



Allianz Research | 6 Giugno 2024

Nessuna turbolenza per i profitti del settore aereo

Executive summary

Ludovic Subran
Chief Economist
ludovic.subran@allianz.com

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

Bjoern Griesbach
Senior Investment Strategist &
Eurozone Economist
bjoern.griesbach@allianz.com

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

Questa settimana esaminiamo tre questioni critiche:

- **BCE: Avvio di un cauto ciclo di allentamento.** Alla riunione del 6 giugno, la BCE ha avviato un cauto ciclo di allentamento abbassando il tasso sui depositi di 25 punti base al 3,75%, il primo taglio dei tassi dalla pandemia di Covid-19 nel 2020. Questa decisione arriva nonostante le recenti sorprese al rialzo dei dati sull'inflazione e sui salari, che costringeranno i responsabili politici ad adottare un tono aggressivo, sottolineando la dipendenza dai dati e un approccio riunione per riunione in futuro. Per non discostarci troppo dalla Fed, che dovrebbe mantenere i tassi ufficiali più alti più a lungo, manteniamo la nostra visione di lungo termine di soli due tagli nel 2024 e di un tasso terminale del 2,5% da raggiungere nel corso del 2025.
- **NGEU: Il segreto del successo economico dell'Europa meridionale?** Al giro di boa della finestra di erogazione dei fondi Next Generation EU (NGEU), troviamo che i paesi del Sud Europa sono riusciti a sfruttare al meglio questa opportunità europea anche se gli esborsi vanno dal 24% in Spagna al 52% in Italia. Mentre l'Europa meridionale ha visto le sue economie stimolate dal boom del turismo e dalle misure di sostegno fiscale specifiche per paese, come il credito d'imposta Superbonus italiano, anche i fondi di Next Generation EU potrebbero aver contribuito in modo significativo alla crescita economica: nel caso dell'Italia, ben 2 punti percentuali di crescita cumulativa nel periodo 2021-2023 possono essere attribuiti a Next Generation EU, con un impatto simile osservato per la Grecia, e un po' meno per la Spagna e il Portogallo.
- **Compagnie aeree: fino in fondo.** Nonostante l'inflazione vischiosa dei servizi e il rallentamento economico, i consumatori continuano a spendere per i viaggi. Nel 2023, 1,3 miliardi di persone hanno viaggiato a livello internazionale (+33% a/a), mentre nel primo trimestre del 2024 il turismo internazionale ha raggiunto oltre 285 milioni di viaggiatori (il 97% dei livelli pre-pandemia). Poiché le compagnie aeree continuano ad affrontare vincoli di capacità innescati da interruzioni della catena di approvvigionamento, incidenti di sicurezza e ritiro di vecchi aeromobili, si prevede che i prezzi dei biglietti aerei rimarranno elevati. Tuttavia, le compagnie aeree si aspettano che la domanda raggiunga il massimo storico quest'anno, con i passeggeri aerei globali che dovrebbero aumentare del +10,4% a/a e i rendimenti dei passeggeri che si rafforzeranno del +3,2%. Ciò dovrebbe portare a una crescita dei ricavi del +6,5% a/a (a 967 miliardi di dollari) e a un utile netto di 30,5 miliardi di dollari.

Bce: al via un cauto ciclo di allentamento

La BCE ha dato il via a un cauto ciclo di allentamento con un taglio iniziale di 25 punti base. La BCE allenta la sua politica monetaria altamente restrittiva attuando il primo taglio dei tassi dalla pandemia di Covid-19 nel 2020. Dopo aver mantenuto il tasso sui depositi a un livello record per nove mesi, la BCE lo ha tagliato di 25 punti base al 3,75% (FML: 4,50%, MRO: 4,25%). Nonostante le recenti sorprese al rialzo dell'inflazione e dei salari, il forte impegno preliminare da parte di vari membri del Consiglio direttivo nelle ultime settimane ha prodotto questa mossa che è stata pienamente scontata dai mercati. Tuttavia, la BCE sottolinea la dipendenza dai dati e un approccio riunione per riunione in futuro. Con questo primo taglio, la BCE si unisce alle altre banche centrali europee di Svizzera, Svezia, Repubblica Ceca e Ungheria, che hanno già iniziato i loro cicli di allentamento negli ultimi mesi, dimostrando che una divergenza di politica transatlantica è possibile. Nonostante l'allentamento dei tassi di riferimento, l'inasprimento quantitativo della BCE si intensificherà, passando da una media di 29 miliardi di euro al mese nell'ultimo anno a circa 36 miliardi di euro al mese. Questa accelerazione fa seguito all'annuncio dello scorso dicembre che la BCE ridurrà i reinvestimenti nel suo programma PEPP da EUR1,6 trilioni a partire da luglio, oltre al run-off passivo in corso del programma APP, che di conseguenza si è già ridotto dal suo massimo di EUR3,3 trilioni nel 2022 agli attuali EUR2,9 trilioni.

