

Allianz Research | 17 Dicembre 2025

Prospettive economiche 2026-27: oltre i limiti

Ludovic Subran
Chief Investment Officer and 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

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

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

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

Björn Griesbach
Head of Macroeconomic and Capital Markets Research
björn.griesbach@allianz.com

Jasmin Gröeschl
Head of Macroeconomic and Capital Markets Research
jasmin.groeschl@allianz.com

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

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

Alexander Hirt
Head of Credit and Equity
alexander.hirt@allianz-trade.com

Bernhard Hirsch
Head of Rates and Emerging Markets
bernard.hirsch@allianz-trade.com

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

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

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

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

In sintesi

La crescita delle esportazioni cinesi rimane la favorita, nonostante la guerra commerciale.

La crescita ha superato le aspettative, sostenuta da una domanda esterna più forte del previsto (e da importazioni deboli). Questo aumento è stato guidato dal front loading degli Stati Uniti nella prima metà dell'anno, dal reindirizzamento strategico per aggirare i dazi, dall'espansione delle quote di mercato nel resto del mondo, da una valuta più debole e da prezzi competitivi. Nel frattempo, la domanda interna fatica ancora a riprendersi in modo sostenibile, con ulteriore supporto politico necessario e probabilmente annunciato entro il primo trimestre del 2026. In questo contesto, e con molti settori in sovraccarico, le pressioni sui prezzi rimangono basse.

Pil globale: la sua crescita rimane forte, per ora. Si prevede che raggiungerà il +2,9% nel 2026 e il +2,8% nel 2027, dopo un solido +3% nel 2025. La crescita riportata da un forte 2025 negli Stati Uniti e in Cina, così come lo slancio sostenuto nonostante le interruzioni, rappresentano oltre due terzi della revisione al rialzo rispetto al trimestre precedente.

L'economia statunitense funziona sempre più a due velocità. L'impatto della guerra commerciale è stato più lieve, con appena -0,6 punti percentuali nel 2025 contro -1,6 punti percentuali stimati nel secondo trimestre. Questo miglioramento è dovuto alla riduzione dei dazi (a partire dal 27% annunciato il 2 aprile al 11% a partire dal 27%) attraverso esclusioni di settore e accordi commerciali strategici con partner chiave. Inoltre, il settore dell'informazione e della comunicazione, inclusa l'IA, ha alimentato più della metà della crescita del PIL USA nel 2025, contribuendo con un sostanziale +1,1 punti percentuali, e questa tendenza dovrebbe continuare nel 2026. Abbiamo rivisto al rialzo la nostra previsione per il 2026 a +2,5%, grazie a un consumatore più resiliente, a un maggiore impulso creditizio e all'impatto positivo dell'IA.

Dal +0,9% al +1,3%: l'Eurozona accelera tra sfide strutturali. La crescita del PIL è prevista al +1,1% nel 2026 dopo il +1,4% nel 2025. Escludendo i conti nazionali volatili in Irlanda, l'economia dell'Eurozona accelererà dal +0,9% nel 2025 al +1,2% nel 2026 e al +1,3% nel 2027. L'economia tedesca dovrebbe raggiungere una crescita dello +0,9% nel 2026 – una forte ripresa dopo tre anni consecutivi di stagnazione o recessione, ma comunque deludente dato lo stimolo fiscale disponibile, con i venti contraristrutturali che persistono. Il PIL della Francia crescerà dell'+1,1% nonostante le sfide politiche in corso, beneficiando di un ciclo di investimenti rinnovato.

Commercio globale in ripresa grazie a strategie aziendali e dazi ridotti. Metà del miglioramento delle nostre previsioni di crescita commerciale (da +2% a +3,5% nel 2025 e da +0,6% a +1,3% nel 2026) è stata guidata da dazi più bassi, strategie di reindirizzamento e mitigazione delle aziende, oltre a un aumento degli investimenti legati all'IA. Nel complesso, la guerra commerciale ha riportato il volume dei container ai massimi del 2017, principalmente spinta dall'Asia.

Mercati emergenti: solidità complessiva, ma segnali di rallentamento. Il sostegno di un basso USD e del ciclo di allentamento della Fed ha permesso a molte banche centrali emergenti di tagliare i tassi più del previsto nel 2025. Tuttavia, alcuni paesi potrebbero affrontare un rallentamento dello slancio in futuro (ad esempio India, Indonesia, Romania, Russia o Taiwan), mentre i deficit del conto corrente si sono allargati per alcuni (Argentina, Cile, Colombia, Indonesia, Filippine, Romania, Turchia) e i surplus si sono trasformati in deficit per altri (Arabia Saudita, Repubblica Ceca, Polonia), richiedendo un attento monitoraggio.

Politiche monetarie e fiscali ancora favorevoli, ma con margini ridotti. Crediamo fermamente che la Fed concluderà il suo ciclo di allentamento prima di quanto i mercati si aspettino, con il tasso dei Federal Funds che si chiuderà al 3,5% dopo un ulteriore taglio di 25 punti base nel primo trimestre. Un'inflazione di base persistente e una crescita accelerata impediranno ai tassi di scendere troppo al di sotto della regola di Taylor. Al contrario, la BCE è pronta a mantenere i tassi al 2,0%, con rischi considerati al ribasso. Sulla politica fiscale, gli Stati Uniti beneficiano di un tangibile impulso di crescita sostenuto dall'allentamento delle condizioni finanziarie del One Big Beautiful Bill, mentre le persistenti preoccupazioni fiscali dell'Europa sono visibili nella lotta della Francia per tagliare la spesa (lasciando deficit vicini al -5,1% del PIL) e contribuire a rendimenti a lungo termine più elevati. Il deficit fiscale della Germania dovrebbe raggiungere il -4,0% del PIL nel 2026 dopo il -3,1% del PIL nel 2025, il più alto da oltre un decennio fuori dalla pandemia.

Aziende al massimo nel 2026: utili in crescita e investimenti record. Gli utili statunitensi sono aumentati del +15% nel terzo trimestre 2025 e il capitale globale per l'IA dovrebbe raggiungere i 571 miliardi di USD. L'Europa si è ripresa, guidata da tecnologia e farmaceutica, mentre l'auto è in ritardo. I bilanci sono solidi, anche se il rifinanziamento sarà più costoso. Poiché molte aziende hanno elevato il debito, hanno margine per aumentare il debito e finanziare i capitali necessari. Si prevede che le insolvenze aumenteranno del +3% nel 2026, soprattutto negli Stati Uniti e in Europa. Nonostante fondamentali solidi, la frammentazione geopolitica e i rischi di default continuano a offuscare le prospettive.

Investitori verso flussi resilienti e private markets in un contesto selettivo. Un anno volatile si avvicina al termine, ma le azioni globali hanno registrato un terzo anno di robusti guadagni. I tassi sono rimasti sostanzialmente stabili, dato il forte flusso di notizie, mentre la debolezza del dollaro si è fermata nella seconda metà del 2025. Sotto la superficie, però, prevale la cautela: le azioni della difesa e l'oro sono emerse come i performer di punta del 2025 - non l'IA. Guardando al futuro, ci aspettiamo che tassi e valute si scambino in gran parte lateralmente e che i rendimenti azionari rallentino ma non vacillino man mano che il boom dell'IA continua a un ritmo più lento. Vediamo un momento cruciale per i mercati privati nel 2026: l'aumento degli investimenti in energia e rete, il boom continuo dell'IA e i cambiamenti nei valori immobiliari stanno chiarendo dove il valore a lungo termine sta tornando, anche se gli asset più deboli mostrano stress in un mercato più mainstream. In questo contesto di domanda strutturale e pressione selettiva, gli investitori disciplinati che si concentrano su flussi di cassa resilienti e su un posizionamento precoce nei mercati privati sono i più posizionati per catturare rendimenti duraturi e corretti sul rischio.

Rischi in aumento: istituzionali, geopolitici e finanziari da monitorare. In primo luogo, i rischi istituzionali, tra cui l'indipendenza delle banche centrali, il protezionismo e gli esiti elettorali, aumentano la probabilità di cambiamenti negativi nelle politiche. In secondo luogo, i rischi geopolitici e le priorità di sicurezza nazionale continueranno a causare volatilità. Infine, i rischi finanziari, come la possibilità di una correzione azionaria tramite l'IA, rinnovate pressioni di de-dollarizzazione, turbolenza nei mercati del credito privato e preoccupazioni sulla sostenibilità del debito pubblico, continueranno ad aumentare per tutto il 2026, spingendo i limiti di un ciclo finanziario tardivo benigno.

Prospettive globali: superare le aspettative precedenti ma persistono rischi al ribasso

La crescita del PIL globale sta superando le aspettative: ora prevediamo che raggiungerà il +2,9% nel 2026 dopo un robusto +3% nel 2025. La revisione al rialzo di +0,4 punti percentuali della nostra previsione è in gran parte dovuta a Stati Uniti e Cina, che insieme rappresentano oltre due terzi dell'aggiustamento. Negli Stati Uniti, l'impatto negativo della guerra commerciale è stato significativamente ridotto, con una stima rivista di -0,6 punti percentuali nel 2025, in calo rispetto agli -1,6 punti percentuali previsti nel secondo trimestre. Ciò deriva da accordi commerciali

strategici e riduzioni tariffarie specifiche per settori, che hanno ridotto significativamente l'incertezza commerciale e l'impatto sulla crescita e sull'inflazione. Il settore dell'informazione e della comunicazione, in particolare l'IA, è un contributore importante, guidando oltre la metà della crescita del PIL USA nel 2025 (+1,1 punti percentuali), una tendenza che si prevede continuerà anche nel 2026. Il resto è spiegato dall'impulso fiscale positivo (+0,4 pp), da un impulso creditizio più elevato (+0,3 pp) e da un impatto positivo più significativo degli investimenti in IA (+0,2 pp). Nel complesso, questo porta la nostra previsione di crescita del PIL USA al +2,5%. La Cina sta inoltre superando le aspettative, alimentata da una domanda esterna superiore alle aspettative, grazie a manovre strategiche come il preavviamento dagli Stati Uniti, l'elusione dei dazi, una valuta più debole e l'espansione delle quote di mercato nei mercati emergenti. La crescita dell'Eurozona è prevista per aumentare fino all'+1,1% nel 2026 dopo un aumento del +1,4% nel 2025. La Germania è pronta a liberarsi dalla sua stagnazione economica, accelerando fino a una crescita dello +0,9% nel 2026, mentre il PIL della Francia dovrebbe crescere del +1,1%, sostenuto da un ciclo di investimenti rinnovato e da un panorama esportazionale dinamico nonostante le continue sfide politiche. Sebbene la regione affronti forti preoccupazioni fiscali che influenzano i tassi d'interesse a lungo termine, beneficia di tassi a breve termine più bassi che stanno facilitando una rinascita della crescita del credito.

Tabella 1 – Previsioni di crescita del PIL reale, %

Growth (yearly %)	2023	2024	2025f	2026f	2027f
Global	2.9	2.9	3.0	2.9	2.8
USA	2.9	2.8	2.1	2.5	2.0
Latin America	2.1	1.8	2.5	2.3	2.5
Brazil	3.2	3.0	2.4	2.2	2.2
UK	0.3	1.1	1.4	1.0	1.2
Eurozone	0.6	0.9	1.4	1.1	1.4
Germany	-0.7	-0.5	0.2	0.9	1.3
France	1.6	1.1	0.8	1.1	1.1
Italy	1.1	0.5	0.6	0.8	1.0
Spain	2.5	3.5	2.9	2.1	2.0
Central and Eastern Europe	1.3	2.3	2.3	2.6	2.7
Poland	0.2	3.0	3.4	3.8	2.6
Russia	4.1	4.3	0.9	2.0	2.0
Türkiye	5.1	3.3	3.4	3.5	3.8
Asia-Pacific	4.5	4.1	4.5	4.2	4.0
China	5.4	5.0	5.0	4.7	4.4
Japan	1.2	-0.2	1.4	1.4	1.0
India	8.8	6.7	7.4	6.5	6.3
Middle East	2.1	1.8	2.5	3.1	3.3
Saudi Arabia	0.6	2.0	3.8	3.9	3.7
Africa	2.7	3.4	3.9	3.9	4.0
South Africa	0.8	0.5	1.1	1.3	1.5

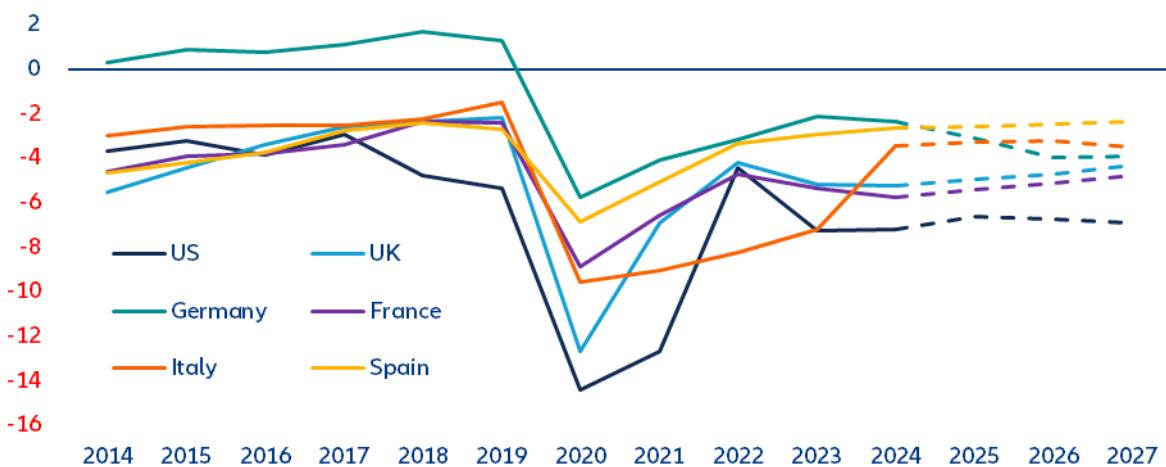
Fonti: LSEG Datastream, Allianz Research

Tuttavia, diversi rischi incombono. L'incertezza istituzionale statunitense, inclusi cambiamenti nella leadership della Federal Reserve, fluttuazioni tariffarie e esiti elettorali di metà mandato, aumenta la probabilità di un cambiamento di politica negativa. Le tensioni geopolitiche potrebbero intensificarsi, andando da un'escalation in Ucraina che include un coinvolgimento NATO-Russia fino al crollo della tregua commerciale USA-Cina, con dazi che potrebbero raggiungere il 100%. I rischi finanziari includono una possibile correzione azionaria tramite IA, rinnovate pressioni di de-dollarizzazione, turbolenza nei mercati del credito privato e instabilità "in stile Truss" nei mercati obbligazionari governativi nelle economie ad alto deficit. In Europa, la mancanza di riforme in Germania potrebbe limitare gli sforzi per stimolare la crescita economica con stimoli fiscali. Ognuno di questi fattori potrebbe portare a una minore crescita, dinamiche inflazionistiche sfavorevoli e instabilità di mercato.

