Allianz Trade

Allianz Research | 29 Aprile 2026

# La carenza di carburante aereo riduce i voli e ridefinisce la stagione delle vacanze


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

**Ano Kuhanathan**
**Head of Corporate Research**
ano.kuhanathan@allianz-trade.com

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


## In sintesi

**Emergenza carburante: la crisi in Medio Oriente stringe le compagnie aeree.** A differenza delle precedenti crisi petrolifere, il principale collo di bottiglia risiede nella capacità di raffinazione e nella logistica dei prodotti. Lo Stretto di Hormuz rappresenta circa il 25% del commercio globale via mare di jet fuel, rendendolo un'arteria critica per i mercati dell'aviazione. Con le operazioni delle raffinerie regionali interrotte, i prezzi del jet fuel sono raddoppiati dall'inizio del conflitto, mentre i margini di raffinazione (crack spread) hanno superato i 100 USD/barile. Il carburante rappresenta la voce di costo più rilevante (30–35%), il che significa che shock sui prezzi si traducono quasi immediatamente in tariffe più alte, riduzione della capacità o erosione dei margini.

**L'Europa resta una delle aree più esposte a livello strutturale.** Produce internamente solo circa il 50% del proprio fabbisogno di cherosene, mentre la parte restante è coperta tramite importazioni. I produttori del Golfo rappresentano circa il 70% dei volumi importati, con un impatto su mercati come Regno Unito, Germania, Francia e Italia, tutti caratterizzati da deficit persistenti. I flussi di cherosene dal Medio Oriente verso l'Europa nord-occidentale sono diminuiti del -90% su base mensile a marzo, mentre ad aprile sono stati sostanzialmente nulli. Sebbene le spedizioni dagli Stati Uniti siano aumentate del +782% su base mensile, gli afflussi complessivi combinati da Stati Uniti e Medio Oriente risultavano comunque in calo dell'-82% ad aprile, segnalando un restringimento della disponibilità fisica tra tarda primavera ed estate. Ancora più preoccupante, anche in caso di riapertura imminente dello Stretto di Hormuz, il pieno ripristino della capacità di raffinazione richiederebbe probabilmente tra i 3 e i 6 mesi.

**Le compagnie aeree alzano i prezzi e riducono i voli per difendere i margini.** In tutti i mercati, i vettori stanno cercando di preservare i margini sfruttando il proprio potere di determinazione dei prezzi. Oltre agli aumenti tariffari, i supplementi carburante specifici variano attualmente tra 20 e 60 USD sulle rotte a corto/medio raggio e tra 80 e 150 USD sui voli a lungo raggio. Se le condizioni dovessero peggiorare, sono probabili ulteriori aumenti delle tariffe nell'ordine del 10-15%. In Europa, le riduzioni di capacità annunciate restano selettive e si concentrano sulle rotte a breve raggio meno redditizie e sugli aeroporti secondari. I vettori low-cost sono particolarmente vulnerabili a causa dei margini ridotti, della forte esposizione al corto raggio e della concorrenza elevata da parte delle alternative ferroviarie ad alta velocità.

**Vacanze domestiche in aumento, ma il boom resta modesto.** I mercati azionari hanno rivalutato negativamente le compagnie aeree, mentre hanno premiato le società alberghiere del Mediterraneo occidentale, con i titoli quotati degli hotel in aumento del +36% dall'inizio del conflitto. Gli indicatori di prenotazione segnalano una crescita della domanda del +32% su base annua per la Spagna e di circa il +20% per Italia, Grecia e Portogallo. Tuttavia, il peggioramento del sentiment negli Stati Uniti e nell'Eurozona implica che molte famiglie potrebbero ridurre la spesa complessiva per il tempo libero, anziché sostituire completamente i viaggi internazionali con lunghe vacanze domestiche.

