

Allianz Research | 05 Luglio 2024

La ripresa del turismo

Executive summary

Ludovic Subran
Chief Economist

ludovic.subran@allianz.com

Jordi Basco Carrera

Lead Investment Strategist

jordi.basco_carrera@allianz.com

Ana Boata

Head of Economic Research

ana.boata@allianz-trade.com

Maxime Darmet

Senior Economist

maxime.darmet@allianz-trade.com

Bjoern Griesbach

Senior Investment Strategist &
Economist

bjoern.griesbach@allianz.com

Maria Latorre

Sector Advisor

maria.latorre@allianz-trade.com

Questa settimana esaminiamo tre questioni critiche:

- **Elezioni francesi: pronti per il secondo round?** In vista del secondo turno delle elezioni legislative francesi, un parlamento diviso è ancora lo scenario più probabile. Il processo di formazione del prossimo governo potrebbe protrarsi fino all'estate in caso di parlamento senza maggioranza, ma il termine ultimo sarà la fine di settembre per l'approvazione del progetto di bilancio 2025. Il Presidente Macron potrebbe nominare il capo della RN Jordan Bardella come Primo Ministro a breve termine, anche se la RN non ha la maggioranza assoluta, ma dubitiamo che tale governo possa durare oltre settembre. In definitiva, lo scenario più probabile è che subentri un governo tecnocratico per mantenere una certa continuità politica e gestire gli affari correnti. Tuttavia, il deficit pubblico rimarrebbe elevato, vicino al -5% del PIL nel 2025, e il governo sarebbe intrinsecamente instabile. Gli asset europei e francesi si sono ripresi dopo il primo turno e ora valutano la minore probabilità di una maggioranza di destra.
- **Elezioni nel Regno Unito: la marea cambia.** Come previsto, il partito laburista ha vinto le elezioni legislative con un'ampia maggioranza di seggi (410 seggi su 650), ponendo fine a 14 anni di governo conservatore e battendo la maggioranza di 179 seggi ottenuta da Tony Blair nel 1997. Prevediamo che il pragmatismo e la disciplina fiscale avranno la precedenza sull'aumento della spesa pubblica, almeno all'inizio, mentre cambiamenti politici più ambiziosi saranno possibili solo dopo il 2025. Il deficit pubblico raggiungerebbe il -5,7% del PIL nel 2024, grazie alla ripresa ciclica che sostiene le entrate, e il -5,8% nel 2025, quando il governo allenterà la politica. A partire dal 2026, prevediamo un modesto consolidamento fiscale di 15 miliardi di sterline (0,5% del PIL) all'anno, con il governo che probabilmente si affiderà ad aumenti delle tasse per finanziare l'aumento della spesa e ridurre il deficit. L'economia si sta riprendendo dopo un 2023 disastroso e ci aspettiamo che il PIL cresca del +1,3% quest'anno, grazie all'allentamento delle condizioni finanziarie, seguito da un +1,9% nel 2025, beneficiando della spinta fiscale. Con un governo laburista pragmatico, prevediamo che i rendimenti dei GILT a 10 anni finiranno il 2024 al 3,7% (rispetto all'attuale 4,2%), che i mercati azionari britannici offriranno rendimenti di circa il 5% annuo e che gli spread societari rimarranno stabili nel 2024, 2025 e 2026.
- **La ripresa del turismo.** Nonostante l'incertezza economica e le crescenti tensioni geopolitiche, il sole splende ancora sul settore turistico. In media, il tasso di occupazione alberghiera globale si è attestato al 68% a maggio, il livello più alto dai tempi della pandemia. Il settore delle crociere, in particolare, prevede che l'estate 2024 supererà l'estate 2019, poiché le navi sono al completo. I viaggi internazionali sono di gran lunga il principale motore della ripresa del turismo, con l'Europa che mantiene la sua corona di prima

destinazione mondiale. Ma i turisti cinesi restano i più spendaccioni: Le spese cinesi per i viaggi internazionali hanno raggiunto i 196 miliardi di dollari l'anno scorso (rispetto ai 150 miliardi di dollari degli americani e ai 112 miliardi di dollari dei tedeschi).

Elezioni francesi: pronti per il secondo round?

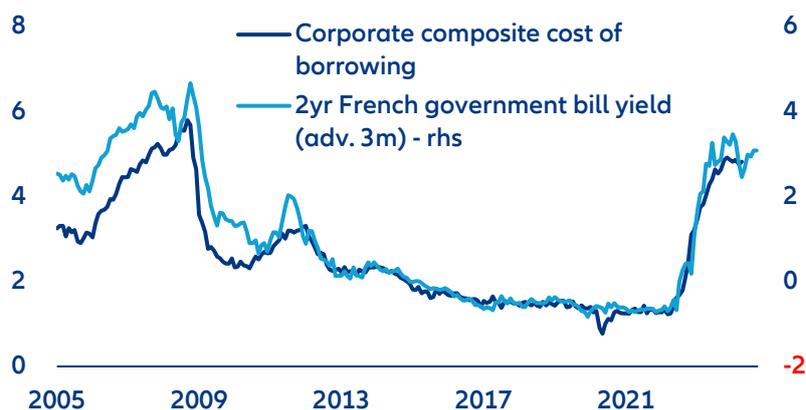
In vista del secondo turno delle elezioni legislative in Francia, lo scenario più probabile resta quello di un Parlamento bloccato. Al primo turno del 30 giugno, il *Rassemblement National* (RN) e i suoi alleati di destra hanno

