

Mid Year Global Outlook 2026-27: l'IA sostiene la crescita mentre l'economia globale rallenta

8 Luglio 2026

Allianz Research

Contenuti

Pagine 3-4

In sintesi

Pagine 5-7

L'intelligenza artificiale sostiene l'economia mondiale

Pagine 8-9

Il picco dell'inflazione dovrebbe essere alle spalle

Pagine 12-14

Mercati sviluppati: shock energetico sostenibile

Pagine 15-16

Mercati emergenti: il Medio Oriente sotto pressione

Pagine 17-18

Società: resilienza a tempo determinato

Pagine 19-26

Mercati dei capitali: ottimismo prudente

In sintesi

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

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

Julia Belousova
Senior Investment Strategist
julia.belousova@allianz.com

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Simon Krause
Economist
simon.krause@allianz-trade.com

Crescita in rallentamento, ma nessuna recessione all'orizzonte

L'intelligenza artificiale continua a sostenere in modo significativo l'economia globale, compensando in parte gli effetti negativi dello shock energetico e della guerra commerciale. Tuttavia, l'impatto dello shock energetico è ancora in fase di trasmissione sui bilanci di famiglie e imprese: il potere d'acquisto dei consumatori dovrebbe recuperare solo nel Q4 2026, mentre la redditività aziendale resta sotto pressione. Gli Stati Uniti dovrebbero crescere del +2,1% nel 2026, sostenuti dalle esportazioni energetiche, da un tasso di risparmio ai minimi dal 2008, dagli investimenti nell'IA (che contribuiscono a circa un terzo della crescita) e dal supporto fiscale (deficit pari al 7,3% del PIL). L'Eurozona (escludendo l'Irlanda) dovrebbe crescere solo del +0,9% nel 2026, per poi accelerare al +1,2% nel 2027. La crescita resta frenata dalla maggiore dipendenza energetica, dal contributo ancora limitato dell'IA e dalla debolezza dell'economia tedesca, che richiede riforme strutturali oltre agli stimoli fiscali già annunciati. La Cina dovrebbe mantenere una crescita resiliente del +4,7%, trainata dalle esportazioni e dalla manifattura ad alta tecnologia, pur dovendo affrontare le difficoltà legate alla debole domanda interna e ai dazi statunitensi.

Il commercio mondiale di beni dovrebbe evitare una recessione, con una crescita in volume del +2,9% nel 2026 e del +2,4% nel 2027. Tuttavia, la guerra commerciale statunitense è destinata a intensificarsi nuovamente con l'entrata in vigore della Section 301 dopo la scadenza della Section 122 il 24 luglio, portando il dazio effettivo medio degli Stati Uniti dall'8% al 13%.

Inflazione: il peggio sembra ormai alle spalle

Con la normalizzazione dei flussi commerciali e il ritorno del petrolio sotto i livelli registrati durante il conflitto, lo shock energetico dovrebbe rivelarsi temporaneo, limitando gli effetti indiretti sull'inflazione ed evitando una nuova impennata come quella del 2022.

Ci aspettiamo ancora una certa volatilità durante i negoziati tra Stati Uniti e Iran, con possibili rialzi temporanei dei prezzi del petrolio. Nel complesso, tuttavia, prevediamo che il Brent scenda a 75 USD/barile entro la fine del 2026 e a 67 USD/barile nel 2027. Anche i prezzi del gas resteranno superiori ai livelli precedenti alla guerra, ma con valori attesi pari a 41 EUR/MWh a fine 2026 e 32 EUR/MWh nel 2027, rimarranno all'interno dell'intervallo osservato negli ultimi tre anni. Un contesto molto diverso rispetto al 2022, quando i prezzi superarono i 300 EUR/MWh, con un aumento superiore al 500%.

Di conseguenza, l'inflazione complessiva dovrebbe tornare verso gli obiettivi delle banche centrali nel corso del 2027 nelle principali economie. Sul fronte monetario, prevediamo che la BCE mantenga i tassi invariati al 2,25%, un livello considerato vicino a quello neutrale, dopo il rialzo cautelativo effettuato a giugno. La Fed, invece, dovrebbe aumentare i tassi almeno un'altra volta nel corso dell'anno fino al 4,0%, in risposta alle persistenti pressioni inflazionistiche alimentate dai forti investimenti legati all'intelligenza artificiale, per poi avviare una graduale normalizzazione verso il 3,5% nella seconda metà del 2027.

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

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

Bjoern Lenkeit
Senior Investment Strategist
bjoern.lenkeit@allianz.com

Yao Lu
Investment Strategist
yao.lu@allianz.com

Lina Manthey
Investment Strategist
lina.manthey@allianz.com

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

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

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

Dorian Simon
Investment Strategist
dorian.simon@allianz.com

Garance Tallon
Economist for Asia Pacific
garance.tallon@allianz-trade.com

Katharina Utermoehl
Head of Thematic & Policy Research
katharina.uteramoehl@allianz.com

Ziqi Ye
Investment Strategist
ye.ziqi@allianz.com

Utili ancora solidi, ma il peggio potrebbe arrivare dopo

Nel Q1 2026 la maggior parte dei settori europei ha registrato una crescita positiva degli utili per azione (EPS), mentre negli Stati Uniti i risultati sono stati sostenuti soprattutto dal settore tecnologico legato all'intelligenza artificiale. Tuttavia, stanno emergendo segnali di pressione sulla redditività. Le previsioni di crescita del fatturato per il 2026 sono state riviste al ribasso in 12 dei 16 settori analizzati, con i tagli più significativi per farmaceutica (-2,0 punti percentuali a 0%), utility (-1,6 punti percentuali) e automotive (-1,3 punti percentuali). In controtendenza, soltanto elettronica (+1,7 punti percentuali a +11%), servizi di informazione e comunicazione (+0,7 punti percentuali) e alimentari e bevande (+0,4 punti percentuali) hanno beneficiato di revisioni al rialzo.

Il settore automobilistico resta il più vulnerabile, a causa dell'elevata leva finanziaria e dei tassi di interesse ancora elevati. In questo contesto, prevediamo che le insolvenze aziendali globali aumentino del +4% nel 2026, prima di stabilizzarsi nel 2027.

I mercati guardano oltre i rischi di breve termine

I rendimenti dei Treasury USA dovrebbero diminuire gradualmente fino al 4,35% a fine 2026 e al 4,1% nel 2027, con l'attenuarsi delle pressioni inflazionistiche e della stretta monetaria. I Bund tedeschi dovrebbero invece mantenersi intorno al 3%, risentendo della riduzione del bilancio della BCE (quantitative tightening) e di un deficit fiscale vicino al 4% del PIL, superiore a quello di Italia e Spagna. I mercati azionari continuano a beneficiare della crescita nominale dell'economia e del traino dell'intelligenza artificiale, anche se le valutazioni elevate lasciano poco spazio a delusioni e rendono sempre più importante la selezione degli investimenti. Dopo i forti rialzi registrati da inizio anno, il potenziale di ulteriore crescita nel 2026 appare più limitato: prevediamo un rendimento totale del 13% per l'S&P 500 e del 14% per l'Euro Stoxx. Nel 2027 ci aspettiamo comunque performance ancora solide, pari a circa l'11% su entrambe le sponde dell'Atlantico. Le azioni dei mercati emergenti guidano la classifica dei rendimenti (+29% atteso nel 2026), sostenute dal peso rilevante delle principali società di semiconduttori di Corea del Sud e Taiwan. I mercati del credito dovrebbero continuare a offrire un carry interessante, anche se spread molto compressi rendono le valutazioni tirate e aumentano i rischi al ribasso. L'aumento delle emissioni e il peggioramento degli indici di copertura degli interessi potrebbero determinare un moderato ampliamento degli spread nei prossimi due anni, ma il livello ancora elevato dei rendimenti dovrebbe compensare tali perdite di valutazione. Nei mercati privati continua a dominare il tema della dispersione delle performance, con le infrastrutture legate all'intelligenza artificiale e il private credit di alta qualità destinati a sovraperformare i segmenti più sotto pressione.

Le incertezze restano elevate: altri shock sono possibili

L'intelligenza artificiale sta sostenendo la crescita globale laddove geopolitica e politica fiscale non riescono a farlo. Tuttavia, i suoi benefici restano concentrati e distribuiti in modo disomogeneo; inoltre, potrebbe diventare essa stessa un fattore di rischio qualora le aspettative venissero deluse, con possibili effetti negativi su commercio, investimenti e consumi. Allo stesso tempo, l'incertezza politica globale rimane elevata. Tra i principali rischi figurano una nuova escalation della guerra commerciale, le elezioni di metà mandato negli Stati Uniti, uno stimolo fiscale tedesco più debole del previsto e la crescente polarizzazione politica in vista delle prossime elezioni nei principali Paesi europei. Anche i rischi climatici continuano a rappresentare una minaccia costante: l'ultima ondata di calore in Europa è terminata, ma resta il rischio di un intenso episodio di El Niño. I mercati del lavoro rimangono solidi, ma le prospettive di medio termine appaiono più fragili. In diverse economie europee, i posti di lavoro sostituiti dall'IA potrebbero superare i benefici derivanti dall'aumento di produttività, con possibili effetti negativi sulla crescita economica.



L'intelligenza artificiale sostiene l'economia mondiale

Con la de-escalation del conflitto in Medio Oriente, prevediamo solo un rallentamento temporaneo della crescita globale nel 2026, seguito da un recupero al +2,9% nel 2027, sostanzialmente in linea con il nostro scenario di base precedente.

La riapertura dello Stretto di Hormuz difficilmente si concretizzerà pienamente prima della fine dell'anno, mentre gli effetti dello shock energetico continuano a propagarsi nei bilanci di famiglie e imprese. Il potere d'acquisto dei consumatori dovrebbe tornare a migliorare solo nel Q1 2027, quando la crescita dei salari reali tornerà positiva, mentre la redditività aziendale rimarrà esposta a rischi al ribasso.

I prezzi dell'energia dovrebbero tornare gradualmente ai livelli precedenti al conflitto entro la fine del 2027. Il Brent dovrebbe attestarsi in media a 83 USD/barile nel 2026 per poi scendere a 70 USD nel 2027, mentre il gas naturale europeo (Dutch TTF) dovrebbe passare da 43 EUR/MWh nel 2026 a 34 EUR/MWh nel 2027. Tuttavia, gli aumenti già registrati continueranno a trasferirsi alle catene di approvvigionamento, alle bollette e agli affitti nei prossimi trimestri.

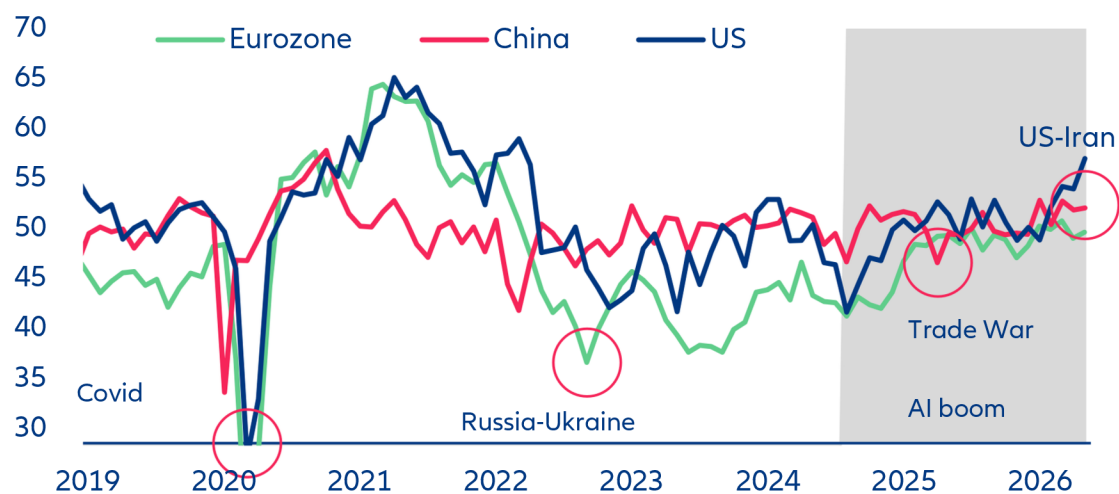
In questo contesto, la crescita del PIL mondiale dovrebbe rallentare al +2,5% nel 2026, il ritmo più debole dalla crisi del Covid-19, prima di risalire al +2,9% nel 2027, sostanzialmente in linea con la media del periodo 2023-2025.

Il rallentamento (-0,5 punti percentuali rispetto al 2025) rimane relativamente contenuto nonostante la guerra tra Stati Uniti e Iran e la crisi energetica, ed è quasi equamente distribuito tra economie avanzate (-0,2 punti percentuali) e mercati emergenti (-0,3 punti percentuali).

Il boom dell'intelligenza artificiale, responsabile di circa un terzo della crescita degli Stati Uniti e che sostiene quasi due terzi della crescita delle esportazioni asiatiche, rappresenta un importante fattore di supporto per l'economia globale, ma aumenta anche i rischi di concentrazione nel lungo periodo.

Nel complesso, l'economia degli Stati Uniti dovrebbe crescere tra il +2,0% e il +2,1% nel 2026, in linea con il proprio potenziale. L'Eurozona (escludendo l'Irlanda) dovrebbe registrare una crescita del +0,9% nel 2026, prima di accelerare al +1,2% nel 2027. La Cina continua a mostrare resilienza, con una crescita del PIL attesa al +4,7%, sostenuta dalle esportazioni e dal settore manifatturiero ad alta tecnologia.

Figura 1: Indice PMI dei nuovi ordini nel settore manifatturiero.



Fonti: LSEG Datastream, Allianz Research.

Tabella 1: Previsioni di crescita del PIL reale (%).

Growth (yearly %)	2023	2024	2025	2026f	2027f
Global	2.8	2.9	3.0	2.5	2.9
USA	2.9	2.8	2.1	2.1	2.0
Latin America	2.0	1.8	2.4	2.3	2.7
Brazil	3.3	3.0	2.6	2.0	2.1
UK	0.3	1.0	1.3	1.0	1.4
Eurozone	0.6	0.9	1.5	0.3	1.2
Eurozone excl. Ireland	0.7	0.9	1.1	0.9	1.2
Germany	-0.7	-0.5	0.4	0.7	1.2
France	1.9	1.4	0.9	0.5	1.1
Italy	1.0	0.6	0.7	0.6	0.7
Spain	2.5	3.5	2.8	2.2	1.7
Central and Eastern Europe	1.4	2.3	2.3	2.1	2.4
Poland	0.2	3.1	3.6	3.2	2.9
Russia	3.9	4.9	1.1	0.7	1.8
Türkiye	5.0	3.5	3.6	3.4	3.8
Asia-Pacific	4.3	3.9	4.4	4.3	4.0
China	5.4	5.0	5.0	4.7	4.4
Japan	0.7	-0.2	1.1	0.9	1.0
India	7.1	7.2	7.5	6.5	6.4
Middle East	2.1	2.4	3.2	-2.1	5.0
Saudi Arabia	0.5	2.6	4.5	2.7	5.3
Africa	2.7	3.5	4.2	4.0	4.0
South Africa	0.8	0.5	1.1	1.3	1.4

Nel 2026, circa l'80% della crescita del volume del commercio mondiale di beni e servizi è trainato da Asia e Stati Uniti (60% nel 2027).

Il commercio mondiale di beni in volume è previsto crescere del +2,9% nel 2026 e del +2,4% nel 2027.

