Schroders

# Prospettive economiche e strategiche

## Le nostre considerazioni per il secondo trimestre 2026

**David Rees, Senior Emerging Markets Economist**
**Irene Lauro, Economist**
**George Brown, Economist**

**Economia globale: l'impatto sulla crescita dovrebbe annullare la necessità di rialzi dei tassi**

**La nostra visione ottimistica sull'economia globale è stata stravolta dal conflitto in Iran e dai prezzi dell'energia nettamente più elevati**. Le ricadute hanno già aggiunto circa 1 punto percentuale all'inflazione globale e più a lungo persiste lo shock, maggiore è il rischio che un'inflazione più elevata diventi radicata.

I prezzi dell'energia sono stati volatili e hanno dominato i titoli dei giornali, ma le pressioni inflazionistiche sono ampie. La combinazione tossica di maggiori costi dei fattori energetici, un correlato picco dei prezzi dei fertilizzanti ed eventi climatici come la siccità negli Stati Uniti e un probabile ritorno di El Niño, suggerisce che i prezzi agricoli siano destinati a salire bruscamente. Gli effetti ritardati comporteranno probabilmente una **riemersione dell'inflazione alimentare nel 2027**. Allo stesso tempo, l'impennata dei prezzi globali delle materie prime, insieme alle interruzioni delle spedizioni, indica che le pressioni sui prezzi stanno iniziando a manifestarsi anche nelle catene di approvvigionamento manifatturiere asiatiche.

**Le nostre previsioni si sono mosse in una direzione stagflattiva, ma riteniamo ancora che recessioni conclamate saranno evitate**. Gli eventi sono molto imprevedibili, ma per le previsioni di base ipotizziamo che **i prezzi del petrolio si attesteranno in media a 100 dollari al barile fino alla fine del terzo trimestre**, prima che una graduale normalizzazione delle forniture porti i prezzi a 70 dollari. Si tratta comunque di un valore superiore ai livelli pre-bellici, che riflette le persistenti interruzioni e la ricostituzione delle riserve strategiche. In questo scenario di base, le banche centrali usano toni duri sui rischi di inflazione nel breve termine, ma alla fine non aumentano i tassi mentre emergono prove di un indebolimento della crescita.

Gli effetti dello shock energetico saranno avvertiti in modo disomogeneo tra le regioni. **Gli importatori netti di energia come l'Eurozona, il Giappone, parti dell'Asia e il Regno Unito saranno probabilmente colpiti più duramente rispetto agli Stati Uniti**, esportatori netti di energia e relativamente isolati, **e alla Cina**, che dispone di ampie riserve e fonti energetiche alternative come il carbone. Anche i mercati emergenti esportatori di materie prime in America Latina dovrebbero essere più resilienti.

Chiaramente, i rischi attorno allo scenario di base sono bilaterali e significativi. Al momento della stesura di questo rapporto, le voci di una fine del conflitto hanno alimentato le speranze di un grande accordo tra Stati Uniti e Iran che riaprirebbe immediatamente lo Stretto di Hormuz e, a seguito dell'uscita degli Emirati Arabi Uniti dall'OPEC, risulterebbe infine in un eccesso di offerta globale di petrolio. Un tale scenario potrebbe in definitiva vedere i prezzi del petrolio scendere a 50 dollari al barile per estinguere i timori di inflazione, creare nuovamente spazio per tagli dei tassi e dare slancio alle prospettive di crescita globale. Tuttavia, esiste ancora il chiaro pericolo che le tensioni si riacutizzino, spingendo i prezzi del petrolio al record storico di 150 dollari al barile, portando l'inflazione molto più in alto e costringendo le banche centrali ad aumentare i tassi prima di tornare rapidamente a tagli aggressivi quando l'economia globale scivolerà in recessione nel 2027.

Esiste anche un rischio al rialzo meno rassicurante per l'inflazione. **La crescita potrebbe rimanere più resiliente di quanto ipotizziamo a fronte di prezzi energetici elevati**, forse perché i governi mettono in campo ingenti sussidi energetici per proteggere i consumatori. **Ciò potrebbe limitare il colpo alla domanda, ma anche mantenere vive le pressioni sui prezzi e aprire la porta a un'inflazione più ampia e vischiosa**. In quel mondo, le banche centrali sarebbero probabilmente costrette a dare seguito ai loro toni duri e ad aumentare i tassi.