Figura 1: Inflazione principale dell'Eurozona e inflazione core sequenziale, in %



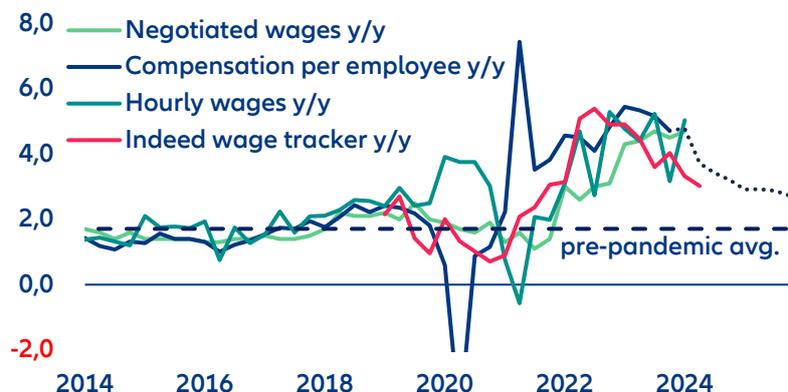
Fonti: LSEG Datastream, Allianz Research.

Nota: la linea tratteggiata mostra le previsioni di Allianz Research per l'inflazione complessiva.

Le proiezioni aggiornate dell'occupazione saranno osservate attentamente poiché ultimamente i dati sull'inflazione e sui salari hanno sorpreso al rialzo. La BCE pubblica inoltre il suo aggiornamento trimestrale delle proiezioni degli esperti su inflazione e crescita economica, che i mercati finanziari esamineranno attentamente in un contesto di incertezze economiche e geopolitiche globali. Dall'ultimo aggiornamento di marzo, nuovi dati contrastanti rendono incerto il modo in cui queste previsioni verranno adeguate. Un cambiamento fondamentale è rappresentato dal contesto di politica monetaria significativamente più restrittivo, poiché le stime degli esperti si basano sulle aspettative sui tassi ufficiali basate sul mercato. Mentre a marzo erano previsti circa cinque tagli per il 2024, ora questi si sono ridotti a soli due. È probabile che questa revisione eserciterà una pressione al ribasso sia sulle previsioni di inflazione che di crescita. D'altro canto, le sorprese al rialzo nei dati sull'inflazione e sui salari, nonché il miglioramento degli indicatori lungimiranti come i PMI, dovrebbero mitigare queste pressioni al ribasso. L'inflazione complessiva ha riaccelerato al 2,6% a/a a maggio, rispetto al 2,4% di aprile. Escludendo gli effetti base e le voci volatili, la media mobile dell'inflazione core a tre mesi si è attestata al 3,4% annualizzato, un valore chiaramente superiore all'obiettivo del 2% della BCE e significativamente al di sopra della media a lungo termine pre-pandemia dell'1,1% (Figura 1). L'inflazione core è ora in gran parte determinata dalle pressioni interne sui prezzi nel settore dei servizi. Queste pressioni potrebbero persistere per diversi mesi, dato che i salari continuano a crescere molto più rapidamente rispetto alla tendenza a lungo termine. Il dato chiave della BCE, il compenso per dipendente per il primo trimestre, viene pubblicato solo dopo la riunione della BCE, ma i dati a livello nazionale indicano una sorpresa al rialzo simile a quella dei salari negoziati due settimane fa, che sono balzati al 4,7% a/a – il livello record

precedentemente raggiunto nel terzo trimestre dello scorso anno. Tuttavia, il miglior indicatore anticipatore dei salari, il rilevatore mensile dei salari medi, è sceso al 3,0% a/a ad aprile, il valore più basso dal 2022 (Figura 2).