La chiusura dello Stretto di Hormuz tra l'inizio di marzo e la metà di giugno 2026 ha contribuito a una forte contrazione del commercio globale nel Q2 2026, bloccando circa il 4% degli scambi mondiali. Parallelamente, la guerra commerciale avviata dagli Stati Uniti nel 2025 continua a penalizzare gli esportatori. Dal 24 luglio entrerà in vigore un nuovo regime basato sulla Section 301 del Dipartimento del Commercio, che riporterà l'aliquota tariffaria effettiva degli Stati Uniti al 13%, livello precedente alla decisione della Corte Suprema degli Stati Uniti (SCOTUS) sulle tariffe introdotte tramite l'IEEPA (note come tariffe del "Liberation Day"). Il passaggio alla Section 301 dovrebbe colpire in particolare i Paesi asiatici. Tuttavia, gli esportatori stanno progressivamente adattandosi attraverso il reindirizzamento dei flussi commerciali e la ricerca di nuovi mercati di sbocco, attenuandone l'impatto.

Un fattore strutturale favorevole compensa in parte questi ostacoli geopolitici: le catene di fornitura legate all'intelligenza artificiale.

La forte domanda di semiconduttori, server e hardware per data center continua a sostenere il commercio di beni e servizi per tutto il 2026, ampliando la ripresa oltre il tradizionale comparto manifatturiero. Questo ciclo di investimenti trainato dall'IA supporta in particolare gli scambi commerciali in Nord America e Asia, contribuendo ad attenuare gli effetti ciclici negativi derivanti dalle tensioni commerciali. Nel 2027, il ciclo di investimenti (capex) legati all'IA dovrebbe rallentare dopo aver raggiunto il picco nel 2026, ma continuerà comunque a rappresentare il principale motore della crescita del commercio mondiale.

Sul fronte fiscale, lo shock energetico è arrivato in un momento in cui la maggior parte dei Paesi stava facendo poco per consolidare i conti pubblici, complice una crescita già debole e pressioni di spesa in aumento, in particolare per la difesa.

Gli orientamenti fiscali erano nel complesso neutri, con i governi impegnati a bilanciare l'eredità della spesa post-pandemia con prospettive di crescita meno favorevoli, senza significativi programmi di consolidamento in vista.

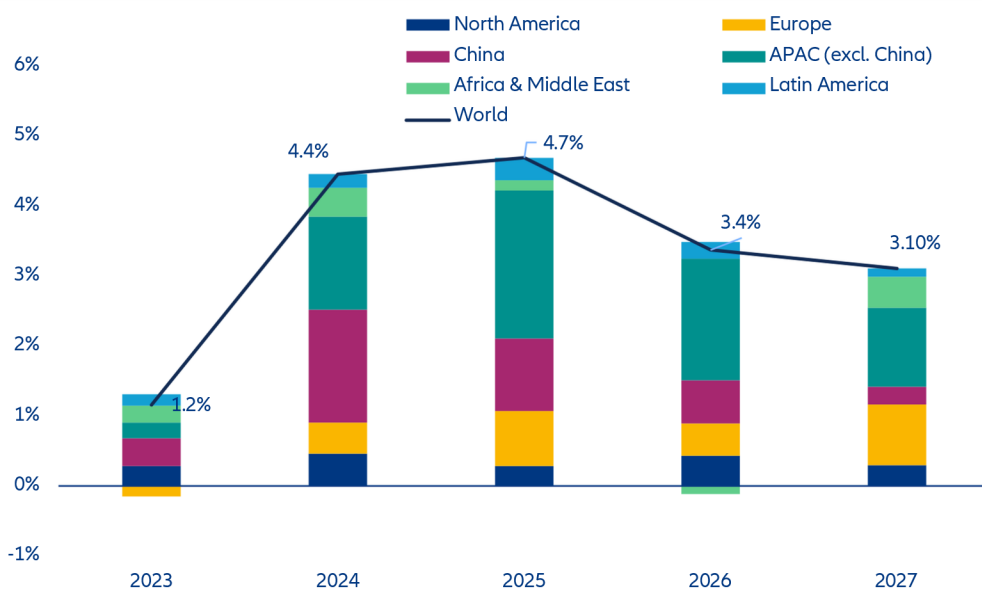
Facendo tesoro dell'esperienza della crisi energetica del 2022, gran parte delle misure di sostegno adottate sia dalle economie avanzate sia da quelle emergenti è stata ancora una volta poco mirata, ma nel complesso contenuta, anche grazie a un aumento dei prezzi dell'energia meno intenso rispetto a quello osservato durante la precedente crisi.

Di conseguenza, non prevediamo un impatto significativo sui bilanci pubblici nel corso di quest'anno.

Gli shock continueranno? Il numero di rischi all'orizzonte è tutt'altro che diminuito.

L'intelligenza artificiale sta sostenendo la crescita laddove geopolitica e politica fiscale non riescono a farlo. Tuttavia, i suoi benefici restano concentrati e distribuiti in modo disomogeneo, oltre a rappresentare essi stessi una fonte di rischio al ribasso qualora le aspettative non fossero soddisfatte, con possibili ripercussioni su commercio, investimenti e consumi. Inoltre, l'incertezza legata alle politiche economiche globali rimane ben al di sopra della media storica. Una nuova escalation della guerra commerciale, le elezioni di medio termine negli Stati Uniti, uno stimolo fiscale tedesco più contenuto del previsto e la crescente polarizzazione politica in vista delle elezioni nei principali Paesi europei rappresentano tutti fattori di rischio da monitorare. Anche i rischi climatici restano costantemente presenti: l'ultima ondata di calore in Europa è ormai passata, ma permane la possibilità di un intenso episodio di El Niño, con potenziali effetti negativi sull'economia globale.

Figura 2: Commercio mondiale di beni e servizi – volumi e crescita annuale.





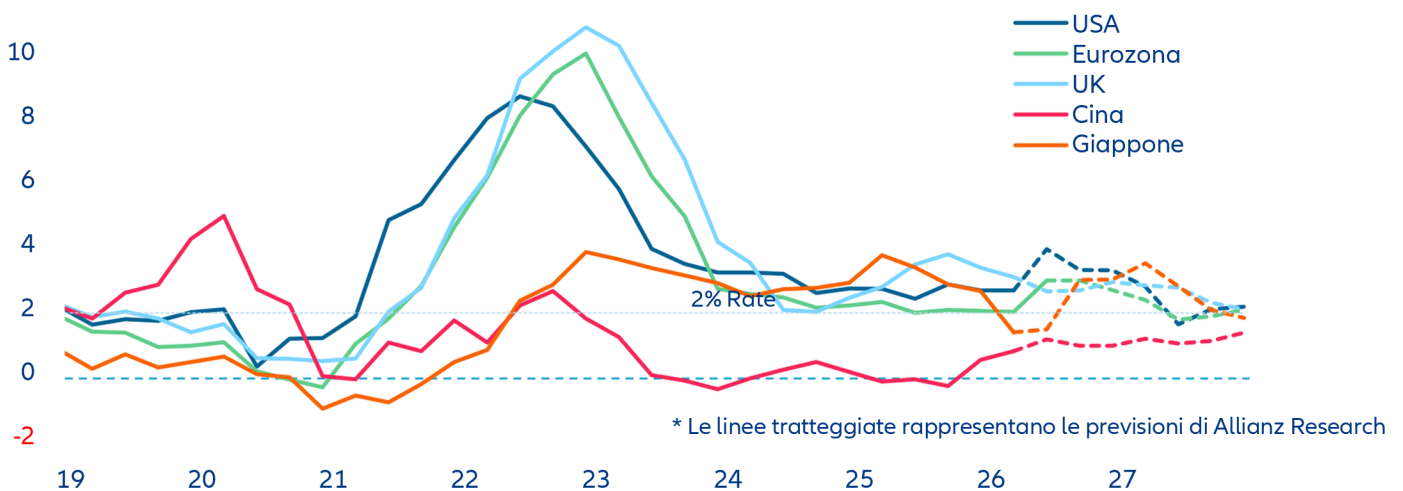
Il picco dell'inflazione dovrebbe essere alle spalle

I tassi di inflazione hanno ormai superato i loro picchi e dovrebbero gradualmente convergere verso gli obiettivi delle banche centrali entro la primavera del 2027, anche se l'inflazione di fondo dovrebbe rimanere più persistente negli Stati Uniti e nel Regno Unito.

Il forte calo dei prezzi del petrolio contribuirà a ridurre l'inflazione complessiva nella maggior parte dei mercati, con effetti che si estenderanno fino al 2027. Negli USA, dopo aver raggiunto un picco del +4,0% a/a nel Q2 2026, prevediamo che l'inflazione CPI diminuisca fino a toccare un minimo del +1,7% nel Q2 2027, grazie soprattutto ai forti effetti base negativi dei prezzi energetici a un anno dallo shock causato dalla crisi iraniana.

Nell'Eurozona, prevediamo che l'inflazione raggiunga un minimo del +1,8% nel Q2 2027, dopo il picco del +3,1% registrato nel Q2 2026. Nel Regno Unito, l'inflazione dovrebbe mostrare una maggiore persistenza, poiché gli aumenti delle tariffe energetiche regolamentate da Ofgem previsti a luglio e settembre ritarderanno il calo dell'inflazione energetica. Ci aspettiamo che l'inflazione britannica si attesti al +1,9% entro il Q4 2027. In Giappone, l'inflazione dovrebbe raggiungere il +2% entro il Q3 2027. In questo contesto, se da un lato il calo dell'inflazione energetica contribuirà a ridurre in modo significativo l'inflazione complessiva nei prossimi trimestri, dall'altro l'inflazione di fondo dovrebbe rimanere relativamente persistente.

Figura 3: Inflazione trimestrale, variazione annua (%).



Fonti: LSEG Datastream, Allianz Research.

Tabella 2: Previsioni di inflazione, valori annuali (%).

Inflation (yearly %)	2023	2024	2025	2026f	2027f
Global	6.1	4.7	3.8	5.1	3.3
USA	4.1	3.0	2.7	3.3	2.2
Latin America	14.8	16.6	7.6	4.0	3.3
Brazil	4.6	4.4	5.0	4.7	3.7
UK	7.4	2.5	3.4	2.9	2.5
Eurozone	5.5	2.4	2.1	2.7	2.1
Germany	6.0	2.3	2.2	2.6	2.2
France	4.9	2.0	0.9	1.7	1.3
Italy	5.7	1.0	1.5	2.7	2.1
Spain	3.6	2.8	2.7	3.1	2.1
Central and Eastern Europe	11.2	3.9	5.0	4.4	3.3
Poland	11.6	3.8	3.8	3.0	2.6
Russia	5.9	8.4	8.7	7.0	7.0
Türkiye	53.4	60.0	35.2	31.2	22.2
Asia-Pacific	3.1	2.2	1.3	2.3	2.1
China	0.2	0.2	0.1	1.0	1.2
Japan	3.3	2.7	3.2	2.4	2.2
India	5.7	5.0	2.2	4.5	4.0
Middle East	16.5	10.6	13.8	17.8	10.2
Saudi Arabia	2.5	1.5	2.0	2.5	2.4
Africa	17.0	15.1	8.7	10.2	11.4
South Africa	5.9	4.5	3.2	4.3	3.9

Fonti: National, Allianz Research.

Nei prossimi trimestri, l'inflazione di fondo dovrebbe accelerare, poiché le interruzioni delle catene di approvvigionamento causate dal conflitto in Medio Oriente hanno aumentato il costo di importanti input industriali. Inoltre, nonostante il successivo calo dei prezzi dell'energia, le imprese hanno già trasferito una parte dell'aumento dei prezzi di petrolio e gas sui propri prezzi di vendita. I prezzi al consumo tendono infatti a mostrare una certa rigidità al ribasso; pertanto non ci aspettiamo che la riduzione dei prezzi energetici e il rapido miglioramento delle catene di fornitura esercitino un impatto significativo sull'inflazione di fondo. Tuttavia, con una crescita del PIL generalmente debole e inferiore al potenziale, e con banche centrali che mantengono un approccio prudente, non prevediamo effetti di secondo livello significativi sotto forma di una spirale prezzi-salari. Dopo aver accelerato o essere rimasta persistente nella prima parte del 2027, l'inflazione di fondo dovrebbe iniziare gradualmente a ridursi.

I mercati del lavoro di Stati Uniti ed Eurozona continuano a mostrare resilienza nei dati principali, ma i segnali di aggiustamento stanno diventando sempre più evidenti sotto la superficie.

Negli USA, la creazione di posti di lavoro ha ripreso slancio dall'inizio dell'anno, ma le intenzioni di assunzione restano deboli, indicando prospettive ancora fragili. Nell'Eurozona, la crescita dell'occupazione continua a essere sostenuta, ma emergono segnali di rallentamento in diversi settori, soprattutto quelli maggiormente esposti alla debolezza della domanda e all'aumento dei costi.

Nell'Eurozona, la disoccupazione resta vicina ai minimi storici, ma la domanda di lavoro si è chiaramente normalizzata, come evidenziano il calo dei posti vacanti, il rallentamento delle intenzioni di assunzione e una crescita salariale più moderata. È importante sottolineare che la situazione attuale non replica quella del 2022: le carenze di manodopera si sono in gran parte attenuate e le imprese non stanno più assumendo in modo aggressivo, riducendo così la tendenza a trattenere personale in eccesso mentre la crescita rallenta. L'aggiustamento avviene soprattutto attraverso un minor ritmo delle assunzioni piuttosto che tramite licenziamenti, rinviando ma non eliminando il rischio di un aumento della disoccupazione. I rischi stanno inoltre assumendo una dimensione sempre più settoriale. La persistente debolezza del manifatturiero dell'Eurozona – dovuta alla domanda contenuta, all'elevata incertezza e ai costi energetici ancora elevati – contrasta con la maggiore resilienza dei servizi, accentuando la divergenza all'interno del mercato del lavoro. La bassa crescita strutturale della produttività, nonostante la diffusione più rapida dell'intelligenza artificiale, esercita un'ulteriore pressione sui margini aziendali e sulle decisioni di assunzione. Pur non prevedendo un forte deterioramento nel breve termine, i mercati del lavoro su entrambe le sponde dell'Atlantico stanno entrando in una fase caratterizzata da margini di sicurezza più ridotti, con l'Europa oggi più esposta alla debolezza industriale che ai rischi energetici.

L'intelligenza artificiale è destinata a trasformare i mercati del lavoro nel prossimo decennio, con un processo di adattamento che avverrà principalmente attraverso la riallocazione della forza lavoro piuttosto che tramite licenziamenti di massa.

Nel breve termine (uno-tre anni), l'IA potrebbe modificare fino a un quarto dei posti di lavoro nelle principali economie avanzate attraverso la riorganizzazione delle mansioni, l'automazione e l'affiancamento delle attività umane. L'esposizione è maggiore negli Stati Uniti (27,5% dei posti di lavoro), seguiti da Germania (18,5%) e Francia (16,9%), mentre l'Italia risulta il Paese meno esposto (10,0%).