ottenuto più del 33% dei voti, un risultato leggermente inferiore a quello suggerito da alcuni sondaggi ma comunque forte. L'alleanza di sinistra Nouveau Front Populaire (NFP) è arrivata seconda (28%), seguita da Ensemble, la coalizione di governo sostenuta dal Presidente Macron (20%). Tuttavia, continuiamo a considerare un parlamento bloccato come l'esito più probabile (50% di probabilità) dopo il secondo turno di votazioni del 7 luglio. Per ridurre al minimo il "triangolo" di stallo tra NFP, Ensemble e RN, 131 candidati del NFP e 83 candidati dell'Ensemble si sono ritirati dalla corsa. Ora ci saranno molti più scontri doppi (404 contro 95 scontri triangolari), il che renderà più difficile per il RN ottenere la maggioranza assoluta. Nel complesso, non ci aspettiamo che nessuna delle alleanze ottenga la maggioranza assoluta, con i deputati della sinistra moderata e della destra moderata, e anche con i deputati del RN, che probabilmente sosterranno un governo tecnocratico, o almeno si asterranno dal votare una mozione di sfiducia contro di esso, per evitare una crisi politica. Questo governo sarebbe quindi in grado di mantenere una certa continuità politica e di gestire gli affari correnti, anche se le riforme a favore delle imprese sarebbero bloccate. Riuscirebbe anche ad approvare un progetto di bilancio per il 2025 entro ottobre, con una posizione fiscale leggermente restrittiva nel 2025 per tranquillizzare la Commissione Europea e i mercati finanziari sugli squilibri fiscali della Francia. Tuttavia, il deficit pubblico rimarrebbe elevato, vicino al -5% del PIL nel 2025, e il governo sarebbe intrinsecamente instabile, con il rischio di essere fatto cadere in qualsiasi momento, il che potrebbe innescare una crisi politica ancora più profonda.

Se il RN e i suoi alleati riuscissero a ottenere la maggioranza assoluta (probabilità del 25%), la politica potrebbe diventare dirompente e imprevedibile. Questa elezione segna la prima volta che il partito di estrema destra è riuscito a ottenere un'alleanza con un numero così elevato di esponenti del partito moderato di destra Les Républicains (LR) dal 1945. Questo potrebbe attirare molti elettori moderati di LR, o anche elettori di Ensemble, scoraggiati dalla presenza del partito di estrema sinistra LFI nell'alleanza del PNF. Sebbene il RN abbia riconosciuto che la situazione fiscale della Francia è difficile, è ancora impegnato a mantenere le sue costose promesse elettorali, puntando su incassi ottimistici che saranno difficili da ottenere nel breve termine¹. Inoltre, il RN probabilmente sosterrà che la nuova spesa fiscale si ripagherà da sola, aumentando la crescita del PIL e il relativo gettito fiscale. Tuttavia, un'espansione fiscale di questo tipo può risultare autolesionista in paesi ad alto debito come la Francia: l'inasprimento delle condizioni finanziarie (Figura 1), l'indebolimento della fiducia delle imprese e la cautela delle famiglie più che compenserebbero gli effetti di stimolo alla crescita. Nel complesso, ci aspettiamo che il taglio dell'IVA sui consumi energetici venga approvato prima della fine del 2024 in una mini bozza di bilancio ad agosto, senza misure di compensazione delle entrate. La posizione fiscale verrebbe ulteriormente allentata nel 2025, con un aumento del deficit fiscale a circa il -5,7% del PIL nel 2025. Ci aspettiamo inoltre che un governo di estrema destra si concentri su misure volte a sostenere il potere d'acquisto delle famiglie (il taglio dell'IVA è il principale), nonché sulla sicurezza e sull'immigrazione. Potrebbero sorgere tensioni con l'UE su diverse questioni, come i piani per ridurre il trasferimento di denaro francese all'UE, dare priorità alle aziende francesi per gli appalti pubblici, implementare una "doppia" frontiera per controllare l'immigrazione da altri Paesi dell'UE e i controlli di frontiera sulle merci importate, comprese quelle intra-UE.

Figura 1: Tasso d'interesse delle imprese francesi (nuovi prestiti) e rendimento dei titoli di Stato a due anni

¹ Ad esempio, 16 miliardi di euro di risparmi sull'immigrazione e 15 miliardi di euro di riduzione dell'evasione sociale e fiscale. In totale, troviamo circa 20-25 miliardi di euro di impegni fiscali non finanziati.



Fonti: LSGE Datastream, Allianz Research

Il processo di formazione del prossimo governo potrebbe protrarsi fino all'estate con un parlamento sospeso, ma la scadenza più importante sarà la fine di settembre per approvare il progetto di legge sul bilancio 2025.

Potrebbe essere necessario del tempo perché i partiti si accordino sui nomi per formare un governo. Ad esempio, i partiti potrebbero rifiutarsi di appoggiare un governo tecnocratico nel breve termine, oppure i deputati di LR potrebbero iniziare ad aumentare gradualmente il loro sostegno a un governo dominato da RN. L'attuale governo rimarrebbe in carica nel frattempo e il Presidente Macron probabilmente metterebbe in pausa il processo legislativo fino a settembre. Se il RN dovesse ottenere il maggior numero di seggi ma non la maggioranza, è possibile che il presidente Macron nomini il capo del partito, Jordan Bardella, come primo ministro subito dopo le elezioni. Ma è improbabile che un governo di questo tipo riesca a sopravvivere all'estate se cerca di approvare un mini progetto di bilancio. Inoltre, potrebbe essere fatto cadere entro la fine di settembre o l'inizio di ottobre, quando cercherà di approvare il progetto di legge sul bilancio 2025.

Gli asset europei e francesi si sono ripresi dopo il primo turno e ora stanno valutando la minore probabilità di una maggioranza di destra. Le azioni francesi hanno recuperato il 2% dal primo turno, mentre gli spread dei titoli di Stato francesi a 10 anni (OAT) sono scesi di 5 pb a 69 pb e gli spread investment grade si sono ridotti di 4 pb a 112 pb. Come abbiamo spiegato la scorsa settimana², il nostro scenario di base di un parlamento tecnocratico o bloccato dopo il secondo turno scatenerrebbe probabilmente un effetto "buy the dip", con un leggero aumento dei premi di rischio degli asset francesi. Il principale impatto sul mercato deriverebbe dai ritardi nella nomina del Primo Ministro e dalla potenziale instabilità del bilancio. Prevediamo che gli spread OAT francesi a 10 anni si stabilizzeranno intorno ai 60 pb entro la fine del 2024, con spread corporate investment-grade a 120 pb e mercati azionari in crescita del +7% nel 2024 e del +10% nel 2025. Tuttavia, un governo a maggioranza RN potrebbe innescare una ripetizione della crisi dell'euro del 2012, con l'intervento della BCE. Una posizione contraria all'UE da parte della Francia potrebbe causare un diffuso contagio sui mercati, soprattutto se i contributi al bilancio dell'Eurozona venissero ridotti. Ciò potrebbe portare a un significativo allargamento degli spread dei titoli di Stato europei, con gli spread OAT a 10 anni a 120 pb nel 2024. La BCE potrebbe attivare il suo strumento di protezione della trasmissione per stabilizzare i mercati. Gli spread investment-grade potrebbero raggiungere i 250 pb e i mercati azionari potrebbero correggere di oltre il -10% nel 2024. Gli asset rischiosi europei potrebbero richiedere l'intervento della BCE, soprattutto per il credito.