**Il turismo in Medio Oriente rallenta nettamente dopo il rimbalzo post-Covid.** Prima del conflitto, gli arrivi internazionali erano attesi in aumento del +13% su base annua nel 2026, dopo il +51% nel 2025 rispetto al 2019, grazie alle riforme sui visti e agli ingenti investimenti nel turismo. Se le ostilità dovessero prolungarsi per un altro mese, gli arrivi potrebbero invece diminuire del -35-40% su base annua, con una perdita stimata di circa 70-75 miliardi di USD di entrate turistiche. Le economie più piccole e dipendenti dal turismo – come il Libano (dove il turismo rappresenta il 9,1% del PIL), il Bahrein (6,2%), gli Emirati Arabi Uniti (6,2%) e la Giordania (5,9%) – sono le più esposte a un calo improvviso degli arrivi, degli introiti in valuta estera e della domanda nel settore dell'ospitalità. I Paesi con bilanci esterni più deboli potrebbero subire pressioni più forti sulle riserve e sui tassi di cambio. Al di fuori del Medio Oriente, anche le destinazioni turistiche insulari, dove l'aviazione rappresenta il principale canale di accesso (come Seychelles, Maldive e Mauritius), risentiranno delle interruzioni della connettività attraverso gli hub aerei mediorientali.

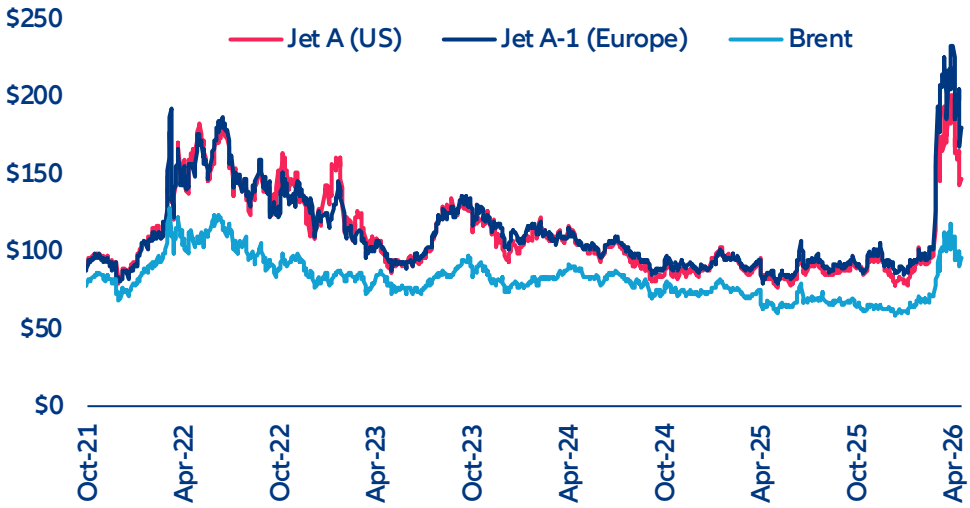
## Turbolenze in arrivo: la carenza di jet fuel minaccia le operazioni delle compagnie aeree nella stagione di picco