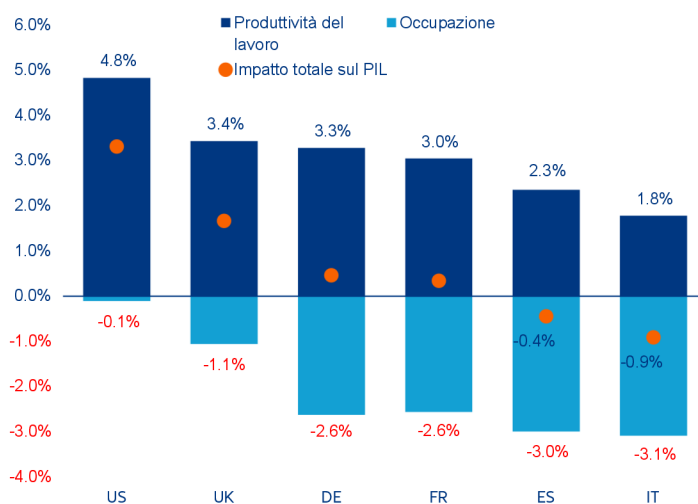
La maggior parte dei lavori interessati verrà riorganizzata mantenendo la supervisione umana (human in the loop), mentre l'IA automatizzerà alcune attività e ne potenzierà altre. I primi segnali della trasformazione sono già visibili prima di un eventuale indebolimento dell'occupazione: minori assunzioni di profili junior, crescita salariale più debole e crescente polarizzazione tra i lavoratori impegnati in attività cognitive routinarie e quelli con competenze complementari all'IA. Nel medio termine, la transizione potrebbe risultare più complessa, poiché alcuni posti di lavoro rischiano di scomparire più rapidamente della capacità di riqualificazione dei lavoratori. I benefici di lungo periodo sulla produttività potrebbero quindi comportare costi temporanei sul mercato del lavoro. Nel prossimo decennio prevediamo un effetto moderatamente negativo sull'occupazione nelle principali economie, compreso tra -0,1% negli Stati Uniti (-170 mila posti di lavoro) e -3,1% in Italia (-740 mila posti di lavoro). Gli Stati Uniti, in quanto principale polo di sviluppo dell'IA, dovrebbero beneficiare maggiormente della creazione di nuove professioni legate a questa tecnologia e di un vantaggio competitivo più forte. L'Europa risulta invece più esposta a causa della composizione settoriale dell'occupazione e di una più lenta adozione tecnologica.

Tuttavia, la riduzione della popolazione in età lavorativa dovrebbe attenuare l'impatto in gran parte dell'Europa, poiché l'IA contribuirà a mitigare le carenze di manodopera legate all'evoluzione demografica carenze di manodopera: entro il 2036, la forza lavoro dovrebbe ridursi di 5,6 milioni di persone in Germania, 4,2 milioni in Italia e 2,3 milioni in Spagna. Allo stesso tempo, l'IA dovrebbe aumentare la produttività del lavoro in tutti i principali mercati sviluppati, con guadagni cumulati compresi tra +1,8% in Italia e +4,8% negli Stati Uniti entro il 2036, ampliando ulteriormente il divario transatlantico in termini di produttività e crescita. Nel complesso, l'intelligenza artificiale dovrebbe incrementare in modo significativo il potenziale di crescita economica, con effetti inflazionistici nel breve periodo ma disinflazionistici nel lungo termine.

Ci aspettiamo che la Fed aumenti i tassi di interesse di 25 punti base a settembre per rafforzare la propria credibilità nella lotta all'inflazione, in un contesto di inflazione di fondo ancora persistente.

Sebbene il calo dei prezzi dell'energia stia contribuendo a ridurre l'inflazione negli Stati Uniti, il percorso non è ancora concluso. Per limitare il trasferimento dei maggiori costi di produzione ai prezzi al consumo e ai salari, nonché per mantenere ben ancorate le aspettative di inflazione, prevediamo un rialzo dei tassi di 25 punti base nella riunione di settembre. A sostegno di questa ipotesi vi sono il fatto che la Fed non ha ancora riportato l'inflazione al proprio obiettivo del 2% dal 2021 e i recenti segnali di riduzione della capacità inutilizzata nell'economia. Questi fattori dovrebbero rafforzare la convinzione della maggioranza dei membri votanti del FOMC, che nelle ultime settimane hanno adottato toni sempre più restrittivi. Durante la conferenza stampa di giugno, il presidente Kevin Warsh ha sottolineato che sul fronte dell'inflazione resta ancora molto lavoro da fare, mentre altri membri del comitato hanno espresso crescente preoccupazione per i rischi inflazionistici.

Figura 4: Impatto cumulato dell'intelligenza artificiale sui mercati del lavoro e sulla crescita economica nell'arco di 10 anni.



Fonti: LSEG Datastream, Bloomberg, Allianz Research.

fino alla metà del 2027, mantenendo così una politica monetaria sufficientemente restrittiva e favorendo una graduale riduzione delle pressioni inflazionistiche di fondo. Prevediamo poi due tagli dei tassi nella seconda metà del 2027, che dovrebbero portare il tasso di riferimento della Fed verso il livello considerato neutrale, compreso tra il 3,25% e il 3,5%.

La BCE ha concluso, per il momento, il proprio ciclo di interventi dopo un rialzo cautelativo e un'inflazione inferiore alle attese.

L'11 giugno la BCE ha aumentato il tasso di riferimento al 2,25%, reagendo a un'inflazione superiore al 3% e ai timori di uno shock energetico prolungato. Con la significativa de-escalation delle tensioni in Medio Oriente e il ritorno dei prezzi del petrolio sui livelli precedenti al conflitto, i rischi inflazionistici si sono in gran parte attenuati. Allo stesso tempo, l'economia dell'Eurozona resta debole e opera ancora al di sotto del proprio potenziale. Nel complesso, non vediamo motivi per ulteriori rialzi dei tassi da parte della BCE; è più probabile che l'istituto mantenga i tassi agli attuali livelli. Il 2,25% si colloca nella parte alta dell'intervallo che la stessa BCE considera neutrale (1,75%-2,25%), risultando coerente sia con il contesto attuale sia con quello prospettico. L'inflazione dovrebbe tornare in linea con l'obiettivo nel 2027, mentre la crescita economica dovrebbe registrare una moderata ripresa, giustificando il mantenimento dell'attuale orientamento monetario. Nel frattempo, il quantitative tightening prosegue a pieno ritmo tramite la riduzione del portafoglio titoli, continuando a esercitare pressioni sui tassi a lungo termine e sui mercati finanziari, ma con effetti limitati sull'economia reale.

La Bank of England (BoE) dovrebbe effettuare un rialzo dei tassi di 25 punti base a settembre.

Nonostante la persistente crescita dei salari e l'inflazione di fondo già elevata prima della crisi iraniana, la BoE ha finora evitato di aumentare i tassi di interesse. Va però considerato che i tassi reali positivi (sia sulle scadenze brevi sia su quelle lunghe) continuano a garantire condizioni monetarie restrittive, riducendo la necessità di interventi immediati.

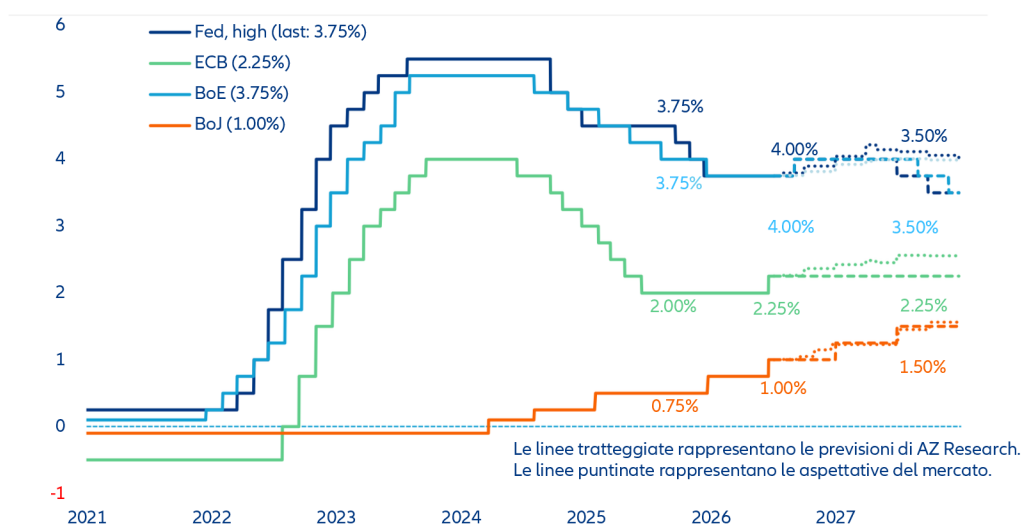
I tassi reali positivi (sia sulle scadenze brevi sia su quelle lunghe), anche dopo il rialzo dei prezzi dell'energia, hanno fatto sì che la politica monetaria del Regno Unito risultasse più restrittiva di quella della Fed e della BCE. Tuttavia, le aspettative di inflazione hanno iniziato a crescere, mentre la dinamica salariale si è dimostrata più persistente del previsto. Le indagini sulle imprese indicano che le aziende britanniche prevedono di aumentare significativamente i prezzi di vendita nei prossimi mesi. Nel frattempo, la crescita del PIL ha mostrato una buona tenuta nonostante lo shock legato all'Iran. In questo contesto, ci aspettiamo che la BoE assuma un tono progressivamente più restrittivo durante l'estate e proceda con un rialzo di 25 punti base nella riunione di settembre, portando il Bank Rate al 4%.

Alla luce delle persistenti pressioni inflazionistiche di fondo, prevediamo che la BoE mantenga i tassi invariati fino a settembre 2027, prima di ridurli gradualmente al 3,5% entro la fine del 2027.

La Bank of Japan (BoJ) ha aumentato i tassi di 25 punti base, portandoli all'1% a giugno, come previsto, sostenuta dalla tenuta dell'attività economica nonostante le perturbazioni legate al conflitto in Medio Oriente.

L'inflazione è tuttavia rimasta finora contenuta grazie ai sussidi governativi e al tetto ai prezzi dell'energia, anche se le pressioni inflazionistiche di fondo stanno gradualmente aumentando. Ci aspettiamo che l'inflazione acceleri nella seconda metà dell'anno, man mano che l'aumento dei prezzi alla produzione si trasmetterà all'economia, portando l'inflazione del 2026 al +2,4%. Guardando avanti, prevediamo che la BoJ mantenga l'attuale ritmo di normalizzazione della politica monetaria, con un nuovo rialzo nel primo trimestre del 2027 e un tasso di riferimento finale pari all'1,5% entro la fine del 2027.

Figura 5: Tassi di riferimento della politica monetaria (%).





Mercati sviluppati: uno shock energetico gestibile

La crescita degli Stati Uniti dovrebbe rimanere moderata, al +2,1% nel 2026 e +2,0% nel 2027, con gli investimenti in IA e i consumi delle famiglie come principali driver dell'economia.

L'aumento dell'inflazione nel Q2 2026 ha portato la crescita del reddito reale delle famiglie in territorio negativo. Nonostante ciò, i consumatori hanno in gran parte ignorato questo temporaneo calo del potere d'acquisto, continuando a spendere nei beni non energetici grazie a una riduzione del risparmio, sebbene i consumi abbiano mostrato un evidente rallentamento dall'inizio dell'anno. Il tasso di risparmio è sceso a minimi storici tra aprile e maggio. Le elevate valutazioni azionarie hanno contribuito a sostenere i consumi e a ridurre ulteriormente il risparmio. Sebbene un rallentamento più marcato della spesa delle famiglie rappresenti uno dei principali rischi nel breve termine, le indagini indicano una debolezza persistente ma non un significativo deterioramento nei prossimi mesi.

Il calo dell'inflazione dovrebbe sostenere i consumi nel corso del 2027, ma prevediamo che le famiglie ricostituiscano gradualmente le proprie riserve di risparmio, limitando così l'intensità della ripresa dei consumi.

La crescita del PIL statunitense nel 2026 continuerà a essere sostenuta dai forti investimenti legati all'intelligenza artificiale, ma ci aspettiamo che questo slancio si attenui nel 2027, quando gli hyperscaler inizieranno a consolidare i propri bilanci e le tensioni nelle catene di fornitura limiteranno l'espansione degli investimenti (capex).

Nel frattempo, la politica fiscale rimarrà espansiva nel 2026, per poi diventare leggermente più restrittiva nel 2027, con l'impulso fiscale federale che passerà da +0,7% del PIL a -0,1%.

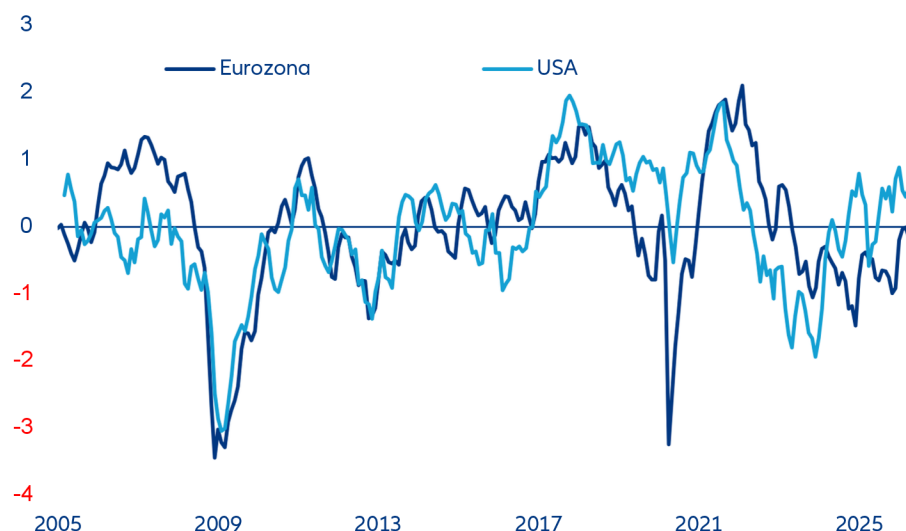
I tagli fiscali hanno sostenuto i consumi quest'anno, mentre i rimborsi dei dazi hanno favorito le imprese. Sul fronte del commercio internazionale, il graduale rallentamento del ciclo di investimenti (capex) legati all'intelligenza artificiale dovrebbe tradursi in una crescita più debole delle importazioni nel 2027.

La crescita dell'Eurozona è destinata a rallentare nel 2026 prima di tornare gradualmente verso il proprio potenziale l'anno successivo.

L'elevata volatilità dell'Irlanda – pur rappresentando solo circa il 4% del PIL dell'Eurozona – continua a distorcere il quadro aggregato. La contrazione registrata nel Q1 2026, dovuta all'inversione del boom delle esportazioni farmaceutiche del 2025, ha portato il PIL complessivo dell'Eurozona in territorio negativo, nonostante l'economia dell'area al netto dell'Irlanda abbia continuato a crescere. Prevediamo una crescita dell'Eurozona esclusa l'Irlanda pari al +0,9% nel 2026 (+0,3% includendo l'Irlanda), con un'accelerazione al +1,2% nel 2027.

L'area ha inoltre subito l'impatto più forte dello shock legato a Hormuz, registrando una crescita più debole e un'inflazione più elevata in quanto importatrice netta di energia. Nel secondo trimestre lo shock ha colpito in particolare il settore industriale attraverso l'aumento dei costi di produzione e la pressione sui margini, mentre anche i servizi – più esposti agli effetti del conflitto con l'Iran sulla fiducia – hanno risentito del deterioramento del contesto. A compensare parzialmente questi effetti, gli stimoli tedeschi in difesa e infrastrutture stanno fornendo un sostegno nel breve termine, mentre l'Europa meridionale continua a beneficiare dei flussi del programma NGEU.

Figura 6: Intenzioni di investimento (Capex), saldo netto, z-score.



Fonti: Philadelphia Fed, Commissione Europea, Allianz Research.

Le prospettive economiche della Germania restano fragili.