La divergenza di politica fiscale persistrà tra Stati Uniti e zona Euro. Negli Stati Uniti, la politica fiscale dovrebbe essere meno frenante alla crescita nel 2026. Si prevede che il deficit federale aumenterà solo marginalmente, raggiungendo il -6,7% del PIL. Maggiori entrate doganali (+75 miliardi di dollari previsti rispetto al 2025) e tagli alla spesa per il welfare dovrebbero in gran parte compensare l'impatto delle riduzioni fiscali e dell'aumento della spesa per la difesa e la sicurezza interna. Questo sposterà la posizione fiscale da negativa (-0,9% del PIL) nel 2025 a

sostanzialmente neutra nel 2026. Le prospettive fiscali dell'Eurozona sono caratterizzate da posizioni nazionali divergenti e plasmate dalla doppia sfida di utilizzare fondi NGEU e adattarsi alle nuove priorità di sicurezza. Il lento ritmo dell'assorbimento dei fondi e la necessità di bilanciare la ripresa economica con l'aumento delle pressioni sulla spesa stanno mettendo alla prova la capacità dei responsabili politici di sostenere crescita e resilienza. La Germania adotta una posizione espansionista, con importanti investimenti nelle infrastrutture, ma la lenta implementazione e le pressioni fiscali aggiuntive stanno limitando l'impatto immediato sulla crescita. La Francia continua a confrontarsi con un grande deficit e incertezza fiscale mentre gli sforzi per consolidare le finanze pubbliche sono complicati da pressioni politiche e da richieste di bilancio concorrenti. L'Italia ha adottato un approccio prudente ma si trova ad affrontare sfide fiscali man mano che il sostegno alle NGEU si ritira e emergono nuovi impegni. In Spagna, una crescita economica robusta è oscurata dallo stallo politico, con il governo incapace di approvare un nuovo bilancio e rischiando di perdere tutti i benefici della sua allocazione NGEU. Tuttavia, la posizione fiscale complessiva dell'Eurozona dovrebbe rimanere sostanzialmente neutra nel 2026 e nel 2027.

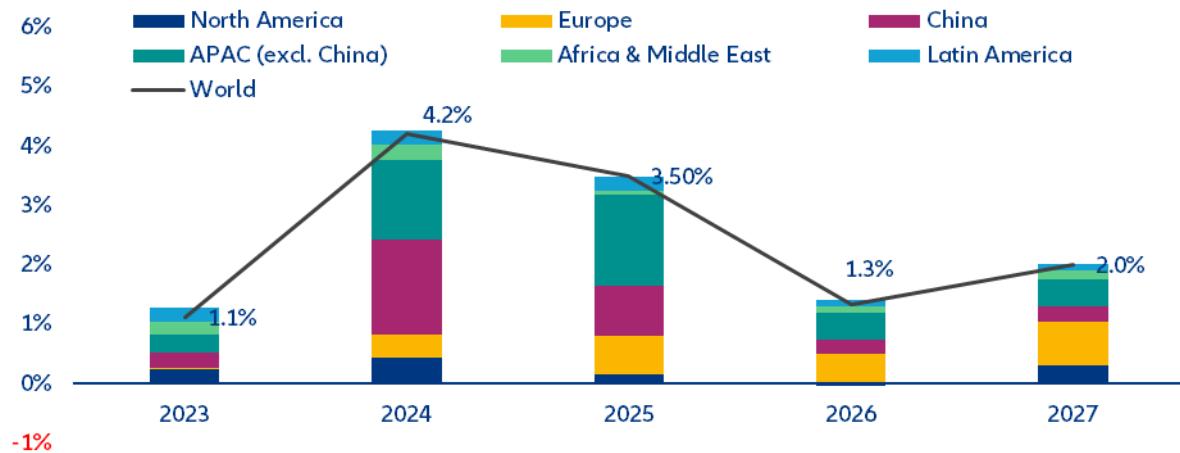
Figura 1: Saldo fiscale, % del PIL



Fonti: LSEG Datastream, Allianz Research

In un anno di trasformazione per le catene di approvvigionamento globali, il commercio globale ha mostrato resilienza fino al 2025 e continuerà a farlo fino all'inizio del 2026. Tuttavia, l'impatto negativo dei dazi più alti dovrebbe tradursi infine in una crescita più lenta. Il reindirizamento e la diversificazione commerciale hanno fatto sì che i dazi più alti negli Stati Uniti abbiano avuto un impatto più lieve sul commercio globale di quanto si temesse in precedenza. Inoltre, si è osservato un evidente allentamento del tono della politica commerciale statunitense dall'autunno. In questo contesto, il commercio globale probabilmente continuerà a mostrare resilienza fino alla fine del 2025 e abbiamo alzato la nostra previsione di crescita annuale in termini di volume di +1,5 punti percentuali fino al +3,5% (vedi Figura 4). Gli accordi e l'allentamento della politica commerciale statunitense spiegano lo 0,1 punto di percentuale della revisione, mentre il front loading strategico, il reindirizamento e la diversificazione commerciale spiegano altri 0,3 punti percentuali. Con un commercio di beni più resiliente del previsto in precedenza, anche il commercio dei servizi è stato sostenuto, contribuendo con un altro 0,3 punti percentuali. La continua sovraffornanza dei settori legati all'IA e la resilienza dell'economia globale hanno inoltre rafforzato il commercio globale quest'anno più di quanto avessimo previsto. Questa resilienza dovrebbe continuare all'inizio del 2026 e prevediamo una crescita del +1,3% per l'intero anno, con potenziale potenziale di rialzo man mano che l'incertezza persistrà. Si prevede che Nord America e Asia-Pacifico dovranno affrontare le maggiori decelerazioni fino al 2026, mentre l'Europa dovrebbe emergere tra le più resistenti, grazie ai miglioramenti in Germania e Regno Unito rispetto all'anno precedente (vedi Figura 2).

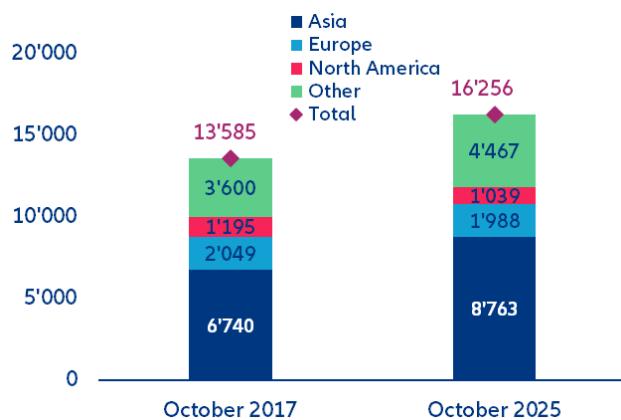
Figura 2 – Commercio globale di beni e servizi, crescita annua, %



Fonti: CPB, Allianz Research

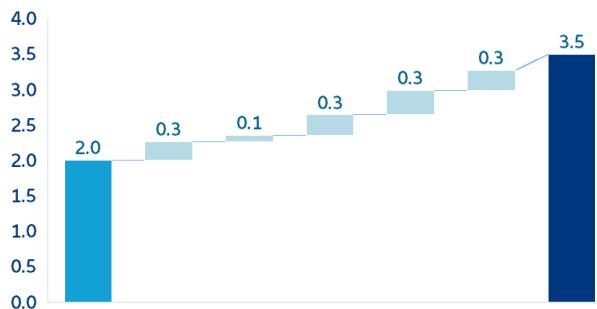
Il commercio globale di container si sta spostando verso l'Asia e le regioni emergenti, mentre i prezzi del trasporto si normalizzano rispetto agli estremi post-pandemia. Tra ottobre 2017 e ottobre 2025, i volumi globali sono aumentati di +19,7% (da 13,5 milioni a 16,2 milioni di unità equivalenti venti piedi (TEU)), quasi interamente trainati dall'Asia (+2,0 milioni di TEU), aumentando la quota dal 50% al 54% e dalle "altre" regioni (da 3,6 milioni a 4,45 milioni), mentre l'Europa è leggermente calata (da 2,04 milioni a 1,98 milioni) e il Nord America è diminuita più nettamente (da 1,19 milioni a 1,04 milioni). Il confronto tra ottobre 2024 e ottobre 2025 mostra che le relazioni commerciali si stanno gradualmente riequilibrando: i flussi intra-asiatici sono passati dal 27,1% al 27,6% dei TEU mondiali, mentre Asia–Nord America e Asia–Europa sono diminuiti (rispettivamente dal 12,8% all'11,5% e dal 9,6% al 9,1%). Da gennaio 2024, gli indici di trasporto merci CTS sono passati da una breve fase di rivalutazione post-pandemica a un chiaro raffreddamento. Dopo il forte aumento del 2021–22 (Asia a 270, totale circa 200), i prezzi sono tornati verso il loro intervallo di lungo periodo 60–80 nel 2023, prima di una ripresa più piccola, guidata dall'Asia, nel 2024, che ha lasciato gli indici ancora relativamente elevati nell'ottobre 2024 (Asia a 103, Europa a 74, Nord America a 64). Dall'inizio del 2025, tuttavia, l'aggiustamento è diventato decisamente disinflazionista: da aprile a ottobre 2025, l'indice globale è sceso da 78 a 73, tirata principalmente dall'Asia (da 86 a 80), con Europa e Nord America che si sono ulteriormente ridotte a 67 e 61. Un composito di volume del 70% / 30% ponderato dei prezzi segnala quindi ancora un'espansione del commercio in termini di livello, ma lo slancio si è chiaramente ripreso: l'indicatore misto raggiunge il picco a metà 2024, quando volumi più alti coincidono con tassi temporaneamente più saldi, poi diventa leggermente contrattivo verso la fine del 2025, poiché i prezzi in calo e la crescita asiatica più debole compensano più che i volumi resilienti del Nord America, lasciando il Nord America come unica regione con un segnale misto moderatamente positivo.

Figura 3 – Volume totale globale dei container, mille TEU



Fonti: CTS, Allianz Research

Figura 4 – Boom dell'IA, servizi e reindirizzamento dietro la revisione del potenziale al rialzo del commercio globale, %



Fonte: Allianz Research

In vista del 2026, la crescita commerciale più debole sarà probabilmente trainata da un rallentamento delle esportazioni asiatiche, in particolare da Taiwan, Thailandia, Indonesia, Vietnam e Cina. Tuttavia, le negoziazioni in corso sugli accordi di libero scambio, inclusi quelli con UE, India, ASEAN ed Emirati Arabi Uniti, così come l'attuazione di quelli già firmati (come UE-MERCOSUR), potrebbero rappresentare rischi al rialzo per la crescita commerciale nel 2026 e, a lungo termine, potrebbero contribuire a cambiare la forma del commercio globale in futuro. L'anno che viene non sarà privo di sorprese. Con i dazi che probabilmente verranno annullati dalla Corte Suprema degli Stati Uniti, la Casa Bianca potrebbe ricorrere ad altri strumenti, come la Sezione 338 o la Sezione 122, per mantenerli a un livello elevato. Parallelamente, indagini in corso ai sensi della Sezione 232 potrebbero portare all'introduzione di dazi su nuovi prodotti.

Negli Stati Uniti, il tasso tariffario effettivo probabilmente rimaneva intorno all'11-12% in ottobre, ancora al livello più alto dagli anni '40. Ma probabilmente ci sarà poco margine per ulteriori potenziali in futuro: stimiamo che potrebbe raggiungere al massimo il 14% entro la fine dell'anno. I dati sui dazi raccolti in termini di USD sono già disponibili fino a ottobre, ma i dati sulle importazioni non sono ancora disponibili per calcolare l'aliquota tariffaria effettiva. A giudicare dai dati disponibili (ad esempio l'indice delle importazioni dell'indagine manifatturiera ISM) e considerando la tendenza degli ultimi mesi, il tasso effettivo dei dazi statunitensi probabilmente è aumentato solo marginalmente a settembre e ottobre, rispetto all'11,2% riportato per agosto. In confronto, avevamo stimato un aliquota tariffario teorico del 17% a settembre e del 15% a ottobre, con il divario probabilmente spiegato dalle strategie di mitigazione continue da parte delle aziende. Questo divario probabilmente continuerà a diminuire fino alla fine dell'anno, man mano che i comportamenti adattivi aziendali si sviluppano. Inoltre, una serie di recenti cambiamenti nella politica commerciale statunitense hanno ulteriormente ridotto la nostra stima dell'aliquota teorica dei dazi al 14%. Soprattutto, la lista dei beni esentati dai dazi reciproci statunitensi è stata ulteriormente ampliata, includendo principalmente più prodotti alimentari. Questo è un chiaro segno di un allentamento della politica tariffaria statunitense mentre il consumatore americano inizia a percepire gli effetti: l'inflazione statunitense si è attestata al 3% a settembre (con categorie come caffè e manzo che hanno registrato la più rapida accelerazione dall'inizio dell'anno), poiché le aziende sembrano trasferire i costi più elevati. Stimiamo che l'inflazione sia probabilmente aumentata ulteriormente, raggiungendo il 3,2% a ottobre. A novembre, la Casa Bianca ha emesso un nuovo ordine esecutivo che ha ridotto le tariffe alimentari su tutti i fronti.