Figura 2: Indicatori salariali dell'Eurozona, in %

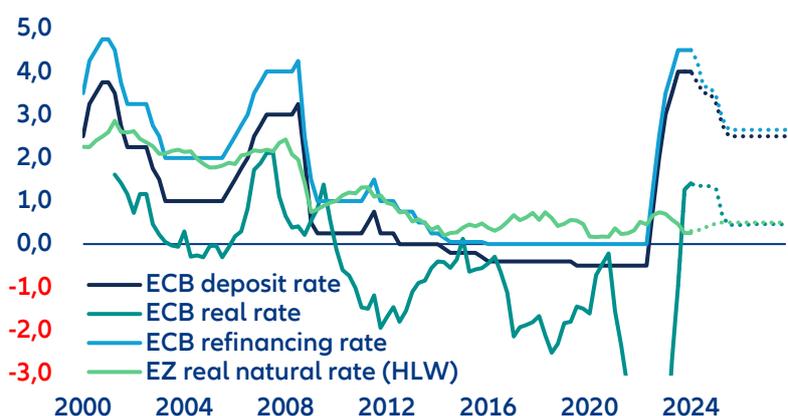


Fonti: LSEG Datastream, Allianz Research.

Note: la linea tratteggiata mostra le previsioni di Allianz Research per l'inflazione complessiva. La linea tratteggiata mostra il tasso di crescita medio dei redditi da lavoro dipendente dal 2010 al 2019.

Rimaniamo fedeli alla nostra visione di lungo periodo di due tagli dei tassi nel 2024 e di un tasso terminale del 2,5% da raggiungere nel 2025. Date le ultime sorprese al rialzo dell'inflazione, la BCE probabilmente farà una pausa a luglio e effettuerà un altro taglio dei tassi a settembre. A quel punto l'inflazione complessiva toccherà probabilmente l'obiettivo del 2%, grazie agli effetti base favorevoli. Successivamente, l'incertezza geopolitica che circonda le elezioni statunitensi, l'aumento dei tassi di inflazione a causa degli effetti base sfavorevoli e il rischio di una crescente divergenza delle politiche transatlantiche costringeranno la BCE a posticipare il resto del ciclo di allentamento al 1° trimestre del 2025. Il continuo allentamento nel 2025 con altri quattro tagli porterà a un tasso terminale del 2,5%, che ipotizza un tasso reale neutrale di circa lo 0,5% (Figura 3).

Figura 3: Tassi di riferimento della BCE nominali e reali, in %



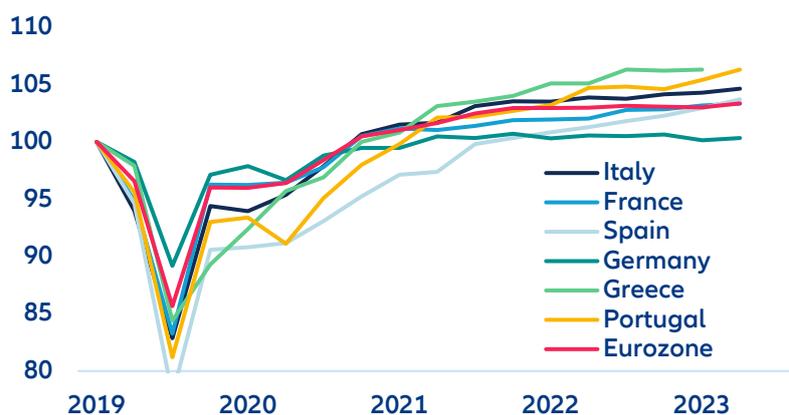
Fonti: LSEG Datastream, Allianz Research.

Note: La linea tratteggiata mostra le previsioni di Allianz Research. Il tasso reale è un'approssimazione sottraendo l'inflazione corrente in termini a/a dal tasso sui depositi (tasso di rifinanziamento prima del 2014). Si noti che a partire dal 18 settembre 2024 la BCE ridurrà meccanicamente il divario tra i tassi sui depositi e sui rifinanziamenti a 15 punti base.

NGEU: Il segreto del successo economico dell'Europa meridionale?