Tabella 1: Potenziali esiti politici francesi e relativi impatti economici e di mercato previsti

² Si veda il nostro report [What to watch 28 June 2024](#).

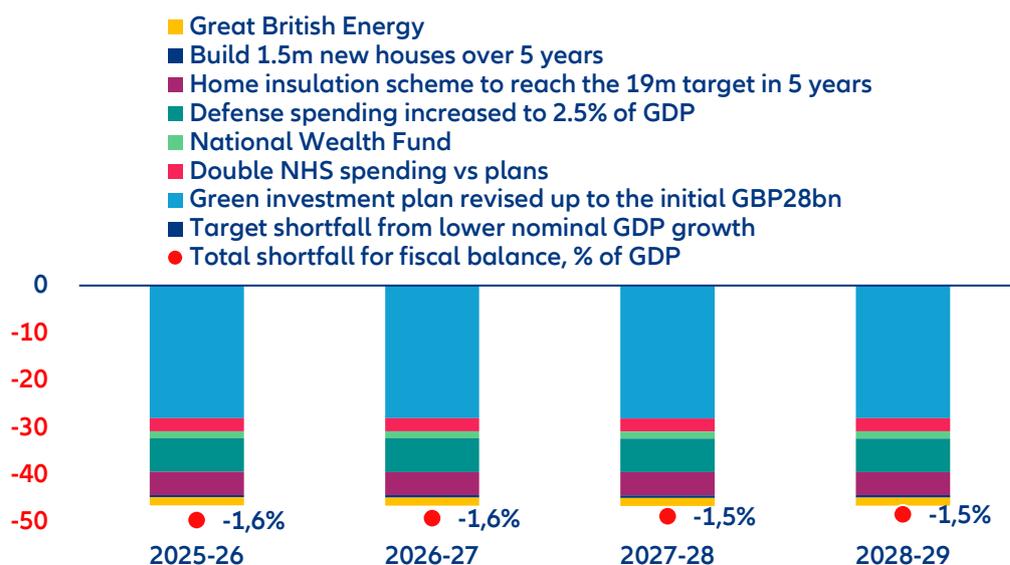
*The color coding of the titles represents the potential market scenarios corresponding to each political outcome			Technocratic government (50%)			Union of the Center (10%)		Minority Rassemblement National backed by some center right (15%)		Majority Rassemblement National (25%)	
			Moderate fiscal tightening to assuage the EC and financial markets. GDP growth not changed in 2025			Moderate fiscal expansion of 0.5% GDP spread over 2025-26; GDP growth slightly higher on better confidence		Moderate fiscal expansion of 0.5% GDP spread over 2025-26; GDP growth slightly hit on lower confidence		Fiscal expansion of 1% GDP spread over 2025-26; GDP growth shelved by -0.3pp in 2025 on tighter financial conditions and lower confidence	
Economic indicators	Unit	2023	2024	2025	2024	2025	2024	2025	2024	2025	
Real GDP growth	%	1.1	0.9	1.3	0.9	1.4	0.8	1.2	0.8	1.0	
Inflation	%	4.9	2.3	1.8	2.3	1.8	2.3	1.8	2.3	1.7	
Fiscal deficit	% of GDP	5.5	5.2	4.9	5.3	5.3	5.3	5.4	5.3	5.7	
Market outcomes			Buy the dip (60%)			Increased FR risk premium (40%)		Euro crisis (10%)			
Market indicators	Unit	2023	2024	2025	2024	2025	2024	2025	2024	2025	
10y OAT spread	%	53	60	50	90	70	120	90			
ECB activates TPI				No		Unlikely			Likely		
IG – Corp. spread	bps	133	120	120	190	150	250	190			
CAC40	%	16.5	+7	+10	-6	+5	-12	+9			
House prices	%	-1.5	-2.4	+1.6	-3.2	+1.2	-3.7	+1.7			

Fonte: Allianz Research

Elezioni nel Regno Unito: La marea cambia

Come previsto, il partito laburista ha ottenuto una vittoria schiacciante alle elezioni nel Regno Unito (410 seggi su 650), ponendo fine a 14 anni di governo conservatore. Ci aspettiamo che il pragmatismo e la disciplina fiscale abbiano la precedenza sull'aumento della spesa pubblica, almeno nella prima parte del mandato, mentre cambiamenti politici più ambiziosi saranno possibili solo dopo il 2025. Sulla base delle promesse elettorali, il governo laburista dovrebbe aumentare gli investimenti verdi di circa 5 miliardi di sterline (cinque volte meno di quanto inizialmente previsto) e la spesa per il servizio sanitario nazionale di 1,1 miliardi di sterline, oltre a istituire un National Wealth Fund di 7,3 miliardi di sterline³, spendendo 1,1 miliardi di sterline all'anno per il programma di isolamento domestico e 2 miliardi di sterline per la costruzione di 1,5 milioni di nuove case in cinque anni. È inoltre prevista la creazione di una società statale per le energie rinnovabili, "Great British Energy", per un costo di 1,7 miliardi di sterline. Tuttavia, il nuovo governo erediterà un contesto fiscale difficile: il debito del Regno Unito in rapporto al PIL ha raggiunto il 101,3% nel 2023 e il deficit pubblico è salito a -6% del PIL (dopo il -4,7% del 2022). Secondo l'Office of Budget Responsibility (OBR), il prossimo governo avrà un margine di manovra fiscale di appena lo 0,3% del PIL per allentare la politica. Prevediamo che il governo laburista utilizzerà questo margine di manovra nel 2025 attraverso un aumento della spesa, il che sosterrà la crescita. Il deficit pubblico si ridurrebbe a -5,7% del PIL nel 2024, grazie alla ripresa ciclica che sostiene le entrate, e a -5,8% nel 2025, quando il governo allenterà la politica. A partire dal 2026, la regola fiscale imporrà al governo di iniziare il consolidamento e ci aspetteremo un aumento delle tasse (come indicato nel suo manifesto) per finanziare l'aumento della spesa e ridurre il deficit. In totale, sulla base delle promesse elettorali, prevediamo un modesto consolidamento fiscale di 15 miliardi di sterline (0,5% del PIL) all'anno, a partire dal 2026.