La crescita del PIL è prevista al +0,7% nel 2026, penalizzata dall'incertezza geopolitica, dai dazi e dagli elevati costi energetici e produttivi, nonostante il forte stimolo fiscale. Nel 2027 la crescita dovrebbe migliorare al +1,2%, sostenuta dall'allentamento delle tensioni commerciali e dal proseguimento del sostegno pubblico. L'inflazione dovrebbe salire al +2,6% nel 2026 a causa dell'aumento dei prezzi dell'energia e degli input produttivi, per poi rallentare al +2,2% nel 2027 con il calo dei prezzi energetici. Tuttavia, la spesa pubblica e la crescita salariale continueranno a mantenerla al di sopra dell'obiettivo. La politica fiscale rimane espansiva, grazie all'aumento della spesa per la difesa, a un fondo infrastrutturale da 500 miliardi di euro e a incentivi fiscali a sostegno della domanda. Parallelamente, riforme strutturali e interventi sul sistema pensionistico mirano a contrastare le pressioni derivanti dall'invecchiamento della popolazione. Il deficit pubblico dovrebbe ampliarsi fino a circa il 4% del PIL, superando nei prossimi due anni quello di Italia e Spagna, mentre il debito pubblico dovrebbe salire a circa il 66% del PIL.

In Francia, la crescita del PIL dovrebbe rimanere contenuta nel 2026 (+0,5%), in un contesto caratterizzato da una politica fiscale restrittiva e da una bassa fiducia dei consumatori.

Lo slancio dell'economia francese ha subito un impatto significativo dalla crisi iraniana, con una crescita attesa al +0,5% quest'anno, dopo il +0,9% del 2025. Nonostante livelli di risparmio ancora elevati, le famiglie francesi hanno rallentato i consumi a causa della perdita di potere d'acquisto. Inoltre, l'aumento dei costi degli input produttivi e dei tassi sui mutui continua a pesare sul mercato immobiliare. La politica fiscale rimane restrittiva, con il governo impegnato nel contenimento del deficit pubblico.

Il governo resta fermamente impegnato nel contenimento del deficit, limitando così il sostegno a famiglie, imprese e domanda aggregata.

Il settore industriale e le esportazioni rappresentano invece un punto di forza, grazie alla solida domanda di beni strumentali e mezzi di trasporto. Prevediamo un ulteriore miglioramento delle esportazioni nel 2027.

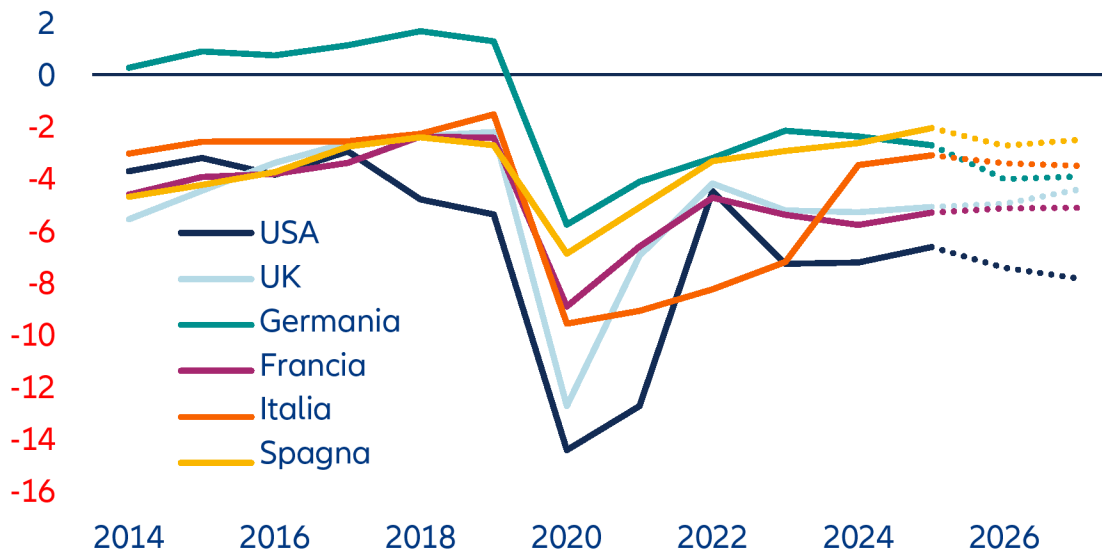
Lo shock energetico ha probabilmente penalizzato l'attività economica dell'Italia, considerata la sua elevata dipendenza strutturale dalle importazioni di energia.

Tuttavia, il 2026 si è aperto con un andamento più favorevole del previsto, con una crescita del PIL pari a +0,3% trimestre su trimestre nel Q1, sostenuta anche dal contributo positivo delle Olimpiadi invernali.

I flussi residui del programma NGEU continuano ad attenuare sia le debolezze strutturali sia quelle cicliche dell'economia, anche se la crescita complessiva resta frenata dalle tensioni geopolitiche e dai cambiamenti negli scambi commerciali globali. Nel complesso, prevediamo una crescita del PIL pari a +0,6% nel 2026 e al +0,7% nel 2027. L'inflazione è già diminuita al +3,0% su base annua a giugno, rispetto al +3,2% di maggio, grazie anche al tetto ai prezzi dei carburanti che ha contribuito a limitare la trasmissione dei rincari energetici.

Gli indicatori fiscali subiranno solo un impatto contenuto da queste misure temporanee e non mirate. Il 2027 si prospetta però più complesso: i contributi del NGEU – che in parte vengono contabilizzati come entrate – si ridurranno proprio mentre aumenteranno le pressioni di spesa legate all'avvicinarsi delle elezioni.

Figura 7: Saldo fiscale delle amministrazioni pubbliche, % del PIL.



Fonti: LSEG Datastream, Allianz Research.

La Spagna continua a crescere a un ritmo superiore alla media dell'Eurozona nonostante le numerose sfide.

Il PIL è aumentato di un comunque solido +0,6% trimestre su trimestre nel Q1, garantendo un buon effetto trascinamento sul 2026. Prevediamo una crescita ancora robusta, ma in rallentamento dal +2,8% nel 2025 al +2,2% nel 2026 e al +1,7% nel 2027. Un elemento chiave è che la Spagna resta meno esposta allo shock energetico rispetto a molti altri Paesi dell'Eurozona. La crescente quota di energie rinnovabili ha infatti ridotto in modo significativo la dipendenza dai combustibili fossili e dalla loro volatilità. Inoltre, il governo è intervenuto con uno dei pacchetti anticrisi più ambiziosi d'Europa (5 miliardi di euro), contribuendo a mantenere l'inflazione stabile al +3,2% per tre mesi consecutivi. Tuttavia, con la scadenza di queste misure e la negoziazione di un nuovo pacchetto di interventi, la tenuta di questo effetto di contenimento dell'inflazione rappresenta un rischio da monitorare nel breve termine. Resta infine centrale il tema della fragilità politica. L'avvicinarsi delle elezioni rende più complesso mantenere il percorso di riforme e il sostegno delle politiche economiche, in assenza di una maggioranza parlamentare stabile in grado di approvarle.

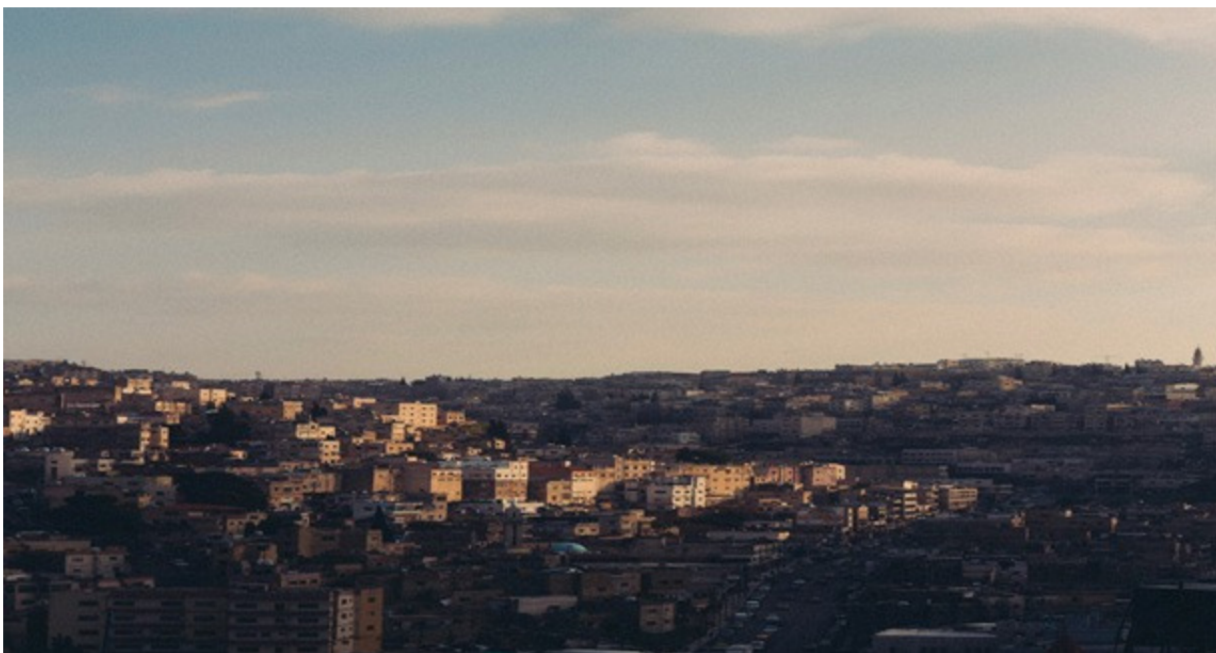
L'economia del Regno Unito ha mostrato una buona tenuta, sostenuta da politiche pubbliche favorevoli, con una crescita del PIL attesa al +1,0% nel 2026.

Sebbene rappresenti un elemento di preoccupazione per la Bank of England, la forte crescita salariale continua a sostenere il reddito reale e i consumi delle famiglie nel breve periodo. L'aumento dei salari è stato trainato soprattutto dal settore pubblico, grazie agli consistenti incrementi retributivi decisi dal governo. Di conseguenza, prevediamo che

i consumi delle famiglie crescano a un ritmo simile a quello dello scorso anno (+1,0%). Nel frattempo, il forte impulso del governo agli investimenti infrastrutturali sta fornendo un sostegno al settore, anche se l'attività privata rimane debole. Il comparto residenziale dovrebbe invece subire una marcata contrazione quest'anno, penalizzato dalla combinazione di costi di costruzione elevati e tassi ipotecari più alti. Le esportazioni britanniche dovrebbero rimanere deboli, frenate dalle persistenti frizioni commerciali con l'UE, anche se alcuni settori chiave dovrebbero registrare performance migliori, in particolare farmaceutica e mezzi di trasporto.

L'economia giapponese ha mostrato una buona resilienza nonostante le tensioni geopolitiche e prevediamo una crescita del PIL pari a +0,9% nel 2026.

La crescita continua a essere sostenuta dalle esportazioni legate alla domanda globale di IA e da una solida domanda interna, favorita dai consistenti aumenti salariali ottenuti in primavera e dai sussidi governativi che attenuano l'impatto dei costi energetici sulle famiglie. Anche la politica fiscale continua a fornire supporto, con l'amministrazione Takaichi che mantiene un orientamento espansivo, sostenendo la domanda nel breve termine.



Mercati emergenti: il Medio Oriente sotto pressione

L'esposizione alle importazioni energetiche continua a determinare l'impatto della guerra tra Stati Uniti e Iran sui mercati emergenti, mentre fondamentali più solidi hanno sostenuto una buona resilienza economica.

L'ultimo shock ha rappresentato un vero test della crescente credibilità delle banche centrali dei Paesi emergenti, portandole a riavviare cicli di rialzo dei tassi o a sospendere quelli di riduzione. I primi a intervenire sono stati i Paesi del Sud-Est asiatico, insieme a Sudafrica, Repubblica Ceca e Turchia, con aumenti compresi tra 25 e 100 punti base in risposta alle pressioni derivanti dall'aumento dei prezzi dell'energia. Solo un numero limitato di economie emergenti ha invece proseguito il ciclo di allentamento monetario (Argentina, Brasile, Messico e Ungheria). Guardando avanti, i Paesi maggiormente esposti, soprattutto in Asia, dovrebbero continuare ad aumentare i tassi nel corso della seconda metà del 2026, per poi tornare a una politica più accomodante nel 2027. Al contrario, i Paesi dell'America Latina (LATAM) e dell'Europa centrale e orientale (CEE) dovrebbero avviare o proseguire i propri cicli di riduzione dei tassi durante la seconda parte del 2026.

L'economia cinese ha risentito delle tensioni legate al conflitto in Medio Oriente, ma manteniamo la nostra previsione di crescita del +4,7% per il 2026.

Le tensioni hanno spaziato dall'aumento dei prezzi del petrolio alla minore domanda estera, ma i solidi risultati del primo trimestre, con una crescita del +5%, sostenuta da forti esportazioni e dalla robusta domanda di IA, hanno fornito un margine sufficiente per compensarle. Il principale rischio per l'economia resta la debole domanda interna, dovuta a livelli strutturalmente elevati di risparmio delle famiglie e alla bassa fiducia dei consumatori.

Dopo la normalizzazione della situazione in Medio Oriente, prevediamo che le pressioni inflazionistiche raggiungano il picco nel terzo trimestre per poi attenuarsi nel quarto trimestre, pur rimanendo relativamente contenute. L'inflazione al consumo dovrebbe attestarsi intorno all'1% nel 2026, ben al di sotto del limite superiore dell'obiettivo del 2%. Nel breve periodo, le imprese cinesi dovrebbero trasferire gran parte dell'aumento dei prezzi alla produzione (PPI) sui prezzi delle esportazioni, anziché assorbirne il costo. Questo potrebbe determinare un moderato deterioramento della loro competitività.

I benefici, tuttavia, non sono distribuiti in modo uniforme. Sta emergendo un gruppo di Paesi vincitori, tra cui Taiwan, Singapore e Corea del Sud, mentre economie come Filippine e Indonesia restano più indietro, poiché le difficoltà interne si sommano agli effetti del conflitto.

Nonostante i recenti progressi verso una normalizzazione della situazione nel Golfo, prevediamo che l'inflazione rimanga elevata nel breve periodo, a causa degli effetti indiretti dei prezzi ancora alti di carburanti, energia e fertilizzanti, che continuano a gravare sulla regione.

Questo contesto lascia le banche centrali in fasi diverse dei rispettivi cicli monetari. Ci aspettiamo che Filippine e Indonesia, che hanno iniziato prima il ciclo di rialzo dei tassi, siano vicine alla conclusione, mentre India e Corea del Sud potrebbero effettuare ulteriori aumenti dei tassi.

Il Medio Oriente resta la regione più colpita, con un PIL previsto in calo del -2,1% nel 2026, poiché l'impatto diretto della guerra e la chiusura dello Stretto di Hormuz continuano a pesare sulle economie dell'area. La crescita dovrebbe poi risalire al +5,0% nel 2027.

Nei Paesi del Golfo, la diminuzione delle esportazioni petrolifere e il crollo del turismo e degli scambi commerciali saranno i principali fattori della contrazione economica, soprattutto nelle economie più esposte allo Stretto, come Bahrein, Kuwait e Qatar. Arabia Saudita, Emirati Arabi Uniti e Oman dovrebbero invece registrare risultati migliori, grazie alla possibilità di aggirare lo Stretto.

