Allianz Trade

Allianz Research | 23 Aprile 2026

Shock energetico 2026: un problema di offerta globale, con effetti asimmetrici e spazi fiscali limitati

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

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

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

Maddalena Martini
Senior Economist Southern Europe and Benelux
maddalen.martini@allianz.com

In sintesi

Shock energetico di offerta, non solo di prezzo: l'Asia è la più esposta. Il blocco dello Stretto di Hormuz ha interrotto circa 20 milioni di barili al giorno di flussi petroliferi (circa un quinto dell'offerta globale), lasciando un deficit netto di circa 10 milioni di barili al giorno, nonostante il ricorso a rotte alternative, forniture aggiuntive e il rilascio di riserve strategiche. Il conseguente divario tra offerta e domanda è stato colmato tramite prezzi del petrolio più elevati (Brent +30% dall'inizio della guerra), che hanno ridotto i consumi. La scarsità fisica è già visibile: il carburante per l'aviazione si sta restringendo, il diesel viene razionato e gli utilizzatori industriali nei mercati con prezzi amministrati affrontano vere e proprie carenze. L'Asia è la regione più esposta (circa l'85% del petrolio che transita da Hormuz, contro meno del 6% per l'Europa e il 4% per gli Stati Uniti), il che genera un premio di prezzo persistente del 6–7% rispetto al Brent. Una prima risposta di policy, soprattutto nei paesi asiatici, è stata il razionamento della domanda (settimane lavorative ridotte, limiti all'uso dell'energia e restrizioni sui carburanti), che ha già ridotto la domanda globale di circa 1 milione di barili al giorno.

Sostegno fiscale rapido ma limitato, basato su sussidi e tagli alle accise. Nel sostegno ai prezzi, l'Asia guida ancora, con i principali mercati emergenti (Corea del Sud, India, Indonesia) che hanno varato pacchetti fiscali superiori all'1% del PIL, a fronte di una media globale di circa lo 0,2%. In modo analogo, nei mercati sviluppati, i grandi importatori di energia dell'UE registrano interventi medi pari a circa lo 0,4% del PIL, contro uno 0,15% complessivo. Tuttavia, contano le risorse disponibili: il pacchetto relativamente ridotto della Germania (solo 0,04% del PIL) equivale a circa 22 dollari pro capite, mentre quello dell'India, pur pari all'1,5% del PIL (37 volte più grande in termini relativi), si traduce in appena 40 dollari pro capite. Se il conflitto dovesse protrarsi oltre maggio, una "seconda salva" di sostegno fiscale potrebbe portare la spesa complessiva allo 0,6–0,8% del PIL, poiché i governi reagirebbero al maggiore trasferimento degli aumenti dei prezzi dell'energia con un ritardo di 2–6 mesi. In ogni caso, nessun trasferimento fiscale può risolvere lo squilibrio tra offerta e domanda, che dovrà essere corretto attraverso la distruzione della domanda.

Meno interventi pubblici, minore impatto sui prezzi rispetto al 2022. Questo riflette l'apprendimento delle politiche, la percezione che lo shock sia temporaneo e i vincoli fiscali esistenti, con i governi che accettano un maggiore trasferimento degli aumenti di prezzo invece di ripetere interventi di protezione su larga scala (ad esempio la Francia, che ha annunciato misure più tardive e mirate, e il Belgio, che non ha adottato alcun intervento). Nel frattempo, nel mercato elettrico europeo, la maggiore penetrazione di eolico e solare ha ridotto il meccanismo di trasmissione dal gas all'elettricità osservato nel 2022, anche se il gas resta indispensabile per l'equilibrio della rete. La Spagna si distingue con prezzi dell'elettricità circa il 70% più bassi rispetto all'Italia, a fronte di una quota più elevata di rinnovabili e di migliori capacità di stoccaggio.

Costi fiscali limitati, EM vulnerabili allo shock energetico. I costi di servizio del debito aumenteranno in media di circa lo 0,05% del PIL all'anno sia nelle economie avanzate sia in quelle emergenti, interamente a causa di uno stock di debito più elevato. I tassi di interesse sono cresciuti solo moderatamente (USA/Germania: +30 punti base, mercati emergenti in

valuta forte: +20 pb, in valuta locale: +30 pb), con un incremento ancora più contenuto dei tassi reali. Il lento rinnovo del debito comporta un trasferimento graduale dei maggiori costi, che incide solo marginalmente sul servizio del debito attraverso questo canale.

Dall'altro lato, un'inflazione più alta potrebbe persino alleggerire il peso reale del debito (effetto "tassa da inflazione") e quindi i costi di servizio, ma l'aumento dell'inflazione atteso è molto inferiore ai livelli del 2022, limitando questo beneficio. Alcuni mercati emergenti, tuttavia, si distinguono negativamente: la fragilità fiscale e un servizio del debito elevato sono più accentuati in Egitto, Ungheria e Polonia. Il deprezzamento valutario amplifica i danni nei paesi con un'elevata quota di debito in valuta estera: Turchia, Argentina ed Egitto. Non tutti i mercati emergenti, però, sono penalizzati dallo shock energetico: i prezzi più alti rappresentano un vantaggio per i produttori di energia come Nigeria, Brasile e Colombia.

