

Allianz Research | 02 Giugno 2026

Mercati a matrioska: le aspettative nascoste dietro i prezzi azionari

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

Alexander Hirt
Head of Equity & Credit Research
alexander.hirt@allianz.com

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

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

Lina Manthey
Equity Strategist
lina.manthey@allianz.com

In sintesi

La risoluzione geopolitica è l'ipotesi centrale. I mercati azionari stanno prezzando un accordo quadro entro settembre, in linea con il consenso dei mercati di previsione e con la marcata discontinuità nella struttura a termine del VIX nel Q3. Questa scommessa ha una logica: il costo globale (politico) del conflitto in corso e le elezioni di metà mandato rendono un accordo vantaggioso per l'amministrazione statunitense entro l'autunno. Tuttavia, un accordo autentico richiede che l'Iran fornisca garanzie di sicurezza credibili per lo Stretto di Hormuz. I rischi estremi e di ribasso sono visibili nei mercati delle opzioni, ma non nelle valutazioni azionarie. Nel nostro scenario negativo, le azioni potrebbero correggere rispettivamente del 25% in Europa e del 20% negli Stati Uniti. Se la risoluzione fallisse e il petrolio restasse strutturalmente elevato, ogni livello successivo partirebbe da una base più sfavorevole: i margini si comprimerebbero, le banche centrali sarebbero vincolate e il premio per il rischio da stagflazione tornerebbe non come scenario estremo, ma come ipotesi di base.

La crescita degli utili è un'illusione: pochi vincitori, rischio concentrato. L'S&P 500 ha registrato una crescita dell'EPS a doppia cifra per sei trimestri consecutivi, mentre le aziende europee hanno sorpreso con un +11,5% nel Q1. Tuttavia, i margini record non sono un punto di forza, ma un segnale di margine di sicurezza ormai ridotto. Dietro ai numeri aggregati si nasconde una realtà meno solida: circa 17 punti percentuali della crescita dell'EPS dell'S&P 500 nel Q2 2026 provengono dal solo settore IT, che cresce a un ritmo eccezionale del +66% a/a e rappresenta circa il 31% degli utili totali. Senza la tecnologia, il resto dell'indice cresce intorno al +12%, in linea con un'economia nominale al 6%. Anche in Europa il quadro è simile: escludendo l'energia — principale beneficiaria dei prezzi elevati del petrolio — la crescita dell'EPS dello STOXX 600 scende da +11,5% a circa +7%. Inoltre, una correzione del 20% dei mercati azionari ridurrebbe i consumi negli Stati Uniti di circa 1-1,5 punti di PIL, attraverso l'effetto ricchezza — un meccanismo circolare che i mercati stanno sottovalutando trattandolo come esterno.

Difensivi? No: l'indice è più esposto ai tassi — e le mega IPO aumentano il rischio. Lo spostamento dei principali indici azionari dai settori ciclici verso tecnologia, sanità, utility e titoli difensivi ad alto dividendo è interpretato come una forma di protezione strutturale. I settori non ciclici si dividono in due gruppi: profili simili alle obbligazioni (utility, sanità) e profili di crescita a lunga durata (tecnologia a grande capitalizzazione); entrambi sono fortemente sensibili ai tassi di interesse reali, rispettivamente attraverso la competizione sui rendimenti e i meccanismi del tasso di sconto. L'indice non ha eliminato il rischio legato ai tassi, ma lo ha semplicemente nascosto in una forma meno visibile. La imminente ondata di mega IPO accentua questa vulnerabilità strutturale. SpaceX (1,75 trilioni di USD), OpenAI (850 miliardi) e Anthropic (850 miliardi) — per un totale di 3,45 trilioni di USD — rappresenterebbero circa il 4-5% della capitalizzazione dell'S&P 500 al momento dell'inclusione, rendendo il loro ingresso combinato il più grande evento di offerta nella storia del mercato azionario statunitense. Tutte e tre si collocherebbero nel settore tecnologico o in ambiti ad esso contigui, aumentando ulteriormente l'affollamento del segmento già più sensibile ai tassi.

Il premio per il rischio azionario reale è un punto di pareggio, non un margine di sicurezza. Il premio per il rischio azionario nominale negativo viene giustificato in due modi: le azioni offrono una protezione dall'inflazione che le obbligazioni nominali non garantiscono, e i

grandi titoli tecnologici incorporano un premio di crescita strutturale che giustifica uno spread nominale negativo, per analogia con le obbligazioni a lunga durata il cui valore è concentrato in flussi di cassa lontani nel tempo. Guardando però al premio per il rischio reale (ossia rendimento degli utili meno tasso privo di rischio reale), il quadro è ancora più fragile, attestandosi intorno al 2,5%. Non si tratta di un margine di sicurezza, ma di un punto di pareggio. Un aumento dei tassi reali di 50–75 punti base lo annullerebbe completamente. A quel livello, la riallocazione dalle azioni verso il credito investment grade diventa una scelta meccanica per gli investitori istituzionali con vincoli di passività. I multipli restano compressi finché i tassi reali non scendono o la crescita degli utili non amplia nuovamente il premio. In uno scenario in cui geopolitica e crescita peggiorano simultaneamente, nessuna delle due condizioni si realizza rapidamente.