Inflazione e banche centrali: divergenze in arrivo

Ci aspettiamo che l'inflazione rimanga saldamente intorno all'obiettivo nell'Eurozona, ma che i superi persistano negli Stati Uniti, nel Regno Unito e in Giappone. Nell'Eurozona, una crescita moderata, aspettative di inflazione del settore privato ancorate e prezzi dell'energia più bassi hanno pesato sull'inflazione per tutto il 2025, mantenendola intorno all'obiettivo del 2% della BCE per la maggior parte dell'anno. Tuttavia, si nota una notevole dispersione regionale, con Spagna, Paesi Bassi e altri paesi più piccoli che registrano una crescita dei prezzi più

elevata. Prevediamo che la dispersione dell'inflazione diminuirà fino al 2026. L'inflazione dell'Eurozona dovrebbe essere leggermente inferiore a causa dei bassi prezzi dell'energia, ma dovrebbe rimanere vicina al 2%. Negli Stati Uniti, l'inflazione si è aggirata intorno al 2,8-3,0% di recente e prevediamo pochi progressi verso l'obiettivo del 2% della Fed entro il 2027, in un contesto di buon slancio di crescita, capacità di risparmio limitata e alte aspettative di inflazione a medio termine del settore privato. Nel Regno Unito, un indebolimento dello slancio della crescita e un mercato del lavoro in allentamento dovrebbero contribuire a moderare le pressioni inflazionistiche persistenti nel 2026, come indicato dai sondaggi aziendali. Si prevede che l'inflazione scenda sotto il 3% entro l'inizio del 2026 e si avvicinerà al 2% entro la fine del 2026. In Giappone, sebbene il bilancio supplementare annunciato dal governo a fine novembre dovrebbe ridurre temporaneamente l'inflazione generale (attraverso sussidi energetici e tagli fiscali), dovrebbe anche stimolare la domanda interna in un contesto già inflazionario di valuta debole e crescita salariale elevata. L'inflazione di base probabilmente rimarrà sopra il 2% nel nostro periodo di previsione, mentre l'inflazione generale dovrebbe essere in media dell'1,9% nel 2026 e del 2,4% nel 2027 (dopo il 3,2% nel 2025).

I mercati del lavoro statunitensi e dell'Eurozona mostrano entrambi segni di resilienza, ma le loro dinamiche stanno in qualche modo divergendo. Negli Stati Uniti, la domanda di lavoro si è attenuata dall'estate, influenzando le recenti mosse di politica monetaria nonostante l'inflazione persistente. Le assunzioni sono appesantite da incertezze politiche, pressioni tariffarie e una debole domanda nel settore non tecnologico (le industrie non ICT rappresentano il 93% dell'economia ma hanno contribuito a meno della metà della crescita del PIL all'inizio del 2025). La debole crescita della forza lavoro, in parte dovuta a un'immigrazione più ristretta, ha impedito che la disoccupazione aumenti più rapidamente, ma i dati recenti indicano che il tasso salirà verso il 4,7-4,8% entro marzo 2026, rispetto al 4,4% di settembre, prima di stabilizzarsi. Al contrario, il mercato del lavoro dell'Eurozona rimane solido, con la disoccupazione stabile al 6,4% per otto mesi, sostenendo la crescita nonostante i venti contrari economici. Si prevede che la crescita dell'occupazione rallenterà, ma con l'accelerazione dell'attività, la produttività dovrebbe migliorare. La crescita dei salari rimane forte ma si prevede che rallenterà gradualmente, aiutando a bilanciare i redditi delle famiglie e l'inflazione. Nel complesso, la stabilità dell'occupazione nell'Eurozona e la crescita moderata dei salari dovrebbero sostenere una ripresa equilibrata, con solo un leggero aumento della disoccupazione previsto nel 2026 prima di stabilizzarsi nel 2027.

Tabella 2: Previsioni di inflazione, annuali, %

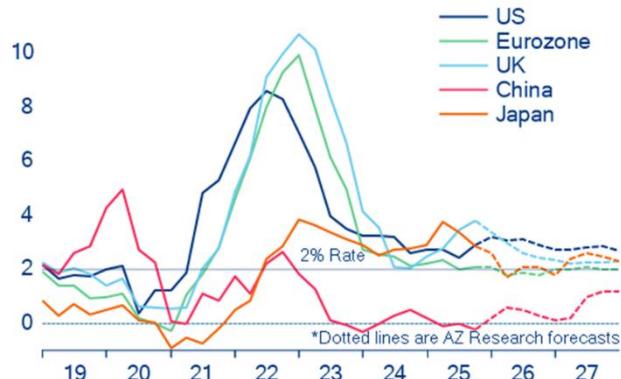
Inflation (yearly %)	2023	2024	2025f	2026f	2027f
Global	6.1	4.5	4.0	3.5	3.0
USA	4.1	3.0	2.8	3.0	2.8
Latin America	14.8	16.6	11.1	9.2	4.9
Brazil	4.6	4.4	5.3	4.3	3.1
UK	7.3	2.5	3.4	2.6	2.3
Eurozone	5.4	2.4	2.1	1.9	2.0
Germany	6.0	2.3	2.2	2.1	2.2
France	4.9	2.0	0.9	1.3	1.6
Italy	5.6	1.0	1.6	1.7	2.0
Spain	3.5	2.8	2.6	2.1	2.1
Central and Eastern Europe	11.0	3.9	5.0	3.9	3.2
Poland	11.4	3.8	3.9	3.1	2.9
Russia	5.9	8.4	8.9	6.1	2.6
Türkiye	53.9	58.5	35.0	25.1	15.7
Asia-Pacific	3.1	2.2	1.3	1.6	1.9
China	0.2	0.2	0.0	0.4	0.9
Japan	3.3	2.7	3.2	1.9	2.4
India	5.7	5.0	2.5	4.2	4.4
Middle East	16.3	10.4	17.3	12.4	9.1
Saudi Arabia	2.5	1.5	1.9	2.6	2.2
Africa	16.9	15.0	11.5	9.1	7.5
South Africa	5.9	4.4	3.1	3.0	3.1

Fonti: nazionale, Allianz Research

Si prevede che la Fed USA effettuerà un ultimo taglio dei tassi a marzo a causa della debolezza del mercato del lavoro. Da quel momento in poi, tuttavia, un'inflazione persistente e un buon slancio di crescita sottostante dovrebbero tenere i responsabili politici in sospeso e riportare l'attenzione ai rischi di inflazione. Sebbene ci siano segnali che la domanda di lavoro si sia stabilizzata, ci aspettiamo che la ripresa del tasso di disoccupazione continui fino all'inizio del 2026, il che manterrà la Fed concentrata sui rischi del mercato del lavoro. Dopo una pausa a gennaio, in mezzo a divisioni interne all'interno del FOMC, ci aspettiamo che la Fed effettui un taglio di 25 punti base a marzo. Più avanti, un buon slancio di crescita, in parte alimentato dall'allentamento monetario, dovrebbe

iniziare a rivitalizzare la domanda di lavoro, alleviando le preoccupazioni della Fed. L'attenzione tornerà quindi alla persistenza dell'inflazione. Il tasso dei Fed Funds si stabilizzerebbe al limite superiore del 3,5%. Tuttavia, con l'aumento delle divisioni interne, potrebbe esserci meno consenso sulle decisioni future. L'equilibrio tra colombe e falchi non cambierà molto, con l'arrivo di alcuni governatori regionali della Fed più aggressivi nel Comitato a 12 membri votanti che compensa un nuovo presidente probabilmente molto conciliatore. La rimozione del governatore Cook, se convalidata dalla Corte Suprema, potrebbe comunque inclinare la bilancia verso tassi dei Fed Funds più bassi di quanto ci aspettiamo.

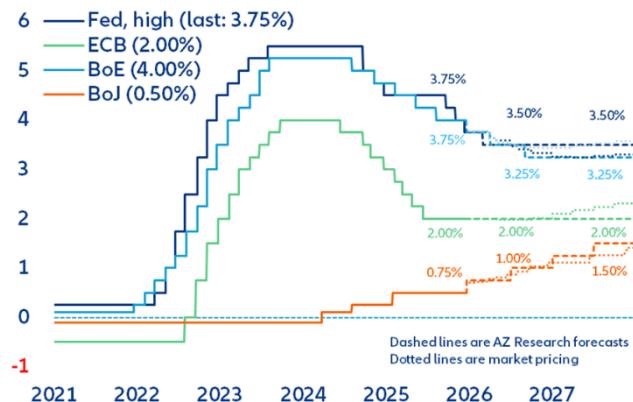
Figura 5: Tassi di inflazione trimestrali, anno e anno, %



Fonti: LSEG Datastream, Allianz Research

La BCE rimarrà in sospeso e, contrariamente ai recenti discorsi e ai prezzi di mercato, non vediamo un aumento dei tassi come il passo successivo più probabile. Si prevede che la BCE mantenga invariato il tasso di deposito al 2,0% in futuro. Sebbene il recente discorso della banca centrale sia diventato più aggressivo e i mercati stiano valutando aumenti come prossima mossa, noi non siamo d'accordo. Anche nel breve termine, i rischi sono inclinati al ribasso, con misure standardizzate della domanda di credito, del sentimento economico, della fiducia dei consumatori e dei PMI manifatturieri che rimangono in territorio negativo. La capacità della Germania di sostenere la crescita della regione nel 2026 è offuscata da venti strutturali contrari dovuti alla burocrazia e alla demografia. La rivoluzione dell'IA avrà piuttosto un impatto negativo sull'inflazione che uno positivo in Europa. Gli effetti sul lato dell'offerta (maggiore produttività del lavoro che porta a una minore domanda di lavoro) probabilmente supereranno gli effetti sul lato della domanda (domanda di investimento per i data center), poiché l'Europa al momento è un "consumatore di IA" e non un "contributore all'IA", con i giganti tecnologici globali presenti altrove. Ultimo ma non meno importante, anche se l'attuale tasso di politica monetaria del 2% si posiziona vicino al tasso neutrale stimato, storicamente era per lo più molto al di sotto di tale tasso. Considerando tutti i venti contrari strutturali, dalla geopolitica alla demografia fino al calo della competitività, sembra più probabile che l'Europa avrà bisogno di sostegno della politica monetaria piuttosto che di restrittività.

Figura 6: Tassi chiave di politica monetaria, %



Fonti: Bloomberg, Allianz Research

Si prevede che la Banca d'Inghilterra realizzerà tagli dei tassi di 50 punti base entro il 2026. La BoE ha mantenuto una tendenza dovish fino al 2025, nonostante il PIL cresca a un ritmo decente e l'inflazione supera ostinatamente l'obiettivo del 2% della Banca. Tuttavia, sviluppi positivi sull'inflazione, un raffreddamento dell'economia e un mercato del lavoro instabile dovrebbero spingere la BoE a continuare a tagliare i tassi fino al 2026, seppur con cautela. L'aumento del National Living Wage e l'incremento dei contributi all'assicurazione nazionale (NI) nell'aprile 2025 hanno inizialmente sostenuto pressioni su salari e prezzi, poiché le aziende hanno trasferito i costi del lavoro più elevati ai prezzi di vendita. Tuttavia, ci sono sempre più prove che queste politiche abbiano iniziato a indebolire la domanda di lavoro, il che dovrebbe alla fine raffreddare le pressioni su salari e prezzi. Prevediamo un taglio di 25 punti base nel Comitato di Politica Monetaria (MPC) di aprile, seguito da un altro a settembre, portando il tasso bancario al 3,25%. Prevediamo un ulteriore taglio durante il 2027, mentre le dinamiche inflazionistiche continuano a normalizzarsi.

La Banca del Giappone probabilmente porterà il suo tasso di politica monetaria all'1,5% entro la fine del 2027, rispetto allo 0,5% attuale. La BoJ ha iniziato il suo ciclo di aumento dei tassi nel marzo 2024, ponendo fine a quasi un decennio di politica negativa dei tassi. Con l'inflazione sottostante ancora elevata, ci aspettiamo che la BoJ continui il suo ciclo di inasprimento. I discorsi del governatore Ueda dall'inizio di questo mese, che hanno evidenziato pressioni inflazionistiche e incertezze economiche in calo, indicano che un aumento di 25 punti base allo 0,75% sarà molto probabilmente presentato durante la riunione di politica monetaria del 18-19 dicembre. Questo allineerebbe il tasso di politica monetaria ai livelli prescritti dalla regola di Taylor. Oltre il breve termine, vedremo ancora altri tre aumenti dei tassi entro la fine del 2027, portando il tasso di politica monetaria all'1,5%. Anche il restringimento quantitativo è probabile che continui: gli acquisti di obbligazioni sovrane giapponesi si riducono di 400 miliardi di JPY ogni trimestre fino a marzo 2026, e di 200 miliardi di JPY da allora per raggiungere acquisti mensili di 2 trilioni di JPY nel primo trimestre 2027. La dimensione del bilancio della BoJ supera il 100% del PIL – in calo rispetto a un picco di circa 130%, ma comunque molto superiore alle banche centrali di altri mercati sviluppati e al di lato dell'era pre-quantitative easing.

Per tutti tranne la Fed, il rapido inasprimento quantitativo continua – finché i mercati riescono ad assorbire l'offerta aggiuntiva in modo ordinato. La BoE, la BCE e la BoJ hanno ancora bilanci significativamente più grandi rispetto alla dimensione dell'economia rispetto alla Fed e rispetto all'area pre-quantitative easing – soprattutto alla BoJ. Ciò significa che gli investitori obbligazionari dovranno assorbire grandi quantità di obbligazioni di Stato in un contesto di deficit fiscali già elevati. Infatti, al ritmo attuale, l'offerta equivalente di obbligazioni pari al 3,2% (BCE), 2,4% (BoE) e 6,4% (BoJ) del PIL nel 2026 dovrà essere assorbita da investitori privati solo dal QT. Questo è in netto contrasto con la Fed, che non solo ha interrotto il QT a dicembre 2025, ma ha anche iniziato a comprare titoli del Tesoro a 40 miliardi di dollari al mese per gestire la liquidità. Questo si traduce in un apporto negativo di debito pubblico dell'1,0% nel 2026, anche considerando un rallentamento di questo "QE iniziale" nel corso del 2026.