Dai segnali di prezzo alla scarsità fisica: un cambio di regime

Lo shock energetico del 2026 non è un evento di prezzo con conseguenze fisiche, ma un'interruzione fisica dell'offerta con conseguenze sui prezzi. Questa distinzione è centrale per la progettazione delle politiche pubbliche, per gli esiti fiscali e per la formazione dei prezzi di mercato. A differenza del 2022, i prezzi non stanno riequilibrando il mercato: lo shock è definito da volumi mancanti, non da volumi temporaneamente più costosi. Dove l'offerta è fisicamente vincolata, nessun tetto ai prezzi né dichiarazione politica può compensare completamente uno shock dovuto alla mancanza di volumi: le molecole semplicemente non ci sono. Questo aumenta il rischio che l'aggiustamento avvenga tramite vera scarsità (in particolare per carburante aereo e prodotti raffinati), e non solo attraverso prezzi più elevati. I mercati energetici sono entrati nel 2026 in un equilibrio fragile ma gestibile, e la prima fase di rialzo dei prezzi dopo l'escalation con l'Iran è stata guidata soprattutto da premi per il rischio geopolitico: i mercati stavano prezzando la probabilità di un'interruzione, non l'interruzione stessa. Questo è cambiato rapidamente con il manifestarsi della realtà.

Il deficit iniziale di offerta era pari a circa 20 milioni di barili al giorno (mb/g) — approssimativamente un quinto dell'offerta mondiale — ridottosi poi a circa 10 mb/g grazie a fonti e rotte alternative. Circa metà del deficit viene oggi riallocata tramite pipeline alternative, dalla East–West pipeline in Arabia Saudita fino alla pipeline sulla costa orientale degli Emirati. A ciò si aggiunge offerta aggiuntiva da Russia e Stati Uniti: la prima, temporaneamente esclusa dalle sanzioni, e i secondi, con un aumento della produzione di circa 200.000 barili al giorno rispetto alle stime pre-guerra. Nonostante ciò, rimane un gap di circa 10 mb/g. L'Agenzia Internazionale dell'Energia (AIE) ha coordinato il rilascio di circa 400 milioni di barili dalle riserve strategiche nelle settimane successive all'inizio della guerra — il più grande rilascio congiunto mai annunciato — con l'obiettivo di stabilizzare i prezzi e segnalare controllo politico. I mercati sono rimasti poco convinti: i prezzi sono scesi solo marginalmente, confermando che le riserve possono attenuare temporaneamente i flussi, ma non possono compensare un'interruzione fisica prolungata. Questa opzione è ormai interamente esaurita.

La chiusura effettiva dello Stretto di Hormuz ha segnato il cambio di regime. Attraverso lo Stretto transita circa il 20% del petrolio scambiato globalmente e il 25% del GNL, senza una rotta alternativa di capacità comparabile nel breve periodo. Questo rende la chiusura non solo uno shock di prezzo, ma un evento fisico sull'offerta senza precedenti storici comparabili. Dall'inizio delle operazioni militari, i prezzi del petrolio sono aumentati di oltre il 50% e quelli del gas naturale di oltre il 65%, mentre i livelli di stoccaggio stanno scendendo verso i minimi del 2022. Tuttavia, i dati aggregati mascherano dove la pressione è più concentrata: l'Asia, come regione più dipendente dalle forniture del Golfo, sta sostenendo una quota sproporzionata del costo. I future DME Oman sono scambiati con un premio di circa 10–11 dollari al barile rispetto al Brent dall'inizio di aprile — uno spread che in condizioni normali va nella direzione opposta — indicando con precisione insolita dove si concentra la scarsità fisica e chi la sta pagando.

L'Asia è l'epicentro della crisi energetica, data la forte dipendenza dalle importazioni del Golfo, ed è stata la più rapida ad attivare risposte dal lato della domanda: la distruzione della domanda, più che l'assorbimento fiscale, è emersa come principale canale di aggiustamento. Le misure adottate avrebbero già ridotto la domanda di

petrolio di circa 1 mb/g tra marzo e aprile; la crescita della domanda globale per il 2026 è stata rivista al ribasso a 640.000 barili al giorno, 210.000 in meno rispetto alle stime pre-guerra. Circa il 56% delle economie emergenti della regione ha adottato questo approccio, riflettendo spazi fiscali più stretti e vincoli di finanziamento più stringenti, che rendono politicamente e fiscalmente insostenibile un'espansione esplicita dei sussidi. Il pacchetto di misure d'emergenza dell'AIE sulla domanda — lavoro da remoto, limiti di velocità, incentivi al trasporto pubblico, schemi di rotazione delle targhe — ha fatto da riferimento per molte risposte, concentrandosi sul trasporto stradale, che rappresenta circa il 45% della domanda globale di petrolio. Le Filippine hanno dichiarato lo stato di emergenza energetica; la Thailandia ha proposto un piano di razionamento dei carburanti in tre fasi; il Vietnam ha attivato piani di emergenza sui carburanti; l'Indonesia ha avviato il razionamento e promosso il risparmio energetico. Il Pakistan ha introdotto una settimana lavorativa di quattro giorni per gli uffici pubblici, con il 50% del personale in smart working; lo Sri Lanka ha reintrodotto il razionamento settimanale dei carburanti, già utilizzato durante la crisi del debito del 2022, insieme a una settimana lavorativa governativa di quattro giorni. Una conseguenza secondaria è stata l'accelerazione degli impegni sulle rinnovabili: il presidente della Corea del Sud ha definito la crisi un'opportunità strategica per la transizione alle rinnovabili, mentre Filippine e Vietnam hanno registrato forti aumenti delle vendite di veicoli elettrici, poiché i consumatori cercano di ridurre l'esposizione ai carburanti.

I mercati stanno chiudendo il gap residuo attraverso la distruzione della domanda indotta dai prezzi, soprattutto in Asia, dove il premio sui prezzi è superiore del 6–7% rispetto al Brent dall'inizio del conflitto.