Figura 2: Costi fiscali di un governo laburista ambizioso, miliardi di sterline e % del PIL



Fonti: varie, Allianz Research

³ Di questi, 1,8 miliardi di sterline sarebbero utilizzati per migliorare i porti e costruire catene di approvvigionamento in tutto il Regno Unito; 1,5 miliardi di sterline sarebbero destinati a nuove gigafabbriche, principalmente nell'industria automobilistica; 2,5 miliardi di sterline sarebbero utilizzati per ricostruire l'industria siderurgica; 1 miliardo di sterline per accelerare la diffusione delle tecnologie di cattura del carbonio e 0,5 miliardi di sterline per sostenere la produzione di idrogeno verde.

Tabella 2: scenari fiscali con un governo laburista pragmatico o ambizioso

Pragmatic Labor government (80% probability)	Estimated tax receipts (GBPbn)	Ambitious Labor government (20% probability)	Estimated tax receipts (GBPbn)
Increase stamp duty paid by non-residents on UK property from 2% to 3%	0.1	Increase the National Insurance rate back to 12% from 8%, as the Blair administration did in 2002 to fund additional spending for the NHS	20
Closing carried interest tax loophole and aligning it to the income tax rates	0.6	Increase the top rate of income tax of 50% for individuals earning over £150,000 per year from the current 45%, the level the Gordon administration introduced in 2010	16
Implement a "proper windfall tax" on profits of big energy firms (increase from 75% to 78%) & borrowing to finance the green plan	4.7	Increase further the corporate tax rate from the current 25% introduced in 2023 to 30% that was in place before 2008. Increase banks surcharge back to 8% from the current 3%.	21
Increase taxes on "online giants"	3.0	Extend the scope of the bank levy to UK-based global banks on their global equities and liabilities. Restore the cap on bankers' bonuses equivalent to 200% of bankers' regular pay that was abolished by the Truss government	1
Impose VAT on private school fees	1.5	Increase the capital gains tax from 20% for most assets to 25% (maximum historical level at 35%)	4
Reduce tax evasion & further close the non-dom tax loopholes	5.2	Increase environmental taxes by 10% paid by households and corporates	5
Total increase in tax receipts (billion GBP)	15.1	Total increase in tax receipts (billion GBP)	67.0
% of GDP	0.5	% of GDP	2.5
Average annual cost of spending measures	10.0	Average annual cost of spending measures	50.0

Fonti: varie, Allianz Research

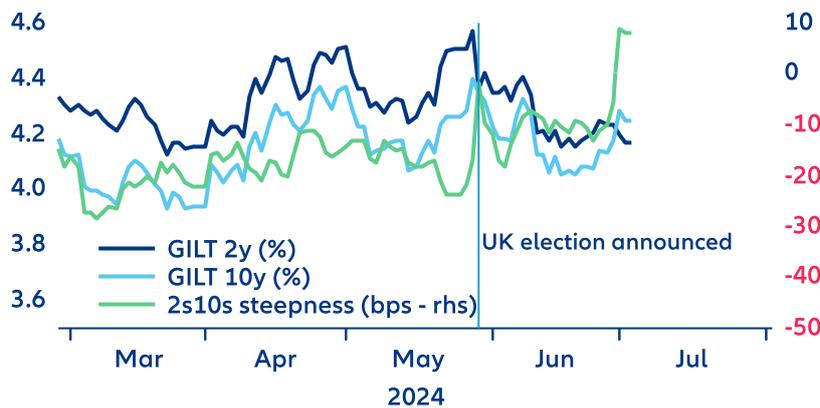
Nel frattempo, l'economia del Regno Unito si sta riprendendo dopo un 2023 disastroso. Il PIL è cresciuto a malapena nel 2023 (+0,1%), colpito dalla combinazione di inflazione elevata e condizioni finanziarie rigide che hanno intaccato il reddito disponibile delle famiglie, il mercato immobiliare e gli utili delle imprese. Tuttavia, l'economia ha iniziato a riprendersi con forza nel 1° trimestre 2024 (il PIL è aumentato del +0,7% q/q), grazie agli investimenti e all'accelerazione dei consumi delle famiglie. Nonostante la debole crescita del PIL in aprile, prevediamo che la ripresa si rafforzerà nel 2024 e nel 2025. L'inflazione è scesa significativamente da un picco del +10,4% nel febbraio 2023 ad appena il +2% nel maggio 2024, grazie soprattutto al rapido calo dei prezzi dell'energia e a un'inflazione dei beni e dei prodotti alimentari più contenuta. Si tratta di uno sviluppo positivo per l'economia del Regno Unito a livello aggregato, poiché le minori pressioni sui prezzi sono dovute alla riduzione dei costi delle importazioni, sostenuta dall'apprezzamento della sterlina. Inoltre, l'allentamento dell'inflazione ha fatto sperare che la Banca d'Inghilterra inizierà presto ad allentare la politica monetaria. Ciò si è già tradotto in un accesso più agevole al credito e al mercato obbligazionario per le imprese. Nel mercato immobiliare, il numero di approvazioni di mutui si sta consolidando. Complessivamente, ci aspettiamo che il PIL britannico cresca del +1,3% quest'anno, grazie all'allentamento delle condizioni finanziarie, seguito da un +1,9% nel 2025, beneficiando della spinta fiscale. Tuttavia, se il governo laburista decidesse di tornare a un programma più ambizioso, intensificando i piani di controllo dell'immigrazione e implementando ulteriori protezioni del lavoro, la crescita potrebbe raggiungere un minimo di +0,7% nel 2026, meno della metà di quanto sarebbe stato nello scenario di base, mentre l'inflazione rimarrebbe al di sopra del 3% con una svalutazione della sterlina compresa tra il -7% e il -10%.