Le economie dell'Europa meridionale stanno superando la media dell'Eurozona in termini di crescita, spinte in parte dal boom dell'attività turistica. Alla fine del primo trimestre del 2024, l'attività economica in Italia, Spagna, Portogallo e Grecia era tra il 3,7% e il 6,3% al di sopra dei livelli di fine 2019 (rispetto al 3,5% dell'Eurozona nel suo complesso), dimostrandosi resiliente alle sfide globali (Figura 4). In particolare, il rimbalzo meccanico post-pandemia è stato favorito dal boom dell'attività turistica dopo l'inizio della pandemia, insieme ad alcune misure di sostegno fiscale specifiche per paese (es. Credito d'imposta Superbonus). Il turismo contribuisce in modo significativo alle economie mediterranee e rappresenta una grande quota della loro forza lavoro. La Croazia registra la quota più elevata del valore aggiunto lordo diretto dal turismo rispetto al valore lordo totale (11,3%), seguita da Portogallo (8,1%), Spagna (6,9%) e Italia (6,2%). A titolo di confronto, la media dell'UE è stimata a 4,5%¹.

Figura 4: PIL (2019=100)



Fonti: LSEG Datastream, Allianz Research

Ma questi paesi hanno anche beneficiato del significativo impatto economico degli investimenti e delle riforme legate ai fondi Next Generation EU (NGEU), a disposizione dei paesi europei dal 2021. A metà della finestra di erogazione (2021-2026), i paesi beneficiari hanno compiuto buoni progressi nell'attuazione di Next Generation EU. L'Italia ha ricevuto oltre il 50% dei fondi stanziati, seguita dalla Grecia (42%) e dal Portogallo (35%), mentre la Spagna è molto indietro, avendo ricevuto solo il 24% dei fondi erogati (Figura 5). In particolare, gli esborsi sono rallentati nella prima metà del 2023 a causa della revisione dei piani nazionali da parte dei paesi e dell'inclusione dei capitoli RePower EU² (nell'ambito del quale sono stati stanziati ulteriori 60 miliardi di EUR per accelerare la transizione verde), prima di riprendere il ritmo nel corso dell'anno. Il diverso ritmo di assorbimento aiuta chiaramente a spiegare parte della relativa performance passata. Dato che a livello dell'UE si prevede che il 65 % dei fondi di Next Generation EU continuerà a fluire nei prossimi trimestri, entro il 2026 dovrebbero seguire alcuni effetti di recupero e ricadute positive. Guardando al profilo delle erogazioni dell'Italia³, è probabile che lo strumento sia stato responsabile di una crescita reale cumulata dell'Italia compresa tra 1,5 e 2,0 punti percentuali nel periodo 2021-2023.⁴

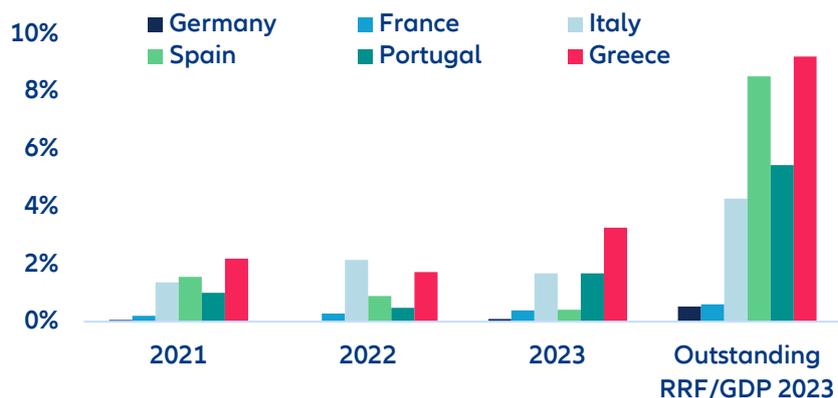
¹ [Tourism Satellite Accounts. Data missing for Greece.](#)

² Nel marzo 2023 è entrato in vigore il regolamento modificato che impone agli Stati membri di introdurre capitoli dedicati al piano REPowerEU nei loro RRF. Tra queste, riforme e investimenti che contribuiranno al risparmio energetico, alla produzione di energia rinnovabile e alla riduzione della dipendenza dai combustibili fossili russi.

³ [Fourth report to Parliament on the implementation status of the National Recovery and Resilience Plan](#)

⁴ Ciò presuppone che il 43% dei fondi erogati (pari al 5,2% del PIL nominale tra il 2021 e il 2023) sia stato speso nell'anno di pagamento e che nel migliore dei casi con un moltiplicatore fiscale compreso tra 0,7 e 1,1. Il calcolo tiene conto anche del deflatore cumulativo del PIL del 10% in tale periodo.