La risposta di policy a uno shock fisico sull'energia

La risposta delle politiche pubbliche all'interruzione di Hormuz è stata insolitamente rapida. Nel giro di pochi giorni, i governi si sono mossi per limitare il trasferimento dei maggiori prezzi dell'energia ai consumatori finali, annunciando tetti ai prezzi ed estensioni dei sussidi, spesso accompagnati da rilasci di riserve d'emergenza — in molti casi prima che le carenze fisiche si manifestassero pienamente (cfr. Tabella 1). Questa rapidità riflette una lezione duramente appresa nel 2022: ritardare l'intervento rischia di disancorare le aspettative di inflazione e, in ultima analisi, di aumentare i costi fiscali ex post.

Gli aggiustamenti, però, differiscono nettamente tra i paesi. Le economie con cuscinetti fiscali più ampi e accesso ai mercati stanno nuovamente assorbendo una quota rilevante dello shock nei bilanci pubblici, attenuando di fatto l'impatto su redditi delle famiglie e margini aziendali. Al contrario, vincoli di finanziamento più stringenti impongono che una quota maggiore dello shock si scarichi sull'attività economica, combinando sostegni fiscali selettivi con compressione della domanda. In questi paesi, prezzi dell'energia più elevati si traducono più direttamente in minori consumi, riduzione dell'attività industriale e crescita più lenta, piuttosto che in maggiori esborsi fiscali.

Tabella 1: divergenza nella risposta fiscale tra economie avanzate e mercati emergenti: prezzi contro domanda

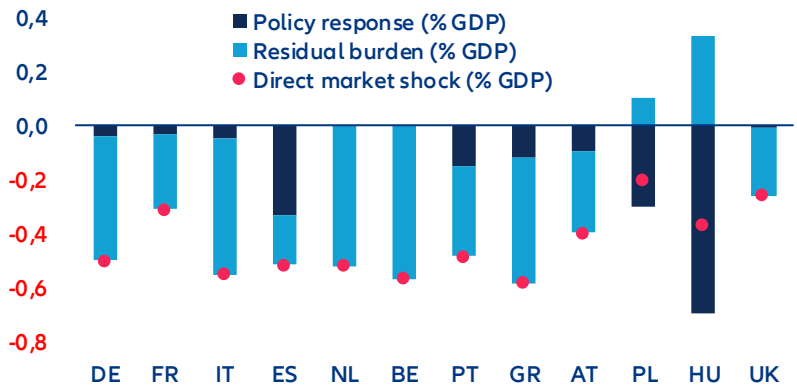
	Country	Price adjustments	Demand adjustments	Supply adjustments (non-IEA release)	Supply adjustments – IEA release	Other measures
Developed Markets	United States	No	No	No	Yes	No
	United Kingdom	Yes	No	No	Yes	No
	Europe	No	No	No	Yes	No
	Germany	Yes	No	No	Yes	Yes
	France	Yes	No	No	Yes	No
	Italy	Yes	No	No	Yes	Yes
	Spain	Yes	No	No	Yes	No
	Netherlands	No	No	No	Yes	No
	Belgium	No	No	No	Yes	No
	Japan	Yes	No	No	Yes	No
	Australia	Yes	No	No	Yes	No
	Singapore	No	Yes	Yes	No	No
	AVERAGE	58%	8%	8%	92%	17%
Emerging Markets	China	No	No	Yes	No	No
	India	Yes	No	Yes	No	No
	Pakistan	Yes	Yes	No	No	Yes
	Thailand	Yes	Yes	No	No	No
	Philippines	No	Yes	Yes	No	Yes
	Sri Lanka	Yes	Yes	Yes	No	Yes
	Vietnam	Yes	Yes	Yes	No	No
	Brazil	Yes	No	Yes	No	No
	Turkyie	Partial	No	No	No	No
	South Africa	Yes	No	No	No	No
	Poland	Yes	No	No	Yes	No
	AVERAGE	89%	56%	67%	11%	33%

Fonti: various Allianz Research

Economie avanzate: protezione basata sui prezzi, con scala e tempistiche eterogenee. Riprendendo il manuale del 2022, la risposta iniziale in Europa resta prevalentemente basata sui prezzi, più che sui redditi, riflettendo sia la facilità amministrativa sia gli incentivi politici.

Questa logica è visibile anche nello shock attuale, seppure su scala più ridotta e con divergenze più marcate tra i paesi. In presenza di uno shock sul prezzo del petrolio del 30% per tre mesi, l'impatto diretto di mercato per i principali importatori di energia dell'UE è stimato intorno allo 0,4% del PIL in media, a seconda del grado di dipendenza energetica (Figura 1). Ad oggi, le misure fiscali discrezionali ammontano a circa lo 0,15% del PIL, lasciando quindi un onere residuo significativo e disomogeneo a carico di famiglie e imprese.