La Banca d'Inghilterra dovrebbe iniziare ad allentare la politica il mese prossimo, ma si muoverà con cautela in presenza di un'inflazione dei servizi vischiosa. Nonostante le buone notizie sull'inflazione complessiva, che a maggio ha raggiunto l'obiettivo del 2%, la BoE procederà con cautela. Le pressioni sui prezzi interni di fondo, la crescita dei salari e l'inflazione dei servizi, sebbene in attenuazione, non sono compatibili con un'inflazione al 2% su base sostenibile. In questo contesto, la BoE vorrà mantenere un orientamento da falco finché la crescita dei salari e l'inflazione dei servizi non si normalizzeranno. La buona notizia è che il mercato del lavoro si sta raffreddando, segnalando una minore crescita dei salari nei prossimi mesi. Ci aspettiamo un primo taglio ad agosto, ma con il rischio di un taglio ritardato, in linea con le prospettive della Fed. Il tasso della BoE dovrebbe raggiungere il 4,75% (dall'attuale 5,25%) entro la fine del 2024 e il 3,75% entro la fine del 2025..

Prevediamo che l'inflazione e la politica monetaria statunitense continueranno a essere i principali driver del mercato dei GILT. L'annuncio di elezioni anticipate ha avuto un impatto minimo sul mercato dei GILT, soprattutto sulla parte lunga della curva, in quanto la potenziale vittoria dei laburisti era già stata prezzata, dato il loro

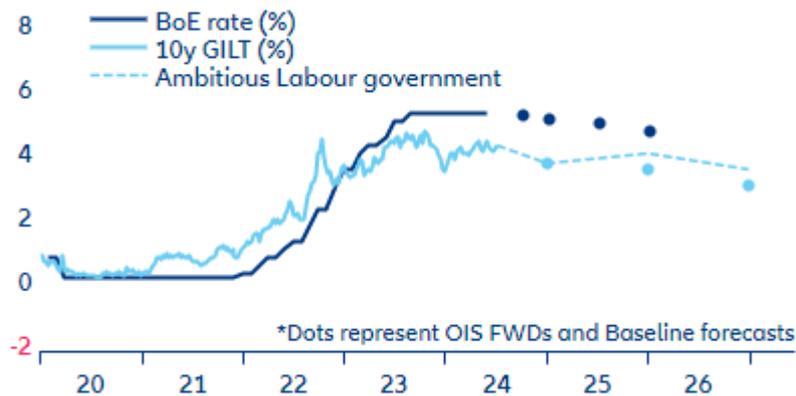
vantaggio nei sondaggi (Figura 3). In prospettiva, ci aspettiamo che l'inflazione e la politica monetaria della Fed continuino a essere i driver principali del mercato dei GILT, soprattutto perché le aspettative della BoE si sono storicamente mosse in sincronia con quelle della Fed statunitense. Un governo laburista pragmatico porterebbe i rendimenti GILT a 10 anni a terminare il 2024 al 3,7% (rispetto all'attuale 4,2%), con un graduale calo annuale di 20-30 pb fino al 2026. Tuttavia, se il governo dovesse essere più ambizioso nell'attuare le sue promesse elettorali, l'inflazione più elevata che ne deriverebbe, e di conseguenza i tassi più alti per lungo tempo, spingerebbero i rendimenti a lungo termine al 4% nel 2025 e al 3,7% nel 2026 (grafico 4).

Figura 3: Curva GILT del Regno Unito e pendenza



Fonti: LSEG Datastream, Allianz Research

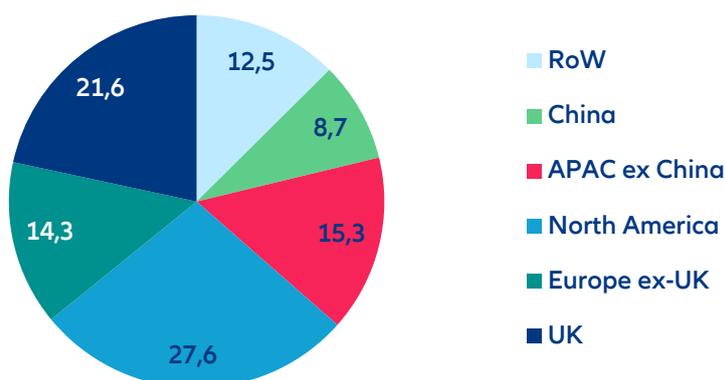
Figura 4: Rendimenti governativi a 10 anni del Regno Unito e aspettative sui tassi della BoE



Fonti: LSEG Datastream, Allianz Research

I mercati azionari britannici dovrebbero offrire rendimenti di circa il 5% annuo, in quanto tendono a essere più resistenti alle turbolenze interne: solo il 21% dei ricavi del FTSE 100 è generato a livello locale (Figura 5). Tuttavia, i vantaggi di un'ampia diversificazione dei ricavi a livello internazionale sono attenuati da una crescita lenta e da motori economici un po' in difficoltà, che incidono sui conti economici delle società. È probabile che i rendimenti azionari rimangano inferiori rispetto a quelli previsti per gli altri mercati sviluppati. Se il governo laburista dovesse attuare politiche più ambiziose, ci aspetteremmo anche una modesta pressione al ribasso sul FTSE 100, mentre l'indice FTSE 250, più sensibile a livello locale, potrebbe subire una correzione di circa -10%. Ciononostante, dal punto di vista delle valutazioni, i mercati azionari britannici rimangono interessanti rispetto ai concorrenti su una base corretta per il rischio e il valore, con rapporti prezzo-equity relativamente bassi, soprattutto se il nuovo governo riuscirà a riaccendere i motori di crescita del Regno Unito (grafico 6).