Mercati sviluppati: funzionano a due velocità

Si prevede che l'economia statunitense crescerà del +2,5% nel 2026, accelerando dolcemente rispetto al 2025 (+2,1%) mentre l'incertezza politica si allenta, il rilassamento macro guadagna terreno e il capitale dell'IA continua a progredire. Abbiamo alzato notevolmente la nostra previsione del PIL per il 2026 (+0,9 punti percentuali). La forza della spesa per l'IA, in particolare il capitale, ha recentemente sorpreso al rialzo. Stiamo che la sola spesa per l'IA abbia contribuito con più del 25% alla crescita del PIL degli Stati Uniti nel 2025, principalmente grazie al capex. Inoltre, il contributo delle industrie ICT – sia nelle attività manifatturiere (computer, semiconduttori ecc.) sia nei servizi (software e elaborazione dati, progettazione di sistemi informatici, ecc.) – alla crescita del PIL è aumentato rapidamente, raggiungendo oltre 1 punto percentuale. Ci aspettiamo che queste tendenze si rafforzino un po' fino al 2026. Inoltre, la spesa dei consumatori ha resistito bene ai dazi e all'incertezza delle politiche, nonostante il sentimento costantemente depresso registrato nei sondaggi. Le tariffe e la debolezza della creazione di posti di lavoro hanno contribuito al pessimismo. Le famiglie statunitensi hanno continuato a spendere, anche se gran parte della spesa deriva da famiglie più benestanti. Sebbene la spesa dei consumatori rappresenti un rischio chiave al ribasso per le prospettive, riteniamo che il macro easing dovrebbe aiutare a sostenere la domanda di spesa e lavoro nei prossimi trimestri. I tagli fiscali arriveranno fino al 2026 grazie al One Big Beautiful Bill, e ci sono sempre più prove che l'allentamento della Fed da settembre abbia iniziato a tradursi in una maggiore creazione di credito. Prevediamo che la crescita del PIL si raffreddi al +2% nel 2027 a causa del calo dell'euforia per il capex AI e di valutazioni più basse nei mercati azionari.

La crescita dell'Eurozona ha nuovamente dimostrato la sua resilienza economica nel 2025, sfidando le sfide globali e preparando il terreno per una moderata accelerazione nel 2026, guidata dalla riduzione dell'incertezza e dall'impatto fiscale della Germania. La crescita ha superato leggermente le aspettative nel terzo trimestre con un aumento del +0,3% t/t, principalmente dovuto a un rimbalzo degli investimenti (+0,9% t/q rispetto all'-1,7% del secondo trimestre). Tuttavia, il commercio netto ha avuto un impatto negativo sulla crescita per il secondo trimestre consecutivo. Gli indicatori avanti suggeriscono una crescita contenuta alla fine del 2025, in linea con la nostra previsione di una modesta crescita del +0,1% t/q nel quarto trimestre. Guardando al futuro, prevediamo che la crescita dell'Eurozona accelererà in modo sequenziale, rafforzata da una ripresa in Germania con l'entrata in vigore dello stimolo fiscale, anche se ciò si prevede che avvenga solo a partire dalla metà del prossimo anno. Di conseguenza, abbiamo rivisto al rialzo le nostre previsioni del PIL per il 2025 e il 2026 portandole rispettivamente al +1,4% e +1,1% (da stime precedenti di +1,2% e +0,9%), mentre le nostre aspettative per il 2027 rimangono stabili a +1,4%. Escludendo il volatile bilancio nazionale dell'Irlanda, la crescita della regione è molto più debole ma accelera costantemente in futuro (2025-2027: +0,9%, +1,2% e +1,3% escludendo l'Irlanda).

Si prevede che la Germania registrerà una crescita del PIL modesta di appena +0,2% nel 2025, con un miglioramento graduale fino al +0,9% nel 2026 e al +1,3% nel 2027, man mano che le misure fiscali, tra cui il fondo infrastrutture di 500 miliardi di euro e incentivi fiscali per investimenti e ricerca e sviluppo, inizieranno a entrare in vigore. Sebbene questo rappresenti un cambiamento positivo dopo tre anni di contrazione o stagnazione, i progressi restano lenti a causa di venti contrari burocratici della mancanza di riforme significative. Il contributo aggiuntivo alla crescita dei pacchetti di difesa e infrastrutture dovrebbe raggiungere 0,5 punti percentuali e 0,6 punti percentuali nel 2026-27, riflettendo un utilizzo cauto dei fondi, dove le spese si accumulano rapidamente ma non vengono distribuite abbastanza rapidamente da sbloccare il pieno potenziale di crescita. Inoltre, il sentimento aziendale è peggiorato, con le aziende che riportano portafogli ordini più deboli e prospettive in peggioramento, soprattutto nel settore manifatturiero e dei servizi. Di conseguenza, lo slancio economico rimane debole alla fine del 2025 e si prevede una ripresa significativa del PIL solo entro la metà del 2026.

In Francia, la crescita dovrebbe accelerare moderatamente a +1,1% nel 2026, da +0,8%, grazie a un aumento degli investimenti aziendali e delle esportazioni. Il PIL francese è stato frenato da un consumatore molto debole nel 2025, con un basso sentimento aggravato dalla crisi politica. Nel frattempo, gli investimenti residenziali continueranno a sottoperformare in modo inferiore. D'altra parte, gli investimenti aziendali sono aumentati durante l'anno, alimentati da un aumento degli investimenti industriali (in particolare beni capitali) e dell'informazione e comunicazione. Inoltre, lo slancio delle esportazioni si è rafforzato. Ci aspettiamo che queste tendenze continuino nel 2026: l'aumento della spesa per la difesa e le infrastrutture in Europa avvantaggerà le aziende francesi nel settore manifatturiero, mentre l'adozione dell'IA potrebbe sostenere gli investimenti complessivi. Si prevede che le esportazioni di materiali per il trasporto accelereranno.

Si prevede che l'Italia riacquisti un po' di slancio grazie alla ripresa della domanda interna. La revisione al rialzo della crescita del terzo trimestre a +0,1% t/q offre un certo sollievo per il 2025, dopo i precedenti segnali di raffreddamento. Ora prevediamo che l'economia si espanderà di un modesto +0,6% nel 2025, con una crescita che aumenterà fino al +0,7% nel 2026 e al +0,9% nel 2027. Le performance fiscali sono migliorate, con entrate più elevate che hanno contribuito a ridurre il deficit verso l'obiettivo del 3% (anche se ci aspettiamo ancora il 3,3% del PIL quest'anno). I fondi NGEU sostengono le prospettive sia stimolando l'economia sia riducendo la necessità di spesa finanziata dal deficit. Come uno dei principali beneficiari, l'Italia ha assorbito fondi NGEU a un tasso superiore alla media UE (oltre il 70% contro il 55%). Tuttavia, il tasso effettivo di spesa è solo intorno al 45-50%, il che significa che risorse per un valore di circa il 5% del PIL devono ancora essere impiegate. Questo divario suggerisce che, anche se l'Italia ricevesse l'intera allocazione di 194 miliardi di euro entro la fine del 2026, i benefici della crescita probabilmente si estenderanno oltre il 2026. D'altra parte, per il 2027 persistono venti contrari fiscali, soprattutto perché i finanziamenti NGEU sono ora conteggiati come entrate in capitale, il che aiuta ad alleviare le pressioni sul deficit. Anche la stabilità politica ha avuto un ruolo, e gli spread delle obbligazioni di stato italiane a 10 anni sono ora ai livelli più bassi dal novembre 2009.

Lo slancio economico della Spagna rimane solido nonostante i continui tumulti politici, che potrebbero pesare sulle prospettive a medio termine. Revisioni al rialzo della crescita del 2024 (da +3,1% a +3,5%) e un terzo trimestre più forte hanno spinto le nostre previsioni del PIL al +2,9% nel 2025, +2,1% nel 2026 e 2,0% nel 2027 – ancora avanti rispetto ad altre grandi economie dell'Eurozona. Tuttavia, le sfide persistono. L'incapacità del governo di minoranza di approvare un nuovo bilancio per il terzo anno consecutivo significa che opererà con il budget 2023 obsoleto nel 2026, ritardando il ritorno a un calendario fiscale normale. Ci sono anche preoccupazioni sulla capacità della Spagna di assorbire completamente la sua allocazione NGEU di 164 miliardi di euro prima della scadenza del 2026, con poco più del 40% finora sborsato da poco più del 40%. Perdere opportunità significherebbe la perdita di opportunità di investimento e riforme, limitando potenzialmente la crescita a lungo termine. Per quanto riguarda i prezzi, persistono pressioni inflazionistiche contrastanti: l'allentamento dei costi energetici è compensato da persistenti aumenti dei prezzi dei servizi e dei prodotti alimentari, che mantiene l'inflazione complessiva vicino al 3% verso la fine del 2025. L'inflazione di base rimane stagnante a causa della forte domanda interna e della crescita dei salari, mentre la recente volatilità dei prezzi dell'energia ha ulteriormente messo a dura prova i bilanci delle famiglie.

La crescita nel Regno Unito dovrebbe raffreddarsi nel 2026 fino all'+1,0%, man mano che le attività unice che favoriscono la crescita diminuiscono. Nel 2025, l'economia britannica dovrebbe crescere di un discreto +1,4%, sostenuta da forti investimenti aziendali e residenziali in vista dei previsti aumenti delle tasse. La rapida crescita dei salari, alimentata dalle politiche governative, ha contribuito anche ad alimentare la spesa dei consumatori (+0,9% previsto, dopo -0,2% nel 2024). Ma pensiamo che la maggior parte di questi fattori, per lo più guidati dalle politiche, svanirà fino al 2026. La politica fiscale è diventata più prevedibile dopo il bilancio autunnale, senza cambiamenti importanti nella legislazione annunciati per il 2026. Sia gli investimenti residenziali che quelli aziendali sono destinati a normalizzarsi, anche se la spesa per infrastrutture pubbliche dovrebbe mantenere un forte slancio. Rimaniamo però più positivi sulla spesa dei consumatori (+1,1% previsto), grazie all'allentamento dell'inflazione. La crescita del PIL dovrebbe riprendere leggermente nel 2027 (+1,2%), supportata dal passato allentamento monetario, anche se l'economia ha poca capacità di crescita molto più veloce.

Le prospettive a breve termine del Giappone sono supportate dall'ultimo piano di stimolo del governo: prevediamo una crescita del PIL di +1,4% nel 2026 e +1% nel 2027, dopo il +1,4% nel 2025. Il bilancio supplementare per l'anno fiscale 2025, annunciato a fine novembre, ammonta a 21,3 trilioni di JPY (3,3% del PIL), incluse misure che affrontano l'aumento del costo della vita, gli investimenti a lungo termine e la spesa per la difesa. Il pacchetto ci ha portato a rivedere il lato rialzista delle previsioni di crescita per il Giappone – sebbene in modo meno ambizioso di quanto il governo presuma, poiché abbiamo tenuto conto delle incertezze riguardo al momento preciso dell'attuazione di alcune misure e al potenziale inasprimento delle condizioni finanziarie. Nel complesso, le prospettive economiche dovrebbero essere sostenute da una ripresa della domanda interna (soprattutto dei consumi privati e pubblici) e da una riduzione dei rischi esterni grazie all'accordo raggiunto con gli Stati Uniti.

Mercati emergenti: selettività dopo un anno di rally

Le prospettive economiche della Cina rimangono resilienti nonostante le esportazioni superate e la domanda interna debolita, e si prevede un sostegno politico continuo anche nel 2026. Stiamo rivedendo al rialzo le nostre previsioni di crescita del PIL per la Cina, portandole al +5% nel 2025 (+0,2 pp), +4,7% nel 2026 (+0,5 pp) e +4,4% nel 2027 (+0,1 pp). La crescita ha superato le aspettative, sostenuta da una domanda esterna più forte del previsto (e da importazioni deboli). Questo aumento è stato guidato dal front loading degli Stati Uniti nella prima metà dell'anno, dal reindirizzamento strategico per aggirare i dazi, dall'espansione delle quote di mercato nel resto del mondo, da una valuta più debole e da prezzi competitivi. Nel frattempo, la domanda interna fatica ancora a riprendersi in modo sostenibile, con ulteriore supporto politico necessario e probabilmente annunciato entro il primo trimestre del 2026. In questo contesto, e con molti settori in sovraccarico, le pressioni sui prezzi rimangono basse. Abbiamo rivisto al ribasso le nostre previsioni di inflazione allo 0% nel 2025, allo 0,4% nel 2026 (-0,6 pp) e allo 0,9% nel 2027 (-0,6 pp).

I mercati emergenti, esclusa la Cina, dovrebbero crescere del +3,6% nel 2025, del +3,7% nel 2026 e del +3,8% nel 2027. Oltre ai complessi, le idiosincrasie significano che potrebbe essere necessario un posizionamento selettivo e tattico per il 2026. I mercati emergenti (EM) nel complesso rimangono resilienti, godendo ancora di un ciclo più positivo rispetto ai mercati sviluppati e generalmente solide posizioni esterne. Il sostegno di un basso USD e del ciclo di allentamento della Fed ha permesso a molte banche centrali emergenti di tagliare i tassi più del previsto nel 2025. Ma entrando nel 2026, ci aspettiamo che l'allentamento rallenti e alcuni paesi potrebbero affrontare un rallentamento dello slancio in futuro (ad esempio India, Indonesia, Romania, Russia o Taiwan). Nel frattempo, i deficit del conto corrente si sono ampliati per alcuni paesi emergenti (come Argentina, Cile, Colombia, Indonesia, Filippine, Romania, Turchia), mentre gli surplus si sono trasformati in deficit per altri (ad esempio Arabia Saudita, Repubblica Ceca, Polonia), richiedendo un attento monitoraggio. Infine, le incertezze politiche potrebbero rappresentare rischi al ribasso, specialmente in America Latina e nell'Europa emergente.

