tuttavia, un'interruzione prolungata dei flussi energetici attraverso lo Stretto di Hormuz aumenterebbe in modo significativo la dispersione tra i diversi Paesi emergenti, guidata da fattori come la dipendenza energetica, la posizione esterna e lo spazio fiscale. Dal punto di vista degli investimenti, ci aspettiamo che la riprezzatura prenda la forma di un premio di rischio energetico mirato, anziché di un sell-off sistemico dei mercati emergenti. Le vulnerabilità risultano maggiormente evidenti nei Paesi caratterizzati da una combinazione di deficit fiscali, squilibri delle partite correnti e forte dipendenza dalle importazioni energetiche — tra cui Egitto e alcune aree dell'Europa Centrale e Orientale — dove prezzi dell'energia più elevati si tradurrebbero rapidamente in pressione inflazionistica, indebolimento valutario e allargamento degli spread. Al contrario, gli esportatori di materie prime e gli emergenti strutturalmente più resilienti, come Brasile, Messico, Colombia e Indonesia, beneficiano di bilanci energetici positivi o compensativi e di buffer più solidi.

e una maggiore flessibilità di politica economica.

Il debito dei mercati emergenti in valuta forte resta interessante in modo selettivo, sostenuto da un carry ancora favorevole e da un accesso al mercato significativamente migliorato rispetto ai precedenti episodi di stress. Tuttavia, è necessaria cautela nei confronti dei crediti più esposti al rischio energetico. Allo stesso tempo, il debito in valuta locale dei mercati emergenti offre valore relativo: i rendimenti reali elevati e una parziale riprezzatura dell'inflazione creano opportunità nei mercati con politiche credibili, riserve adeguate e aspettative d'inflazione ben ancorate. Nel complesso, manteniamo una posizione da neutrale a costruttiva sul debito EM, con performance guidata da una rigorosa selezione dei Paesi, dalla loro resilienza agli shock energetici e da una gestione del rischio disciplinata.

Mercati privati – Orientarsi nella nebbia.

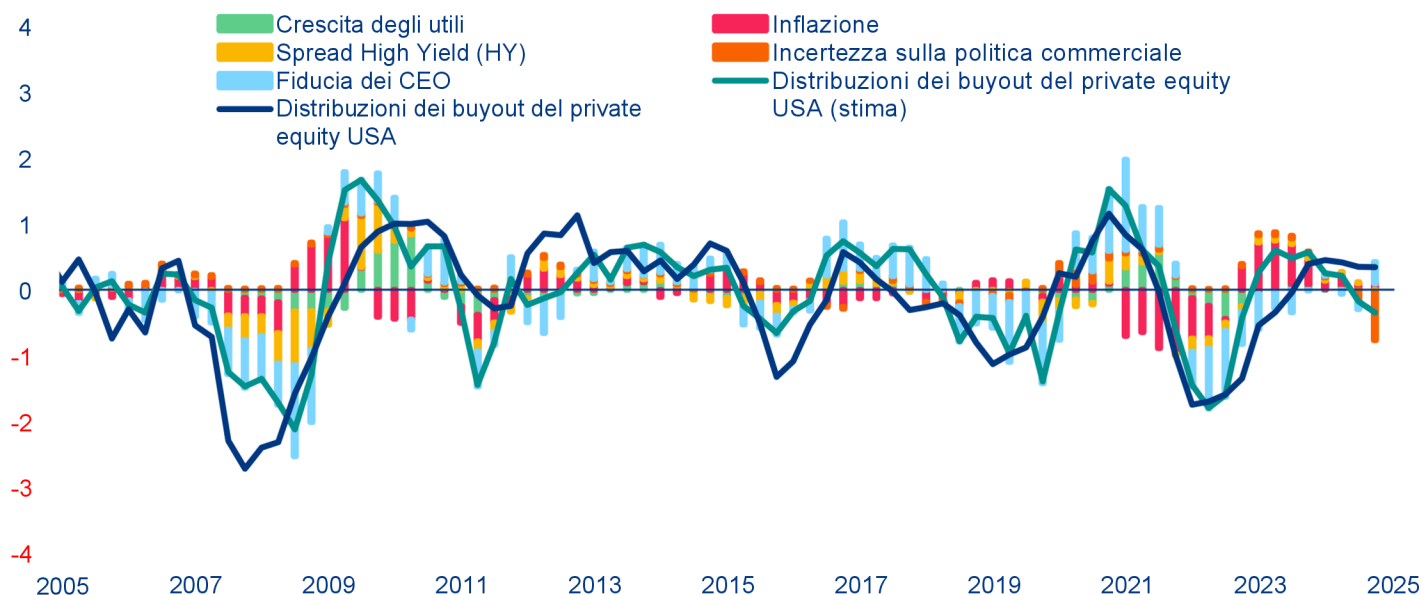
Negli ultimi due decenni, i mercati privati hanno dimostrato il loro valore nei portafogli grazie a una varietà di rendimenti, flussi di reddito e meccanismi di creazione di valore che, tradizionalmente, non sono disponibili nei mercati pubblici. Questo vantaggio strutturale rimane intatto. Tuttavia, l'attuale contesto economico — caratterizzato da una crescita in rallentamento, un'inflazione persistente e tassi destinati a rimanere elevati — sta esercitando una pressione significativa sui mercati delle materie prime e del trasporto merci. Questo genera condizioni profondamente diverse tra le varie sotto-classi di attivi.