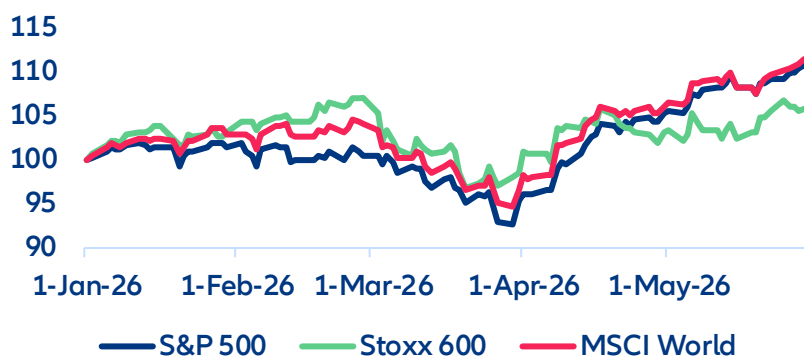
Il posizionamento tecnico amplifica i movimenti dei fondamentali in modo non lineare, mentre la pipeline di mega-IPO aggiunge ulteriore rischio. Il rally del 2025–2026 è stato amplificato da fattori tecnici strutturali favorevoli: modelli CTA di trend-following vicini alla massima esposizione long, dealer sulle opzioni che comprimono la volatilità intraday e debito a margine FINRA vicino ai massimi del ciclo. Ciascuno di questi elementi è meccanicamente reversibile e l'inversione è auto-rafforzante, non graduale. Un calo del 5-7% guidato dai fondamentali può trasformarsi in una correzione tecnica del 15–20% prima che l'eccesso di posizionamento venga riassorbito. La pipeline di mega-IPO introduce un ulteriore amplificatore, poco catturato dai modelli di rischio tradizionali. I veicoli passivi devono ribilanciare secondo i nuovi pesi dell'indice in tempi definiti, vendendo le posizioni esistenti indipendentemente da valutazioni o momentum. Questi flussi di ribilanciamento rappresenterebbero alcune delle maggiori pressioni di vendita istituzionale in una singola sessione al di fuori di contesti di crisi, sufficienti a superare soglie tecniche che trasformano una correzione controllata in una spirale auto-alimentata, anche in assenza di un deterioramento fondamentale. Una seconda ondata di offerta emerge con la scadenza dei lock-up circa 180 giorni dopo la quotazione.

Nello scenario avverso, tutte e tre le leve di politica economica sono simultaneamente vincolate. Dal 2010, i prezzi azionari riflettono non solo il valore fondamentale, ma anche la possibilità di intervento delle politiche — l'assunzione che un accordo geopolitico, uno stimolo fiscale o tagli dei tassi siano sempre disponibili in caso di deterioramento. Il rischio sottovalutato non è l'assenza di una singola leva, ma la correlazione dei vincoli su tutte e tre. Il canale geopolitico è stato parzialmente attivato — i negoziati per un cessate il fuoco sono essi stessi una risposta. Il canale fiscale presenta limiti strutturali: i significativi interventi europei post-2022 in materia di energia e politica industriale non hanno pienamente compensato i danni strutturali alla competitività derivanti dal rialzo dei costi energetici. Il canale della banca centrale richiede invece disfunzioni nei mercati sovrani o stress nel sistema bancario per attivarsi — soglie elevate, soprattutto in un contesto inflazionistico.

Una risoluzione geopolitica è l'ipotesi centrale dei mercati azionari

A maggio 2026, l'S&P 500 e l'Euro Stoxx 600 si trovano a pochi punti percentuali dai loro massimi storici. La volatilità implicita è aumentata nei giorni di eventi rilevanti, ma è rapidamente rientrata verso la media. Sembra che i mercati azionari stiano guardando oltre il conflitto in Iran — uno degli eventi geopolitici più rilevanti in Medio Oriente degli ultimi decenni (vedi Figura 1). Tuttavia, il mercato non sta ignorando la guerra. Sta prezzando un esito specifico: una risoluzione entro l'estate. Questo esito incorpora anche una serie di convinzioni su altri temi chiave, dai tassi di interesse agli utili, fino alle politiche economiche. In questo senso, i mercati azionari possono essere visti come una matryoska: non sono ingannevoli, ma lo strato esterno, ben visibile, nasconde quanti livelli ci siano al suo interno e cosa si trovi al centro.

Figura 1: Performance azionaria (gennaio 2026 = 100)



Fonti: LSEG Workspace, Allianz Research

L'ipotesi di una risoluzione ha senso, ma comporta dei rischi. La struttura a termine della volatilità implicita nel mercato delle opzioni mostra una marcata discontinuità intorno al Q3 2026: volatilità elevata nel breve termine che si riduce rapidamente verso fine anno, coerente con la valutazione di un evento binario di risoluzione. A conferma di questa convinzione, il mercato delle previsioni assegna una probabilità superiore al 60% a un cessate il fuoco o a un accordo quadro con l'Iran entro settembre. Implicitamente, ciò che gli operatori e gli analisti si aspettano è che il costo politico della crisi in corso porti a una risoluzione — in un modo o nell'altro. L'aumento dell'inflazione, le carenze di carburante, i rischi sociali ed economici, uniti alla prospettiva delle elezioni di metà mandato negli Stati Uniti, rendono un accordo entro l'autunno "inevitabile". Non si tratta di una scommessa irrazionale, ma è una scommessa specifica, vincolata al tempo e alle condizioni politiche. Se dovesse fallire, le conseguenze sarebbero più ampie nel tempo.

Il punto critico è la struttura delle concessioni necessarie per un accordo autentico. Un'intesa duratura richiede che l'Iran agisca contemporaneamente su due fronti: un congelamento o una riduzione verificabile del proprio programma nucleare e una qualche forma di garanzie di sicurezza per lo stretto di Hormuz. Un accordo quadro parziale è plausibile e potrebbe essere sufficiente a sostenere temporaneamente i mercati azionari. Tuttavia, un accordo nominale che si disgrega, un evento destabilizzante — escalation tramite proxy, attacco di terzi — o un'amministrazione statunitense che dichiara risolta la situazione senza una reale conformità da parte dell'Iran, lascerebbero il problema irrisolto. Il payoff ponderato per la probabilità di mantenere una posizione lunga in azioni in uno scenario in cui la risoluzione di settembre fallisce è sottorappresentato nei livelli attuali. Se il conflitto persiste e il petrolio rimane strutturalmente elevato, il premio per il rischio da stagflazione ritorna. Nel nostro scenario negativo, le azioni potrebbero correggere rispettivamente del 25% in Europa e del 20% negli Stati Uniti. Il Brent si rivaluterebbe al rialzo, il trasferimento dei costi energetici comprimerebbe i margini e la persistenza dell'inflazione limiterebbe la flessibilità delle banche centrali. Ogni ulteriore livello di analisi partirebbe da una base più sfavorevole.