Tabella 3: Principali fattori e sfide per le economie dei mercati emergenti

Emerging Asia, excluding China	<p>We have revised up our growth forecasts for Asia-Pacific overall, to +4.5% in 2025 (+0.3pp), +4.2% in 2026 (+0.5pp) and +4% in 2027 (+0.1pp), reflecting a milder slowdown going forward than previously expected. The economic outlooks were revised on the upside for most major economies in the region, except for the Philippines and Thailand – in part reflecting political uncertainties and comparatively weaker export competitiveness. In contrast, upwards revisions were particularly large for economies such as Taiwan and Vietnam. For most of the region, an economic slowdown is expected by 2027 as the negative impact of the US trade war is digested and domestic monetary easing runs its course.</p> <p>Inflation is generally contained in the region, being within central banks' target ranges in many cases (e.g. Indonesia, South Korea), while others see below-target inflation (e.g. India, the Philippines, Taiwan, Vietnam) or even deflationary pressures (e.g. China, Thailand). On aggregate, inflation for Emerging Asia excluding China overall is forecast at 2.1% in 2025, 2.9% in 2026 and 2.7% in 2027. This is coherent with the fact that most central banks in the region are likely nearing the end of their monetary easing cycles, with many having cut policy rates more than previously expected in 2025.</p> <p>In terms of geopolitical risks, the top potential flashpoints in the region are located in the Taiwan Strait, the South China Sea and the Korean peninsula. The latest bilateral tensions between China and Japan require monitoring, as well as the Cambodia-Thailand conflict and the relations between India and Pakistan.</p>
Emerging Europe	<p>Growth in Emerging Europe is set to gradually strengthen through 2026, supported by resilient domestic demand and a rebound in investment as EU Recovery and Resilience Facility funds are deployed ahead of their mid-2026 deadline. However, the recovery will remain uneven across the region. Czechia and Poland are expected to outperform, with Czechia benefiting from broadening growth beyond consumption and Poland from a renewed pickup in investment activity and solid household demand. By contrast, Hungary and Romania are likely to lag behind: Hungary's pre-election fiscal expansion is failing to translate into stronger activity, while Romania's sizeable fiscal consolidation will weigh on short-term growth prospects. External demand will provide only limited support given weak European industrial momentum and the lingering impact of US-EU trade frictions, particularly in automotive supply chains. Growth in the region will average +2.6% in 2026 and +2.7% in 2027.</p> <p>Inflation across the region will remain above central bank targets in 2026, reflecting persistent core pressures and firm domestic demand. Disinflation has slowed, with price stickiness particularly evident in services and housing. While temporary base effects may ease headline rates in some countries, underlying inflation will stay elevated. Inflation will average 3.9% in 2026. Convergence toward target is expected only in 2027, with inflation expected to average 3.2%.</p> <p>Monetary easing is nearing completion. In Poland, the central bank is expected to deliver one final rate cut in early 2026 before pausing, while other central banks are likely to stay on hold at least through the first half of the year. The Czech National Bank is expected to maintain its current stance amid firm growth and persistent core inflation. Hungary's NBB is expected to stay on hold at least until the elections, and Romania's NBR is unlikely to begin easing before mid-2026 as inflation remains elevated.</p> <p>Turkey is heading towards 2026-27 showing signs of overheating amid sticky inflation and tighter-for-longer monetary policy. Growth remains close to potential (+3.5% in 2026 and +3.8% in 2027), but external vulnerabilities – large financing needs, a still-significant current account deficit and dependence on portfolio inflows – continue to pose a risk despite improving reserve dynamics. Political pressures ahead of the 2027 election cycle and persistently high inflation remain the key factors to watch.</p>
Latin America	<p>Latin America enters 2026-27 with a mixed but generally resilient outlook, with GDP growth forecast at around +2.4% per year. Argentina shows clearer stabilization and easing inflation, though liquidity constraints remain. Brazil's growth should stay slightly below the regional average, with hesitant monetary easing during a politically charged 2026 election year. Mexico continues to benefit from North American supply-chain integration, but weaker remittances and softer consumption weigh on momentum, and the USMCA review in July 2026 adds a key policy risk. The Andean region retains selective pockets of strength, such as Chile, though political uncertainty – most notably Peru's April 2026 vote – could limit the upside. Colombia faces the sharpest headwinds as lower commodity prices, cooling domestic demand and persistent fiscal concerns curb growth prospects. A crowded electoral calendar in 2026-27, combined with moderating commodity prices, persistent domestic inflation and tighter fiscal stances, will increase social and political risk in the region amid increased militarization.</p>
Africa and the Middle East	<p>The USD depreciation, tariff shock and low global oil prices continue to have diverging impacts across the region. Yet, growth holds, up given solid fundamentals. Africa is set to grow by +4% in 2025 and 2026. The Middle East is set to grow by +2.6% in 2025 and +3.2% in 2026 following an upward revision, given the mitigated impact of low oil prices, with increased debt issuance and higher oil production from previous years. Inflation continues to fall, especially in those countries hit by price shocks in 2024.</p> <p>In Africa, limited exposure to the US market helped most countries avoid the tariff shock – except for South Africa – while benefiting from rising commodity prices. Gold, silver and copper exporters (Ghana, Zambia and South Africa) benefited from price surges. Financing conditions improved with a depreciated USD, lowering import costs, and reducing yields, even though these remain above pre-Ukraine war levels, except for South Africa, which saw a larger decline. Many countries in the continent went back to the Eurobond market, almost doubling issuance from previous year. African equities rallied, outperforming developed peers, with the S&P Africa 40 Index growing 50% YTD.</p> <p>In the Middle East, low oil prices impacted fiscal positions across the region, prompting countries to turn to debt markets to support high spending. Bahrain remains the weakest sovereign in the GCC, and the UAE remains the most diversified economy in the region, with strong non-oil growth. Saudi Arabia (KSA) and Kuwait continue to be highly dependent on oil, but the large sums of FX reserves at the central bank and low debt ratios have supported economic activity and allowed spending to continue. In KSA, spending has been recalibrated from big infrastructure projects to other areas as AI. Qatar is expected to outperform in 2026, given the coming online of important new gas fields. The cease-fire between Hamas and Israel and the government normalization in Syria and Lebanon are supporting growth in a region hit by conflict for over a decade. General elections in Israel by October 2026 are the regional political event to watch as support for the Netanyahu coalition will be tested. Egypt, the region's most populated country, is emerging from a deep crisis. Growth is expected above +4% in the 2025/27 period with the potential return of traffic through the Suez Canal, which will largely benefit revenues.</p>

Corporazioni: gli utili continueranno a crescere in mezzo alla frammentazione e alla divergenza dei capitali

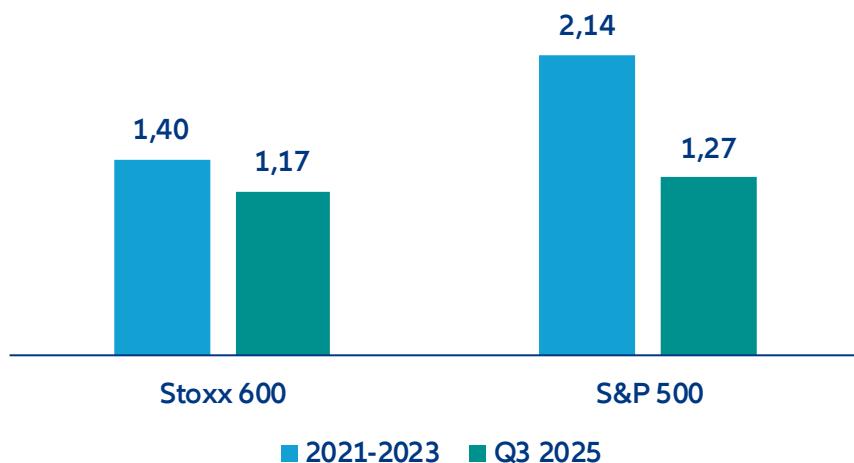
I profitti aziendali sono destinati a forti guadagni nel 2026. Dopo un 2025 sorprendentemente solido, le aziende globali stanno entrando nel 2026 con un forte slancio negli utili e margini in espansione. Negli Stati Uniti, i profitti del terzo trimestre 2025 sono aumentati del +15% su base annua, con l'82% delle aziende che ha superato le aspettative. È importante sottolineare che la crescita si è ampliata oltre i giganti tecnologici dei "Magnificent 7". Si prevede che gli utili crescano a doppia cifra nel 2026, trainati dall'industria tecnologica ma anche dall'industria industriale (aerospaziale e difesa, beni capitali), dal consumo discrezionale (principalmente servizi ma anche l'industria automobilistica, che beneficia di una valutazione positiva post-tariffa) e dalla biotecnologia. Quest'ultima dovrebbe registrare una crescita notevole, guidata dalla disciplina dei costi ma anche dalla domanda resiliente, grazie a esternalità positive interne (tasse e tagli delle aliquote) ed esterne (impulso alle esportazioni dovuto al dollaro statunitense più deboli). I margini di profitto già elevati dovrebbero aumentare ulteriormente nel 2026, man mano che le aziende trarrebbero beneficio dalla ristrutturazione (dai licenziamenti alla riduzione degli uffici) e dagli investimenti in strumenti di produttività come l'IA. L'Europa si sta preparando a una ripresa: mentre gli utili dell'Eurozona sono cresciuti solo del +1% nel terzo trimestre, gli indicatori stanno diventando positivi e il consenso prevede un aumento dell'EPS del +12% nel 2026, guidato in particolare dalla performance ancora solida del settore bancario ma anche dalle imprese di beni di consumo discrezionali, che dovrebbero sfruttare la prevista ripresa dei consumi in condizioni macroeconomiche favorevoli il prossimo anno. In particolare, escludendo un settore automobilistico insolitamente debole, il quadro dei profitti in Europa appare molto più sano. Il risultato è un mondo in cui gli utili delle aziende statunitensi sono in vantaggio, l'Europa recupera e persino una Cina sottomessa si sta stabilizzando. Salvo shock, margini in espansione e modesti venti favorevoli ai ricavi (aiutati dall'allentamento della politica dei tassi e dalla pressione inflazionistica contenuta) dovrebbero tradursi in un altro anno di crescita robusta dei profitti, anche se qualsiasi delusione sull'IA o un aumento dell'incertezza commerciale e (geo)politica potrebbe innescare volatilità.

Le divergenze di settore si stanno ampliando, con il settore tecnologico che continua a prosperare. Le prospettive di profitto per il 2026 variano nettamente a seconda del settore. La tecnologia rimane il vincitore di spicco, alimentata dalla crescita secolare della domanda digitale. Il boom dell'IA non solo ha stimolato il capex per i leader tecnologici, ma sta già aumentando gli utili, che dovrebbero salire ben oltre la doppia cifra il prossimo anno. Ma più forti sono le aspettative, maggiori sono i rischi di deludere e subire una correzione dei prezzi di conseguenza. Anche le aziende farmaceutiche stanno vivendo un ciclo solido, impegnandosi finora quest'anno per 440 miliardi di USD per nuovi stabilimenti di produzione di farmaci negli Stati Uniti. L'assistenza sanitaria è relativamente protetta da oscillazioni cicliche e sta cavalcando un'onda di innovazione (ad esempio trattamenti eccellenti per l'obesità). Al contrario, il settore automobilistico sta ancora affrontando delle sfide. L'industria automobilistica europea in particolare affronta il suo periodo più difficile degli ultimi decenni, colpita dalla costosa transizione elettrica e dalla forte concorrenza dei rivali cinesi dei veicoli elettrici. La produzione automobilistica tedesca è calata negli ultimi anni per adattarsi all'indebolimento della domanda, principalmente danneggiata dal periodo di alta inflazione e tassi d'interesse, con nuovi dazi statunitensi che si aggiungono ai problemi quest'anno. I punti positivi sono nicchie come gli ibridi e i fornitori che si stanno orientando verso nuove tecnologie, ma in generale l'automotive è stata tra i peggiori risultati di quest'anno in termini di utili. Il settore ha una storia di adattamento e resilienza, che contribuiscono a una sorpresa positiva nel 2026 con una ripresa più rapida del previsto. Tuttavia, gli investitori allocheranno risorse ai vincitori nel 2026 (IA, sanità, manifattura di alto livello) mentre ristrutturazioni e tentativi continueranno in settori come quello automobilistico. Le prospettive aziendali complessive sono positive, ma il successo sarà molto specifico per settore nel prossimo anno.

I bilanci aziendali sono allungati ma ancora solidi. Nonostante i costi di indebitamento ancora elevati, la maggior parte delle grandi aziende ha evitato una crisi di leva. Nel complesso, le finanze aziendali rimangono sane, con ampia liquidità e alti profitti. Le aziende hanno passato l'ultimo decennio a liquidare il debito a tassi bassi, e molte hanno rafforzato le proprie riserve di liquidità, mantenendo sotto controllo la leva netta. In effetti, la leva complessiva rimane gestibile secondo gli standard storici. Detto ciò, oggi le aziende statunitensi di alta qualità affrontano rendimenti vicini al 5% sulle nuove emissioni (contro circa il 3,5% in media negli ultimi 15 anni), il che significa che il rifinanziamento sarà più costoso. Le società fortemente indebite e i piccoli mutuatari senza margini

di liquidità potrebbero vedere le spese di interesse consumare i guadagni. I tassi di insolvenza, pur essendo ancora bassi, sono aumentati dal minimo del 2021, soprattutto nel credito ad alto rendimento. La buona notizia è che banche e mercati obbligazionari rimangono aperti a emittenti solidi, e molte aziende hanno rifinanziato o elevato proattivamente (vedi Figura 7). Con la Fed che probabilmente ridurrà gradualmente i tassi, i carichi degli interessi potrebbero stabilizzarsi, ma una gestione prudente della cassa sarà cruciale, soprattutto in un nuovo ambiente aziendale dominato dalla tecnologia IA, il cui sviluppo e implementazione potrebbero risultare costosi e non offrire alcuna garanzia sui rendimenti (entità e tempistiche).