L'episodio del 2022 ha mostrato la vulnerabilità dei mercati privati: l'impennata dei prezzi dell'energia, le banche centrali più aggressive e la rapida compressione dei multipli hanno portato al peggior calo simultaneo di azioni e obbligazioni di un'intera generazione. Le distribuzioni si sono fermate, le svalutazioni si sono materializzate e l'effetto denominatore ha lasciato gli allocatori sovraesposti proprio quando la liquidità era scarsa. La lezione non è ritirarsi, ma aumentare la selettività, favorendo strategie con indicizzazione all'inflazione, flussi di cassa contrattuali e driver di domanda strutturali, affrontando invece con maggiore cautela quei segmenti dipendenti da multipli di uscita elevati, leva a basso costo e condizioni di finanziamento favorevoli.

Private equity – valore intrappolato ma distribuzioni sotto pressione.

Il private equity sta affrontando un problema di distribuzioni in questo ciclo che non è ancora stato risolto. I fondi buyout detengono attualmente un valore non realizzato record di 3,8 trilioni di dollari, i periodi di detenzione si sono allungati fino a circa sette anni e le operazioni di exit nel mid-market restano praticamente bloccate. Come mostra il grafico, le distribuzioni del PE sono fortemente sensibili ai picchi di inflazione e all'incertezza della politica commerciale: due shock che oggi colpiscono simultaneamente, rendendo il crollo delle distribuzioni del 2022 un precedente diretto e poco rassicurante per l'attuale contesto. Lo shock iraniano ha ulteriormente aggravato la pressione. La compressione dei margini dovuta all'aumento dei costi energetici e dei trasporti, i tassi di rifinanziamento più elevati e l'indebolimento dei consumi stanno tutti pesando contemporaneamente sulle società in portafoglio. Allo stesso tempo, i portafogli con forte esposizione al software restano vulnerabili alla compressione dei multipli guidata dall'AI, un fenomeno che non si è ancora pienamente riflesso nelle valutazioni private. Questo richiede pazienza e un approccio altamente selettivo. Tuttavia, il caso fondamentale per questa asset class rimane solido. Una risoluzione del conflitto in Medio Oriente migliorerebbe in modo significativo il contesto per le exit, allentando le condizioni di finanziamento, ripristinando la fiducia nelle operazioni di M&A e sbloccando un ampio pipeline di asset maturi pronti a essere ceduti. Nel lungo periodo, il private equity continua a offrire opportunità di creazione di valore non disponibili nei mercati pubblici. Gli investitori disposti a tollerare ritardi nelle distribuzioni nel breve termine sono probabilmente destinati a ottenere rendimenti positivi con il cambiamento del ciclo (Figura 10).