Figura 5: Esposizione agli utili ponderata del FTSE 100 per regione (%)



Fonti: Morgan Stanley, Allianz Research

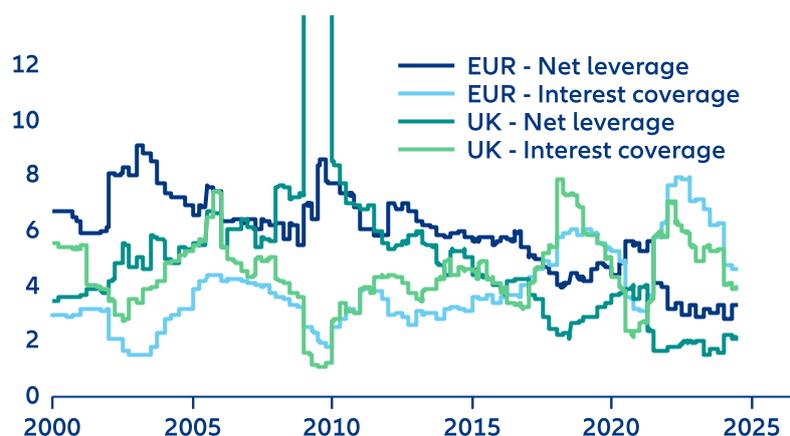
Figura 6: Mercato azionario globale, rapporti PE forward a 12 m



Fonti: IBES, LSEG Datastream, Allianz Research

Per quanto riguarda il credito alle imprese, un deficit fiscale più elevato del previsto e un aumento prolungato dei tassi d'interesse porterebbero probabilmente gli investitori a richiedere premi di rischio più elevati per le imprese, a causa del previsto contesto di rifinanziamento più difficile e di una crescita degli utili più lenta. Data la concentrazione di reddito locale del credito alle imprese, questo mercato tende a seguire una traiettoria simile a quella del FTSE 250. Con un governo laburista pragmatico, ci aspettiamo che gli spread societari rimangano stabili nel 2024, 2025 e 2026, in quanto i fondamentali delle imprese sembrano sufficientemente solidi da sopportare un aumento dei costi di finanziamento. Tuttavia, nel caso di un governo laburista ambizioso, l'aumento della volatilità dei mercati, il prolungato rialzo dei tassi delle banche centrali e la prevista erosione degli utili metterebbero a rischio la capacità di servizio del debito delle società. Ciò porterebbe a un ampliamento strutturale degli spread societari investment-grade a 170 pb nel 2025 e a 160 pb nel 2026 (Tabella 3). Tuttavia, anche in questa situazione, non ci aspetteremmo un aumento strutturale delle insolvenze, poiché le società britanniche sembrano mostrare una leva finanziaria netta relativamente bassa e indici di copertura degli interessi ancora elevati (Figura 7), sebbene quest'ultimo sia in calo.

Figura 7: Leva netta e indici di copertura degli interessi di EUR e Regno Unito



Fonti: LSEG Datastream, Allianz Research

Tabella 3: Indicatori economici e di mercato

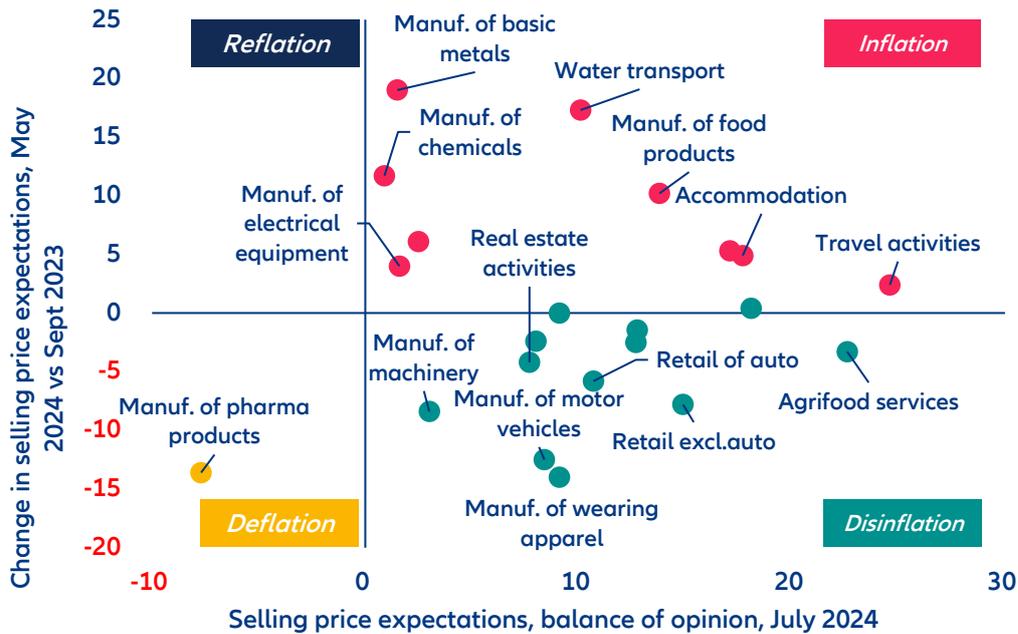
				Pragmatic Labour government (80% probability)		Ambitious Labour government (20% probability)	
				<i>Moderate fiscal consolidation ahead; Lower GDP growth (1.5% in real terms); Stable GBP by 2027, moderate gains in the FTSE 250 (+2%) and gilt</i>			
				<i>Strong fiscal consolidation to bite in 2026; trough in real GDP growth at 0.7%; depreciation of -7% of the sterling due to capital flight; FTSE 250 down -13% and gilt at 4.0% in 2025</i>			
Economic indicators	Unit	2023	2024	2025	2026	2025	2026
Real GDP growth	%	0.1	1.3	1.9	1.5	2.4	0.7
Inflation	%	7.3	2.6	2.2	2.2	3.5	3.1
Fiscal shortfall	% of GDP			-0.4	-0.3	-1.6	-1.6
BoE key interest rates	year-end %	5.25	4.75	3.75	3	4.25	3.5
Market indicators	Unit	2023	2024	2025	2026	2025	2026
10y Bond yield	%	3.5	3.7	3.5	3.2	4	3.7
IG – Corp. spread	bps	134	120	120	110	170	160
FTSE 100	ytd%	3.8	5	7	6	8	2