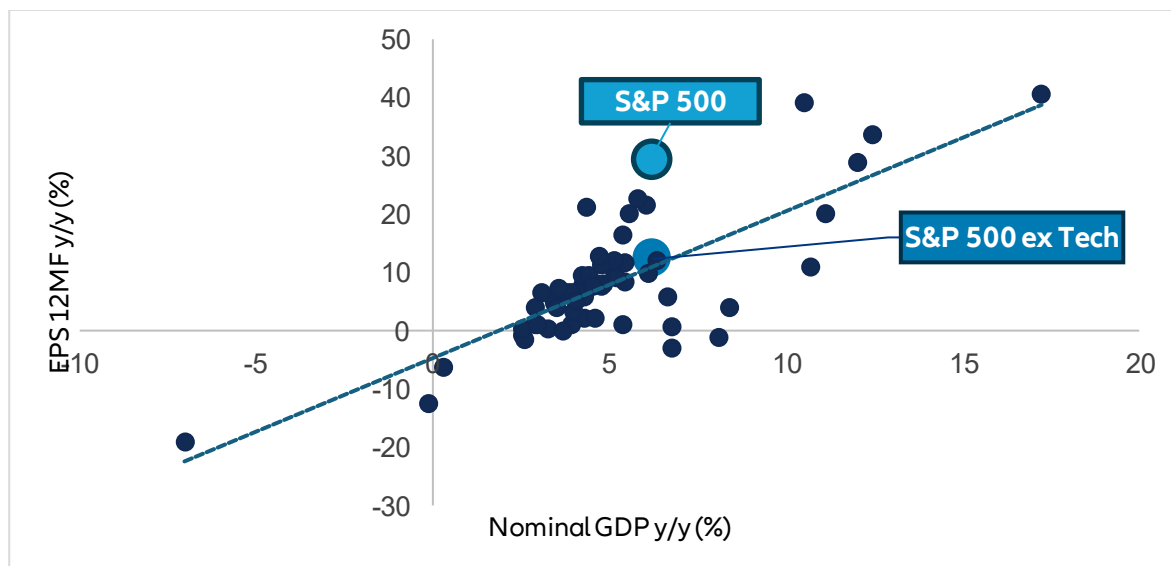
Margini record e crescita degli utili indicano un rischio asimmetrico al ribasso

Il quadro degli utili all'inizio del 2026 è stato molto migliore del previsto. L'indice S&P 500 ha registrato una crescita degli utili a doppia cifra per oltre sei trimestri consecutivi, e si prevede che il trend continui per tutto il 2026. Dall'altra parte dell'Atlantico, lo STOXX Europe 600 ha sorpreso con utili del primo trimestre in aumento del +11,5% su base annua (Figura 3). L'Europa, spesso considerata strutturalmente in ritardo, sta sempre più dimostrando che la resilienza degli utili sta diventando una forza ciclica autonoma. Le revisioni sono state complessivamente positive per due trimestri consecutivi. Le previsioni di crescita hanno tenuto — il PIL statunitense cresce oltre il 2%, la crescita europea è moderatamente migliorata dopo la fase debole del 2024-25 e l'inflazione è rimasta sotto la soglia del 3,5-4% che storicamente innesca una significativa distruzione della domanda. I margini aziendali sono pari o vicini ai massimi storici. Il mercato interpreta questo come un solido supporto fondamentale: una base stabile degli utili. L'inflazione è vista come un fenomeno gestibile, in grado di sostenere i ricavi senza incidere in modo significativo sui volumi. L'assunto implicito è che la resilienza dei margini rifletta una capacità relativa di determinazione dei prezzi.

I margini record sono un segnale di limitato margine residuo di sicurezza. Quando i margini sono ai massimi storici, la distribuzione degli esiti è asimmetrica: lo spazio per sorprese positive sugli utili è ridotto, mentre il rischio di compressione in caso di aumento dei costi o calo dei volumi è significativo. I mercati stanno assumendo i margini elevati come base per proiettare gli utili futuri. Dovrebbero invece interpretarli come un indicatore di vulnerabilità — il punto di partenza da cui qualsiasi shock negativo genera un ciclo di revisione più ampio del normale.

Dietro i dati aggregati: un solo settore sostiene la crescita. La crescita complessiva degli utili può offrire indicazioni utili, ma è importante considerare le sfumature per una valutazione completa. La Figura 2 scompone la traiettoria attuale dell'EPS prospettico a 12 mesi dell'S&P 500, confrontandola con la relazione storica tra utili societari e crescita del PIL nominale. Questa relazione ha mostrato una notevole stabilità nei cicli dal 2012 al 2025. La conclusione è chiara: escludendo il settore tecnologico, il restante 69% degli utili dell'S&P segue la linea di regressione, con una crescita stimata intorno al 12% su base annua, coerente con una crescita del PIL nominale del 6%. Ciò indica una performance stabile e prevedibile, in linea con i cicli di mercato. Il contesto macroeconomico sta funzionando come previsto. L'inclusione del settore tecnologico porta però la crescita dell'EPS al +29%, un livello che normalmente richiederebbe un PIL nominale dell'8-10% per essere sostenuto. L'indice non è quindi valutato in base alle condizioni economiche che dovrebbe rappresentare, ma in funzione della capacità di un singolo settore di superare il contesto economico in cui opera.

Figura 2: EPS a 12 mesi prospettico rispetto al PIL nominale (Q1 2012 – Q2 2026)



Fonti LSEG, Allianz Research

L'aritmetica alla base di questa discrepanza è rilevante. Si stima che circa 17 punti percentuali della crescita dell'EPS dell'S&P nel Q2 2026 provengano dal settore IT, che rappresenta circa il 31% degli utili complessivi dell'indice. Si prevede che questo settore cresca a un tasso di circa +66% su base annua. Questo ritmo non è rappresentativo del ciclo degli utili nel suo complesso, ma riflette piuttosto una tesi di monetizzazione della spesa in conto capitale, concentrata in un gruppo selezionato di società e significativamente anticipata rispetto a qualsiasi ancora macroeconomica. Le restanti componenti dell'indice crescono a un ritmo allineato all'ambiente economico generale. Tuttavia, ciò implica un potenziale limitato di ulteriore crescita e una capacità ridotta di compensare eventuali debolezze in altre parti dell'indice.