Figura 10: Ripartizione delle distribuzioni del private equity statunitense (variazione annua degli Z-score)



Fonti: Pitchbook, Allianz Research

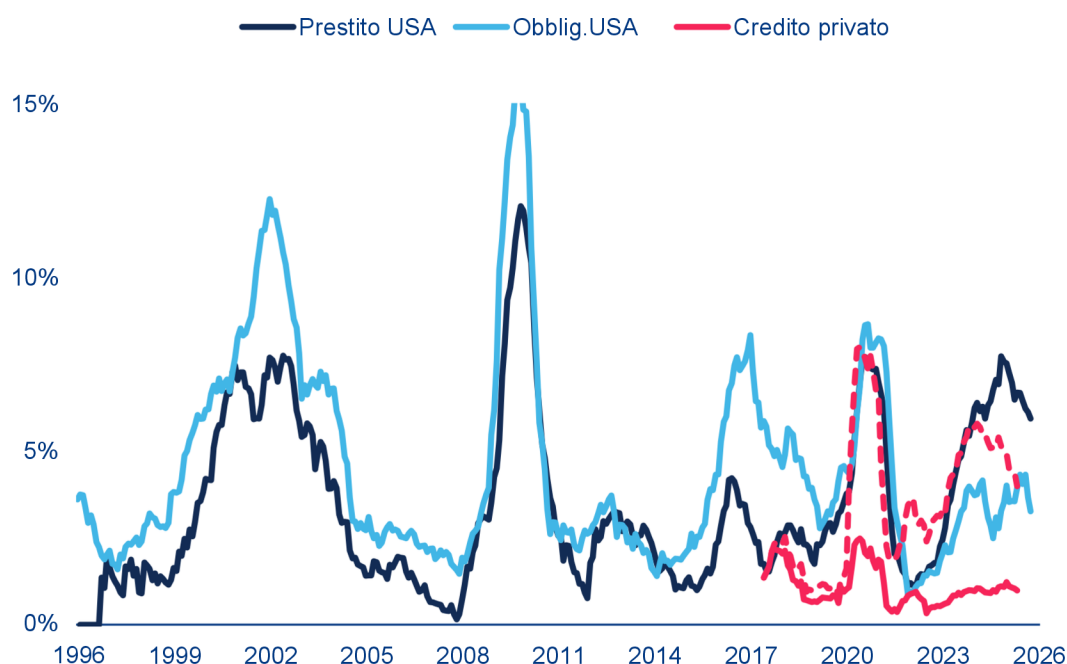
Il debito privato offre un rendimento interessante, ma gli investitori devono tenere conto del rischio di coda.

Il debito privato affronta l'attuale shock come una delle sotto-classi di attivi privati meglio posizionate, ma il margine di errore si sta riducendo. La struttura a tasso variabile di questa asset class offre un reale vantaggio di reddito mentre le banche centrali adottano una linea più restrittiva. Inoltre, gli spread del direct lending nel middle market continuano a mantenere un premio significativo rispetto al credito liquido. In questo contesto, i tassi di default del credito privato sono rimasti strutturalmente inferiori a quelli dei prestiti e delle obbligazioni pubbliche in ogni grande ciclo, incluso il 2020. Si tratta di un risultato che riflette sia la maggiore seniority strutturale sia il monitoraggio diretto dei finanziatori, qualcosa che i mercati pubblici non possono replicare. Tuttavia, questa resilienza storica non deve portare a compiacimento. L'attuale scenario economico, caratterizzato da rischi stagflazionistici, rappresenta una sfida importante per i debitori con leva finanziaria su entrambe le sponde dell'Atlantico.

I margini si stanno comprimendo a causa dell'aumento dei costi dell'energia e degli input, mentre i costi di rifinanziamento crescono proprio nel momento in cui gli indici di copertura si stanno deteriorando. I prestiti con pagamento PIK rappresentano attualmente circa il 13% degli attivi totali in prestiti delle BDC, mantenendosi su livelli vicini ai recenti massimi. Tuttavia, con circa 1.200 miliardi di dollari di debito leveraged in scadenza tra il 2027 e il 2029, la sfida di rifinanziamento in arrivo è significativa.