Fonti: LSEG Datastream, Allianz Research

I giramondo guidano la ripresa del turismo

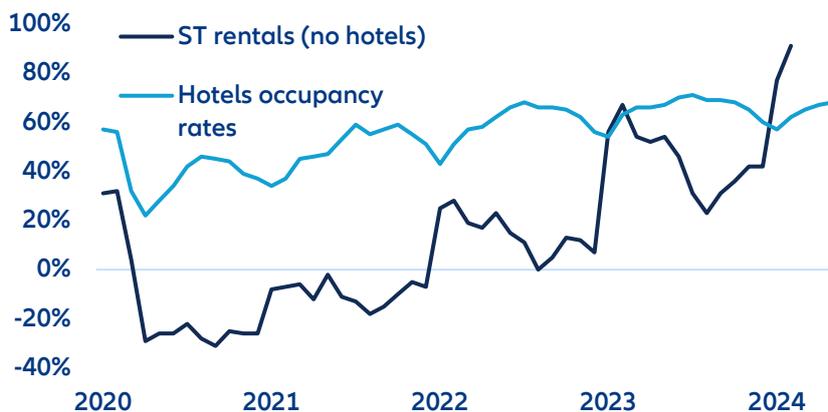
Nonostante l'incertezza economica e le crescenti tensioni geopolitiche, il sole splende ancora sul settore turistico, con l'Europa che ha già superato i livelli pre-pandemia. I tassi di risparmio delle famiglie continuano ad aumentare nella maggior parte dei Paesi europei, ma né l'inflazione né l'incertezza hanno indebolito la ripresa del settore turistico. La domanda di servizi legati ai viaggi continua a crescere più forte che mai, dando al settore un potere di determinazione dei prezzi di cui nessun altro gode (Figura 8). A livello globale, i tassi di occupazione alberghiera si sono attestati in media al 61% nel 1° trimestre 2024, al 64% da inizio anno e al 68% a maggio, il livello più alto dalla pandemia (Figura 9).

Figura 8: Aspettative dei prezzi di vendita per settore in Europa



Fonti: Eurostat, Allianz Research

Figura 9: Tassi di occupazione mensile (hotel) e livelli di affitto a breve termine rispetto al 2019 (opzioni di alloggio non alberghiere)

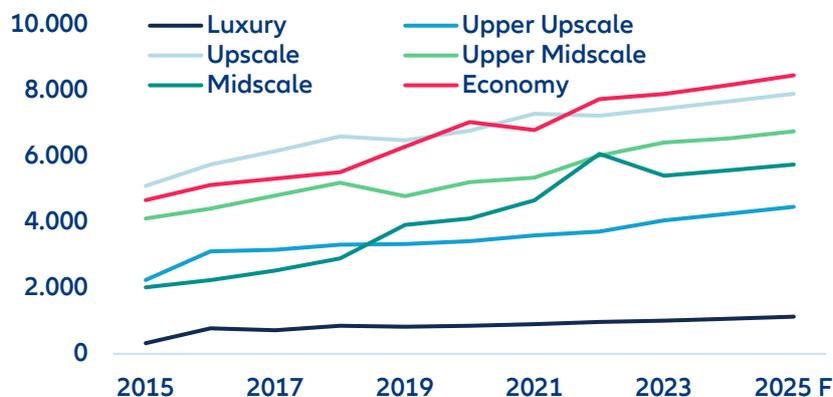


Fonti: Turismo ONU, AirDNA, Allianz Research

Sebbene il turismo di lusso stia attirando sempre più clienti, gli hotel low-cost continuano a dominare. Gli hotel di lusso rappresentano una quota molto ridotta del mercato globale, pari solo al 3% dell'offerta totale. Tuttavia, la domanda di esperienze elevate e di viaggi di lusso è cresciuta nelle economie sviluppate: L'anno scorso, gli hotel di lusso hanno registrato il più alto tasso di crescita del RevPAR (+5% a/a contro il +3% dell'intero settore), e le tariffe

medie giornaliere (ADR) potrebbero aumentare ulteriormente data la clientela ad alto reddito. Tuttavia, dato che l'inflazione continua a pesare sulle famiglie a basso e medio reddito, il settore alberghiero ha ampliato le proprie offerte a prezzi più accessibili. Prima della pandemia, la quota maggiore (27%) di hotel in tutto il mondo rientrava nella categoria "alta gamma", ma dal 2022 la categoria "economica" ha preso il sopravvento (Figura 10).

Figura 10: Conteggio globale degli hotel per segmento di budget



Fonte: Bloomberg, Allianz Research

La forte domanda ha aiutato sia il settore alberghiero che quello delle crociere a riprendersi dopo la pandemia, con i fondamentali delle aziende migliori che mai. Dopo aver visto i loro ricavi ridursi di circa il -55% a/a nel 2020, le principali catene alberghiere del mondo hanno registrato una graduale e costante ripresa negli ultimi anni. Nel 2023, i loro ricavi hanno superato del 13% i livelli del 2019. Parallelamente, anche i margini EBITDA dovrebbero migliorare, raggiungendo il 25,7% quest'anno (rispetto alla media pre-pandemia del 23,5%) grazie al calo dei prezzi dell'energia, soprattutto in Europa. Anche la domanda di crociere è in forte ripresa. Nel 2021, le ALBD del settore⁴ (29,7 milioni) e i tassi di occupazione (52,7%) sono scesi ai livelli più bassi della storia. Ma il quadro è migliorato e i ricavi delle compagnie di crociera sono aumentati del +70% lo scorso anno e si prevede un aumento del +15% nel 2024 (Figura 11), con le nuove navi da crociera in consegna quest'anno. I maggiori operatori prevedono che l'estate 2024 supererà l'estate 2019 sia per numero di passeggeri che per profitti, poiché le navi sono completamente prenotate. Nonostante le spese aggiuntive, i margini EBITDA nel mercato delle crociere dovrebbero migliorare dal 25% dello scorso anno al 27% nel 2024 grazie all'ottimizzazione degli itinerari, al mix di camere e ai minori costi di carburante.

Figura 11: Fatturato del settore alberghiero (milioni di dollari)



Fonti: Bloomberg (selezionando i maggiori operatori mondiali per categoria), Allianz Research

⁴ ALBD: available lower berth day, un termine spesso utilizzato dalle compagnie di crociera che si riferisce al tipo specifico di pacchetti offerti ai clienti.

Nel frattempo, i turisti fanno sempre più spesso le valigie per i viaggi a lungo raggio. I viaggi internazionali sono i maggiori responsabili della ripresa del turismo globale. Ciò si riflette nell'aumento della connettività internazionale e nazionale delle rotte aeree: Secondo la IATA, nel 2023 la connettività crescerà del +28% annuo per le rotte internazionali e del +10% annuo per le rotte nazionali. Ciò è particolarmente vero per i cittadini statunitensi, che dalla metà del 2022 godono dei benefici di un dollaro più forte e sono quindi più disposti a viaggiare all'estero nonostante le incertezze geopolitiche (Figura 12). Non sorprende che questo desiderio di viaggi a lungo raggio arrivi in un momento in cui i tassi di risparmio sono molto bassi negli Stati Uniti (3,9% contro il 14,5% dell'Eurozona o l'11,1% del Regno Unito).