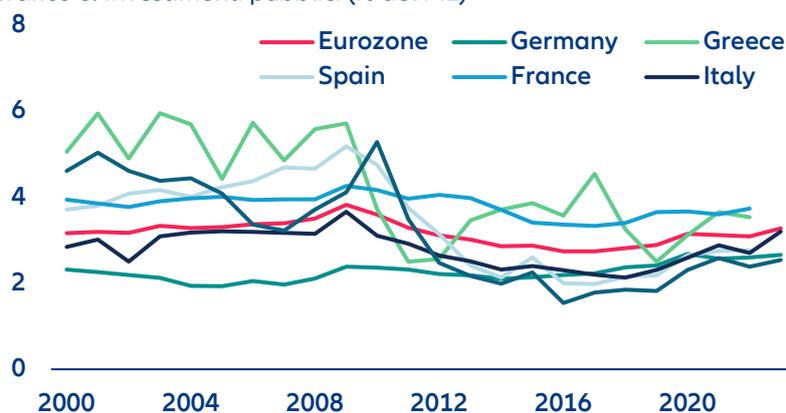
Figura 5: Esborsi di Next Generation EU (% del PIL)



Fonti: LSEG Datastream, Commissione europea, Allianz Research

Nel complesso, le stime della Commissione europea mostrano che Next Generation EU ha il potenziale per aumentare il PIL reale dell'UE fino all'1,4% nel 2026, nella gamma di altre simulazioni effettuate dall'FMI e dalla BCE. Nel promuovere la convergenza economica, l'impatto economico sarà diverso da un paese all'altro (dovrebbe raggiungere circa il 4,5% in Grecia nel 2026). Inoltre, le stime mostrano che la metà dell'aumento degli investimenti pubblici tra il 2019 e il 2025 è stata finanziata dal bilancio dell'UE, in particolare da Next Generation EU (figura 6). Gli investimenti pubblici dovrebbero aumentare ulteriormente entro il 2025, dal 3,3% del PIL nel 2023, e sono già superiori dello 0,3% rispetto ai tempi pre-pandemia.

Grafico 6: Investimenti pubblici (% del PIL)



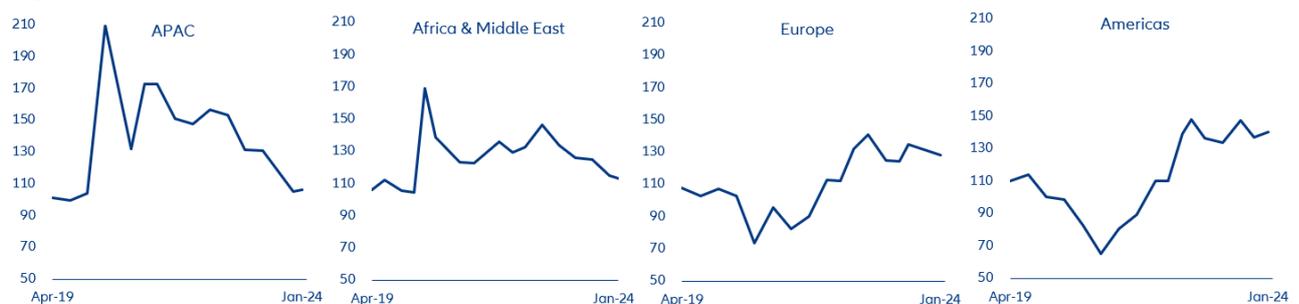
Fonti: LSEG Datastream, Allianz Research

Ancora più importante, e anche se in misura diversa, lo strumento sembra essere stato fondamentale per rivitalizzare le riforme a lungo ritardate, vitali per una crescita sostenuta a lungo termine, molto necessaria per guadagnare competitività, soprattutto nei paesi dell'Europa meridionale. La progettazione basata sui risultati, collegata a traguardi e obiettivi, aiuta a impostare una pianificazione metodica e un'implementazione efficiente. Il successo di Next Generation EU e l'uso efficiente e tempestivo delle risorse, legato al rispetto delle condizioni specifiche per paese, potrebbero dare all'Europa un motivo per istituire o ripetere la capacità di bilancio centrale, in questo caso attraverso l'emissione di debito comune dell'UE, per assorbire shock comuni o finanziare obiettivi comuni e urgenti (ad esempio la difesa e la transizione verde).