Con tutto ciò in mente, il direct lending conserva ancora il suo appeal grazie alle caratteristiche di reddito e seniority, ma l'ambiente attuale richiede un approccio più difensivo rispetto a qualsiasi momento degli ultimi due anni. La selezione per vintage e settore è cruciale; i debitori ad alta intensità energetica o con leva eccessiva dovrebbero essere evitati, ed è prudente lasciare che la dinamica stagflazionistica si esprima pienamente (Figura 11).

Figura 11: Tassi di default del credito pubblico e privato negli Stati Uniti, %



Fonte: Moody's, S&P Global Ratings. Private Credit: S&P Global Ratings.

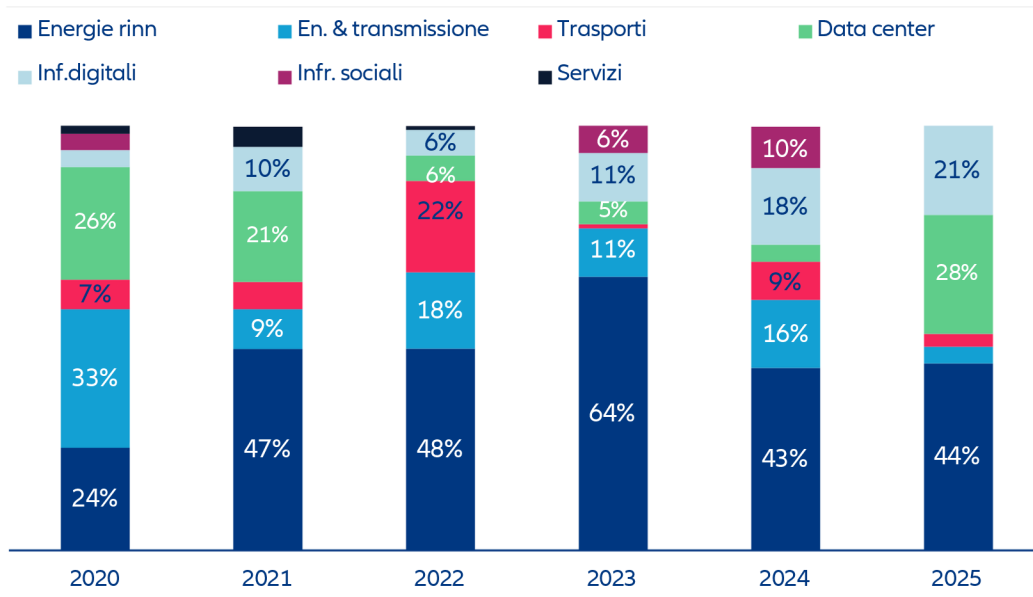
La linea tratteggiata include gli scambi di debito distressed considerati come eventi di default.

Infrastrutture – Il vincitore strutturale.

Le infrastrutture si distinguono come la classe di attivi meglio posizionata per offrire performance resilienti in diversi scenari macroeconomici, e lo shock iraniano ha ulteriormente rafforzato il loro potenziale. Tariffe regolamentate, accordi di concessione indicizzati all'inflazione e contratti basati sulla disponibilità forniscono esattamente la copertura dall'inflazione di cui gli investitori hanno bisogno quando la crescita rallenta e le pressioni sui prezzi restano elevate. La composizione della raccolta fondi parla da sola: i data center sono passati da una quota quasi irrilevante del capitale infrastrutturale nel 2020 al 28% nel 2025, riflettendo la rivoluzione della domanda elettrica guidata dall'AI oggi in pieno sviluppo. Nel 2024 i data center statunitensi hanno consumato circa il 4% dell'elettricità nazionale, con una domanda destinata a più che raddoppiare entro il 2030.

L'escalation in Medio Oriente ha ulteriormente aumentato l'urgenza di rafforzare la sicurezza energetica, sostenendo tendenze già in accelerazione nella produzione di energia, nella modernizzazione delle reti e nelle infrastrutture digitali. Con un fabbisogno di investimenti globali stimato in 106.000 miliardi di dollari entro il 2040, il capitale privato è sempre più chiamato a colmare il divario e, ai livelli di valutazione attuali, la generazione di energia, i servizi di rete e gli asset collegati ai data center continuano a offrire punti di ingresso interessanti (Figura 12).