**La resilienza degli asset rischiosi globali suggerisce che i mercati stiano scommettendo sulla prevalenza di scenari relativamente benevoli**. Chiaramente, però, più a lungo la situazione in Medio Oriente rimane irrisolta, maggiore è il rischio che l'aumento dell'inflazione e dei rendimenti obbligazionari finiscano per guastare la festa.

**Eurozona: lo shock energetico fa deragliare la ripresa, tassi in rialzo solo nel 2027**

**Abbiamo rivisto al ribasso le nostre previsioni per l?Eurozona a seguito del forte shock energetico e ci aspettiamo ora che la crescita del Pil rallenti allo 0,7% quest'anno, per poi riprendersi modestamente all'1,4% nel 2027**. Gli indicatori ad alta frequenza segnalano già una rapida perdita di slancio nel secondo trimestre. Le indagini PMI indicano una contrazione dell'attività già ad aprile e siamo particolarmente preoccupati per le prospettive sul fronte dei servizi.

L'attività nel settore dei servizi era stata la principale fonte di resilienza nell'ultimo anno, sostenuta da una solida domanda interna e contribuendo ad attutire l'impatto dell'incertezza su scambi e dazi quando il settore manifatturiero era sotto pressione. Sebbene il tasso di risparmio delle famiglie rimanga al di sopra dei livelli pre-pandemici, il brusco deterioramento della fiducia dei consumatori suggerisce che questi ultimi probabilmente diventeranno più cauti. Di conseguenza, **la spesa interna è destinata a rallentare a causa dell'aumento dei risparmi a scopo precauzionale**. Anche il turismo deve affrontare venti contrari, con la carenza di carburante per jet che probabilmente peserà sui volumi di viaggio e sui ricavi durante i mesi estivi.

È probabile che **anche la ripresa del settore manifatturiero venga posticipata ulteriormente**. Le imprese si trovano ad

affrontare un mix tossico di accresciuta incertezza, elevati costi energetici e nuove interruzioni nelle catene di approvvigionamento. In questo contesto, gli investimenti privati sono destinati a rimanere deboli, ritardando qualsiasi rimbalzo significativo della produzione industriale.

Per mitigare l'impatto economico dello shock energetico, i governi europei hanno iniziato a mettere in campo misure di sostegno fiscale. **A fine aprile, sono stati annunciati oltre 10 miliardi di euro in misure a breve termine**, secondo il tracker sulla risposta fiscale alla crisi energetica europea del 2026 di Bruegel, **con Spagna e Germania che rappresentano circa la metà del totale**. Ciò si confronta con gli oltre 500 miliardi di euro spesi durante la crisi energetica dopo l'invasione dell'Ucraina da parte della Russia nel 2022. Con uno spazio fiscale significativamente ridotto, le somme impegnate negli ultimi due mesi sono inferiori, pari a meno dello 0,1% del Pil, il che significa che le misure adottate finora forniscono solo una modesta protezione per le famiglie e le imprese.

L'inflazione è destinata a subire un'impennata nel breve termine a causa del trasferimento dei prezzi energetici più elevati, mentre le pressioni sui prezzi dei prodotti alimentari e dei beni manufatti si stanno intensificando a causa di tempi di consegna più lunghi e nuovi colli di bottiglia nell'offerta, evidenti nei dati PMI. Prevediamo che **l'inflazione complessiva salirà al 2,9% su base annua nel 2026, per poi scendere al 2,4% nel 2027**. Detto questo, **la Bce ha chiarito che le decisioni di politica monetaria dipenderanno dalle prove di effetti di secondo round**. Nella conferenza stampa di aprile, la Presidente Lagarde ha dichiarato che il Consiglio direttivo non vede finora chiari segni di tali effetti.

Esiste il rischio che i lavoratori cerchino di proteggere il potere d'acquisto attraverso richieste di salari nominali più elevati, ma ciò richiederebbe che il mercato del lavoro rimanga teso. Con l'indebolimento dell'attività, prevediamo che le condizioni del mercato del lavoro peggioreranno, impedendo alla crescita salariale di riaccelerare. I mercati stanno attualmente scontando due rialzi dei tassi della Bce quest'anno ma, a nostro avviso, questa previsione è troppo aggressiva. **Ci aspettiamo quindi che la Bce rimanga ferma quest'anno, con una politica monetaria più restrittiva probabile solo nel 2027**, una volta che la ripresa avrà preso più slancio e si sarà estesa a tutti i settori.