Compagnie aeree: fino in fondo

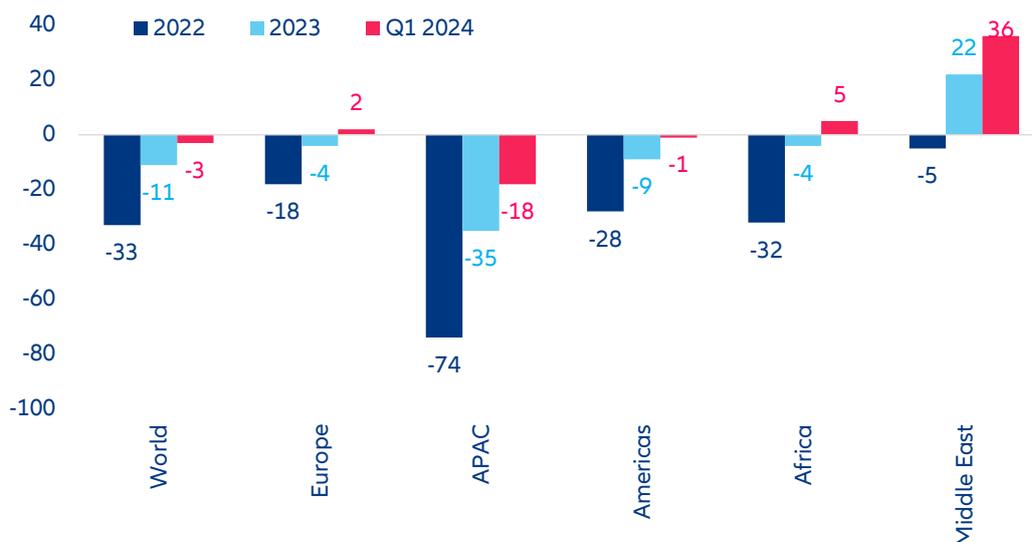
I viaggi sono diventati l'unica cosa per cui i consumatori non smetteranno di spendere. A differenza delle recessioni passate, l'inflazione e il rallentamento economico non hanno scoraggiato i consumatori dalla spesa per il turismo. In effetti, la domanda di servizi di ospitalità e trasporto continua a crescere in tutte le regioni, nonostante il fatto che i ricavi per camera disponibile (RevPAR) e i prezzi dei biglietti aerei rimangano elevati (Figura 7), rendendo più difficile moderare l'inflazione dei servizi su entrambe le sponde dell'Atlantico. Mentre il PIL globale è cresciuto solo del +3,2% nel 2023, l'anno scorso 1,3 miliardi di persone hanno viaggiato a livello internazionale, con un aumento su base annua del +33%. Secondo l'Organizzazione Mondiale del Turismo (UN Tourism), nel primo trimestre del 2024 il turismo internazionale ha raggiunto oltre 285 milioni di viaggiatori, +20% in più rispetto al primo trimestre 2023 e rappresentando il 97% dei livelli pre-pandemia (1° trimestre 2019), con Europa, Africa e Medio Oriente che hanno già superato i volumi del 2019 (Figura 8). Ciò suggerisce che il viaggio è sempre più considerato un "punto fermo" nei bilanci familiari, con i consumatori disposti a pagare un prezzo più alto per l'esperienza, imperterriti anche di fronte ai recenti incidenti di sicurezza. Anche tendenze come l'aumento del lavoro da casa, che avrebbe dovuto frenare i viaggi d'affari, e il movimento di abbandono dei voli non hanno intaccato la domanda di viaggi, anche se il traffico di viaggi nazionali è tornato ai livelli pre-pandemia più rapidamente dei viaggi internazionali. Quest'anno, il volume dei passeggeri aerei globali dovrebbe raggiungere il massimo storico (+10,4% a/a), con l'Asia-Pacifico e il Nord America in testa (Figura 3), mentre l'Africa e l'America Latina sono in ritardo.

Figura 7: Variazioni dei prezzi dei biglietti aerei tra il primo trimestre del 2019 e il primo trimestre del 2024, per regione