Questa rilettura dell'asimmetria consente una maggiore precisione. Il problema non è che i margini si comprimano in modo uniforme sull'intero indice; è che un singolo settore rallenti. Una moderazione della crescita degli utili IT da +66% a un ancora elevato +30% — un rallentamento plausibile in presenza di dubbi sui ritorni della spesa in AI, affaticamento degli hyperscaler o ritardi nella monetizzazione — avrebbe un impatto significativamente negativo sull'EPS complessivo dell'S&P, con un contributo compensativo limitato dal resto del mercato. La ripresa degli utili dell'indice, pur apparendo sostenuta da una base ampia, è in realtà un'esposizione altamente concentrata a un unico fattore: la continua crescita della monetizzazione della spesa in AI agli attuali ritmi. La narrativa dei "margini record" è, dal punto di vista aritmetico, una storia di un solo settore: escludendo l'IT, l'indice si muove in linea con un contesto di crescita nominale del PIL intorno al 6%.

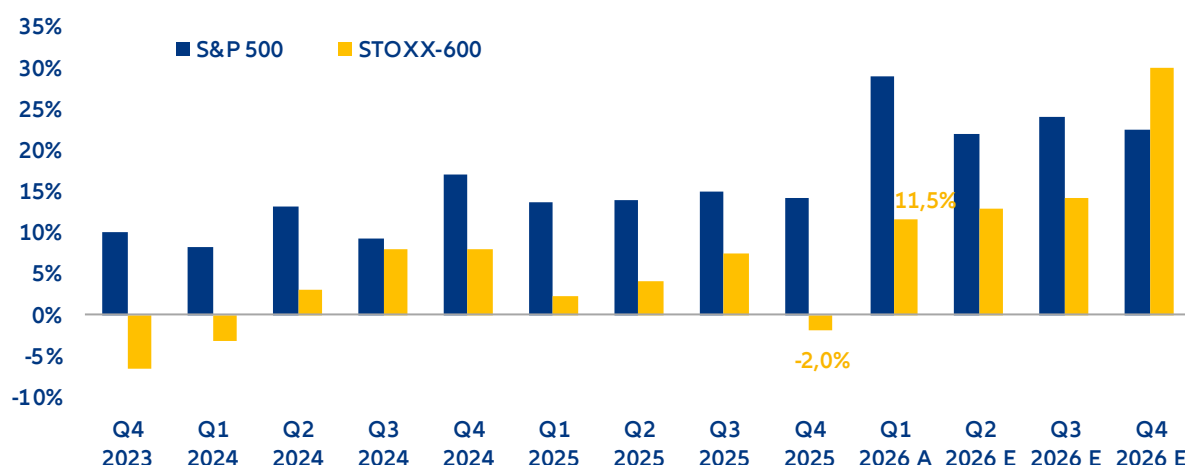
Un rischio poco considerato è la circolarità nell'attuale configurazione macroeconomica. I mercati azionari statunitensi e i consumi non sono variabili indipendenti. L'effetto ricchezza delle famiglie, legato alla performance azionaria, influenza in modo significativo i consumi, che a loro volta sostengono ricavi e utili aziendali. Una correzione del mercato azionario del 20% — l'ordine di grandezza dello scenario negativo — ridurrebbe i consumi statunitensi di circa 1-1,5 punti percentuali di PIL. Questo rallentamento si rifletterebbe nelle revisioni degli utili, prolungando a sua volta la correzione azionaria. I mercati stanno valutando le azioni come se i consumi fossero un motore di crescita esogeno, mentre in realtà sono in parte endogeni alla performance del mercato azionario stesso.

La composizione settoriale dell'indice nasconde trend eterogenei e concentra i rischi

I risultati societari del primo trimestre 2026 e le revisioni degli utili delineano un mercato a due velocità. Mentre entrambe le regioni mostrano un miglioramento delle traiettorie dell'EPS prospettico verso il 2026, le dinamiche settoriali giocano un ruolo fondamentale nella divergenza delle performance tra le due sponde dell'Atlantico. Mentre la continua espansione degli utili dell'S&P 500 resta in gran parte concentrata nel settore tecnologico (EPS: +55% nel primo trimestre) — trainata principalmente dall'accelerazione della spesa in conto capitale legata all'AI e dalle dinamiche di monetizzazione degli hyperscaler — lo STOXX Europe 600 (storicamente più debole e volatile)

ha recentemente mostrato un miglioramento significativo del sentiment di mercato e delle aspettative sugli utili, nonostante un contesto macroeconomico europeo tradizionalmente più fragile e ciclico. Dopo aver registrato la peggiore crescita degli utili degli ultimi sette trimestri nel Q4 2025 (-2,0% a/a), le aziende europee si avviano verso il miglior trimestre degli ultimi tre anni, con una crescita a doppia cifra del +11,5% a/a, un livello che non si vedeva dal Q1 2023 (Figura 3). Tuttavia, questa crescita rilevante è fondamentalmente spiegata da un unico settore: l'energia, che ha registrato una crescita dell'EPS di circa +50% nel primo trimestre. Escludendo questo settore, il tasso medio di crescita dell'EPS dello STOXX 600 si attesta intorno al +7%. L'escalation delle tensioni geopolitiche in Medio Oriente ha mantenuto elevati i prezzi del petrolio e ampliato la redditività upstream, consentendo alle principali società oil & gas di registrare una significativa espansione dei margini operativi e della generazione di cassa, traducendosi in una performance di conto economico notevolmente più forte per l'intero settore. Inoltre, anche le aspettative di consenso sugli utili per i prossimi trimestri del 2026 sono migliorate in modo sostanziale, sostenute dal forte momentum del comparto energetico europeo. Alla fine del 2025, le stime di crescita dell'EPS per il Q2 e Q3 indicavano rispettivamente +3,1% e +6,6%, mentre le stime attuali indicano valori a doppia cifra del +12,8% e +14,2%. Questa revisione al rialzo riflette non solo un periodo prolungato di prezzi del petrolio elevati a seguito di oltre tre mesi di escalation geopolitica in Medio Oriente, ma anche la crescente probabilità che l'elevata volatilità dei mercati energetici persista per gran parte del 2026, sostenendo utili upstream strutturalmente più forti e rafforzando il momentum positivo delle revisioni nel settore.