**Stati Uniti: tagli in arrivo con Warsh? Non sarà un?impresa semplice**

**L'economia statunitense sembra destinata a rimanere relativamente isolata dallo shock energetico globale**. In quanto esportatore netto di energia, è meno esposta rispetto alla maggior parte delle economie avanzate alle interruzioni dei flussi petroliferi. **Le famiglie beneficiano inoltre di una politica fiscale espansiva, con rimborsi fiscali che attualmente risultano superiori di circa il 25% rispetto al 2025**. E con le richieste iniziali di sussidi di disoccupazione vicine ai minimi da diversi decenni, la crescita salariale potrebbe benissimo spostarsi verso l'alto per compensare il maggior costo della vita.

In ultima analisi, **ci aspettiamo di vedere una reale compressione del reddito disponibile delle famiglie**. L'entità dipenderà dall'evoluzione dei prezzi del petrolio da qui in avanti e dal fatto che ciò porti o meno a effetti di secondo round. In base alle nostre ipotesi di base, prevediamo che l'IPC salirà da un livello pre-bellico del 2,4% a un picco di circa il 4%. La nostra previsione vede poi l'inflazione iniziare a moderarsi verso la fine dell'anno, anche se l'IPC core non scenderà sotto il 3% fino alla seconda metà del 2027. **Su base annua solare, ciò corrisponde a un IPC medio del 3,5% nel 2026 e del 2,7% nel 2027.**

Secondo le nostre stime, **lo shock inflazionistico dovrebbe sottrarre circa lo 0,6% alla crescita nel 2026**. Oltre a ciò, le nostre proiezioni aggiornate incorporano ora il dato ritardato del Pil del quarto trimestre, che non era disponibile durante il nostro ultimo ciclo di previsioni. Questo ha ridotto pesantemente le nostre aspettative a causa di un impatto dello shutdown governativo maggiore di quello che avevamo preventivato. Nel complesso, ciò porta **la nostra previsione di crescita per il 2026 dal 3% al 2,2%**. **E per il 2027, prevediamo una ripetizione dell'espansione al 2,2%, in calo rispetto al precedente 2,5%**, a causa della continua pressione sui redditi reali.

**Un'inflazione persistentemente al di sopra dell'obiettivo rappresenta un grattacapo per il nuovo Presidente della Fed**. Sebbene Kevin Warsh abbia assunto toni da colomba durante il suo processo di nomina, **sarà un'impresa ardua**

**convincere la maggioranza del comitato a votare per tagli dei tassi quest'anno**. Alcuni membri votanti hanno persino ventilato la possibilità di rialzi. Ad aprile, tre presidenti regionali si sono dichiarati contrari al linguaggio del comunicato del FOMC, che a loro dire sottintendeva che la prossima mossa sui tassi sarà al ribasso. Affinché i tagli si concretizzino quest'anno, riteniamo che sarà necessaria o una profonda recessione o una rapida de-escalation.

Non è chiaro come la Fed reagirà ai rischi bilaterali che si trova a fronteggiare. Warsh considera la politica troppo restrittiva, ma altri membri del comitato sembrano più attenti ai rischi di inflazione. **Il nostro scenario di base è che la Fed usi toni duri ma che in ultima analisi mantenga i tassi stabili** invece di rispondere a un'inflazione una tantum guidata dall'energia. Ciò darebbe anche a Warsh più spazio per spingere verso tagli nel 2027, una volta che l'attenzione tornerà a spostarsi sui rischi del mercato del lavoro.

Ma è una sfida aperta. Se la crescita rimarrà resiliente come ci aspettiamo ed emergeranno effetti di secondo round, la Fed potrebbe finire per restare indietro rispetto alla curva, rendendo necessaria una risposta più energica in seguito. Più a lungo termine, siamo scettici sul fatto che l'allentamento possa procedere senza conseguenze. Una crescita solida e un'inflazione sopra il target in un momento in cui il tasso di policy è ancora più alto di quello a lungo termine del FOMC suggeriscono che il tasso neutrale sia più alto di quanto generalmente ipotizzato. **Tagliare sulla base di una presunta disinflazione guidata dall'IA sarebbe quindi una scommessa, con il rischio di accumulare problemi per il 2028 e oltre**.