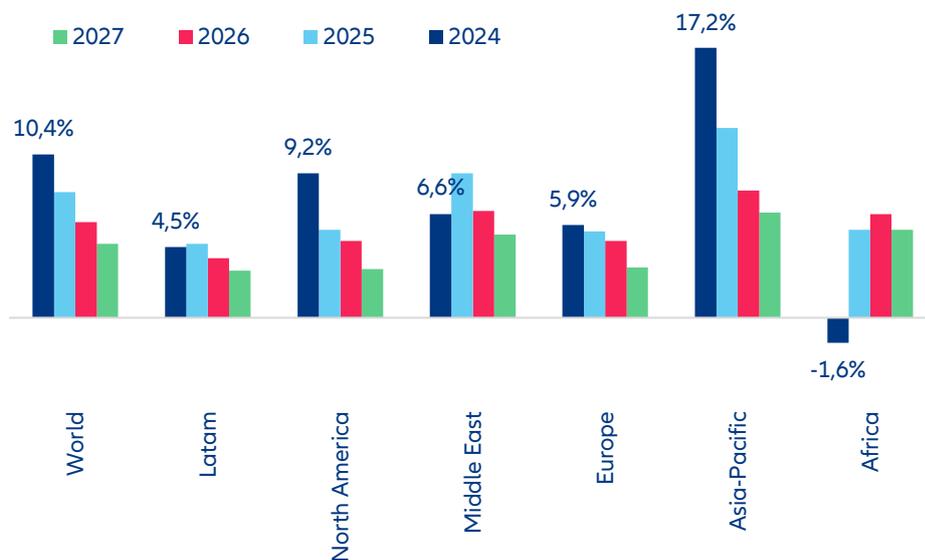
Fonti: Reuters, ForwardKeys, Allianz Research. Le tariffe medie sono state indicizzate (1° trimestre 2019 = 100)

Figura 8: Arrivi turistici internazionali, variazione% rispetto al 2019



Fonti: Organizzazione Mondiale del Turismo delle Nazioni Unite, Allianz Research

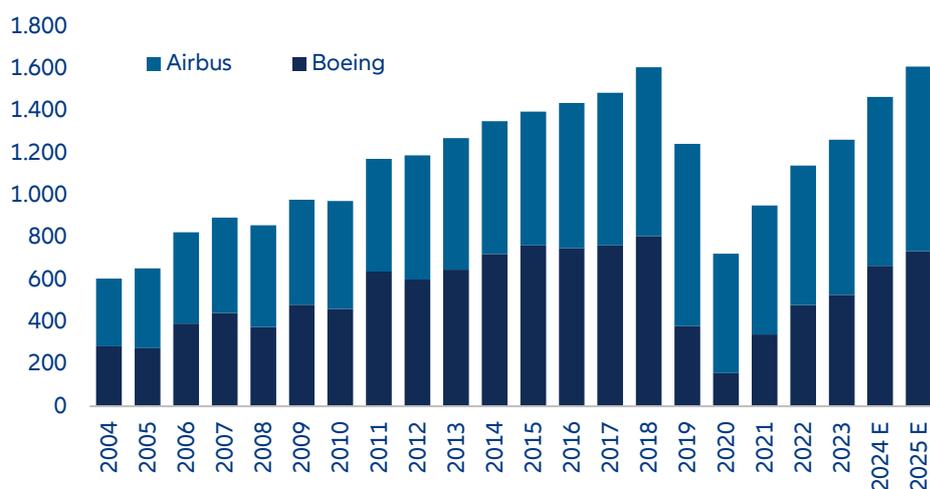
Figura 9: Tassi di crescita regionali e globali su base annua per i passeggeri aerei



Fonti: IATA, Allianz Research

Finché le compagnie aeree continueranno ad affrontare una carenza di offerta, i prezzi dei biglietti aerei rimarranno elevati. Diversi fattori hanno messo sotto pressione la capacità delle compagnie aeree, il più significativo è la carenza di aeromobili iniziata con i colli di bottiglia della catena di approvvigionamento della pandemia. Ciò è stato esacerbato dai recenti problemi di sicurezza di Boeing, che hanno spinto l'azienda a rallentare la capacità produttiva per migliorare la qualità della produzione (Figura 4). Parallelamente, con il tempo che passa sulla riduzione delle emissioni di carbonio e sulla costruzione di una flotta più efficiente dal punto di vista energetico, le aziende hanno iniziato a sbarazzarsi dei vecchi aerei, il che ha ridotto significativamente la capacità del settore. L'età media alla quale gli aerei vengono ritirati dal mercato è passata da 27 anni prima della pandemia a 23 anni nel 2023. Di conseguenza, la crescita della capacità è stata e continuerà ad essere limitata nel breve termine, non raggiungendo nemmeno il livello pre-Covid alto fino al 2025.