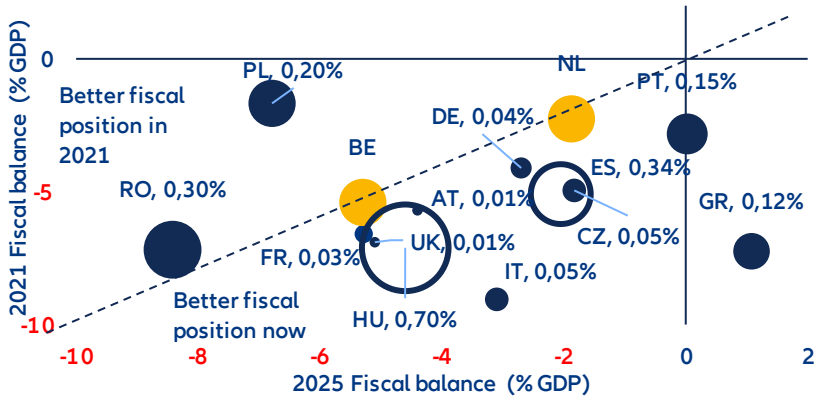
Figura 1: costo totale della guerra (% del PIL)



Fonti: Eurostat, Allianz Research

Le strategie nazionali divergono comunque in modo marcato. La Spagna è intervenuta presto e in modo deciso, introducendo oltre 80 misure generalizzate incentrate su tetti ai prezzi e sussidi. Questo ha protetto in modo significativo famiglie e imprese, ma ha anche ritardato l'aggiustamento della domanda e spostato una quota rilevante dell'onere sui conti pubblici. La Francia, al contrario, è intervenuta più tardi e in modo molto più selettivo, mostrando alcuni sforzi di consolidamento fiscale. La risposta fiscale è stata pari a circa un decimo di quella del 2022, accettando fin dall'inizio un maggiore trasferimento degli aumenti di prezzo. Altri paesi, finora, non hanno annunciato alcun sostegno discrezionale: il Belgio, limitato da uno spazio fiscale ridotto, e i Paesi Bassi, coerenti con un'impostazione di politica economica più prudente, hanno in larga parte lasciato che i prezzi si aggiustassero.

Figura 2: le posizioni fiscali sono migliorate dal 2021, ma le maggiori pressioni sulla spesa e l'aumento dei costi per interessi limitano lo spazio di manovra



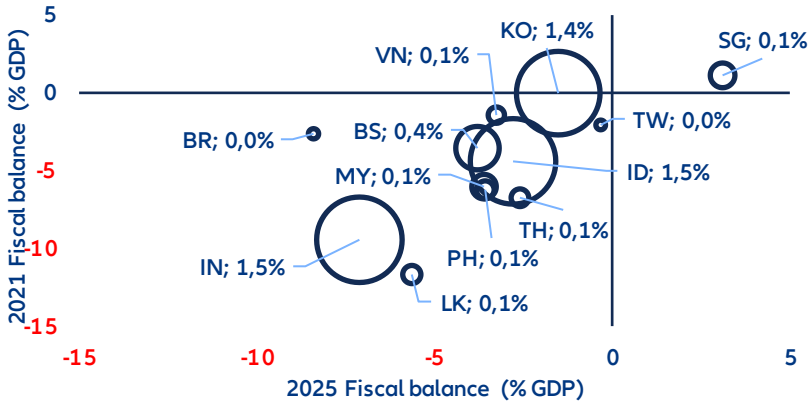
Fonti: national, LSEG Datastream, Allianz Research. Note: blue bubbles: announced measures (size=estimated fiscal cost, % of GDP). Yellow bubble: no fiscal support announced as of 22.04.2026. Non-filled bubbles are for better readability.

Le risposte fiscali nei mercati emergenti sono state disomogenee, con una media di circa lo 0,2% del PIL, ma con livelli ben superiori nelle economie dotate di maggiore solidità fiscale. Singapore ha annunciato di recente misure per circa 780 milioni di dollari (pari allo 0,12% del PIL), mentre i principali mercati emergenti asiatici — tra cui Corea del Sud, India e Indonesia — hanno varato pacchetti superiori all'1% del PIL. In questo senso, la guerra con l'Iran sta fungendo da stress test della credibilità fiscale, un test che lo shock del Covid-19, attenuato da una liquidità globale senza precedenti, non aveva imposto pienamente.

Pur entrando nello shock attuale con posizioni fiscali aggregate migliori rispetto al periodo pandemico, i punti di partenza dei mercati emergenti restano fortemente eterogenei. A differenza del deterioramento fiscale quasi universale del 2020, oggi i saldi di bilancio mostrano una forte divergenza: mentre Brasile e Vietnam hanno visto un peggioramento rispetto al periodo post-pandemico, diverse economie asiatiche hanno realizzato un consolidamento significativo. L'India ha ridotto il deficit dal -4% al -2% del PIL, lo Sri Lanka dall'-11% al -5%, la Thailandia dal -7% al -2,6% e la Malesia dal -6% al -3%.

Questa dispersione dello spazio fiscale è oggi il principale fattore che determina quanto ciascun governo possa assorbire lo shock energetico senza innescare tensioni di finanziamento o un aggiustamento disordinato del cambio — e spiega perché, per molti mercati emergenti, la distruzione della domanda resti il meccanismo di aggiustamento dominante.

Figura 3: lo spazio fiscale dei mercati emergenti ha determinato la risposta di bilancio alla guerra con l'Iran



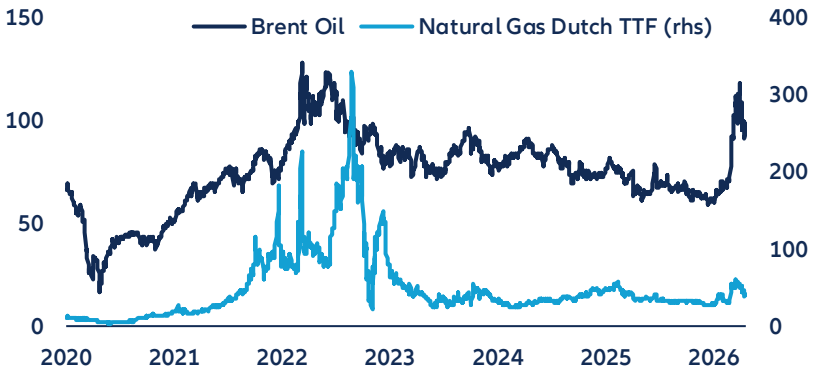
Fonti: national, LSEG Datastream, Allianz Research.