In Africa, la crescita dovrebbe rimanere superiore al +4% nel 2026 e nel 2027, nonostante l'impatto negativo della guerra, che ha contribuito ad aumentare le pressioni inflazionistiche.

Anche il ciclo di investimenti legato all'intelligenza artificiale sta sostenendo una forte crescita delle esportazioni di minerali e metalli in diverse economie africane, in particolare nell'Africa meridionale e centrale.

Dopo un promettente inizio d'anno, l'Europa centrale e orientale ha rallentato a causa dello shock legato all'Iran e della debole domanda tedesca, fattori che hanno pesato sull'attività economica e portato a revisioni al ribasso delle previsioni di crescita nell'intera regione.

Prevediamo una crescita del +2,2% nel 2026, seguita da una moderata accelerazione al +2,4% nel 2027 con l'attenuarsi degli effetti della crisi in Medio Oriente.

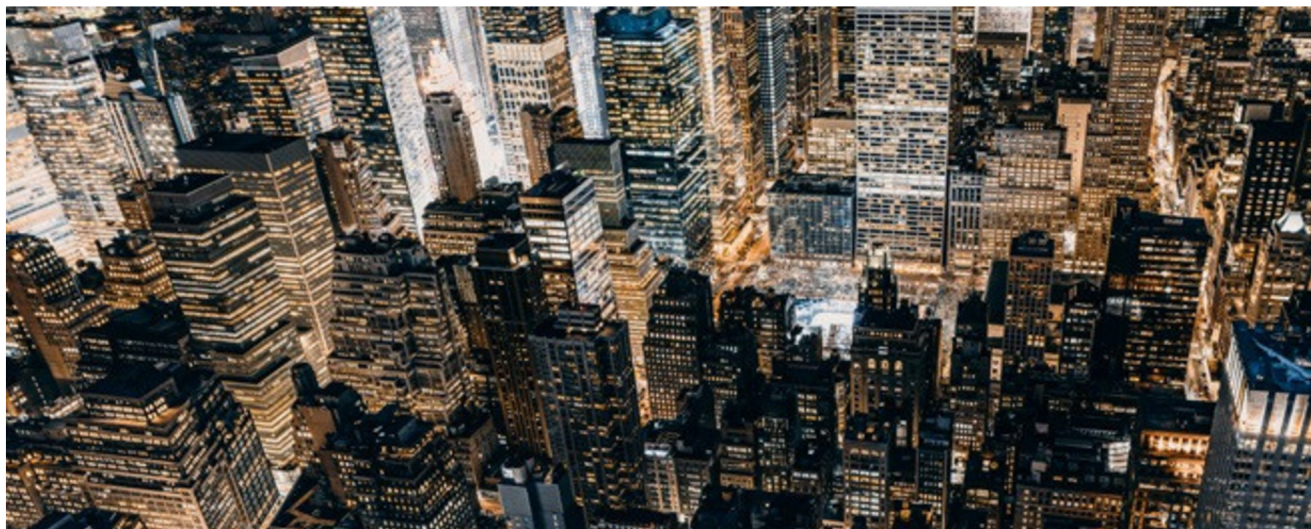
Le differenze tra Paesi restano ampie. La Polonia continua a essere il principale motore della crescita grazie ai consistenti flussi di fondi europei. La banca centrale (NBP) sta guardando oltre le pressioni inflazionistiche di breve termine, mantenendo i tassi al 3,75% e rinviando eventuali rialzi alla fine del 2026. La Romania rappresenta l'eccezione negativa ed è l'unica economia attesa in contrazione, poiché il consolidamento fiscale anticipato pesa sulla crescita e l'inflazione accelera verso l'11%, prima di diminuire sensibilmente da metà anno grazie a favorevoli effetti base energetici. Al contrario, Ungheria e Slovenia hanno dimostrato una maggiore resilienza. Il principale canale di trasmissione dello shock rimane il consumatore: l'aumento dei prezzi delle materie prime e i timori inflazionistici hanno indebolito la fiducia delle famiglie, mettendo a rischio i consumi privati. L'inflazione regionale dovrebbe attestarsi in media al +3,8% nel 2026, per poi normalizzarsi al +2,7% nel 2027. Lo shock energetico ha portato la maggior parte delle banche centrali ad adottare un atteggiamento attendista. La Repubblica Ceca rappresenta l'eccezione più restrittiva, avendo aumentato i tassi al 3,75% per contrastare la trasmissione dell'inflazione di fondo, mentre l'Ungheria ha ripreso il ciclo di allentamento monetario grazie alla solidità del fiorino e all'inflazione sotto controllo.

Per la Turchia, prevediamo una crescita del PIL del +3,4% nel 2026, sostenuta dalla domanda interna nonostante condizioni finanziarie restrittive e un contesto esterno incerto. L'inflazione dovrebbe rimanere elevata, intorno al 28-30% per tutto il 2026, ritardando un allentamento monetario più significativo del ciclo di allentamento monetario, mentre la lira turca continua ad apprezzarsi in termini reali, riducendo la competitività delle imprese e frenando i consumi delle famiglie.

L'America Latina dovrebbe beneficiare della normalizzazione dell'inflazione, consentendo alle banche centrali di continuare o riprendere l'allentamento monetario nella seconda metà del 2026, nonostante il persistere di incertezze interne.

La regione è relativamente poco esposta agli effetti diretti dell'aumento dei prezzi energetici, poiché diverse grandi economie beneficiano delle esportazioni di materie prime e di una base export diversificata. Tuttavia, la debolezza della domanda globale e condizioni finanziarie ancora restrittive continueranno a pesare sull'attività economica. La crescita dovrebbe quindi rimanere moderata, senza una vera accelerazione, mentre la domanda estera continuerà a essere sotto pressione per possibili revisioni degli accordi commerciali e per l'andamento della domanda asiatica.

I rischi climatici legati a un possibile ritorno di El Niño potrebbero causare interruzioni localizzate nella produzione agricola ed elettrica, oltre a influenzare i prezzi alimentari. Sul fronte politico, l'incertezza si è generalmente ridotta dopo la conclusione del principale ciclo elettorale della regione. Il Brasile rappresenta l'eccezione più rilevante, poiché le preoccupazioni fiscali e le prospettive elettorali continuano a influenzare negativamente il sentiment degli investitori. Nonostante l'atteso allentamento monetario, si prevede che le insolvenze aziendali aumentino anziché diminuire, soprattutto in Brasile e Colombia, a causa degli effetti cumulativi di tassi d'interesse elevati per un periodo prolungato, rallentamento della crescita economica e condizioni di finanziamento ancora rigide, che continuano a gravare sui bilanci delle imprese.



Società: resilienza a tempo determinato

Gli utili societari in Europa e negli Stati Uniti hanno mostrato una notevole resilienza nel primo trimestre del 2026.

La maggior parte dei settori ha mantenuto risultati solidi, smentendo le aspettative di un immediato deterioramento dell'attività economica. In Europa, la grande maggioranza dei settori ha registrato una crescita positiva dell'EPS nel primo trimestre, senza quel diffuso crollo della redditività che si sarebbe potuto temere vista la portata dello shock geopolitico. Ciò è dovuto sia al fatto che gli effetti economici della crisi richiedono tempo per manifestarsi, sia al fatto che i prezzi delle materie prime, pur elevati, non hanno raggiunto livelli critici. Negli Stati Uniti, il principale motore della crescita degli utili è rimasto il settore tecnologico. Gli investimenti (capex) legati all'intelligenza artificiale hanno continuato a crescere, sostenendo la redditività aziendale anche in presenza di altri fattori avversi. L'impatto macroeconomico, che ha colpito in misura maggiore l'Europa e il Medio Oriente rispetto ad altre regioni, non si era ancora pienamente riflesso nei conti aziendali alla fine del primo trimestre. Questo ritardo tra evento geopolitico ed effetti sugli utili è tipico dei grandi shock dell'offerta: i canali di trasmissione attraverso prezzi dell'energia, costi di trasporto e fiducia dei consumatori tendono infatti ad agire con un certo ritardo. Di conseguenza, i risultati del Q1 2026 riflettono ancora condizioni operative formatesi prima che gli effetti più intensi della crisi si facessero sentire. Il quadro generale del trimestre è quindi quello di un impatto contenuto: le aziende sono entrate nella crisi con bilanci solidi e, almeno per un trimestre, sono riuscite ad assorbire o rinviare i costi legati al conflitto.

Tuttavia, la resilienza mostrata nel primo trimestre non deve essere scambiata per immunità: una compressione della redditività potrebbe profilarsi all'orizzonte.

Diversi settori devono ancora affrontare conseguenze concrete, seppur ritardate, della crisi di Hormuz, che potrebbero manifestarsi già a partire dal secondo trimestre del 2026. In Europa, molte imprese stanno già segnalando un aumento delle pressioni sui costi attraverso aspettative di rialzo dei prezzi di vendita, mentre le indagini prospettiche sulle imprese indicano un peggioramento delle prospettive di redditività. Questi segnali suggeriscono che lo shock sui costi si stia gradualmente trasmettendo alle catene di fornitura e ai prezzi degli input, anche se finora i ricavi hanno tenuto. Il settore automobilistico appare particolarmente vulnerabile, soprattutto in Europa. Già sotto pressione per la crescente concorrenza cinese, produttori e fornitori presentano livelli elevati di leva finanziaria netta e risultano quindi particolarmente esposti ai tassi di interesse più elevati derivanti dalle conseguenze inflazionistiche della guerra. Con le banche centrali che mantengono i tassi al di sopra dei livelli pre-conflitto, l'onere del servizio del debito per i settori più indebitati è destinato ad aumentare nei prossimi trimestri. Esistono però alcune aree di sollievo. I prezzi del carburante per l'aviazione si sono ridotti in vista della stagione estiva, offrendo un supporto ai settori dei trasporti e dell'aviazione durante il periodo di massimo traffico. Nel complesso, il quadro per il resto del 2026 è quello di un mondo aziendale a due velocità: i settori con forte potere di determinazione dei prezzi e minore esposizione al ciclo economico potrebbero assorbire meglio lo shock, mentre quelli con caratteristiche opposte dovranno affrontare difficoltà che i risultati del primo trimestre hanno soltanto rimandato.

Le previsioni di crescita del fatturato nel 2026 sono state riviste al ribasso in 12 dei 16 settori.

Le revisioni più marcate riguardano i comparti maggiormente esposti ai costi energetici e alla debolezza della domanda (Figura 8).

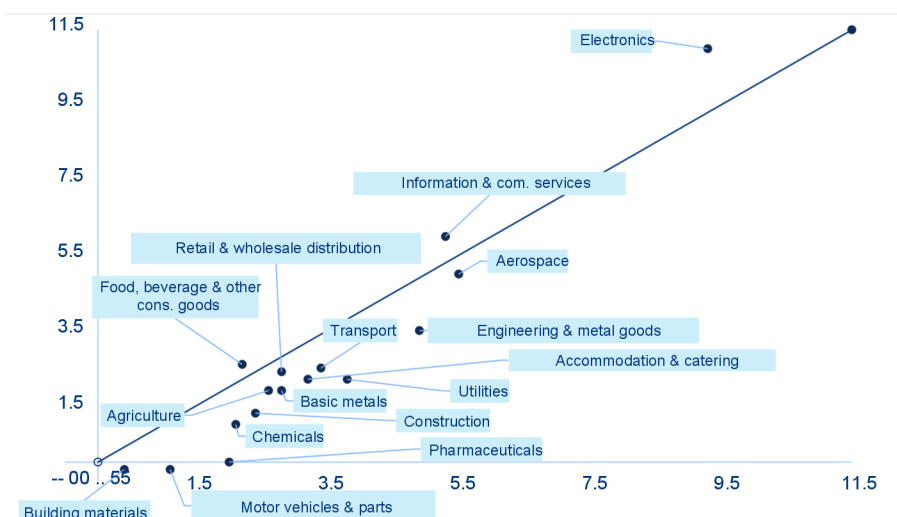
Il settore farmaceutico ha registrato il taglio più significativo, con una revisione di -2,0 punti percentuali a 0% (da +2,0% a marzo), a causa dell'aumento dei costi e dell'indebolimento del potere d'acquisto. Le utility scendono di 1,6 punti percentuali a +2,2%, riflettendo l'impatto dei prezzi energetici elevati sulla domanda di imprese e famiglie. Il comparto automotive e componentistica perde 1,3 punti percentuali a -0,2%, entrando in territorio negativo. Altre revisioni rilevanti riguardano le costruzioni (-1,1 punti percentuali a +1,3%) e la chimica (-1,1 punti percentuali a +1,0%). In controtendenza, tre settori hanno beneficiato di revisioni al rialzo. L'elettronica è stata aumentata di 1,7 punti percentuali a +11,0%, sostenuta dagli investimenti in hardware per l'IA e dai data center. I servizi di informazione e comunicazione salgono di 0,7 punti percentuali a +6,0%, mentre alimentari, bevande e beni di consumo migliorano di 0,4 punti percentuali a +2,6%, grazie alla normalizzazione dei prezzi delle commodities agricole dopo il picco causato dalla guerra. Guardando al 2027, il quadro appare più equilibrato, con una crescita distribuita su un numero maggiore di settori grazie all'attenuarsi delle tensioni legate a Hormuz e alla normalizzazione delle catene di approvvigionamento.

Le insolvenze aziendali sono previste in aumento del 4% a livello globale nel 2026 (-2 punti percentuali rispetto alle previsioni di aprile). In particolare, la guerra in Iran e i suoi effetti indiretti non hanno innescato un'ondata aggiuntiva di insolvenze.