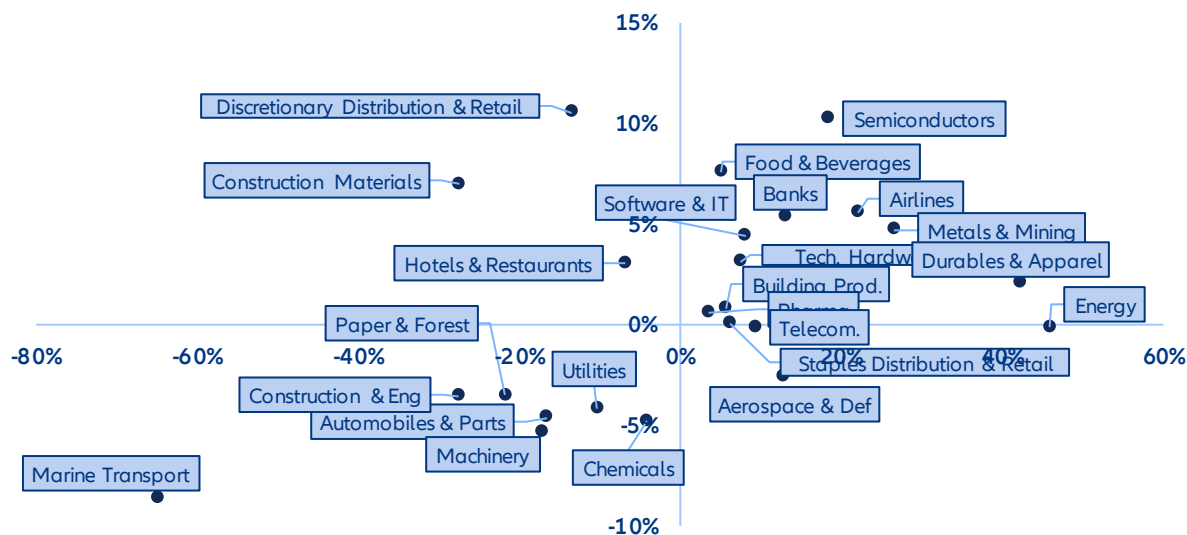
Figura 3: Tassi di crescita dell'EPS anno su anno per le aziende negli indici S&P 500 e STOXX 600



Fonti: LSEG I/B/ES, Allianz Research

Le dinamiche degli utili europei nel primo trimestre del 2026 indicano un mercato che appare resiliente in superficie, ma altamente differenziato a livello settoriale. L'intero universo delle società europee ha registrato una crescita aggregata dell'EPS pari a +10,3% su base annua, raggiunta nonostante un contesto di ricavi estremamente debole, con un'espansione pari a solo +0,3%, evidenziando quanto le aziende europee abbiano fatto leva su disciplina di prezzo, programmi di riduzione dei costi e leva operativa per preservare i margini in uno scenario macroeconomico e di sentiment ancora fragile. La dispersione tra settori è stata un elemento chiave: il comparto energetico emerge come il principale motore degli utili, beneficiando delle tensioni geopolitiche persistenti e dei livelli elevati del petrolio, mentre il trasporto marittimo ha generato profitti eccezionali in un contesto di alti prezzi del bunker e limitata capacità di determinare i prezzi. Allo stesso tempo, diversi settori tradizionalmente ciclici e ad alta componente industriale — tra cui chimica, macchinari, carta e prodotti forestali e automotive (Figura 4) — si sono distinti come i principali sottoperformer, riflettendo una combinazione di costi fissi strutturalmente elevati (in particolare i costi energetici per chimica e carta) e maggiore elasticità della domanda, fattori che insieme hanno amplificato la pressione sui margini nel periodo.

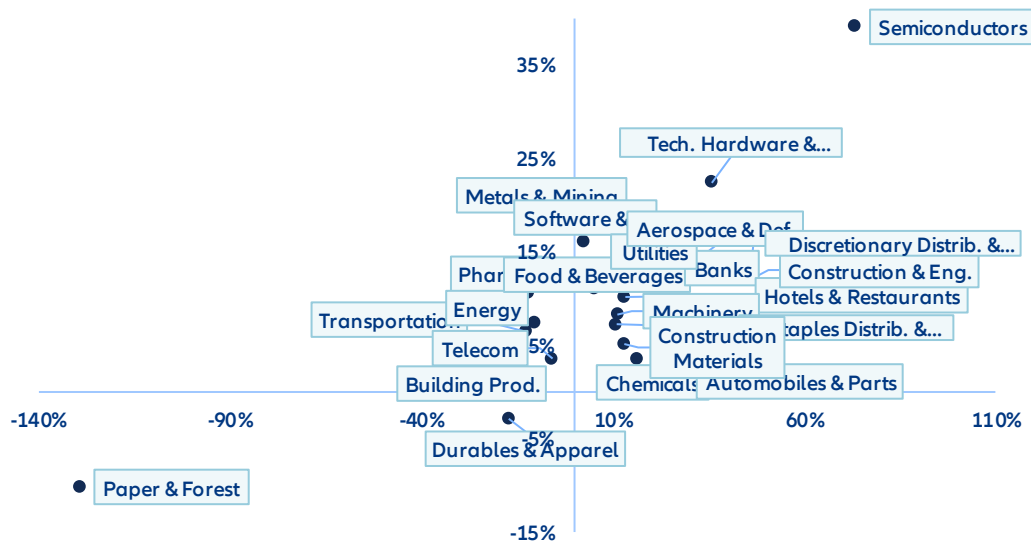
Figura 4: Tassi di crescita anno su anno di ricavi (asse Y) e utile per azione - EPS (asse X) per le aziende europee nel Q1 2026, per settore



Fonti: Refinitiv Datastream (as of 27 May 2026), Allianz Research

A differenza del mercato statunitense, dove la crescita degli utili resta fortemente concentrata in un ristretto gruppo di motori di crescita guidati dalla tecnologia, la resilienza degli utili in Europa appare significativamente più ampia e diffusa nell'economia reale. Ciò riduce il rischio di concentrazione a livello di indice, ma allo stesso tempo espone maggiormente la regione a dinamiche cicliche e legate alle materie prime, piuttosto che a un'unica dominante tematica di crescita strutturale. La divergenza è particolarmente evidente nella composizione della leadership degli utili. In Europa, il momentum delle revisioni al rialzo è stato guidato prevalentemente dall'energia e da altri settori sensibili al contesto macroeconomico, riflettendo una maggiore leva operativa della regione rispetto ai prezzi delle materie prime e agli sviluppi geopolitici. Al contrario, il profilo degli utili negli Stati Uniti rimane strutturalmente più solido e meno dipendente da fattori legati alle commodity, con una crescita ancorata ai settori ad alta intensità tecnologica. Come mostrato nella Figura 5, i semiconduttori (+39,1% a/a) e l'hardware tecnologico (+22,4%) hanno registrato i tassi di crescita dei ricavi più elevati tra tutti i settori statunitensi nel primo trimestre, confermando quanto la spesa in capitale legata all'intelligenza artificiale e gli investimenti in infrastrutture digitali continuano a dominare il ciclo degli utili corporate negli Stati Uniti. Il settore carta e prodotti forestali si è distinto come il principale punto debole degli utili nel trimestre negli Stati Uniti, penalizzato da dinamiche di prezzo in deterioramento, costi strutturalmente elevati per energia e trasporti e domanda finale in calo, una combinazione che ha di fatto annullato la leva operativa dell'intero settore.