In arrivo una "seconda salva"? Se il conflitto dovesse protrarsi più a lungo rispetto allo scenario di base, diventerebbe plausibile una seconda ondata di pressione fiscale. I costi per i bilanci pubblici potrebbero aumentare in modo non lineare, spingendosi verso lo 0,6–0,8% del PIL, circa il doppio delle dimensioni degli interventi attuali. Questo aggraverebbe le dinamiche del debito proprio nel momento in cui la prima tornata di sostegni ha già eroso i margini di manovra e riacceso le preoccupazioni sulla sostenibilità. Gli aumenti dei prezzi dell'energia si trasferiscono a beni alimentari, trasporti e servizi con un ritardo di diversi mesi. Quando questa inflazione più ampia arriva a colpire direttamente le famiglie, i governi affrontano nuove pressioni politiche per intervenire. I paesi più esposti sono quelli in cui lo spazio fiscale è già ridotto. Nei mercati emergenti, l'elevata sensibilità sociale ai prezzi di cibo e carburanti mette Marocco, Egitto, Pakistan, Ungheria e Polonia in prima linea. In Europa, il quadro è altrettanto delicato: Francia, Italia, Belgio e Polonia sono già soggetti alla procedura per disavanzo eccessivo della Commissione europea, il che implica che qualsiasi ulteriore risposta fiscale rischia di aggravare percorsi di consolidamento già difficili da rispettare.

Non un 2022 bis: paracaduti fiscali più limitati e trasmissione dei prezzi più debole

Lo shock legato all'Iran nel 2026 è sensibilmente più contenuto rispetto al 2022, soprattutto per quanto riguarda il gas, che rappresenta il riferimento più rilevante per le economie avanzate, data la loro maggiore esposizione ai costi dell'elettricità e del riscaldamento indicizzati al gas. Il TTF olandese è salito da 31 EUR/MWh prima del conflitto a un picco di circa 70 EUR/MWh a inizio marzo, per poi ridiscendere verso 40–42 EUR/MWh con l'avanzare dei colloqui per il cessate il fuoco. Questo equivale a circa il 10–12% dei livelli estremi raggiunti nel 2022, quando il TTF era aumentato di oltre il 1.000%. Il Brent ha mostrato una dinamica simile, ma meno accentuata, arrivando a circa il 70–75% del movimento massimo toccato nel 2022. Tuttavia, il costo esterno è già visibile: nei soli primi 44 giorni della crisi iraniana, l'UE ha speso circa 22 miliardi di euro in più per le importazioni di combustibili fossili. È un primo segnale della rapidità con cui i conti con l'estero possono deteriorarsi, come già dimostrato nel 2022, quando la bolletta totale dell'UE per le importazioni di combustibili fossili è più che raddoppiata, passando da 313 miliardi a 693 miliardi di euro nel momento di massimo.

Figura 4: I prezzi del petrolio sono aumentati bruscamente, mentre i prezzi del gas restano al di sotto dei picchi del 2022.



Fonti: LSEG Datastream, Allianz Research

Rispetto alla crisi energetica del 2022, lo shock attuale si distingue per diverse differenze importanti e tra loro rafforzative. Primo, la risposta fiscale è stata significativamente più contenuta. Poiché l'intensità dello shock attuale è stimata a meno della metà di quella del 2022, anche l'esposizione fiscale risulta proporzionalmente inferiore. Le misure discrezionali annunciate finora in Europa ammontano a circa la metà della scala adottata nel 2022. Un intervento equivalente a quello del 2022 (circa l'1,2% del PIL nel primo anno), ridimensionato su un orizzonte di 12 settimane, implicherebbe costi fiscali netti intorno allo 0,3% del PIL. In modo cruciale, la maggior parte delle misure attuali è stata progettata come esplicitamente temporanea, generalmente limitata a due o tre mesi. Questo contrasta nettamente con il 2022, quando interventi inizialmente presentati come temporanei furono ripetutamente prorogati, ampliandone in modo sostanziale il costo fiscale cumulato. Le lezioni del 2022 sono chiare: il costo netto per i bilanci pubblici dell'UE nel periodo 2022–2024 ha raggiunto il 2,2% del PIL cumulato. Circa il 60% è stato destinato a misure generalizzate sui prezzi, mentre solo circa un quarto è stato mirato a famiglie e imprese vulnerabili. La conclusione è stata evidente: la soppressione dei prezzi può attenuare temporaneamente l'inflazione, ma indebolisce gli incentivi al risparmio energetico, sostiene la domanda e genera ampie passività fiscali che diventano politicamente difficili da rimuovere. L'approccio più prudente attuale riflette non solo un apprendimento delle politiche, ma anche un contesto macroeconomico meno favorevole. Nel 2022, la riapertura post-pandemica, una forte crescita nominale del PIL e condizioni finanziarie ancora accomodanti aiutarono ad assorbire pacchetti fiscali di grande entità. Oggi, nonostante il miglioramento dei saldi di bilancio, la crescita reale prossima alla stagnazione limita la capacità dei governi di attenuare gli shock attraverso i bilanci pubblici senza compromettere la sostenibilità del debito. Di conseguenza, l'intervento fiscale è stato più selettivo, di durata più breve e, in molti casi, esplicitamente condizionato all'evoluzione dei mercati.