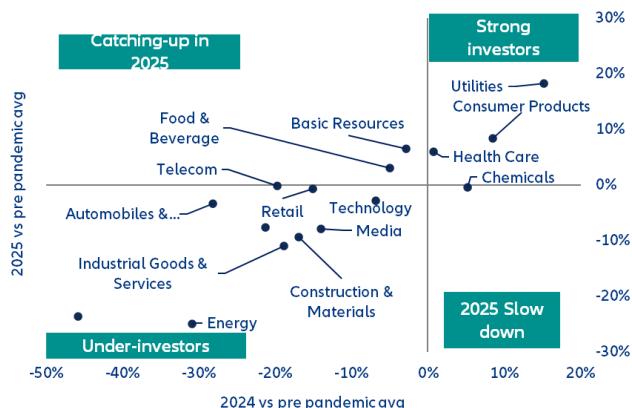
Figura 7: Rapporti debito/Patrimonio netto



Fonti: LSEG Workspace, Allianz Research

Un boom degli investimenti, guidato dall'IA, sta trainando la maggior parte della spesa in conto capitale, ma alcuni settori devono accelerare. I timori di un rallentamento economico non hanno impedito alle aziende di spendere in modo aggressivo su progetti strategici – specialmente nel settore tecnologico. Il boom continuo dell'IA sta dando il via a un'ondata di capex. Le quattro maggiori aziende tecnologiche statunitensi prevedono insieme di spendere quasi 400 miliardi di USD in capex legati all'IA nel 2026, un salto sorprendente rispetto a circa 150 miliardi di USD nel 2023 per quello che oggi è considerato il più grande ciclo di investimento di sempre: il peso economico dell'attuale investimento è almeno del 30%, superiore al ciclo delle dot-com alla fine degli anni '90. Infatti, Wall Street stima che gli investimenti globali in capitale in IA raggiungeranno i 571 miliardi di dollari nel 2026, mentre le aziende si affrettano ad espandere i data center e la potenza di calcolo. Questo ciclo di investimenti si estende ben oltre la Silicon Valley. La domanda di infrastrutture di IA si sta riversando nella costruzione (per costruire server farm), nelle utility (che alimentano chip a grande consumo energetico) e negli industriali (fornitori di chip, cloud e software per fornire e gestire server di data center) lungo la catena di approvvigionamento. Molte aziende stanno anche accelerando piani di capex più ampi per sfruttare gli incentivi governativi. Negli Stati Uniti, le nuove agevolazioni fiscali stanno facendo avanzare gli investimenti nella manifattura e nella tecnologia. Il tono dei team di gestione è ottimista: le previsioni aziendali tendono fortemente a favore di una spesa più elevata piuttosto che di tagli. Dopo un periodo di cautela durante gli aumenti dei tassi, le aziende sembrano ora pronte ad aprire i portafogli. Gli operatori dell'hardware tecnologico e del cloud, ad esempio, stanno segnalando arretrati di capacità e ampliamento dei budget a due cifre, partendo dal presupposto audace che la domanda crescerà di conseguenza. Nel 2026 il ciclo degli investimenti privati dovrebbe rimanere solido, con la rivoluzione dell'IA al centro, ma potremmo vedere gli investitori diventare più attenti al ritmo di adozione dell'IA e alla traiettoria di redditività dell'intero ecosistema, diventando più selettivi su cosa comprare/finanziare. Poiché alcuni settori sono rimasti indietro negli investimenti (vedi Figura 8), dovrebbero sfruttare bilanci più forti e tassi di interesse più bassi per recuperare in termini di capitale e beneficiare della continua espansione economica guidata dall'IA.

Figura 8: Rapporti di reinvestimento per i settori globali



Fonti: Bloomberg, Allianz Research

Note: Il rapporto di reinvestimento misura quanta liquidità disponibile di un'azienda viene reinvestita nell'azienda, principalmente tramite capex

Le fratture geopolitiche stanno rimodellando le catene di approvvigionamento, spingendo le imprese a costruire resilienza. Le sale riunioni mondiali restano fissate sulla frammentazione globale, dalle tensioni tra Stati Uniti e Cina alle interruzioni legate alla guerra. Una tendenza chiara è il parziale disinnesamento delle catene di approvvigionamento centrate sulla Cina: la quota cinese delle importazioni di beni statunitensi è crollata dal 14% nel 2024 a circa poco meno del 10% nell'agosto 2025, mentre le aziende statunitensi si diversificano verso Messico, Sud-est asiatico e altri partner. Questo "de-rischio" presenta alcune limitazioni poiché c'è un notevole redrawing del commercio globale. Inoltre, tali cambiamenti comportano costi iniziali: duplicazione dei fornitori, costruzione di nuove strutture e spesso costi di trasporto più elevati. Di conseguenza, l'inventario è diventato un cuscinetto chiave che le aziende devono gestire con attenzione. Le scorte delle imprese statunitensi restano elevate, anche se hanno iniziato a normalizzarsi man mano che gli shock di offerta si attenuano – il rapporto complessivo inventario/vendite era di 1,37 alla fine del 2025, in calo rispetto a 1,41 dell'anno prima, mentre le aziende si preparavano già a un possibile secondo mandato di Trump. In Europa, i produttori critici stanno accumulando componenti in un contesto di sicurezza energetica e preoccupazioni geopolitiche, poiché la regione rimane dipendente dalla Cina per alcuni input critici che svolgono un ruolo fondamentale nella digitalizzazione in corso (ad esempio chip, batterie elettriche). Il 2025 ha visto anche una nuova tendenza nella consolidazione opportunistica delle scorte alimentata dal maggiore potere d'acquisto dell'euro. Ci aspettiamo che il 2026 porti un po' di sollievo, poiché la politica commerciale statunitense dovrebbe essere un po' più prevedibile rispetto al 2025, ma l'era senza attriti è finita. Le aziende stanno effettivamente acquistando una polizza assicurativa tramite una produzione diversificata e magazzini leggermente più pieni. Il vantaggio è una minore vulnerabilità a esplosioni geopolitiche, ma il prezzo rappresenta un impatto marginale all'efficienza e potenzialmente a maggiori esigenze di capitale circolante.

L'aumento globale delle insolvenze dovrebbe rallentare al +3% nel 2026 rispetto al +6% del 2025, oscurando le insolvenze in declino nella maggior parte dei paesi e le divergenze regionali. Prevediamo una diminuzione limitata nel 2027. Il nostro indicatore principale mostra attualmente un aumento del +6% da inizio anno a livello globale per il terzo trimestre del 2025, con una tendenza al rialzo persistente nella maggior parte dei paesi nonostante livelli già elevati. Prevediamo che il 2025 si concluderà con l'aumento o la stabilità delle insolvenze aziendali in due terzi dei paesi, rappresentando il 70% del PIL mondiale, e con tre paesi su quattro che supereranno i livelli 2016-2019. Gli aumenti più significativi sono previsti a Hong Kong, Turchia, Grecia, Italia e Svizzera in termini relativi (+44%, +40%, +40%, +35% e +28% anno su anno, rispettivamente), e in Italia, Germania, Svizzera, Francia e Stati Uniti in termini assoluti (+3.400 casi, +2.500, +2.400, +1.900 e +1.800, rispettivamente). I cali più significativi sono probabili in India (-27%), Russia (-25%), Canada (-22%) e Paesi Bassi (-15%). Guardando al 2026, si prevede che l'aumento globale delle insolvenze continui, seppur a un ritmo più lento del +3%, per il quinto anno consecutivo, trainato principalmente dal Nord America (+4%) e dall'APAC (+4%). L'Europa occidentale sarebbe un'eccezione sul lato negativo (-2%), con la maggior parte dei paesi nell'intervallo -5%/0, indicando comunque un numero prolungato elevato di casi. Le nostre previsioni per il 2027 prevedono una tendenza al ribasso più diffusa, con tutte le regioni che contribuiranno alla dinamica tranne l'APAC, che potrebbe comunque essere sostenuta dalla Cina

(+4% con la Cina, -4% escludendo la Cina). Le diminuzioni regionali sarebbero moderate, con tre paesi su quattro che registreranno un numero inferiore di insolvenze. Il nostro indice principale rimarrebbe però del +22% superiore alla media 2016-2019 nel 2027, con livelli più bassi in Nord America (+14%) e APAC (+14%).

Prospettive sui mercati dei capitali: resilienza nonostante le condizioni del ciclo finale

I mercati dei capitali si sono dimostrati forti nonostante le condizioni del ciclo finale. Con la fine di un anno volatile, le azioni globali segnano il terzo anno consecutivo di solidi guadagni vicino al +20%, mentre i tassi di interesse sono rimasti sostanzialmente stabili nonostante il forte flusso di notizie, gli spread creditiziani sono ai minimi storici e la debolezza del dollaro si è fermata nella seconda metà del 2025. Sotto la superficie, la cautela domina: le azioni della difesa e l'oro sono stati i performer più importanti dell'anno – non l'IA. Guardando al futuro, ci aspettiamo che tassi e valute si muovano in gran parte lateralmente e che i rendimenti azionari si moderino, anche se non crollino, man mano che il boom dell'IA rallenta a un ritmo più costante. Il dollaro statunitense dovrebbe rimanere stabile, supportato da una Fed più aggressiva di quanto i mercati attualmente prevedono. I mercati privati affrontano un anno cruciale nel 2026: l'aumento degli investimenti in energia e reti elettriche e, il continuo slancio dell'IA e i cambiamenti nelle valutazioni immobiliari rivelano dove il valore a lungo termine sta riemergendo, anche mentre gli asset più deboli sono sotto pressione.

Tabella 4: Previsioni del mercato dei capitali

Capital Markets: Eurozone and US year-end figures							Capital Markets: UK, Emerging Markets, FX year-end figures								
EMU	Last*	Unit	2023	2024	2025f	2026f	2027f	UK	Last*	Unit	2023	2024	2025f	2026f	2027f
Government Debt								Government Debt							
ECB deposit rate	2.00	%	4.00	3.00	2.00	2.00	2.00	BoE rate	4.00	%	5.25	4.75	3.75	3.25	3.25
10y yield (Bunds)	2.86	%	2.03	2.36	2.90	2.50	2.50	10y yield sovereign (Gilt)	4.51	%	3.54	4.57	4.50	4.10	4.00
10y EUR swap rate	2.94	%	2.48	2.39	2.90	2.30	2.30	Investment grade credit spreads	81	bps	134	91	80	100	115
20y EUR swap rate	3.21	%	2.51	2.39	3.20	2.50	2.50	High-yield credit spreads	418	bps	515	364	420	450	470
Italy 10y sovereign spread	70	bps	168	117	70	80	80	Equity							
France 10y sovereign spread	72	bps	53	83	70	90	70	FTSE 100 (total return p.o.)	22 ytd	%	8	10	22	5	5
Spain 10y sovereign spread	46	bps	97	70	50	60	50	Emerging Markets							
Corporate Debt								Government Debt							
Investment grade credit spreads	77	bps	135	101	80	100	115	Hard currency spread (vs USD)	166	bps	215	202	170	200	210
High-yield credit spreads	270	bps	395	311	270	350	375	Local currency yield	6.34	%	6.19	6.39	6.30	5.80	5.70
Equity								Equity							
Eurostox (total return p.o.)	23 ytd	%	19	10	23	9	7	MSCI EM (total return p.o. in USD)	32 ytd	%	10	8	32	11	9
US	Last*	Unit	2023	2024	2025f	2026f	2027f	FX & Commodities	Last*		2023	2024	2025f	2026f	2027f
Government Debt								EUR USD	1.16	\$ per €	1.10	1.04	1.16	1.16	1.18
Fed Funds rate (high)	4.00	%	5.50	4.50	3.75	3.50	3.50	Oil (Brent)	63	\$ per bl	78	75	63	61	67
10y yield (Treasuries)	4.14	%	3.87	4.57	4.10	4.20	4.10	Natural gas (Dutch TTF)	27	€ per MWh	32	49	27	32	30
Corporate Debt								Sources: LSEG Datastream, Bloomberg, Allianz Research							
Investment grade credit spreads	78	bps	104	82	80	95	120	Notes: Year end figures							
High-yield credit spreads	291	bps	334	292	290	345	400	* As of 10 Dec 2025							
Equity															
S&P 500 (total return p.o.)	19 ytd	%	26	25	19	11	8								

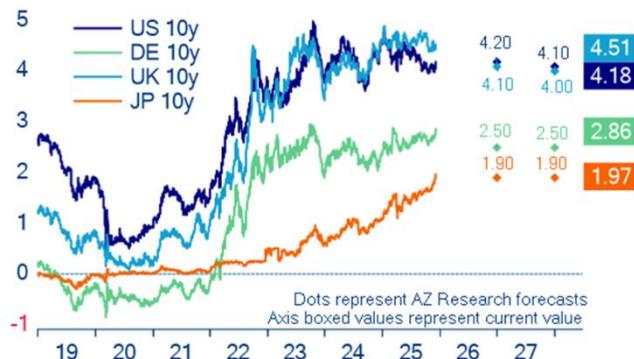
Fonti: LSEG Datastream, AIM

Obbligazioni di governo: Spostati nella pancia e cerca il carry. Le curve dei rendimenti dei titoli di stato negli Stati Uniti, nel Regno Unito e nell'Eurozona stanno entrando in una tendenza di appiattimento ribassista nel ciclo finale del ciclo, in cui il termine corto si aggiusta alla fine dei cicli di allentamento monetario, mentre il lungo riflette gradualmente una prospettiva di crescita e inflazione associata a un atterraggio morbido. I tassi terminali a breve termine si stabilizzeranno al 3,5% negli Stati Uniti, 2,0% nell'Eurozona e 3,25% nel Regno Unito. Il front end statunitense sarà circondato da una maggiore volatilità dovuta all'inquietudine del mercato deposito statunitense dovuto all'attrito nell'assorbimento dell'aumento dell'emissione di T-Bill e nonostante gli acquisti della Fed. Nel corso del 2026, il rendimento a lungo termine si stabilizzerà al 4,25% per i Treasury statunitensi a 10 anni, al 2,5% per i Bund tedeschi a 10 anni e al 4,5% per i Gilt britannici a 10 anni. L'incertezza fiscale rimane il rischio al rialzo predominante in questo scenario. Negli ultimi anni, i mercati hanno già registrato deficit costantemente più alti grazie a un forte aumento dei premi a termine, ma un altro shock espansivo potrebbe rapidamente rimodellare le curve dei rendimenti e portare a un ripido ribassista. Vediamo un rischio più marcato di questo negli Stati Uniti e in Giappone rispetto al Regno Unito e all'Eurozona. In tali ambienti di ciclo tardo, con i rischi raggruppati all'estremità lunga della curva, gli investitori obbligazionari non possono affidarsi esclusivamente a strategie a lunga durata, ma dovrebbero concentrarsi anche sull'ottimizzazione del carry. In questo contesto, il segmento relativamente ripido delle curve emerge come punto ideale, permettendo di beneficiare dello scenario di atterraggio morbido senza un'esposizione sproporzionata a possibili riprezzati del premio a termine. Confrontando le diverse curve delle obbligazioni di stato, preferiamo la duration europea rispetto ai Treasury statunitensi, utilizzando il differenziale a termine dei premi come uno specchio di una migliore disciplina fiscale. I giuri d'oro appaiono attraenti rispetto ai Treasury statunitensi e persino ai Bund tedeschi. Anche dopo il recente rally, continuano a scambiarsi vicino ai livelli

© Allianz 2025

più bassi degli ultimi dieci anni, mentre i recenti sforzi fiscali per riconquistare la credibilità del mercato creano una strada più chiara per la Banca d'Inghilterra per tagliare i tassi.