Figura 5: Tassi di crescita anno su anno di ricavi (asse Y) e utile per azione - EPS (asse X) per le aziende statunitensi nel Q1 2026, per settore



Fonti: Refinitiv Datastream (as of 29 May 2026), Allianz Research

La composizione non ciclica concentra la sensibilità ai tassi. L'S&P 500 e l'Euro Stoxx 600 presentano un peso significativamente più elevato nei settori non ciclici rispetto ai cicli precedenti. I settori non ciclici possono essere suddivisi in due gruppi: profili assimilabili a obbligazioni (utility, sanità, titoli energetici ad alto dividendo) e profili di crescita a lunga durata (tecnologia a grande capitalizzazione). Entrambi sono fortemente sensibili ai tassi di interesse reali — i primi attraverso la competizione sui rendimenti e il costo della leva, i secondi tramite l'effetto del tasso di sconto sul valore terminale. Lo spostamento dell'indice lontano dai ciclici non ha ridotto la sensibilità ai tassi, ma l'ha concentrata in una forma meno visibile. In un contesto di aumento dei tassi reali, le componenti "difensive" dell'indice risultano tra le più esposte e l'argomento della qualità degli utili per mantenerle viene meno proprio quando sarebbe più necessario.

Le IPO previste di OpenAI e Anthropic, insieme alla già discussa entrata di SpaceX, rappresentano un evento strutturalmente distinto rispetto al ciclo ordinario delle IPO. Insieme, queste tre società presentano valutazioni nei mercati privati pari a 1,75 trilioni di USD (SpaceX) e 850 miliardi di USD per ciascuna tra OpenAI e Anthropic — per un totale di 3,45 trilioni di USD, circa equivalente all'intero peso attuale del settore finanziario nell'S&P 500. Questo trend segnala un persistente appetito per il rischio ed è atteso incrementare la liquidità dell'indice, attrarre nuovi flussi di capitale e sostenere la dinamica di momentum che ha supportato i rendimenti azionari all'inizio del 2026. La loro inclusione combinata negli indici ponderati per capitalizzazione rappresenterebbe il più grande evento di offerta nella storia dei mercati azionari statunitensi, e la loro concentrazione settoriale ne amplifica il rischio. Tutte e tre si collocherebbero nel settore tecnologico o in settori ad esso adiacenti — il segmento già identificato come quello con la maggiore concentrazione di sensibilità ai tassi. L'aggiunta simultanea di tre mega-cap nei settori AI e infrastrutture non diversifica l'indice; accentua una concentrazione già esistente.

I meccanismi sono semplici, ma la loro scala non lo è. I veicoli passivi e semi-passivi — che rappresentano oggi oltre il 55% degli asset azionari negli Stati Uniti — sono compratori vincolati alle regole al momento dell'inclusione negli indici. Non hanno discrezionalità su tempistiche o prezzo: devono acquistare il peso assegnato dall'indice, finanziato tramite vendite proporzionali di ogni altro titolo già presente. Per inclusioni di questa dimensione, la riallocazione richiesta non è marginale. Si tratta di un evento di flusso strutturale, che persiste per l'intero periodo di aggiustamento e lascia l'indice sistematicamente più leggero in ogni altro settore. Ai pesi attuali, un ingresso combinato di questa scala rappresenterebbe il 4-5% della capitalizzazione dell'S&P 500 già dal primo giorno di piena inclusione — forzando una redistribuzione di capitale che comprimebbe la performance relativa di ogni titolo esistente durante la finestra di ribilanciamento — indipendentemente dai fondamentali. Il premio legato all'AI che ha sostenuto le valutazioni del settore tecnologico nel 2025 e nel 2026 diventerebbe, paradossalmente, il meccanismo attraverso cui il resto dell'indice viene diluito. L'anticipazione di queste quotazioni riflette in parte il lato della domanda, mentre l'impatto redistributivo sul lato dell'offerta sugli attuali componenti dell'indice resta ampiamente assente dal consenso di mercato.