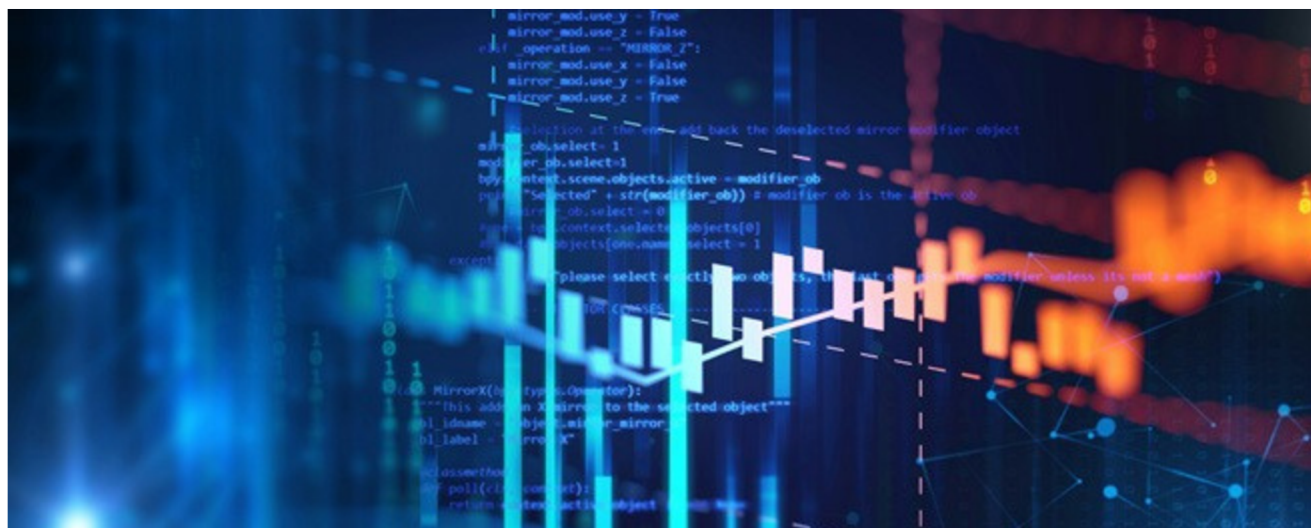
Il primo trimestre ha segnato il quindicesimo trimestre consecutivo di aumento su base annua, sebbene a un ritmo leggermente

al di sopra del +5% a livello globale, dopo il forte +10% registrato nel quarto trimestre del 2025. Tutte le regioni hanno contribuito positivamente: Nord America (+19%), Asia (+3%, +11% escludendo la Cina) ed Europa occidentale (+6%, al ventesimo trimestre consecutivo di crescita su base annua). Fa eccezione l'Europa centrale e orientale, che ha registrato il primo calo (-10% a/a) dopo 14 trimestri consecutivi di crescita. Negli ultimi quattro trimestri, la tendenza globale si è attestata intorno al +7%. I primi dati del secondo trimestre non mostrano alcun rimbalzo o aumento significativo rispetto alle attese precedenti al conflitto. La maggior parte dei Paesi ha registrato un calo delle insolvenze su base annua in aprile e maggio, anche se il minor numero di giorni lavorativi può aver contribuito a questo risultato. Dall'inizio dell'anno, una lieve maggioranza di Paesi evidenzia una flessione, spesso partendo però da livelli già elevati. Nonostante ciò, il nostro indicatore principale continua a segnalare una crescita del +5% a livello globale, poiché i mercati più rilevanti (Stati Uniti, Brasile, Giappone, Germania, India, Corea del Sud e Francia) mostrano insolvenze stabili su livelli elevati o inserite in un trend di crescita prolungato. La Cina resta la principale eccezione, con un numero di casi inferiore alle attese. Continuiamo a prevedere una compressione ritardata della redditività nei prossimi mesi, che porterà a una maggiore differenziazione tra Paesi e settori in funzione della loro esposizione agli effetti indiretti della guerra oppure della capacità di beneficiare di trend globali favorevoli (IA, difesa). Nel complesso, l'aumento delle insolvenze a livello mondiale dovrebbe proseguire nel 2026 (+4%) prima di stabilizzarsi nel 2027, segnando il quinto anno consecutivo di crescita. Il Nord America dovrebbe fornire il contributo maggiore, con le insolvenze negli Stati Uniti attese in aumento del +9% nel 2026. L'Asia presenterà andamenti più eterogenei, con la maggior parte dei Paesi ancora in crescita, ad eccezione di Australia, Singapore e Hong Kong. L'Europa occidentale dovrebbe registrare un aumento moderato (+2% nel 2026), seguito da una lieve diminuzione (-3% nel 2027), con la maggioranza dei Paesi (9 su 17) compresa nell'intervallo -4% / +4%, segnale di livelli di insolvenza sostanzialmente stabili, seppur spesso elevati rispetto alle medie storiche.

Figura 8: Variazione delle previsioni di crescita del fatturato (%) – previsione di giugno rispetto alla previsione di marzo.



Fonti: Oxford Economics, Allianz Research.



Mercati dei capitali: ottimismo prudente

I mercati dei capitali hanno attraversato un secondo trimestre volatile, dominato dal conflitto con l'Iran e dalle sue conseguenze.

I prezzi del petrolio, saliti oltre i 120 USD al barile dopo la chiusura dello Stretto di Hormuz, sono poi tornati sui livelli precedenti al conflitto in seguito al memorandum d'intesa firmato a metà giugno tra Iran e Stati Uniti. Parallelamente, i mercati azionari hanno registrato un forte recupero: i principali indici hanno più che compensato le perdite legate alla guerra e l'MSCI World ha superato una performance a doppia cifra da inizio anno. Tuttavia, questo miglioramento presenta alcune criticità. La Federal Reserve, sotto la guida del nuovo presidente Kevin Warsh, ha adottato un tono più restrittivo nella riunione di giugno, segnalando il rischio di ulteriori rialzi dei tassi e ridimensionando le aspettative di una politica monetaria più accomodante. Gli investitori hanno inoltre continuato a ignorare numerosi fattori di rischio, sostenuti dalla resilienza della crescita economica e dal perdurare del boom legato all'intelligenza artificiale. Riteniamo che questo contesto favorevole possa proseguire, ma con margini più contenuti. I tassi dovrebbero diminuire gradualmente con l'attenuarsi delle pressioni inflazionistiche, mentre le azioni continueranno a beneficiare della crescita degli utili e della domanda trainata dall'IA, nonostante valutazioni elevate. Il credito dovrebbe mantenere un buon livello di carry, anche se l'aumento delle emissioni potrebbe contribuire a un moderato ampliamento degli spread rispetto ai minimi storici. Nei mercati privati, la dispersione delle performance continuerà a essere il tema dominante, con le infrastrutture legate all'intelligenza artificiale e il credito di maggiore qualità che dovrebbero sovraperformare.

La Fed e la BCE si trovano ad affrontare contesti macroeconomici differenti, ma i mercati dei tassi potrebbero comunque convergere verso risultati sorprendentemente simili.

Entrambe le banche centrali mantengono nel breve termine un orientamento restrittivo per contenere uno shock comune legato ai prezzi dell'energia, ma il quadro economico sottostante è diverso. Negli Stati Uniti, le prospettive di politica monetaria si sono irrigidite in un contesto caratterizzato da crescita ancora resiliente e da un processo di disinflazione già avviato. Nell'Eurozona, invece, il contesto economico appare più fragile, pur con pressioni inflazionistiche in graduale attenuazione. La BCE dovrebbe continuare a irrigidire la politica monetaria in un'economia che opera al di sotto del proprio potenziale e dove l'inflazione diminuisce più lentamente. Questa divergenza, paradossalmente, rimane favorevole alla duration, soprattutto nella parte intermedia della curva. Prevediamo un bull flattening negli Stati Uniti e un bull steepening nell'Eurozona. Negli USA, la curva dovrebbe gradualmente tornare a una configurazione tipica della fase finale del ciclo economico. Il tratto breve potrebbe restare volatile a causa dell'incertezza sulle aspettative di politica monetaria e dei residui rischi inflazionistici; tuttavia, il miglioramento della dinamica dei prezzi e la riduzione dell'output gap positivo suggeriscono una discesa dei rendimenti a lungo termine, con il Treasury decennale atteso al 4,35% a fine anno e al 4,10% nel 2027. Ai livelli attuali, le scadenze intermedie e lunghe offrono un interessante equilibrio tra rendimento reale positivo e convessità. Nell'Eurozona, prevediamo un irripidimento della curva dovuto alla rivalutazione da parte dei mercati dello spazio di manovra restrittivo della BCE sul tratto breve, mentre il tratto lungo dovrebbe rimanere ancorato da un premio a termine stabile, mantenendo il rendimento del Bund decennale intorno al 3%.

Tabella 3: Previsioni dei mercati dei capitali.

EMU	Las t *	Unit	2023	2024	2025	2026f	2027f
Government Debt							
ECB deposit rate	2.25	%	4.00	3.00	2.00	2.25	2.25
10y yield (Bunds)	2.94	%	2.03	2.36	2.85	2.90	3.00
10y EUR swap rate	3.00	%	2.48	2.39	2.93	2.90	3.00
20y EUR swap rate	3.23	%	2.51	2.39	3.23	3.00	3.10
Italy 10y sovereign spread	79	bps	168	117	65	80	80
France 10y sovereign spread	79	bps	53	83	71	90	60
Spain 10y sovereign spread	48	bps	97	70	44	40	40
Corporate Debt							
Investment grade credit spreads	76	bps	135	101	78	80	90
High-yield credit spreads	262	bps	395	311	270	280	315
High-yield credit spreads ex-CCC	216	bps	333	239	219	230	250
Equity							
Eurostoxx (total return p.a.)	14 ytd	%	19	10	25	14	11
US							
Government Debt							
Fed Funds rate (high)	3.75	%	5.50	4.50	3.75	4.00	3.50
10y yield (Treasury)	4.47	%	3.87	4.57	4.16	4.35	4.10
Corporate Debt							
Investment grade credit spreads	75	bps	104	82	79	80	90
High-yield credit spreads	272	bps	334	292	281	290	325
Equity							
S&P 500 (total return p.a.)	11 ytd	%	26	25	18	13	11
UK							
Government Debt							
BoE rate	3.75	%	5.25	4.75	3.75	4.00	3.50
10y yield sovereign (Gilt)	4.80	%	3.54	4.57	4.47	4.80	4.60
Corporate Debt							
Investment grade credit spreads	80	bps	134	91	80	90	100
High-yield credit spreads	388	bps	515	364	420	430	450
Equity							
FTSE 100 (total return p.a.)	9 ytd	%	8	10	26	9	8
Emerging Markets							
Government Debt							
Hard currency spread (vs USD)	238	bps	384	325	253	245	270
Hard currency spread ex-CCC (vs USD)	165	bps	215	202	163	170	185
Local currency yield	6.09	%	6.19	6.39	5.87	6.20	6.10
Equity							
MSCI EM (total return p.a. in USD)	24 ytd	%	10	8	34	29	12
FX & Commodities							
Las t							
EUR USD		\$ per €	1.10	1.04	1.17	1.15	1.15
Oil (Brent)	1.14	\$ per bl	78	75	61	75	67
Natural gas (Dutch TTF)	72.44	€ per MWh	32	49	28	41	32

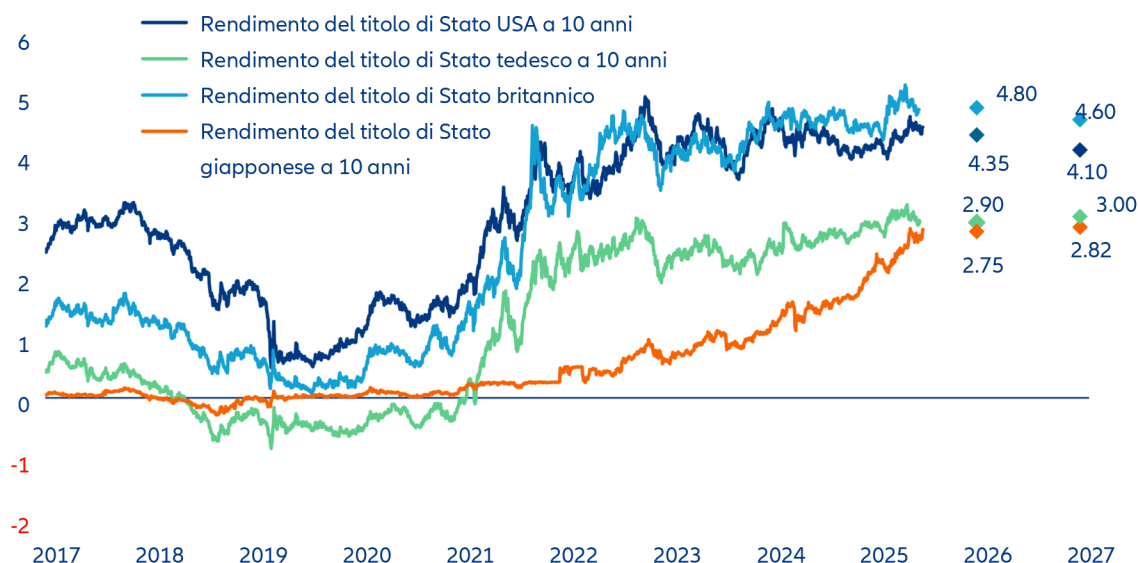
Fonti: LSEG Datastream, Bloomberg, Allianz Investment Management.

Nota: dati riferiti a fine anno.

* Dati aggiornati al 6 luglio 2026.

Fonte: LSEG Datastream, Allianz Research

Figura 9: Rendimenti dei titoli di Stato decennali (10 anni), incluse le previsioni (%).



Fonti: LSEG Datastream, Allianz Research.

Tra i titoli sovrani dell'Eurozona, le valutazioni appaiono nel complesso corrette.

Il sostegno ai BTP italiani derivante dai fondi NGEU si sta riducendo, mentre gli OAT francesi dovrebbero mantenere temporaneamente spread più ampi per effetto del rischio politico legato alle elezioni presidenziali.

Il nostro scenario centrale resta quello di una vittoria centrista. In tal caso, gli spread degli OAT dovrebbero ridursi nuovamente e tornare sotto quelli italiani una volta normalizzato il premio per il rischio politico. I Bund tedeschi continueranno a beneficiare del loro ruolo di bene rifugio rispetto alla curva swap in euro, mantenendo positivi gli spread swap sul tratto breve e intermedio. La parte lunga della curva resterà invece limitata dal premio a termine elevato e dalla domanda contenuta per la duration. Nel complesso, gli spread swap tedeschi dovrebbero rimanere contenuti e stabili.

Il tasso di cambio EUR/USD ha oscillato nell'ultimo trimestre tra 1,14 e 1,18, mantenendosi sostanzialmente nello stesso intervallo osservato nell'ultimo anno.

I movimenti all'interno di questa fascia continuano a riflettere fattori contrastanti. A favore dell'euro ha giocato il persistente clima di incertezza sulla politica economica statunitense. Al contrario, i rischi geopolitici, come il conflitto con l'Iran, pur in attenuazione, hanno esercitato pressioni negative sulla valuta europea. Inoltre, il tema degli investimenti nell'intelligenza artificiale rimane fortemente concentrato negli Stati Uniti, sostenendo il dollaro. Più recentemente, dati sull'inflazione dell'Eurozona inferiori alle attese hanno fornito ulteriore supporto all'euro, riportando il cambio EUR/USD verso la parte alta dell'intervallo.

verso la parte bassa del proprio intervallo di oscillazione, intorno a 1,14. Nel complesso, riteniamo che l'attuale livello del cambio sia vicino al suo valore equo e pertanto prevediamo un andamento sostanzialmente stabile nei prossimi mesi.

I mercati azionari globali si avvicinano al terzo trimestre del 2026 su basi solide. L'S&P 500 è salito dell'11% da inizio anno, mentre l'Euro Stoxx ha guadagnato il 14% (rendimento totale).

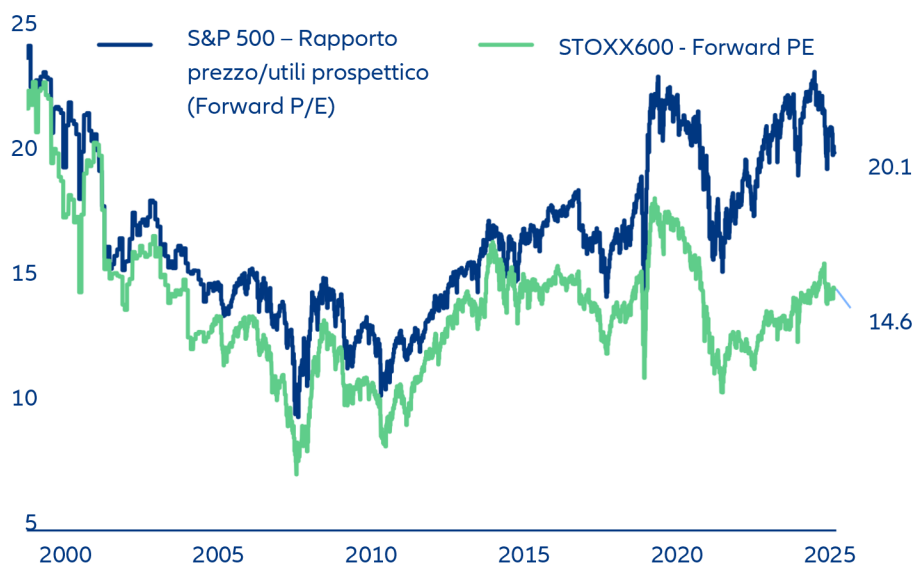
I mercati hanno inoltre mostrato una notevole resilienza di fronte al conflitto con l'Iran. L'Euro Stoxx ha ormai recuperato le perdite legate al conflitto e quota circa l'1,5% sopra i livelli precedenti all'inizio della guerra, nonostante la situazione resti fragile dopo il memorandum per la cessazione delle ostilità firmato a metà giugno. Questa resilienza sostiene una visione positiva per le azioni nel medio termine, anche se nel breve periodo permane un rischio al ribasso legato alla tenuta del cessate il fuoco. Una tregua duratura fornirebbe ulteriore sostegno alle azioni europee, particolarmente sensibili ai prezzi dell'energia e ai premi per il rischio geopolitico. Al contrario, nuovi attacchi o violazioni del cessate il fuoco, come già osservato dopo la firma dell'accordo, limiterebbero questo potenziale rialzo prima che possa riflettersi sugli utili societari. Le valutazioni restano divergenti. L'S&P 500 tratta a 20,4 volte gli utili attesi, contro le 14,7 volte dello STOXX 600. Questa differenza è ampiamente giustificata dalle aspettative di crescita degli utili: 29,8% per l'S&P 500 e 13,5% per lo STOXX 600.