Figura 9: Rendimenti delle obbligazioni di Stato in %



Fonti: LSEG Datastream, AIM

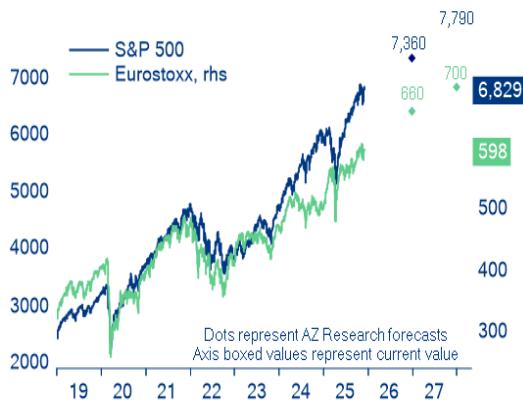
La convergenza degli spread dell'EGB si allinea con l'allineamento del rischio fiscale. Sebbene i mercati spesso enfatizzino le differenze negli spread sovrani dell'Eurozona, il tema sottostante qui rimane la convergenza. In termini assoluti, le obbligazioni di Stato europee (EGB) ora stanno valutando un rischio fiscale più elevato, come dimostrano gli spread generalmente più ampi degli asset swap (ASW). Tuttavia, questo rischio è diventato più uniformemente distribuito. L'intervallo di spread ASW non è stato così ristretto dalla crisi dell'euro, e sia la media che la media convergono, indicando che i rischi vengono valutati in modo più simmetrico. Ciò suggerisce che il mercato stia assegnando un premio comune di rischio fiscale ai sovrani europei. Per certi versi, questo ricorda la situazione precedente all'introduzione dell'euro, quando gli sviluppi spread erano all'avanguardia del progresso istituzionale. Per invertire la tendenza attuale alla convergenza, l'Europa dovrebbe attuare un cambiamento di politica dirompente che porti a una rinnovata frammentazione, come visto durante la crisi dell'euro del 2012. Dato l'attuale contesto geopolitico, in cui l'integrazione fiscale avanza attraverso il bene comune della sicurezza, consideriamo improbabile uno scenario del genere. Tuttavia, gran parte dell'effetto di convergenza positiva si riflette già nelle propagazioni dell'EGB. La nostra prospettiva quindi prevede che gli spread si muovano lateralmente. Tuttavia, il range generalmente ristretto dello spread non esclude episodi di volatilità per i singoli emittenti, principalmente dovuti a rischi politici in vista delle elezioni. Ad esempio, prevediamo che verso la fine del 2026, in vista delle elezioni presidenziali francesi della primavera 2027, gli spread sovrani francesi potrebbero subire una pressione temporanea (10 anni con 90 punti base sulla Germania) e commerciare più ampi di quelli dell'Italia. Ma finché la tendenza generale alla convergenza persiste, tale espansione della diffusione dovrebbe essere vista come un'opportunità. Questa visione è ulteriormente supportata dalla crescente domanda di rifugi sicuri nell'Eurozona, derivante dall'imprevedibilità della politica statunitense.

Ci aspettiamo che il dollaro rimanga sostanzialmente stabile in futuro, ma i rischi al ribasso superano i potenziali al rialzo. La de-dollarizzazione si è attenuata nella seconda metà del 2025 con il tasso di cambio EUR/USD che si è mantenuto intorno a 1,15-1,18, e gli afflussi di capitale stranieri sono fortemente ripresi dopo il "Giorno della Liberazione". La nostra previsione presuppone meno tagli da parte della Fed di quanti i mercati attualmente prevedono, mantenendo un differenziale di tasso d'interesse relativamente favorevole che supporta il dollaro. Inoltre, dal punto di vista del Real Effective Exchange Rate (REER), l'euro appare prezzato in modo equo, a differenza di alcune valute asiatiche – in particolare yen e yuan – che appaiono ancora profondamente sottovalutate rispetto alla sovra valutazione del dollaro. L'incertezza sulle nostre prospettive EUR/USD rimane elevata: un peggioramento più marcato del previsto dell'indipendenza della Fed, o una ripresa dell'accordo di Marrakech con una sorta di tassa di vendetta sugli stranieri che possiedono asset statunitensi, potrebbe minare la fiducia nel dollaro. Tuttavia, ci sono anche alcuni rischi al rialzo per il dollaro – in particolare se l'eccezionalismo economico statunitense continuerà e, allo stesso tempo, le delusioni di crescita europea o i problemi politici legati alle prossime elezioni presidenziali in Francia nel 2027 deterioreranno la fiducia degli investitori.

I mercati azionari globali continuano a beneficiare di un ambiente macro favorevole, con l'IA che dovrebbe rimanere un motore importante nel 2026. Si prevede che la crescita degli utili generi rendimenti robusti, in particolare negli Stati Uniti e nei mercati emergenti, che offrono l'esposizione più significativa al boom dell'IA. Sebbene i mercati Europa e del Pacifico siano leggermente in ritardo, offrono una relativa difensiva qualora la volatilità aumentasse. L'aumento delle revisioni degli utili tecnologici guidato dall'IA ha portato a un aumento delle aspettative degli investitori, rendendo il mercato più sensibile a qualsiasi rallentamento della spesa in conto capitale o a un momento di crescita. Le tendenze attuali indicano che il ciclo dell'IA rimarrà stabile fino al 2026, con la tecnologia statunitense che manterrà la sua posizione di leadership e le aziende emergenti che beneficeranno dell'adozione strutturale. La nostra analisi mostra che anche le aspettative sugli utili per l'S&P 500, con un peso equale, sono solide, cioè una crescita non guidata esclusivamente dalla tecnologia mega-cap. Questo suggerisce un'ampiezza di mercato più sana rispetto al 2025, riducendo il rischio di una bolla guidata dall'IA concentrata in pochi titoli mentre lo slancio degli utili si estende oltre il 'Magnifico 7'. Le fondamenta del mercato potrebbero ampliarsi man mano che la crescita macroeconomica rimane resiliente. Tuttavia, a valutazioni ambiziose, un maggiore controllo sull'IA influenzerebbe il sentimento e probabilmente causerà occasionali battute d'arresto.

I fondamentali sono sostenuti da un robusto slancio degli utili, ulteriormente rafforzato dai tagli dei tassi previsti negli Stati Uniti e da un ambiente globale favorevole. I mercati emergenti continuano a mostrare una prospettiva positiva, supportata da un allentamento della Fed, solide prospettive di crescita e una crescente esposizione all'adozione dell'IA. Al contrario, i mercati del Pacifico mostrano un leggero bias negativo, dovuto principalmente a difficoltà fiscali e a debolezza dello JPY. In Europa, le condizioni dovrebbero sostenere la crescita degli utili fino al 2026, anche se i catalizzatori per l'espansione delle valutazioni restano più limitati rispetto agli Stati Uniti. Nel complesso, posizionamento e sentimento appaiono equilibrati, anche se lo slancio a breve termine potrebbe moderarsi dopo i recenti rally. Sulla base delle proiezioni attuali, prevediamo che le azioni europee registreranno una crescita annua di circa il +9% nel 2026, seguita dal +7% nel 2027. Per gli Stati Uniti, i rendimenti sono previsti al +11% per il 2026, circa il +8% nel 2027.

Figura 10: Indici azionari statunitensi ed europei



Fonti: LSEG Datastream, AIM

I mercati del credito sono pronti a chiudere il 2025 con una nota forte. Gli spread di investment grade (IG) in euro si sono ristretti di circa 25 punti base da inizio anno, mentre gli high-yield (HY) sono saliti di circa 40 punti base, il che, su base aggiustata al rischio, rappresenta una sottoperformance rispetto agli IG. Dall'altra parte dell'Atlantico, il credito statunitense chiuse stabile, nonostante periodi di volatilità e emissioni record durante l'anno. Il credito Euro IG ha quindi fornito un rendimento eccesso del 2,3%, superando l'1,3% registrato dall'IG statunitense. Il rally è stato sostenuto da un cocktail familiare: emissioni nette limitate e forte domanda da parte di investitori affamati di rendimento, ancorata a metriche di credito medie ma stabili. Eppure, la marea sta cambiando. Dopo i tagli ai tassi della BCE, le aziende hanno lentamente aumentato il debito – l'ammontare delle obbligazioni societarie in circolazione sta crescendo di circa il +4,3% ed è ora in linea con l'emissione di obbligazioni di stato, che sta rallentando (vedi Figura 12). E rispetto a una crescita media a lungo termine del 7%, c'è ancora margine per maggiori emissioni aziendali. Aggiungendo l'aumento delle esigenze di debito dovute al capex di AI, il 2026 sembra

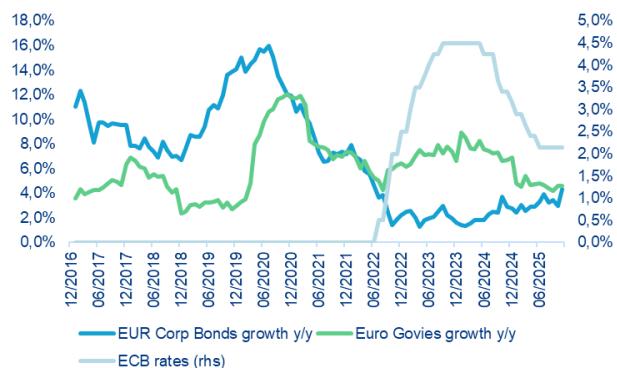
destinato a un'offerta più intensa, portando la scarsità di offerta a una dinamica meno favorevole rispetto agli ultimi anni. La domanda alla mercé del sentimento potrebbe rapidamente scatenarsi su eventi rischiosi.

Figura 11: Spread di credito europei, pb



Fonti: LSEG Datastream, AIM

Figura 12: Euro obbligazioni societarie e obbligazioni di Tesseria in circolazione, % su anno



Fonti: LSEG Datastream, AIM

Figura 13: Rapporto di spread tra alto rendimento e valore di investimento in euro



Fonti: LSEG Datastream, AIM

I fondamentali del credito, pur essendo al loro picco, restano rassicuranti. Gli aggiornamenti si sono rallentati nei settori non finanziari di IG e HY, ma si prevede che i tassi di default scenderanno al di sotto delle norme storiche. Le metriche di creditosi aggirano vicino ai livelli mediani, segnalando una base solida piuttosto che un problema. Una tendenza da menzionare: l'ampliamento del divario relativo di valutazione tra IG e HY. Oggi il rapporto di spread HY-IG (3,5x) si trova vicino al 75° percentile, rispetto al 10° di due anni fa (vedi Figura 13). Questa tendenza alla decompressione riflette il commercio "in miglioramento" e la cautela degli investitori verso crediti più rischiosi – una posizione che probabilmente persisterà nel 2026 con l'incertezza che persisterà.

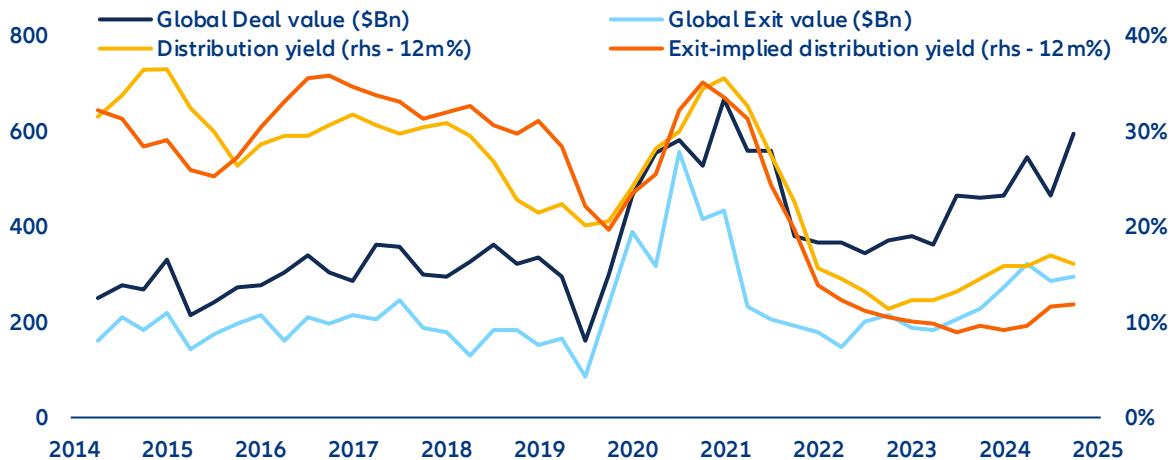
Guardando al futuro, prevediamo un leggero ampliamento degli spread di credito nel 2026. Prevediamo spread Euro IG a 100 punti base e US IG a 95 punti base entro la fine del 2026, con Euro e USA HY rispettivamente a 350 punti base e 345 punti base. L'aumento degli Yankees e dei Reverse-Yankees collega i mercati USA ed Euro e la divergenza marginale che prevediamo deriva dalla differenza nella crescita locale e nelle condizioni finanziarie. Ciò implica rendimenti in eccesso negativi – circa -0,2% per Euro IG e -0,1% per US IG, anche se tassi in calo ammortizzerebbero i rendimenti totali. In breve: il trasporto non farà più tutto il lavoro pesante.

Debito dei mercati emergenti: fondamentali solidi e prospettive favorevoli. Gli spread sovrani dei mercati emergenti sono attualmente intorno ai minimi storici e sono anche ristretti rispetto al credito statunitense – recentemente trainati da forti flussi verso la classe di asset. Il rally nel secondo semestre 2025 ha permesso a molti emittenti di ottenere finanziamenti favorevoli e, con l'emissione di debito prevista molto più bassa nel 2026, gli spread dovrebbero rimanere sostenuti. I fondamentali sono incoraggianti: il divario di crescita tra mercati emergenti e sviluppati è destinato ad allargarsi e le banche centrali hanno ancora una certa flessibilità per allentare la politica mentre l'inflazione è in calo. La qualità del credito sovrano continua a migliorare, indicata da un rapporto positivo tra upgrade e downgrade e nessun default sovrano nel 2024 e 2025. Tuttavia, queste dinamiche positive sono già pienamente prese in considerazione e ci aspettiamo un moderato allargamento degli spread rispetto ai livelli attuali nel 2026. Le prospettive per il debito in valuta locale degli emergenti sono più promettenti. Il debito LC ha registrato un minor rialzo nel 2025 e vediamo il potenziale per superare nel prossimo anno. Nel complesso, la combinazione di solidi fondamentali, tecnici di supporto e emissione prudente crea uno sfondo favorevole per il debito emergente, offrendo opportunità nel debito in valuta locale.