Figura 12: Infrastructure fundraising mix, %



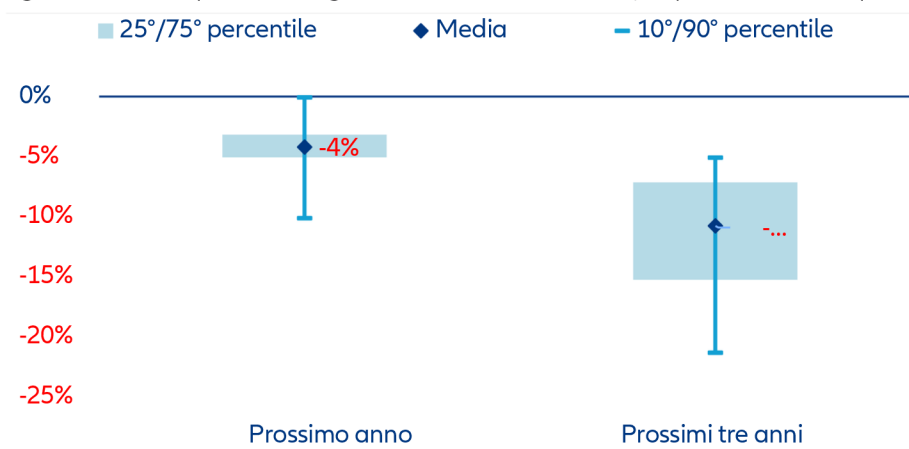
Fonti: Infrastructure Investor, Allianz Research

Immobiliare – gestire la biforcazione.

Il settore immobiliare sta affrontando una fase complessa, segnata da pressioni convergenti che rendono l'attuale contesto uno dei più difficili dell'ultimo decennio. Lo shock iraniano introduce un elemento di stagflazione: crescita in rallentamento, inflazione persistente e tassi destinati a restare elevati più a lungo, comprimendo le valutazioni e aggravando le condizioni di rifinanziamento. Oltre 1,5 trilioni di USD di prestiti immobiliari commerciali scadranno entro fine 2026. Il segmento degli uffici affronta una combinazione scomoda di sfide cicliche e strutturali. I tassi di sfritto restano vicini al 20% e, nonostante timidi segnali di stabilizzazione negli spazi prime, le pressioni strutturali sulla domanda continuano ad aumentare. Ancora.

Il lavoro da casa ha ridotto in modo permanente il fabbisogno di spazi per molti occupanti, e l'IA appare ora come un ulteriore ostacolo: anche se solo l'11% delle aziende USA sta riducendo il personale a causa dell'IA, si prevede un calo del -4% nell'organico entro un anno e dell' -11% nei prossimi tre anni, una dinamica che indica un indebolimento della domanda di uffici oltre l'attuale fase ciclica che persiste. Oltre agli uffici, il quadro è selettivo ma positivo e articolato: il multifamily beneficia di un'offerta limitata e pressioni di accessibilità che rimangono elevate; industriale e logistica stanno ritrovando equilibrio tra domanda e offerta e i data center offrono domanda strutturale guidata dall'IA, scollegata dal ciclo più ampio (Figura 13).

Figura 13: Variazioni previste dell'organico dovute all'adozione dell'IA, nel prossimo anno e nei prossimi tre anni, %



Fonti: Goldman Sachs, Allianz Research



Il nostro team

Allianz Research

Chief Investment Officer & Chief Economist Allianz Investment Management SE



Ludovic Subran
ludovic.subran@allianz.com

Head of Economic Research Allianz Trade



Ana Boata ana.boata@allianz-trade.com

Head of Macroeconomic & Capital Markets Research Allianz Investment Management SE



Bjoern Griesbach
bjoern.griesbach@allianz.com

Head of Outreach Allianz Investment Management SE



Arne Holzhausen
arne.holzhausen@allianz.com

Head of Corporate Research Allianz Trade



Anu Kuhanathan
anu.kuhanathan@allianz-trade.com

Head of Thematic & Policy Research Allianz Investment Management SE



Katharina Utermoehl
katharina.uterhoehl@allianz.com

Macroeconomic Research



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



Maxime Darmet Cucchiarini Senior Economist for UK, US & France
maxime.darmet@allianz-trade.com