Questo limita l'ulteriore potenziale di rialzo delle azioni statunitensi alla crescita effettiva degli utili, mentre lo sconto relativo delle azioni europee continua a rappresentare più un elemento di protezione che un vero catalizzatore. Esiste margine sia per un ritorno delle valutazioni verso livelli più elevati, qualora il cessate il fuoco dovesse consolidarsi, sia per una compressione dei multipli prezzo/utili nel caso contrario. Oltre ad assorbire liquidità dai mercati azionari, le IPO possono generare ulteriore pressione in vendita, poiché gli investitori di venture capital ricevono azioni quotate che potrebbero non rientrare più nei loro mandati di investimento e decidere quindi di ridurre le posizioni al termine dei periodi di lock-up. Questo fenomeno potrebbe pesare in particolare sui titoli legati all'intelligenza artificiale e mettere sotto pressione il sentiment di mercato, soprattutto considerando che le attuali valutazioni sembrano basarsi più sulla fiducia nella crescita futura che sui risultati economico-finanziari attuali. Guardando ai prossimi anni, prevediamo un rendimento complessivo del 13% per l'S&P 500 nel 2026 (in rallentamento all'11% nel 2027) e del 14% per l'Euro Stoxx (anch'esso in calo all'11%). In questo contesto, riteniamo opportuno adottare un approccio selettivo, privilegiando società con utili di qualità e solidi fondamentali rispetto a titoli che fanno affidamento principalmente su aspettative di crescita futura, almeno fino a quando il quadro geopolitico non mostrerà una maggiore stabilità.

I semiconduttori continuano a rappresentare il principale motore sia dei rendimenti sia della volatilità nei mercati azionari globali, e il ciclo di crescita non sembra ancora esaurito.

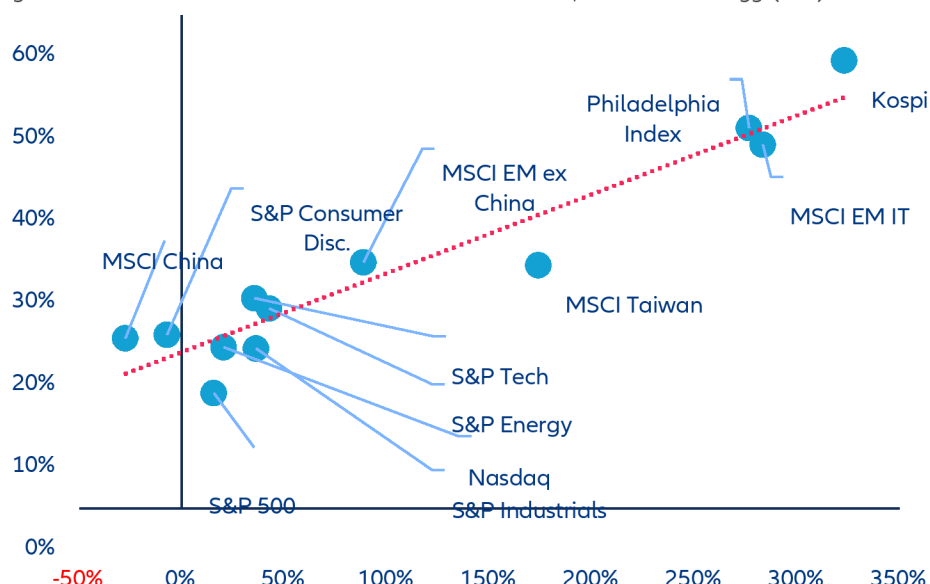
Il Kospi e il Philadelphia Semiconductor Index si collocano ai vertici della classifica. La frontiera rischio-rendimento continua a essere dominata dal settore dei semiconduttori, che registra rendimenti annualizzati superiori al 250%, nettamente superiori a quelli di indici più ampi come S&P 500 e Nasdaq, che si collocano in un intervallo compreso tra il 10% e il 30%. La nostra analisi ciclica dei prezzi all'esportazione dei semiconduttori della Corea del Sud – uno degli indicatori anticipatori più affidabili del ciclo globale del settore – mostra che la componente ciclica non aveva ancora raggiunto il picco alla fine di giugno 2026. Al contrario, l'indicatore è salito bruscamente fino al livello più elevato dall'inizio degli anni 2000. Le esperienze storiche suggeriscono che il ciclo tende generalmente a superare il proprio picco prima di invertire la direzione; su questa base, il trend attuale sembra avere ancora un margine significativo di crescita. Questo aspetto è particolarmente importante per il posizionamento degli investitori a livello di indice. Considerando il contributo determinante che mercati fortemente esposti ai semiconduttori, come Corea del Sud e Taiwan, hanno avuto nella recente dispersione dei rendimenti, la durata di questo ciclo rappresenta un elemento chiave sia per l'allocazione geografica sia per le scelte settoriali. Il rischio principale resta quello di uno shock di fiducia sugli investimenti in conto capitale legati all'intelligenza artificiale, che rappresentano oggi il principale motore della domanda. Un rallentamento di tali investimenti potrebbe infatti interrompere il ciclo più rapidamente di quanto i soli segnali di prezzo lascerebbero prevedere.

Figura 10: Rapporto prezzo/utili prospettico (Forward P/E) delle azioni statunitensi ed europee.



Fonti: LSEG Datastream, Allianz Research.

Figura 11: Analisi rischio-rendimento di indici azionari selezionati, da inizio 2026 a oggi (YTD).



Fonti: LSEG Datastream, Allianz Research

Nota: rendimenti annualizzati (asse orizzontale) rispetto alla volatilità annualizzata (asse verticale).

I mercati del credito societario hanno mostrato una notevole resilienza nella prima metà del 2026, nonostante le preoccupazioni legate al debito privato, la correzione del settore software e lo shock geopolitico causato dall'Iran.

Gli spread investment grade si sono attestati intorno a 76-77 punti base sia in Europa sia negli Stati Uniti, su livelli leggermente più contenuti rispetto all'inizio dell'anno. Sebbene gli spread restino compressi, i rendimenti complessivi ancora elevati continuano a offrire un supporto ai rendimenti totali. In un contesto di tassi e crescita economica relativamente stabili, con rischi estremi in diminuzione e fattori tecnici favorevoli, il carry – ossia il reddito generato dal mantenimento delle obbligazioni in portafoglio – è stato e continuerà a essere la principale fonte di rendimento. Occorre tuttavia considerare che gli attuali livelli compressi degli spread sono in larga parte sostenuti dalla domanda e risultano quindi meno solidi nel tempo: gli investitori alla ricerca di rendimento sono particolarmente sensibili ai prezzi e potrebbero ridurre rapidamente la propria esposizione qualora cambiassero le aspettative sui tassi di interesse.

In Europa, gli spread creditizi dovrebbero rimanere su livelli contenuti fino al 2026, intorno a 80 bps per l'Investment Grade (IG) e 280 bps per l'High Yield (HY), grazie a un contesto macroeconomico relativamente stabile, a una forte domanda di rendimento e a un'offerta netta limitata.

Per il 2027 è atteso un moderato ampliamento degli spread, fino a 90 bps per l'IG e 315 bps per l'HY, non per una correzione improvvisa dei mercati, ma per un graduale indebolimento dei fondamentali: gli indicatori di credito stanno infatti scendendo leggermente sotto la media e il trend positivo degli upgrade di rating sta rallentando.

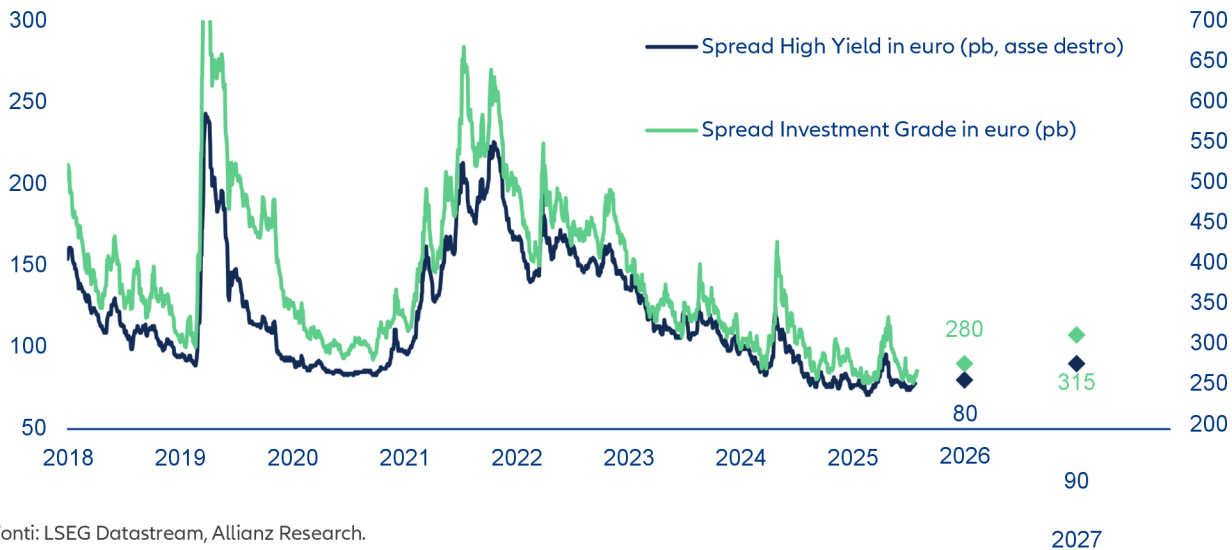
Negli Stati Uniti, l'Investment Grade dovrebbe seguire un andamento simile, mentre gli spread dell'High Yield potrebbero raggiungere circa 290 bps, restando superiori a quelli europei a causa di una qualità creditizia mediamente più bassa. Anche il mercato del credito USA mostra una dinamica dei rating più debole, con i downgrade ancora prevalenti, sebbene il trend negativo stia iniziando ad attenuarsi. Tra gli aspetti da monitorare con maggiore attenzione ci sono i fondamentali aziendali, in particolare i livelli di leva finanziaria, aumentati anche per effetto della crescente quota di finanziamenti destinati agli investimenti legati all'intelligenza artificiale (AI).

Il debito dei mercati emergenti (EM) beneficia di fondamentali solidi e di un sentiment favorevole.

Tuttavia, le valutazioni del debito in valuta forte appaiono tirate, mentre quello in valuta locale tende storicamente a sottoperformare durante le fasi di rialzo dei tassi della Fed. Il vantaggio strutturale di crescita degli emergenti rimane intatto: la crescita economica continua a superare in modo significativo quella delle economie avanzate e questo divario dovrebbe ampliarsi ulteriormente. Ciò sostiene la solidità creditizia dei Paesi emergenti e contribuisce a ridurre il rischio di default. La domanda resta molto forte, grazie a flussi costanti verso l'asset class e alla crescente partecipazione di investitori provenienti da altri mercati. Di conseguenza, gli spread sovrani emergenti si mantengono sui minimi degli ultimi anni, sostenuti sia dai fondamentali sia da fattori tecnici favorevoli. Inoltre, non offrono un premio rispetto alle obbligazioni societarie statunitensi.

Allo stesso tempo, la volatilità degli spread rimane contenuta e non riflette pienamente le attuali incertezze geopolitiche. Dai livelli attuali ci aspettiamo un moderato ampliamento degli spread fino a circa 270 punti base entro il 2027. Poiché il debito emergente in valuta forte non offre un rendimento aggiuntivo significativo, gli investimenti in valuta locale risultano relativamente più interessanti ai livelli correnti.

Figura 12: Spread del credito societario europeo (punti base)



Fonti: LSEG Datastream, Allianz Research.

dei rendimenti. Considerando la correlazione con i Treasury statunitensi e i cicli monetari ancora in corso nei mercati emergenti, prevediamo che i rendimenti del debito emergente in valuta locale (LC) rimangano sostanzialmente stabili. Sebbene le valutazioni siano più interessanti, questa asset class ha storicamente sottoperformato durante le fasi di rialzo dei tassi della Fed, giustificando quindi una posizione neutrale nell'attuale contesto.

Nei mercati privati, due fattori stanno determinando in larga misura la selezione tra vincitori e perdenti: tassi di interesse che rimangono relativamente elevati e l'intelligenza artificiale, che sta ridefinendo le prospettive di crescita e redditività dei diversi investimenti.

La stessa dicotomia si riflette su ciascuna classe di attivo in modo differente. Il private equity resta bloccato nella fase di uscita dagli investimenti, con un arretrato record di società non ancora dismesse e una raccolta di capitali che ne rispecchia la debolezza. Il private debt continua a beneficiare delle sue cedole elevate, ma le tensioni stanno aumentando tra i debitori più fragili ed esposti ai cambiamenti indotti dall'intelligenza artificiale. Le infrastrutture rappresentano invece il segmento più dinamico, sostenuto dalla costruzione di data center che si trova al centro del superciclo dell'IA. Il settore immobiliare è in fase di ripresa, seppur in modo disomogeneo, poiché il costo più contenuto dei finanziamenti si trasmette gradualmente al mercato; tuttavia, l'intelligenza artificiale continua a frenare il recupero del comparto uffici. Il filo conduttore comune è la dispersione: i capitali stanno premiando gli attivi caratterizzati da flussi di reddito contrattualizzati, solide coperture finanziarie e una chiara esposizione ai trend dell'intelligenza artificiale, mentre evitano il resto del mercato. Il divario tra queste due categorie è oggi il più ampio registrato negli ultimi anni.

Tuttavia, questa dispersione rappresenta tanto un'opportunità quanto un segnale di cautela. I segmenti allineati ai principali temi strutturali di crescita (ad esempio difesa, intelligenza artificiale, ecc.) dovrebbero continuare a generare risultati positivi nel corso del ciclo economico, mentre le strategie più generaliste potrebbero assistere a una compressione dei rendimenti.