I mercati privati si stanno avviando al 2026–27 con la tensione di un sequele e la promessa di un reboot. L'era del denaro facile si è conclusa, il sostanziale reset delle valutazioni è in gran parte alle spalle e i prossimi due anni si concentreranno sul dimostrare chi può trasformare i temi potenti di oggi in flussi di cassa tangibili e costanti. In questo contesto, la raccolta fondi globale è diminuita del 23% su base annua, raggiungendo 1,25 trilioni di dollari. Questo calo è accompagnato da una riduzione del -46% nel numero di fondi che chiudono, portando a uno degli ambienti LP (Limited Partner) più selettivi degli ultimi dieci anni. Nonostante le difficoltà, emergono personaggi notevoli in questo ambiente più impegnativo. Le seconde sono salite a un record di 122,6 miliardi di USD in afflussi annuali mobili, e il debito privato ha già aumentato 154 miliardi di USD fino al terzo trimestre, indicando le aree in cui la convinzione degli investitori sta crescendo per la prossima fase.

Il private equity entra nel nuovo ciclo con una base più solida, caratterizzata da valutazioni più pulite e un percorso più chiaro verso la creazione di valore. L'eccesso dell'era del boom si è attenuato, creando punti di ingresso più sani, in particolare in Europa, e un mercato in cui il progresso operativo costante e la crescita strategica vengono prioritizzati. La raccolta fondi continua a essere più selettiva ma anche più mirata, con capitali che fluiscono verso i manager che hanno una comprovata esperienza nel tradurre temi principali in guadagni resilienti. Con il miglioramento delle condizioni di finanziamento, l'attività di M&A e IPO dovrebbe riprendersi gradualmente, migliorando la visibilità delle uscite. Tuttavia, le distribuzioni potrebbero ancora essere in ritardo dato l'anno incerto che si prossima. Il flusso di operazioni sta già guadagnando piede, poiché gli spread bid–ask si riducono e un arretrato di asset di qualità ritorna sul mercato. In questo contesto, sebbene le valutazioni entry siano leggermente più alte, gli Stati Uniti offrono ancora alcune delle più chiare esposizioni al nuovo "dividendo AI", rendendolo un importante punto di riferimento per la crescita del PE nella prossima fase.

Figura 14: L'accordo PE – exit gap si allarga, senza soluzioni di liquidità le distribuzioni sarebbero più basse

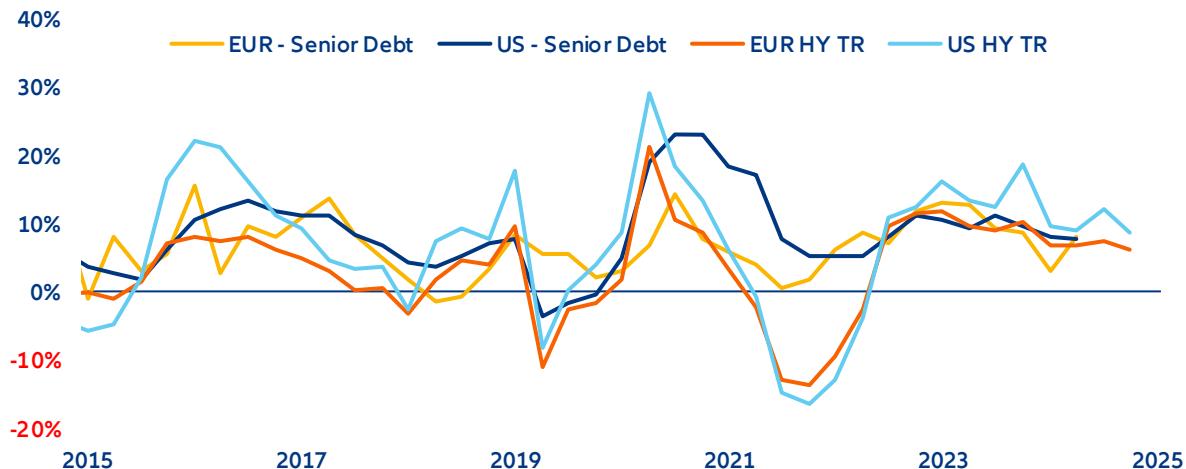


Fonti: Pitchbook, AIM

Nota: Geografia – Globale; Ultimo dato del secondo trimestre 2025

Il debito privato entra nel 2026–2027 con un forte slancio, fondamentali resilienti e una differenziazione sempre più ampia sotto la superficie. Il prestito diretto rimane uno dei segmenti più attivi, supportato da esigenze di rifinanziamento costanti e da una rinnovata ripresa dei finanziamenti LBO con nuovi capitali. Le ricapitalizzazioni dei dividendi sono riemerse selettivamente man mano che le valutazioni si stabilizzano. Sotto questa attività, i fondamentali dei mutuatari continuano a reggere meglio del previsto, con la leva finanziaria ancorata nella fascia 5–6x e i rapporti interesse-copertura che si stabilizzano in gran parte mentre le aziende si adattano a costi di finanziamento più elevati per più lunghi. I default rimangono contenuti, anche se gli indicatori avanzati indicano una normalizzazione graduale piuttosto che un ulteriore allentamento. Tuttavia, la pressione rimane disomogenea, con circa il 40–45% dei mutuatari che continua a dichiarare flussi di cassa operativi negativi, in particolare nei servizi al consumo, nei servizi commerciali e nelle piccole aziende software tradizionali. In termini di prezzi, gli spread si sono stabilizzati in una nuova normalità intorno ai 500–525 punti base, mentre la concorrenza tra mercati sindacati e privati si intensifica. Un catalizzatore chiave da seguire è il muro di maturità di fascia media, con una quota significativa di scadenze che cadrà nel 2026–2028, rendendo le condizioni di rifinanziamento una notizia centrale. Per gli investitori, l'attrattiva del debito privato rimane forte, ma i risultati dipenderanno sempre più da una valutazione disciplinata e dalla capacità di gestire una crescente divergenza tra mutuatari resilienti e stressati.

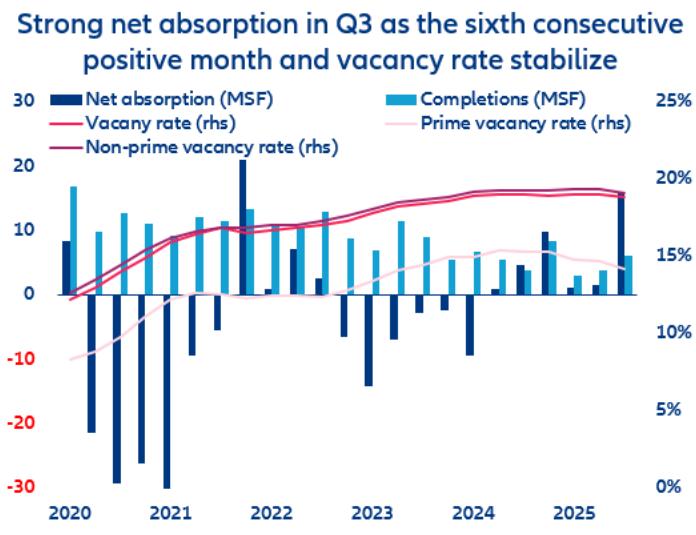
Figura 15: Il debito privato offre rendimenti migliorati durante tutto il ciclo



Fonti: PitchBook, LSEG DataStream; AIM: Dati al primo trimestre 2025

Il settore immobiliare sta passando da una profonda rivalutazione a una fase di ripresa precoce, con le prestazioni sempre più guidate dal settore e dalla dispersione della qualità. L'elevata incertezza macro e geopolitica ha rallentato la ripresa quest'anno, ma indicatori di performance, liquidità e sentiment suggeriscono che il mercato ha subito un primo rialzo. I rendimenti sia a livello di fondo che di asset stanno diventando positivi e i volumi di transazioni stanno riprendendo, sebbene meno fortemente del previsto all'inizio dell'anno. Anche la raccolta fondi sta migliorando, con investitori che preferiscono la logistica, i settori residenziali e di nicchia come data center e scienze della vita, dove l'offerta rimane strutturalmente limitata. Gli uffici restano il settore più sfidato e polarizzato: anche se i requisiti di ritorno in ufficio sono saliti a 4,0 giorni rispetto a 2,2 giorni nel 2022, il divario tra gli asset prime e efficienti energeticamente del Central Business District e le azioni non prime continua ad allargarsi. La corsa all'IA aggiunge un secondovento contrario a medio termine: mentre solo l'11% delle aziende statunitensi taglia posti di lavoro oggi, si prevede che il personale diminuirà del -4% il prossimo anno e del -11% in tre anni, soprattutto nelle funzioni d'ufficio molto impegnate. Nel complesso, i rendimenti entry più alti dopo il riprezzo migliorano il valore relativo degli immobili, soprattutto rispetto alle valutazioni elevate in molte altre classi di attività. Le condizioni di finanziamento si stanno allentando, con costi di indebitamento più bassi e maggiore disponibilità di debito, anche se i termini rimangono più rigidi rispetto agli anni 2010. La riduzione dell'offerta e gli ostacoli elevati allo sviluppo sostengono gli asset di alta qualità esistenti. Tuttavia, pressioni fiscali strutturali e volatilità dell'inflazione probabilmente manterranno elevati i tassi a lungo termine, limitando la possibilità di compressione dei tassi di capitalizzazione a larga scala. Ciò significa che la crescita del NOI, piuttosto che l'espansione multipla, sarà probabilmente il principale motore di rendimento in questo ciclo, rendendo la qualità degli asset, la selezione di mercato e la creazione di valore operativo i principali fattori distintivi.

Figura 16: La domanda di uffici continua a migliorare con l'intensificarsi della biforcazione tra primo e non primo

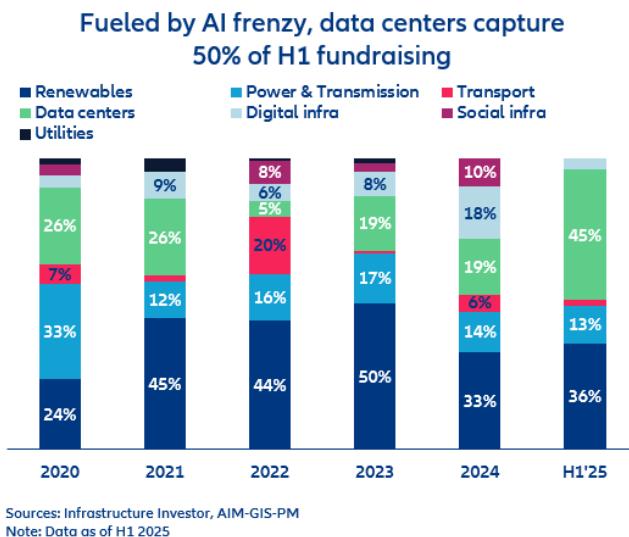


Fonti: CBRE, AIM

Il capitale proprio infrastrutturale è destinato a diventare un settore leader di investimento nei mercati privati, posizionato strategicamente al centro dell'intelligenza artificiale, dell'elettrificazione e della decarbonizzazione. La classe di attività ha dimostrato una performance costante, con un rendimento trimestrale costante dello 0,8% e oltre l'11% annualizzato negli ultimi cinque anni. Questo profilo è caratterizzato da una bassa volatilità e da un reddito stabile. La fase successiva è guidata dalla scala degli investimenti richiesti. La spesa globale per la rete sta accelerando a livelli senza precedenti, i governi promuovono le energie rinnovabili e lo stoccaggio e l'elettrificazione, che vanno dai veicoli elettrici alle pompe di calore fino ai processi industriali, stanno generando una domanda decennale di asset regolamentati e contrattati. La tendenza più significativa è l'espansione dell'IA e dei data center, che stanno trasformando i mercati energetici. Gli hyperscaler stanno stanziando ingenti budget di capitale per questa crescita e il consumo elettrico nei data center è previsto aumentare del +100% entro il 2030. Inoltre, Bloomberg New Energy Finance (BNEF) ha rivisto le sue previsioni, prevedendo che la capacità di carico dei data center negli Stati Uniti potrebbe superare i 100 GW entro il 2035, segnando un significativo aggiustamento al rialzo di oltre il 33% rispetto alle stime precedenti. Questa ondata sta creando

opportunità non solo nei data center stessi, ma anche nei livelli abilitanti, aggiornamenti di trasmissione, sottostazioni, generazione flessibile, raffreddamento, fibra e reti edge. Esiste un chiaro legame tra l'attività dell'IA e i guadagni delle utility negli Stati Uniti; L'Europa, invece, combina un forte sostegno politico con valutazioni d'ingresso leggermente più attraenti, ma con permessi più lenti. La posizione degli investimenti rimane coerente in entrambi: l'equity infrastrutturale entra nel prossimo ciclo con performance resilienti, venti favorevoli secolari e uno dei profili rischio-rendimento più equilibrati nei mercati privati.

Figura 17: Alimentati dalla frenesia dell'IA, i data center catturano il 50% della raccolta fondi per l'H1



Fonti: Infrastructure Investor, AIM SE

Nota: Dati al primo semestre 2025

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

DICHIARAZIONI PREVISIONALI

Le dichiarazioni qui contenute possono includere potenziali aspettative, dichiarazioni di aspettative future e altre dichiarazioni previsionali basate sulle opinioni e assunzioni attuali della direzione e che comportano rischi e incertezze noti e sconosciuti. I risultati effettivi, le prestazioni o gli eventi possono differire sostanzialmente da quelli espressi o impliciti in tali dichiarazioni previsionali.

Tali deviazioni possono verificarsi a causa di (i) cambiamenti delle condizioni economiche generali e della situazione competitiva, in particolare nel core business e nei mercati core del Gruppo Allianz, (ii) la performance dei mercati finanziari (in particolare volatilità di mercato, liquidità ed eventi di credito), (iii) la frequenza e la gravità degli eventi di perdita assicurata, inclusi quelli di catastrofi naturali, e lo sviluppo delle spese di perdita, (iv) livelli e tendenze di mortalità e morbilità, (v) livelli di persistenza, (vi) in particolare nel settore bancario, l'entità dei default creditizi, (vii) i livelli dei tassi d'interesse, (viii) i tassi di cambio valutari incluso il tasso di cambio EUR/USD, (ix) cambiamenti nelle leggi e regolamenti, incluse le normative fiscali, (x) l'impatto delle acquisizioni, comprese le relative questioni di integrazione, e le misure di riorganizzazione, e (xi) fattori generali di concorrenza, in ogni caso su base locale, regionale, nazionale e/o globale. Molti di questi fattori potrebbero essere più probabili, o più pronunciati, a causa delle attività terroristiche e delle loro conseguenze.

NESSUN DOVERE DI AGGIORNARE

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

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