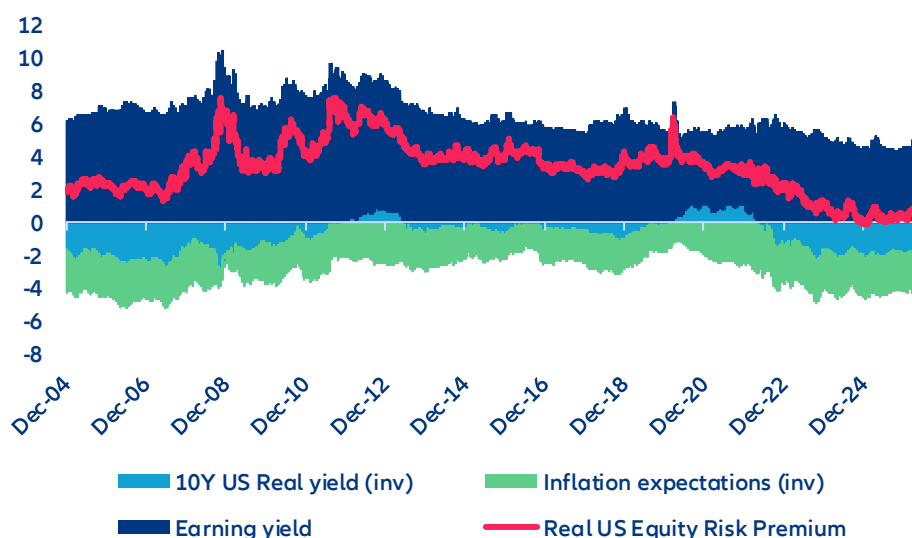
Valutazioni e tassi

Il premio per il rischio azionario reale è un punto di pareggio, non un margine di sicurezza. Il premio per il rischio azionario nominale negativo viene giustificato in due modi. Le azioni sono asset reali i cui flussi di cassa si adeguano all'inflazione, mentre le obbligazioni nominali no — in un contesto inflazionistico, questo argomento di protezione dall'inflazione riduce il premio per il rischio che i mercati sono disposti ad accettare. Inoltre, il premio strutturale di crescita dei grandi titoli tecnologici viene considerato tale da giustificare un premio nominale negativo, per analogia con le obbligazioni a lunga durata, dove il valore è concentrato in flussi di cassa lontani nel tempo. Se si guarda al premio per il rischio reale — rendimento degli utili meno tasso privo di rischio reale (corretto per l'inflazione) — il quadro appare più favorevole, intorno al 2,5%. È un livello basso rispetto agli standard storici, ma positivo, e il mercato lo considera sufficiente per giustificare le attuali allocazioni istituzionali in azioni.

L'argomento della copertura dall'inflazione è valido, ma solo finché i tassi reali restano sotto controllo. Viene meno proprio quando serve di più: in un contesto in cui l'inflazione è persistente e le banche centrali mantengono tassi reali elevati. In questo ambiente, la protezione dall'inflazione e l'effetto negativo dei tassi agiscono contemporaneamente sullo stesso asset, e l'effetto dei tassi prevale per le azioni non cicliche e a lunga durata — che rappresentano gran parte dell'indice. La pressione competitiva del credito è più immediata di quanto suggeriscano le valutazioni azionarie. Il credito investment grade con spread BBB intorno a 120 punti base, o il segmento high yield intorno a 180 punti base, offre rendimenti reali comparabili a quelli azionari, ma con volatilità significativamente inferiore, priorità nella struttura del capitale e scadenza definita.

Il premium di rischio reale del 2,5% non è un margine di sicurezza; è un punto di pareggio. Un aumento dei tassi reali di 50-75 punti base lo annulla. A quel punto, la riallocazione dalle azioni verso il credito investment grade diventa un'operazione meccanica e strutturale — non legata al sentiment e non reversibile finché i tassi reali non scendono o la crescita degli utili amplia nuovamente il premio. La riduzione delle valutazioni che ne segue è strutturale, non ciclica: è guidata dal livello dei tassi e non dall'appetito per il rischio. I multipli rimangono compressi finché l'equilibrio sottostante non cambia; in uno scenario in cui anche la geopolitica e la crescita peggiorano, nessuna delle due condizioni si ripristina rapidamente.

Figura 6: Rendimenti degli utili dell'S&P 500 e premio per il rischio (%)

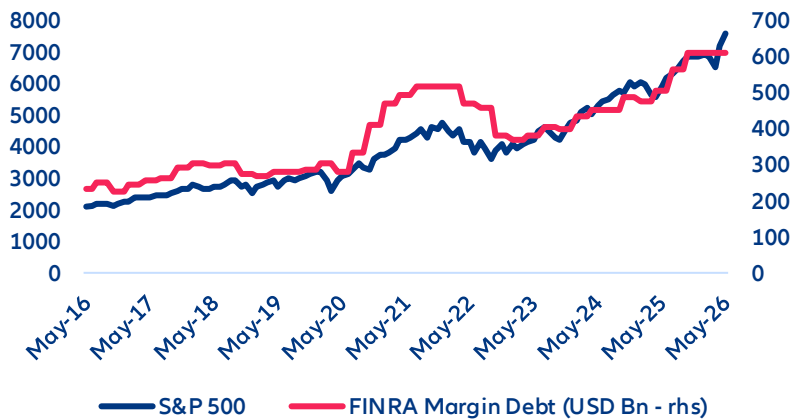


Fonti LSEG Workspace, Allianz Research

Le stesse dinamiche tecniche che hanno amplificato il rialzo possono peggiorare una correzione

Il posizionamento tecnico amplifica i movimenti dei fondamentali in modo non lineare. Il rally del 2025-2026 è stato sostenuto non solo dai fondamentali, ma anche da fattori tecnici strutturali favorevoli. I modelli di trend-following dei Commodity Trading Advisors (CTA) hanno un'esposizione prossima al massimo "long", riflettendo il trend rialzista persistente dei principali indici. Il posizionamento dei dealer sulle opzioni — guidato da un'elevata attività retail su strike a numeri tondi — rafforza la direzionalità del trend. Il debito a margine FINRA (ossia i fondi presi in prestito dagli investitori dai broker) è risalito dai minimi del 2022 a livelli vicini ai massimi del ciclo (vedi Figura 7). I mercati interpretano queste condizioni come segnali di partecipazione diffusa e di momentum sostenibile.

Figura 7: S&P 500 e debito a margine FINRA



Fonti: LSEG Workspace, Allianz Research

Ognuno di questi fattori favorevoli è meccanicamente reversibile, e la dinamica di inversione è auto-rafforzante, non graduale. I modelli di momentum dei CTA non si riducono quando i segnali di trend si invertono: si ribaltano. Il passaggio da posizioni fortemente lunghe a fortemente corte può avvenire in pochi giorni, concentrando l'offerta proprio nel momento in cui emergono altri venditori; un movimento relativamente contenuto può innescare vendite che si amplificano in modo significativo. Il debito a margine crea un terzo canale: gli investitori con leva finanziaria, di fronte a richieste di margine, non possono attendere un miglioramento dei fondamentali, e le vendite generate sono insensibili al prezzo. L'effetto combinato è una risposta non lineare a fondamentali negativi. Un calo del 5-7% guidato dai fondamentali può trasformarsi in una correzione tecnica del 15-20% prima che l'eccesso di posizionamento venga assorbito. La ripresa richiede non solo stabilizzazione dei fondamentali, ma anche un completo riassorbimento delle posizioni tecniche — con CTA che ricostruiscono esposizioni long, riduzione del debito a margine, ecc. — un processo che in genere dura settimane o mesi, ben oltre quanto suggerirebbe la sola analisi fondamentale.