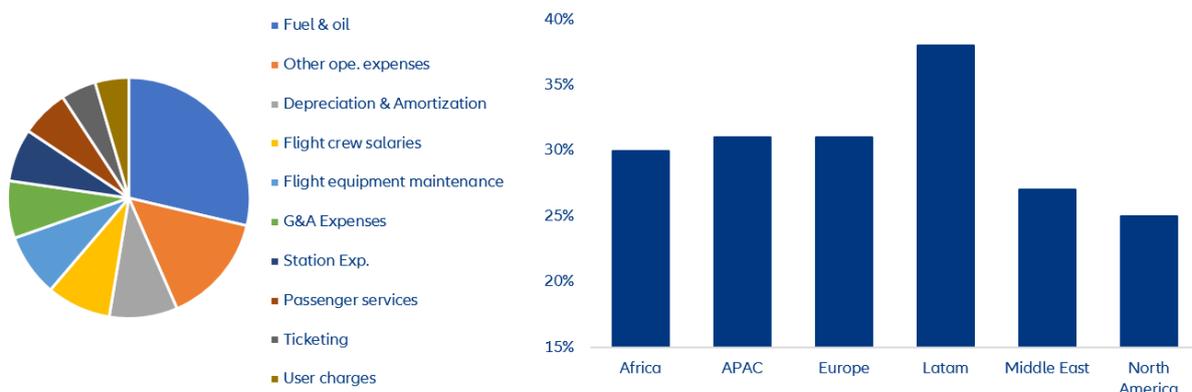
Figura 10: Consegne di aerei commerciali, unità



Fonti: Bloomberg, Allianz Research

In questo contesto, l'industria aeronautica è l'unico settore la cui ripresa non mostra segni di rallentamento, nonostante l'indebolimento delle prospettive economiche globali. I rendimenti dei passeggeri, ovvero l'importo medio pagato da un passeggero per volare per un chilometro (ricavi per RPK), dovrebbero rafforzarsi del +3,2% a/a quest'anno, ponendo le basi per una crescita complessiva dei ricavi di circa il +6,5% a/a, per un totale di 967 miliardi di dollari (da 838 miliardi di dollari nel 2019). Con l'aumento del traffico previsto per quest'anno, il costo del lavoro sotto controllo e la diffusione del crack del carburante per aerei che dovrebbe ridursi, l'International Air Transport Association (IATA) ha alzato le previsioni di utile netto del settore per il 2024 a 30,5 miliardi di dollari da 27,4 miliardi di dollari già rivisti al rialzo nel 2023. Si tratta già di un +3,9% in più rispetto al livello del 2019. Tuttavia, la redditività non sarà la stessa in tutte le regioni, a causa della geopolitica. L'olio combustibile per aeromobili è il costo operativo maggiore per le compagnie aeree (figura 11) e, sebbene i prezzi dei jet siano rimasti moderati da inizio anno, questo costo di input è uno dei più volatili poiché l'offerta e quindi i prezzi sono condizionati da questioni geopolitiche e dalla capacità regionale. La figura 12 mostra che i costi del rifornimento cambiano in modo significativo da una regione all'altra, con le compagnie aeree dell'America Latina più esposte alle variazioni dei prezzi del cherosene.

Figura 11 e 12: Ripartizione dei costi delle compagnie aeree (a sinistra) e peso dei costi del carburante e dell'olio per aeromobili per regione (a destra)



Fonti: IATA, Bloomberg, Allianz Research

Tutto sommato, con una domanda ancora elevata e vincoli di capacità, le festività estive 2024 saranno più costose del solito. L'emisfero settentrionale dovrebbe vedere una forte domanda a beneficio di tutti i settori legati al turismo, dagli hotel e ristoranti ai trasporti, al tempo libero e alle attività di servizi al consumatore. Infatti, gli ultimi dati dell'UN Tourism Confidence Index (che va da 0 a 200) mostrano un punteggio positivo di 130 per il periodo maggio-agosto 2024, battendo il sentiment di inizio anno. L'Europa, in particolare, dovrebbe trarne vantaggio, in quanto ospiterà due grandi eventi sportivi, le Olimpiadi di Parigi e gli Europei UEFA. Poiché l'appetito per i viaggi si è dimostrato più forte che mai, è probabile che i consumatori superino i prezzi elevati viaggiando più vicino a casa, optando per destinazioni in cui il tasso di cambio è molto favorevole al loro o accorciando le loro vacanze, ma è molto improbabile che annullino i loro piani di viaggio.

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