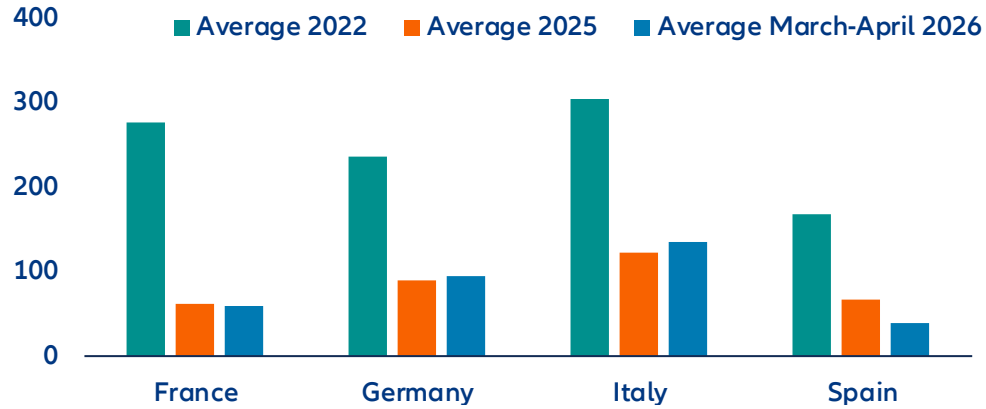
Secondo, la trasmissione dei prezzi è strutturalmente più debole rispetto al 2022, per effetto dei cambiamenti nel mix energetico europeo. La maggiore penetrazione dell'eolico e del solare ha ridotto il legame meccanico tra prezzi del gas e prezzi dell'elettricità che aveva caratterizzato la crisi del 2022. Allora, la generazione elettrica a gas fissava spesso il prezzo marginale per gran parte delle ore, trasformando uno shock sull'offerta di gas in uno shock inflazionistico e fiscale generalizzato. Oggi, le rinnovabili a basso costo marginale ancorano sempre più i prezzi dell'elettricità, mentre il gas determina i prezzi soprattutto nei periodi di offerta tesa. Questo ha attenuato l'impulso inflazionistico e ridotto il bisogno immediato di interventi fiscali su larga scala, anche se i prezzi del gas restano elevati.

Nel complesso, scala più contenuta, natura temporanea delle misure e minore trasmissione dei prezzi indicano chiaramente un apprendimento delle politiche e una diffusa percezione che lo shock possa essere transitorio. I governi — come i mercati — sembrano più disposti ad accettare un maggiore trasferimento dei prezzi finali, piuttosto che ripetere la soppressione ampia e persistente dei prezzi osservata nel 2022. La risposta di policy resta quindi più simile al 2022 nell'approccio, ma non nella dimensione, privilegiando interventi di breve durata e reversibili rispetto a impegni aperti nel tempo.

Le differenze nella struttura dei mercati elettrici rafforzano ulteriormente questo quadro. La Spagna opera oggi con una trasmissione strutturalmente bassa dal gas all'elettricità, stimata intorno a 0,2–0,4, grazie all'elevata penetrazione delle rinnovabili e alla crescente capacità di stoccaggio. I prezzi dell'elettricità sono quindi rimasti relativamente contenuti durante lo shock attuale, limitando gli effetti sull'inflazione e riducendo la necessità di interventi fiscali. L'Italia, al contrario, resta vincolata a un sistema di prezzi marginali dominato dal gas, che determina il prezzo dell'elettricità nella maggior parte del tempo. Ne deriva una trasmissione molto più forte —

circa 0,7–0,9 — che mantiene i prezzi dell'energia strettamente legati al gas, nonostante l'espansione delle rinnovabili, e alimenta una pressione più persistente per il sostegno pubblico.

Figura 5: il **maggiore ricorso alle energie rinnovabili** ha contribuito a **contenere i prezzi dell'elettricità** (all'ingrosso, EUR/MWh)



Fonti: EMBER, Allianz Research

Questa divergenza strutturale è rilevante per la politica fiscale. Dove le energie rinnovabili attenuano il meccanismo di trasmissione, i governi possono accettare un maggiore trasferimento dei prezzi finali senza innescare un circuito di retroazione tra inflazione e finanza pubblica. Dove invece il gas resta una fonte marginale, le pressioni sui prezzi sono più rapide e persistenti, aumentando gli incentivi politici a intervenire anche quando la crescita è debole e lo spazio fiscale limitato. È importante sottolineare che l'attuale configurazione incorpora un rischio negativo non lineare. Se le interruzioni fisiche dovessero protrarsi oltre l'orizzonte implicitamente assunto nelle politiche attuali, e se le misure temporanee venissero ripetutamente prorogate o ampliate, i costi fiscali in Europa potrebbero comunque aumentare in modo marcato. In un contesto di crescita debole e tassi di interesse più elevati, interventi prolungati sui prezzi trasformerebbero ancora una volta uno shock dell'offerta in una passività fiscale potenziale crescente, questa volta senza l'effetto mitigante di una forte crescita nominale come quella osservata nel 2022.

Le dinamiche di sostenibilità del debito rafforzano questa preoccupazione. Nel 2022, un'inflazione a due cifre aveva spinto la crescita nominale ben al di sopra dei costi di finanziamento, fornendo un cuscinetto. Oggi, con un'inflazione intorno al 3% e una crescita reale prossima allo zero, la crescita del PIL nominale è troppo debole per compensare l'aumento dei disavanzi generato dai tetti ai prezzi. Le dinamiche del debito sono quindi diventate sempre più sensibili alla durata del sostegno fiscale.