Jasmin Gröschl Senior Economist for Europe
jasmin.groeschl@allianz.com



Françoise Huang Senior Economist for Asia Pacific
francoise.huang@allianz-trade.com



Maddalena Martini Senior Economist for Southern Europe & Benelux
maddalena.martini@allianz.com

Outreach



Luca Moneta Senior Economist for Emerging Markets
luca.moneta@allianz-trade.com



Giovanni Scarpato Economist for Central & Eastern Europe
giovanni.scarpato@allianz.com



Heike Baehr Content Manager
heike.baehr@allianz.com



Maria Thomas Content Manager and Editor
maria.thomas@allianz-trade.com



Lorenz Weimann Head of Media Relations and Operations
lorenz.weimann@allianz.com

Corporate Research



Guillaume Dejean Senior Sector Advisor
guillaume.dejean@allianz-trade.com



Maria Latorre Sector Advisor, B2B
maria.latorre@allianz-trade.com



Maxime Lemerle Lead Advisor, Insolvency Research
maxime.lemerle@allianz-trade.com



Sivagaminathan Sivasubramanian ESG and Data Analyst
sivagaminathan.sivasubramanian@allianz-trade.com



Pierre Lebard Public Affairs Officer
pierre.lebard@allianz-trade.com

Thematic and Policy Research



Michaela Grimm Senior Economist, Demography & Social Protection
michaela.grimm@allianz.com



Patrick Hoffmann Economist, ESG & AI
patrick.hoffmann@allianz.com



Simon Krause Economist, ESG & Insurance
simon.krause@allianz.com



Hazem Krichene Senior Economist, Climate
hazem.krichene@allianz.com



Kathrin Stoffel Economist, Insurance & Wealth
kathrin.stoffel@allianz.com



Markus Zimmer Senior Economist, ESG
markus.zimmer@allianz.com

Director of Publications Ludovic Subran, Chief Investment
Officer & Chief Economist Allianz Research Phone +49 89 3800
7859

Allianz Group Economic Research
https://www.allianz.com/en/economic_research
<http://www.allianz-trade.com/economic-research>
Königinstraße 28 | 80802 Munich | Germany
allianz.research@allianz.com

 @allianz

 allianz

Allianz Trade Economic Research <http://www.allianz-trade.com/economic-research> 1 Place des Saisons | 92048
Paris-La-Défense Cedex | France

 @allianz-trade

 allianz-trade

Informazioni su Allianz Research

Allianz Research comprende il team di Ricerca Economica del Gruppo Allianz e il dipartimento di Ricerca Economica di Allianz Trade.

Dichiarazioni previsionali

Le dichiarazioni contenute nel presente documento possono includere previsioni, aspettative future e altre dichiarazioni di carattere previsionale basate sulle attuali opinioni e ipotesi del management e che comportano rischi e incertezze noti e sconosciuti. Risultati, performance o eventi effettivi possono differire in modo sostanziale da quelli espressi o impliciti in tali dichiarazioni previsionali.

Tali deviazioni possono derivare, a titolo non esaustivo, da: (i) modifiche delle condizioni economiche generali e della situazione competitiva, in particolare nel core business e nei mercati principali del Gruppo Allianz; (ii) performance dei mercati finanziari (in particolare volatilità dei mercati, liquidità ed eventi di credito); (iii) frequenza e gravità degli eventi di sinistro assicurati, incluse catastrofi naturali, e andamento dei costi dei sinistri; (iv) livelli e trend di mortalità e morbilità; (v) livelli di persistenza; (vi) in particolare nel settore bancario, entità delle insolvenze creditizie; (vii) livelli dei tassi di interesse; (viii) tassi di cambio, incluso il tasso EUR/USD; (ix) modifiche legislative e regolamentari, incluse quelle fiscali; (x) impatto di acquisizioni, comprese le problematiche di integrazione correlate, e misure di riorganizzazione; e (xi) fattori competitivi generali, a livello locale, regionale, nazionale e/o globale.

Molti di questi fattori potrebbero verificarsi con maggiore probabilità, o in forma più accentuata, a seguito di attività terroristiche e delle loro conseguenze.

Nessun obbligo di aggiornamento

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

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