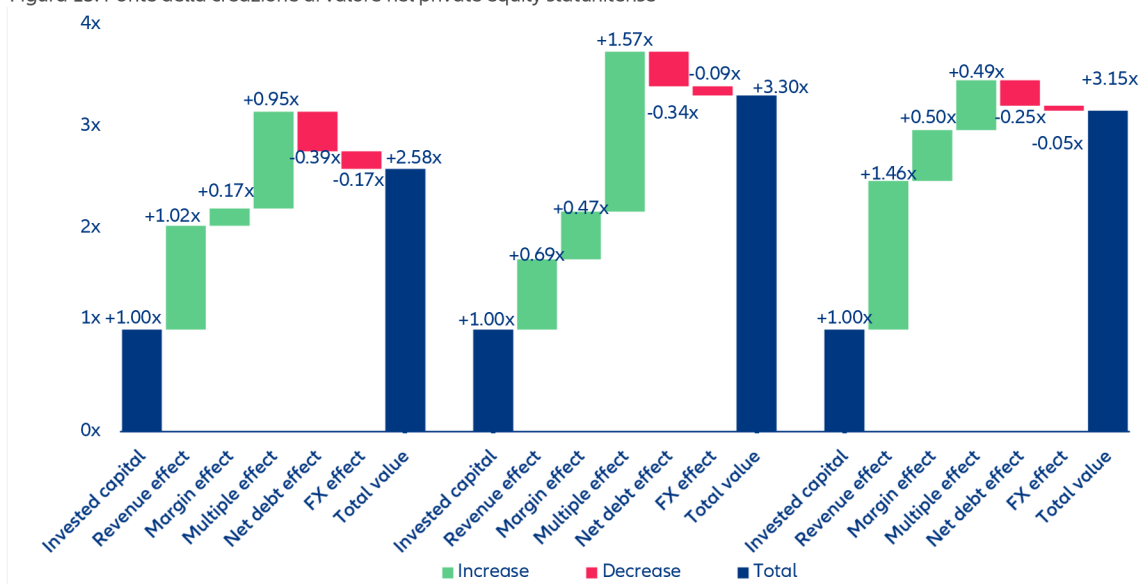
Il private equity si trova in un momento di svolta. Il suo modello tradizionale – acquisire un'azienda, migliorarne le performance e rivenderla realizzando un profitto – ha subito un forte rallentamento nella fase di disinvestimento, generando un notevole accumulo di società ancora da cedere.

Oggi i fondi di buyout statunitensi ne detengono oltre 13.300, un volume equivalente a circa dieci anni di vendite ai ritmi attuali. La maggior parte di queste acquisizioni risale al periodo 2020-2021, caratterizzato da finanziamenti a basso costo, valutazioni elevate e una forte esposizione al settore software; di conseguenza, risulta oggi difficile rivenderle agli stessi livelli di prezzo. Con flussi di cassa in uscita ancora limitati, gli investitori restano riluttanti a impegnare nuovo capitale e gran parte della raccolta continua a concentrarsi nei fondi di maggiori dimensioni. Nonostante ciò, stanno gradualmente emergendo le condizioni per una riapertura del mercato: la stabilizzazione dei tassi di interesse dovrebbe favorire una ripresa lenta e prudente delle operazioni di uscita, piuttosto che un rapido ritorno ai livelli di attività del passato.

La rivalutazione degli asset favorita dal contesto finanziario eccezionalmente favorevole del biennio 2020-2021 appartiene ormai al passato. Da oggi in avanti, la creazione di valore dovrà derivare principalmente da miglioramenti operativi, attraverso la crescita dei ricavi e l'espansione dei margini, più che dall'aumento dei multipli di valutazione o dall'utilizzo di leva finanziaria a basso costo.

Considerando questi fattori nel loro insieme, e tenendo conto che gran parte degli effetti del cosiddetto "Softwarepocalypse" deve ancora manifestarsi, prevediamo per il private equity rendimenti nell'ordine del 7%-9% nel corso dell'anno, con un'accelerazione verso l'11%-12% nel 2027, man mano che il mercato tornerà a condizioni più normalizzate (Figura 13).

Figura 13: Ponte della creazione di valore nel private equity statunitense



Dati aggiornati al secondo trimestre del 2025 (Q2 2025). Analisi aggregata della creazione di valore relativa a un sottoinsieme di partecipazioni buyout dismesse, ponderata in base al capitale investito.
 Fonti: MSCI Private Capital Universe; dati MSCI Private Asset and Deal Metrics.

Il debito privato ha iniziato l'anno come una delle sottocategorie dei mercati privati meglio posizionate, e lo shock per il quale si stava preparando si è ormai in parte materializzato.

Gran parte delle preoccupazioni tende a raggruppare in un unico rischio quattro aspetti distinti — i riscatti dei veicoli destinati agli investitori retail, la qualità dei prestiti, la concentrazione nel settore software e la struttura dei veicoli di investimento — finendo per sovrastimare la portata sistemica della minaccia. Paradossalmente, il contesto macroeconomico continua a sostenere la tesi d'investimento basata sul reddito. Con la Federal Reserve attesa mantenere i tassi nell'intervallo del 3,75%-4,00% fino alla metà del 2027, un reale allentamento delle condizioni finanziarie potrebbe arrivare solo dopo il cosiddetto "muro delle scadenze" previsto tra il 2027 e il 2029. Di conseguenza, le cedole a tasso variabile restano elevate, rappresentando un fattore positivo per la generazione di reddito ma un elemento negativo per i debitori più fragili, la cui capacità di copertura del debito è sotto pressione. In questo contesto, si sta diffondendo il ricorso al payment-in-kind (pagamento degli interessi attraverso nuovo debito anziché in contanti), che oggi rappresenta circa l'8% del reddito da investimenti delle BDC (Business Development Companies). Anche sul fronte delle valutazioni, i prezzi stimati tendono a nascondere le divergenze presenti nel mercato. I valori patrimoniali netti (NAV) degli investimenti privati continuano infatti a mantenersi stabili, mentre i veicoli quotati trattano con sconti vicini al 17%. Il posizionamento degli investitori dipende principalmente da due fattori.

Da un lato, l'asset class è strettamente legata al tema dell'intelligenza artificiale: una parte del portafoglio, concentrata nel software tradizionale, è esposta ai rischi di disintermediazione e trasformazione tecnologica; un'altra parte, in rapida crescita, finanzia invece la costruzione di infrastrutture e data center necessari allo sviluppo dell'IA. In linea con questa dinamica, i flussi di capitale si stanno orientando verso il finanziamento garantito da attività reali (asset-based finance), le infrastrutture, le strategie opportunistiche, il mercato europeo e le strutture a capitale chiuso. In questo scenario, il direct lending continua a offrire interessanti opportunità di reddito e una posizione privilegiata nella struttura del capitale. Tuttavia, l'approccio più prudente è quello selettivo piuttosto che direzionale, privilegiando portafogli con crediti senior, adeguatamente coperti e caratterizzati da elevata trasparenza informativa. In altre parole, i principali criteri di valutazione dovrebbero essere la trasparenza e la solidità della struttura del capitale, più che il rendimento nominale offerto. Prevediamo che gli spread rimangano compressi nell'intervallo compreso tra 500 e 550 punti base, sostenuti da un flusso di nuove operazioni di qualità relativamente elevata — favorito dal ridotto interesse verso il settore software — e da una domanda che continua a rimanere robusta.

Si prevede che il settore delle infrastrutture continui a registrare performance solide, sostenuto dalla diffusione dell'intelligenza artificiale come importante motore di crescita.

Anche quest'anno i data center continuano a dominare il mercato delle operazioni di investimento.

Nonostante la forte attività di nuove costruzioni nelle principali aree geografiche, la domanda continua a superare l'offerta, mantenendo i tassi di sfritto ai minimi storici (Figura 14), mentre i canoni di locazione continuano a crescere in modo significativo. Le limitazioni legate alla disponibilità di energia, ai processi autorizzativi e ai terreni edificabili contribuiscono a mantenere elevata la scarsità di queste strutture, rendendo particolarmente interessante il modello economico dei data center già operativi e concessi in locazione a lungo termine a controparti con elevato merito creditizio (investment grade).

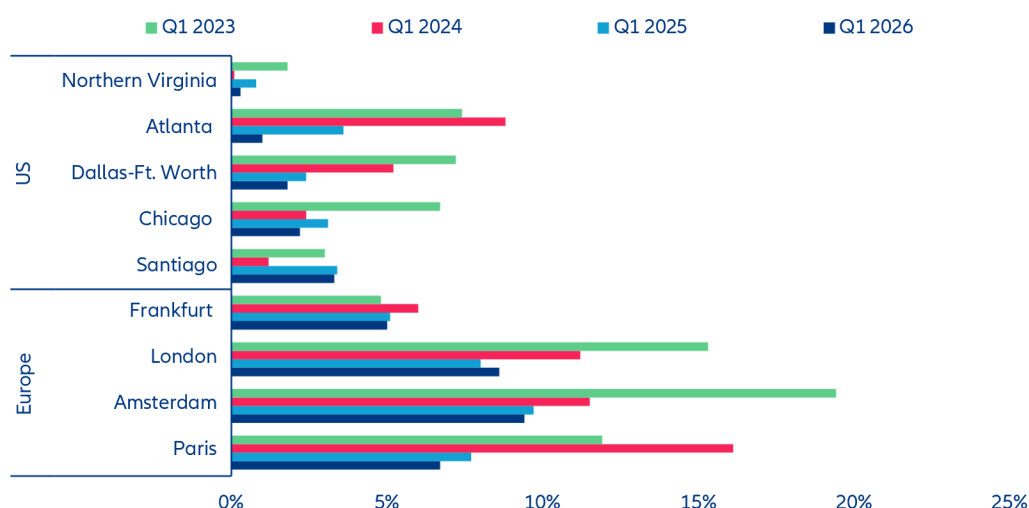
Due fattori stanno ulteriormente rafforzando questa tesi di investimento. In primo luogo, l'economia dei token sta diventando sempre più favorevole. L'utilizzo continua infatti a crescere rapidamente nonostante i significativi miglioramenti di efficienza, poiché i carichi di lavoro si stanno spostando dai semplici chatbot a modelli più avanzati basati su agenti autonomi e capacità di ragionamento complesso, che richiedono una potenza di calcolo molto maggiore. I prezzi dei token stanno inoltre mostrando segnali di stabilizzazione ai livelli tecnologici più avanzati, mentre i costi di elaborazione continuano a diminuire, sostenendo così i margini degli operatori.

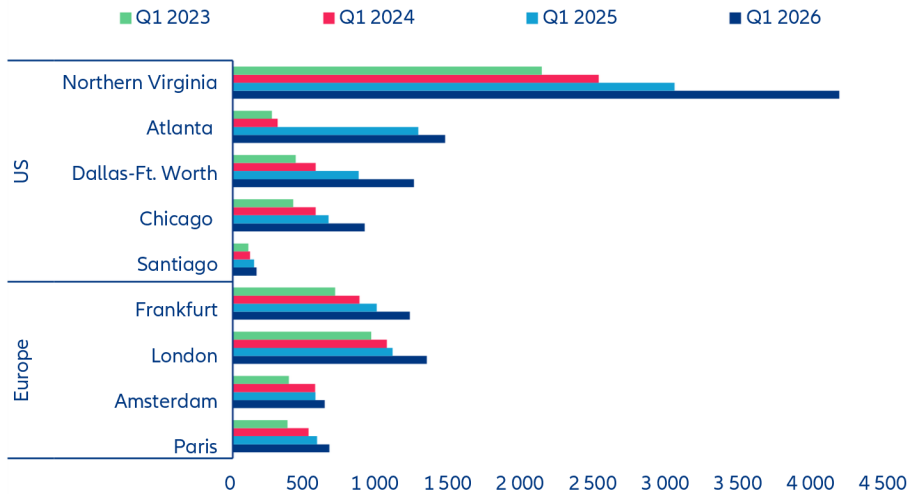
I ricavi derivanti dall'intelligenza artificiale dei principali fornitori hyperscaler stanno iniziando a coprire gli ammortamenti degli investimenti in capitale (capex), indicando l'avvio di un ciclo di crescita più sostenibile.

In secondo luogo, il crescente interesse per la sovranità dei dati nelle diverse regioni del mondo rappresenta un ulteriore fattore di supporto strutturale e duraturo. Le normative e le esigenze legate alla localizzazione dei dati stanno infatti aumentando la domanda di infrastrutture digitali distribuite a livello locale.

Continuiamo quindi a considerare le infrastrutture come una delle principali opportunità di investimento nel cosiddetto superciclo dell'intelligenza artificiale: esse costituiscono la base su cui si sviluppa l'intera catena del valore dell'IA e offrono flussi di reddito concreti e contrattualizzati, piuttosto che potenziali rendimenti basati esclusivamente su aspettative speculative.

Figura 14: Nonostante la forte crescita delle nuove costruzioni (grafico superiore), la domanda di data center continua a superare l'offerta, determinando tassi di sfritto ai minimi storici (grafico inferiore).





Fonti: CBRE, Allianz Research

Il settore immobiliare continua a mostrare segnali di ripresa anche nel 2026, sebbene lungo un percorso ancora irregolare e caratterizzato da volatilità.

Il recente aumento dell'inflazione, trainato principalmente dai costi energetici, e un orientamento restrittivo della politica monetaria nel breve termine hanno esercitato pressione sui prezzi degli immobili e sulle decisioni di investimento. Tuttavia, si prevede che il contesto macroeconomico diventi progressivamente più favorevole. Con l'allentamento del conflitto in Iran e la riduzione delle pressioni sui prezzi dell'energia, ci aspettiamo che la Federal Reserve realizzi un ultimo rialzo dei tassi prima di avviare una fase di riduzione. Parallelamente, il rendimento dei titoli di Stato decennali dovrebbe diminuire gradualmente.

Questa dinamica, insieme alla riduzione della nuova offerta e alla resilienza della domanda da parte degli utilizzatori finali degli immobili, dovrebbe sostenere una ripresa graduale guidata principalmente dai rendimenti da locazione. I capitali stanno tornando sul mercato in modo selettivo, in un contesto che presenta la più ampia divergenza degli ultimi anni tra immobili di qualità primaria e immobili secondari, nonché tra i segmenti favoriti dai trend strutturali (come data center e immobili logistici/industriali) e quelli in ritardo (come gli uffici di prestigio). Questa differenziazione è alimentata sia dai fattori di crescita di lungo periodo sia dai rischi di trasformazione legati allo sviluppo e all'adozione dell'intelligenza artificiale.

Il nostro team

Allianz Research

Chief Investment Officer
& Chief Economist
Allianz Investment Management SE



Ludovic Subran
ludovic.subran@allianz.com

Head of Economic Research
Allianz Trade



Ana Boata
ana.boata@allianz-trade.com

Head of Macroeconomic & Capital
Markets Research
Allianz Investment Management SE



Bjoern Griesbach
bjoern.griesbach@allianz.com

Head of Outreach
Allianz Investment Management SE



Arne Holzhausen
arne.holzhausen@allianz.com

Head of Corporate Research
Allianz Trade



Ano Kuhanathan
ano.kuhanathan@allianz-trade.com

Head of Thematic & Policy Research
Allianz Investment Management SE



Katharina Utermoehl
katharina.uterhoehl@allianz.com

Macroeconomic Research



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



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



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



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



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

Outreach



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



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



Heike Baehr
Content Manager
heike.baehr@allianz.com



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

Corporate Research



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



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



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



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



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

Thematic and Policy Research



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



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



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



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



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



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

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

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

 @allianz

 allianz

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

 @allianz-trade

 allianz-trade

About Allianz Research
Allianz Research encompasses Allianz Group Economic Research
and the Economic Research department of Allianz Trade.

Dichiarazioni previsionali

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

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

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

Nessun obbligo di aggiornamento

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

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