Vincitori e perdenti dello shock iraniano

Per ora, i costi fiscali restano gestibili per la maggior parte dei paesi. In media, i costi di servizio del debito sono destinati ad aumentare di circa lo 0,05% del PIL sia nelle economie avanzate sia in quelle emergenti, un aumento dovuto interamente a uno stock di debito più elevato e non a tassi di interesse più alti. Tuttavia, è la combinazione tra dipendenza dalle importazioni energetiche e peggioramento del conto corrente a

determinare chi subirà lo shock maggiore. I tassi di interesse sono saliti solo moderatamente — rendimenti USA e tedeschi in aumento di circa 30 punti base, spread dei mercati emergenti in valuta forte +20 punti base, in valuta locale +30 punti base — con variazioni dei tassi reali ancora più contenute. Il lento ritmo di rinnovo del debito fa sì che i maggiori costi di finanziamento si trasmettano solo gradualmente, limitando l'impatto immediato sul servizio del debito. Sul fronte opposto, un'inflazione più elevata potrebbe ridurre parzialmente il peso reale del debito attraverso l'effetto "tassa da inflazione", ma l'aumento dell'inflazione attualmente previsto è molto inferiore ai livelli del 2022, riducendo questo beneficio.

Servizio del debito e fragilità fiscale. I paesi più esposti sono quelli che presentano sia elevati obblighi di servizio del debito nel breve periodo sia una forte dipendenza strutturale dalle importazioni di energia. L'Egitto si colloca nella posizione più rischiosa: servizio del debito oltre il 10% del PIL, forte dipendenza da petrolio e gas importati, un programma FMI già sotto pressione e ricavi del Canale di Suez contemporaneamente penalizzati dal conflitto. Il Pakistan, con un servizio del debito pari al 5,4% del PIL e una dipendenza quasi totale dal greggio del Golfo, affronta simultaneamente inflazione dei costi di importazione e tensioni sul finanziamento. Ungheria e Polonia registrano disavanzi fiscali elevati con margini limitati per sostenere misure di contenimento dei prezzi, mentre lo Sri Lanka — uscito solo di recente dal default sovrano — e il Bangladesh subiscono lo shock energetico come una pressione diretta sulla bilancia dei pagamenti. Le riserve ridotte e la scarsa profondità dei mercati del debito fanno sì che l'aumento dei costi di importazione si manifesti prima che possa essere attuata qualsiasi risposta fiscale. Anche i titoli sovrani della periferia dell'Eurozona hanno vissuto uno dei mesi peggiori dell'ultimo decennio, con un forte allargamento degli spread in Italia, Grecia e Portogallo. I mercati non stanno tanto rivalutando lo stock di debito attuale, quanto l'impegno di spesa aperto nel tempo implicito nel mantenimento di interventi sui prezzi. Quanto più a lungo restano in vigore tetti ai prezzi e sussidi, tanto più il percorso fiscale si allontana dalle traiettorie di consolidamento incorporate negli attuali livelli di spread.

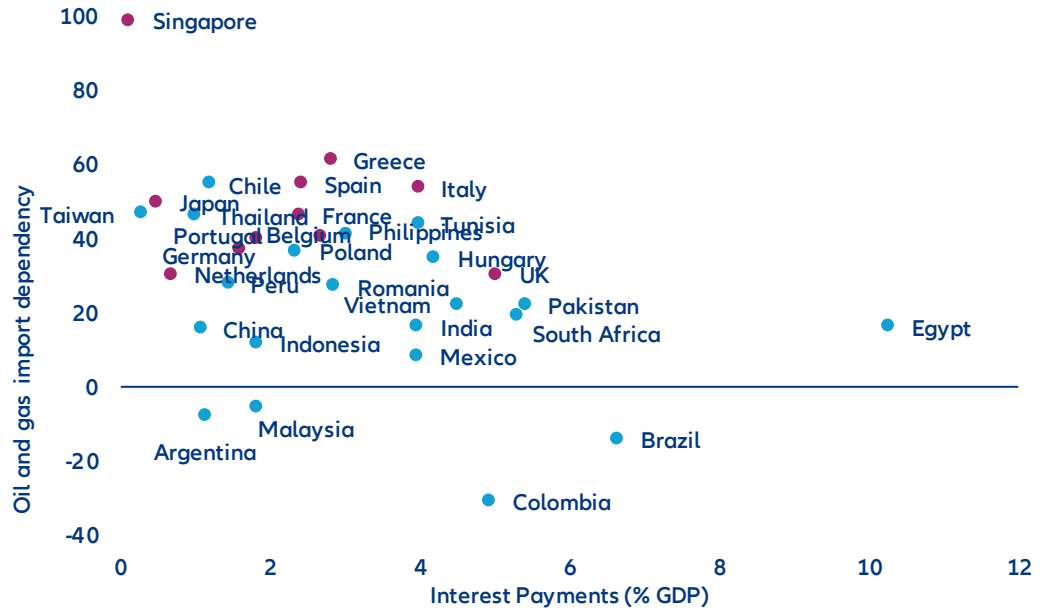
Deprezzamento valutario e debito in valuta forte. La debolezza della valuta amplifica i danni per i paesi con un'elevata quota di debito in valuta estera, poiché il deprezzamento aumenta meccanicamente il costo in valuta locale del servizio del debito proprio mentre le entrate fiscali sono sotto pressione. La Turchia è il grande mercato emergente più esposto su tutti i fronti: importa il 90% della propria energia, per un costo annuo di 60–65 miliardi di dollari, ha un disavanzo delle partite correnti di 25 miliardi di dollari e una lira in calo del 17% nell'ultimo anno. Ogni aumento di 10 dollari del prezzo del petrolio aggiunge 4,5–5 miliardi di dollari al deficit esterno. Argentina ed Egitto affrontano una dinamica di amplificazione simile, con quote di debito in valuta estera superiori al 25–30% del debito sovrano totale. La Tunisia ha registrato uno dei deprezzamenti valutari più forti dall'inizio del conflitto, mentre il baht thailandese ha assorbito parte dello shock con un deprezzamento del 6%. Il Global Debt Report 2025 dell'OCSE conferma che, tra i grandi mercati emergenti, solo Argentina e Turchia presentano una quota di debito in valuta estera superiore al 30% del totale, rendendole particolarmente vulnerabili alla spirale tra deprezzamento e debito che lo shock energetico sta ora innescando.