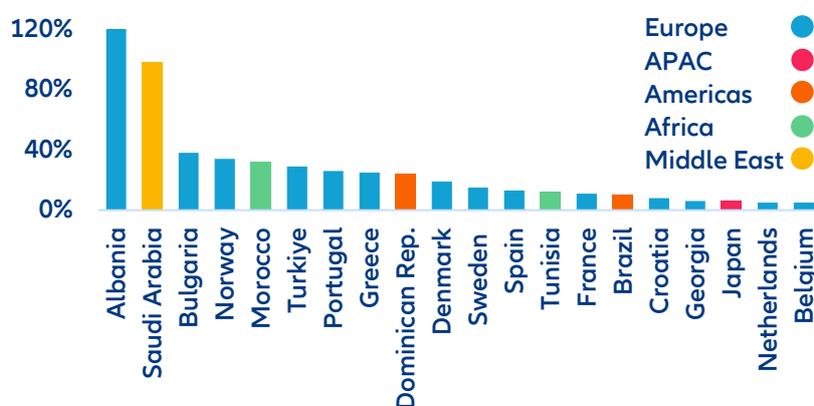
Figura 12: Sondaggio USA - Vacanze previste entro 6 mesi in un paese straniero, media mobile 3M



Fonti: Il Conference Board, Allianz Research

L'Europa è ancora la prima destinazione mondiale per i viaggiatori internazionali e dovrebbe mantenere la sua corona, data la debolezza dell'euro. In termini di attrattività, l'Europa è di gran lunga la regione che riceve il maggior numero di turisti a livello mondiale, con una quota di mercato del 54% nel 2023, seguita dall'APAC (18%) e dalle Americhe (15%). Francia, Spagna e Italia sono stati tra i primi cinque Paesi visitati al mondo lo scorso anno, motivo per cui l'Europa ha generato i maggiori introiti turistici nel 2023 (660 miliardi di dollari, +7% rispetto al 2019 in termini reali). Di conseguenza, il turismo rappresenta un'attività economica importante per l'UE (pari al 10% del suo PIL) e continuerà a farlo. Nel 1° trimestre 2024, la regione ha già superato i livelli pre-pandemia (+2% rispetto al 1° trimestre 2019) in termini di arrivi turistici internazionali. I due grandi eventi sportivi di quest'estate dovrebbero vedere un numero ancora maggiore di visitatori in Francia e Germania.

Figura 13: Destinazioni più performanti* nel 1° trimestre 2024, arrivi turistici internazionali (variazione % rispetto al 1° trimestre 2019)



Fonti: UN Tourism, Allianz Research. *Sulla base delle destinazioni che registrano 5 milioni o più di arrivi nel 2019.

Sebbene l'APAC sia il ritardatario in termini di ripresa del turismo, i turisti cinesi rimangono i maggiori spendaccioni a livello globale. Mentre gli arrivi internazionali globali hanno raggiunto il 97% dei livelli del 2019

nel primo trimestre del 2024, l'APAC ha registrato solo l'82%, diventando la regione più lontana dal raggiungere i livelli pre-pandemia. Il Giappone è stato l'unico paese asiatico tra le prime 20 destinazioni nel primo trimestre dell'anno (Figura 13). Questa sottoperformance regionale è in gran parte dovuta alla lunga durata delle restrizioni alle frontiere in Cina. Ad esempio, mentre nel Nord-Est asiatico gli arrivi turistici erano pari al 73% rispetto ai livelli del 2019, nell'Asia meridionale erano già al 93%. Tuttavia, i viaggiatori cinesi sono stati fondamentali per la ripresa in altre regioni poiché lo scorso anno la spesa cinese per i viaggi internazionali ha raggiunto i 196 miliardi di dollari. Ciò rende i cinesi la nazionalità numero uno per la generazione di entrate turistiche, seguita dagli americani (150 miliardi di dollari) e dai tedeschi (112 miliardi di dollari). I pensionati cinesi sono in gran parte responsabili di questa rilevante spesa. Infatti, secondo i sondaggi di Bloomberg, spendono circa 3.115 yuan per viaggio contro i 2.800 yuan dei millennial e dei viaggiatori della generazione Z.

Queste valutazioni sono, come sempre, soggette alla clausola di esclusione di responsabilità di cui sotto.

DICHIARAZIONI PREVISIONALI

Le dichiarazioni contenute nel presente documento possono includere prospettive, dichiarazioni di aspettative future e altre dichiarazioni previsionali che si basano sulle attuali opinioni e ipotesi del management e comportano rischi e incertezze noti e sconosciuti. I risultati, le prestazioni o gli eventi effettivi potrebbero differire materialmente da quelli espressi o impliciti in tali dichiarazioni previsionali.

o implicite in tali dichiarazioni previsionali.

Tali scostamenti possono essere dovuti, a titolo esemplificativo e non esaustivo, a (i) cambiamenti delle condizioni economiche generali e della situazione competitiva, in particolare nel core business e nei mercati principali del Gruppo Allianz, (ii) andamento dei mercati finanziari (in particolare volatilità dei mercati, liquidità ed eventi creditizi), (iii) frequenza e gravità dei sinistri assicurati, compresi quelli derivanti da catastrofi naturali, e sviluppo delle spese per sinistri, (iv) livelli e tendenze di mortalità e morbilità,

(v) i livelli di persistenza, (vi) in particolare nel settore bancario, l'entità delle inadempienze creditizie, (vii) i livelli dei tassi d'interesse, (viii) i tassi di cambio delle valute, compreso il tasso di cambio EUR/USD, (ix) i cambiamenti nelle leggi e nei regolamenti, comprese le normative fiscali, (x) l'impatto delle acquisizioni, compresi i relativi problemi 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 possono essere più probabili o più pronunciati a seguito di attività terroristiche e delle loro conseguenze.

NESSUN OBBLIGO DI AGGIORNAMENTO

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

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