La pipeline di mega-IPO introduce un amplificatore tecnico che opera tramite un canale distinto, poco considerato nei modelli di rischio tradizionali. Le grandi inclusioni negli indici generano flussi prevedibili, concentrati nel tempo e insensibili ai prezzi: i fondi passivi devono ribilanciare secondo i nuovi pesi, vendendo le posizioni esistenti in proporzione, indipendentemente da valutazioni o momentum. Si tratta di vendite meccaniche dovute alla logica della capitalizzazione. Per operazioni della dimensione attualmente ipotizzata, questi flussi rappresenterebbero alcune delle più grandi pressioni di vendita istituzionale in una singola sessione negli Stati Uniti, al di fuori di contesti di crisi.

L'interazione con il posizionamento tecnico amplifica l'effetto negativo. I modelli CTA sono già fortemente esposti sui titoli tecnologici a grande capitalizzazione. In presenza di vendite forzate e programmate su quegli stessi titoli, le dinamiche auto-rafforzanti entrano in azione: i dealer vendono sulla debolezza, i CTA seguono i segnali di trend, scattano le margin call. L'evento IPO non deve necessariamente essere la causa diretta di una dislocazione di mercato: basta che sia sufficientemente grande da spingere i prezzi oltre soglie tecniche che trasformano un semplice ribilanciamento in una spirale auto-alimentata. Infine, la scadenza dei lock-up — tipicamente 180 giorni dopo la quotazione, quando insider e investitori pre-IPO possono vendere — introduce una seconda ondata di

offerta, prolungando la pressione tecnica ben oltre la quotazione iniziale. I mercati non stanno prezzando nessuna delle due ondate.

In uno scenario negativo, tutte le leve di politica economica sono contemporaneamente vincolate

La rete di sicurezza delle politiche è più fragile di quanto i mercati presumano. Una caratteristica distintiva del comportamento dei mercati azionari dal 2010 è stata l'assunzione implicita che le politiche economiche intervengano quando i mercati peggiorano in modo significativo. Questo è stato confermato più volte: programmi di quantitative easing, stimoli fiscali, tagli emergenziali dei tassi e cambi di rotta geopolitici sono stati utilizzati per sostenere le azioni. Il risultato è che i prezzi riflettono non solo il valore fondamentale, ma anche la possibilità di intervento delle politiche. Nel 2026, i mercati sembrano prezzare almeno uno dei tre possibili interventi in qualsiasi scenario negativo: un accordo geopolitico (il cosiddetto "TACO put"), uno stimolo fiscale o tagli dei tassi da parte della banca centrale. L'assunto implicito è che, qualunque leva si attivi, la risposta sarà sufficiente a evitare un crollo completo.

Il rischio sottovalutato non è l'assenza di una singola "protezione", ma la correlazione dei vincoli su tutte e tre. Il canale geopolitico è già stato parzialmente attivato: i negoziati per il cessate il fuoco sono di per sé una risposta. Tuttavia, una piena attivazione richiede concessioni superiori a quelle viste in passato (ad esempio una riduzione verificabile del nucleare da parte dell'Iran insieme a un quadro di riparazioni), e un'amministrazione che presenti un accordo parziale come una vittoria completa esaurirebbe questa leva senza risolvere il rischio di fondo. Il canale fiscale ha limiti strutturali, già evidenti in Europa. Gli impegni fiscali significativi in materia di sicurezza energetica, difesa e politica industriale dal 2022 hanno fornito un certo supporto, ma non sono riusciti a compensare i danni strutturali alla competitività causati dal rialzo persistente dei prezzi dell'energia: non per mancanza di spesa, ma perché i danni ai settori energivori non sono risolvibili con la sola spesa pubblica.

Il canale della banca centrale è il più potente, ma in questo specifico scenario negativo è anche il più limitato. Un allentamento monetario su larga scala richiede o disfunzioni nei mercati dei titoli di Stato o tensioni nel settore bancario — condizioni difficili da raggiungere. In un contesto di inflazione persistente, conseguenza diretta dei costi energetici legati al petrolio, la banca centrale non può tagliare i tassi in anticipo senza compromettere in modo significativo la propria credibilità. La "protezione" esiste, ma è molto lontana: il costo di attendere che le condizioni peggiorino a sufficienza per attivarla ricade sugli investitori azionari nel frattempo. Quando l'intervento arriva, la dinamica degli amplificatori tecnici descritta in precedenza ha già spinto i prezzi ben oltre il livello che un'azione anticipata avrebbe potuto stabilizzare.

I quattro possibili regimi futuri

I nostri sei livelli di analisi convergono su due variabili principali che determinano l'insieme dei possibili esiti: se la situazione geopolitica si risolverà nel breve termine e se il contesto dei tassi reali resterà sotto controllo. Le quattro combinazioni di queste variabili definiscono regimi significativamente diversi per i mercati azionari (vedi Figura 8).

Figura 8. Matrice degli scenari

	Tassi in calo / stabili	Tassi rigidi / in aumento
Risoluzione geopolitica	<p>Atterraggio morbido confermato. L'offerta si normalizza, l'inflazione si attenua, la banca centrale mantiene la possibilità di allentare la politica monetaria. Il supporto delle politiche resta intatto. I fattori tecnici agiscono in modo costruttivo. Sia i fondamentali sia le valutazioni rimangono solidi.</p>	<p>Stagflazione leggera. Gli utili restano resilienti, ma i tassi reali comprimono le valutazioni. Emergere della sensibilità ai tassi nei settori non ciclici. Indice laterale con forte dispersione tra settori. Supporto delle politiche disponibile.</p>

<p>Il conflitto persiste</p>	<p>Pressione geopolitica, sollievo monetario. La crescita rallenta, i consumi si indeboliscono, ma il ciclo di taglio dei tassi è disponibile poiché le pressioni inflazionistiche si riducono. Gli squilibri tecnici si riassorbono mentre il cambio di politica monetaria fa da ancora. Negativo nel breve termine, ma recuperabile su un orizzonte medio.</p>	<p>Scenario avverso. Tutti i livelli peggiorano contemporaneamente. Gli utili si comprimono, le valutazioni si riducono, i fattori tecnici amplificano il ribasso, tutti e tre i canali di politica economica sono vincolati. Discesa strutturale senza un meccanismo di arresto disponibile.</p>
-------------------------------------	--	---

Fonte: Allianz Research

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.