Politica monetaria e tassi reali. A un mese e mezzo dall'inizio del conflitto, la dipendenza dalle importazioni energetiche continua a pesare più dei vincoli finanziari sulle decisioni delle banche centrali. Singapore ha inasprito la politica monetaria per la prima volta in quattro anni; la Banca del Giappone dovrebbe seguire con un rialzo di 25 punti base nel secondo trimestre, probabilmente a giugno. Il passaggio a una maggiore avversione al rischio ha spinto i mercati a rivedere le traiettorie attese delle banche centrali a livello globale: in Europa, le aspettative sono passate da tagli a rialzi per la BCE, anche se ci si attende aggiustamenti limitati alla durata del conflitto. I paesi che stanno uscendo dal ciclo inflazionistico del 2022–23 rallenteranno l'allentamento monetario, mentre altri hanno rinviato i tagli dei tassi fino al 2027. La Banca Centrale d'Egitto ha lasciato i tassi invariati nella riunione del 2 aprile, trattando la guerra come uno shock esterno dal lato dell'offerta e consentendo alla sterlina egiziana di deprezzarsi come principale meccanismo di aggiustamento. Questa scelta preserva per ora la credibilità monetaria, ma rende il carry trade intrinsecamente fragile, lasciando la banca centrale di fronte a una possibile scelta difficile tra ulteriore deprezzamento o un forte rialzo dei tassi per trattenere gli investitori. Cile, Indonesia e Thailandia hanno mantenuto i tassi invariati, in attesa di segnali più chiari sulla durata dell'interruzione.

Peggioramento del conto corrente. La guerra con l'Iran sta esercitando pressione sui mercati obbligazionari sovrani attraverso due canali simultanei: una rivalutazione globale in modalità "risk-off" che amplia gli spread

dei mercati emergenti e un peggioramento diretto dei conti pubblici causato dall'aumento dei costi delle importazioni energetiche. Un prezzo del petrolio superiore a 100 dollari al barile amplia i disavanzi delle partite correnti, accelera la svalutazione delle valute e alimenta l'inflazione interna, indebolendo l'affidabilità creditizia degli Stati proprio nel momento in cui il bisogno di rifinanziamento è più elevato. L'India, con un servizio del debito pari al 3,9%, dispone di maggiori cuscinetti energetici interni, ma il suo mercato obbligazionario resta esposto al generale clima di avversione al rischio nei mercati emergenti e al rafforzamento del dollaro che tipicamente accompagna l'aumento dei prezzi del petrolio. Il Vietnam presenta una significativa dipendenza dalle importazioni di energia insieme a uno spazio fiscale limitato, mentre il Kenya — grande importatore di energia con un elevato deficit fiscale dopo anni di difficili negoziati con il FMI — dispone di riserve ridotte, che offrono scarso margine di protezione contro uno shock prolungato dei costi di importazione. Marocco e Tunisia si collocano in una situazione simile, caratterizzata da un servizio del debito medio-alto e da una rilevante dipendenza dalle importazioni energetiche, rendendo i loro spread sovrani vulnerabili sia alla rivalutazione del premio di rischio globale sia al trasferimento diretto dei maggiori costi di importazione.

Figura 6: più esposti: dove elevati livelli di debito (% del PIL) si combinano con una forte dipendenza dalle importazioni di energia.



Fonti: UN COMTRADE, World Bank and Allianz Research

Vincitori. Non tutti i mercati emergenti sono dalla parte dei perdenti. Le economie esportatrici di petrolio possono trarre un beneficio significativo da prezzi stabilmente superiori a 100 dollari al barile, con effetti positivi sia sulle entrate fiscali sia sulle partite correnti. La Nigeria è il principale beneficiario in Africa: ogni aumento di 10 dollari del prezzo del petrolio aggiunge circa 3–4 miliardi di dollari alle entrate pubbliche. Tuttavia, un paradosso strutturale ne riduce in parte il guadagno netto: pur essendo un grande esportatore di greggio, il paese importa quasi tutti i prodotti petroliferi raffinati che consuma. Il Brasile, in quanto importante produttore di petrolio, vedrà migliorare le proprie posizioni fiscali ed esterne con l'aumento del Brent, mentre Colombia ed Ecuador beneficeranno di un effetto simile grazie alle esportazioni di idrocarburi. Il Cile rappresenta l'eccezione nella regione: gli investimenti anticipati e significativi nelle energie rinnovabili hanno ridotto in modo strutturale l'esposizione alla volatilità dei prezzi del petrolio, proteggendo l'economia dal pieno impatto che colpisce i paesi più dipendenti dai combustibili fossili. Nel complesso, l'America Latina si distingue come la regione dei mercati emergenti meno esposta allo shock: per la maggior parte delle economie, la guerra con l'Iran non si traduce in una pressione fiscale ed esterna, ma piuttosto in un vantaggio nei termini di scambio.

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

DICHIARAZIONI PREVISIONALI

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

NESSUN DOVERE DI AGGIORNARE

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

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