**Uno shock dell'offerta oltre il greggio: il ruolo centrale dei vincoli di raffinazione.** L'attuale crisi si distingue in modo significativo dai precedenti shock dei prezzi del petrolio, in quanto non è limitata alle interruzioni della fornitura di greggio. Sebbene la chiusura in corso e l'incertezza attorno allo Stretto di Hormuz abbiano limitato i flussi globali di greggio, il vero collo di bottiglia più persistente risiede nella capacità di raffinazione, per la quale il Medio Oriente rappresenta una quota di mercato molto rilevante (vedi Figura 1). La disponibilità di jet fuel dipende infatti da processi di raffinazione complessi e le interruzioni negli impianti mediorientali hanno creato un ritardo tra la normalizzazione dell'offerta di greggio e il ripristino della produzione di prodotti raffinati. Lo Stretto di Hormuz rappresenta circa il 25% del volume globale trasportato via mare di jet fuel. Tuttavia, la sua importanza deriva meno dai volumi in sé e più dal suo ruolo di hub chiave di esportazione che rifornisce mercati strutturalmente dipendenti dalle importazioni, in particolare in Asia ed Europa, dove la capacità di raffinazione domestica è insufficiente a soddisfare la domanda dell'aviazione. Questo squilibrio è ulteriormente aggravato dalle restrizioni all'export da parte di importanti hub di raffinazione come Cina e Corea del Sud, nonché dalla limitata capacità inutilizzata in regioni alternative. Di conseguenza, i prezzi del jet fuel sono raddoppiati dall'inizio del conflitto, trainati non solo dai benchmark del greggio come il Brent, ma sempre più dagli elevati margini di raffinazione (vedi Figura 2), con il crack spread che ha superato la soglia dei 100 USD al barile. Considerando che il jet fuel rappresenta normalmente circa il 30–35% dei costi operativi totali delle compagnie aeree (rendendolo la principale voce di costo per gran parte del settore), le compagnie si preparano ora ad affrontare un'estate complessa, dovendo bilanciare sempre più il potere di determinazione dei prezzi, la gestione della capacità e la protezione dei margini.

Figura 1: Raffinerie di petrolio a livello globale, operative vs chiusura permanente, dimensione della bolla = capacità

*Fonti: Bloomberg, Allianz Research*

Figura 2: Prezzi del jet fuel e del petrolio greggio Brent (USD/barile)




*Fonti: Bloomberg, Allianz Research*

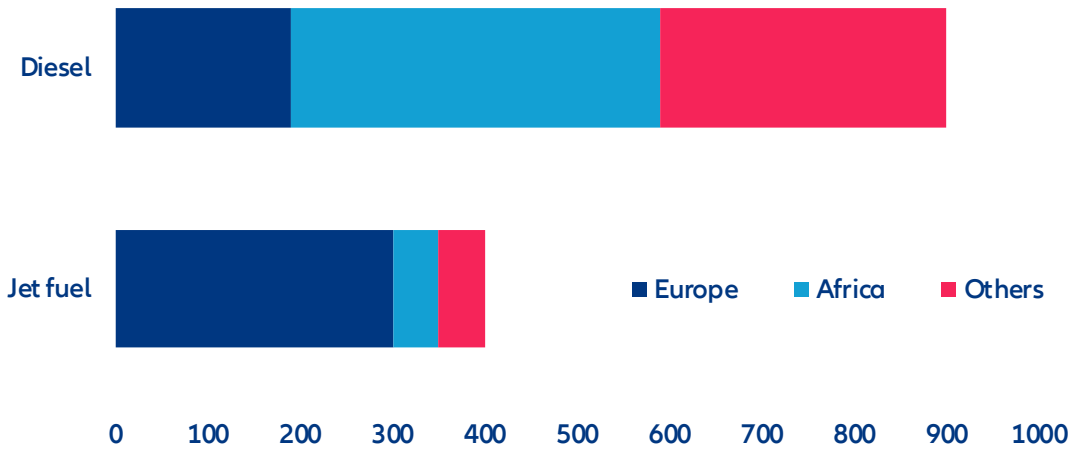
**Il disaccoppiamento tra i prezzi del petrolio greggio e quelli del jet fuel rende i tradizionali meccanismi di copertura del carburante significativamente meno efficaci.** Parallelamente, gli approcci alla copertura stanno divergendosi a livello regionale. La maggior parte dei programmi di hedging è collegata ai benchmark del petrolio greggio piuttosto che al jet fuel raffinato effettivamente consumato dalle compagnie aeree. Di conseguenza, la loro efficacia si riduce nei periodi caratterizzati da spread di raffinazione (crack spread) insolitamente ampi. Più in generale, le pratiche di hedging variano notevolmente tra le diverse regioni. Le compagnie aeree statunitensi si sono in gran parte allontanate circa un decennio fa da programmi sistematici di copertura del carburante, a seguito di esperienze negative nei cicli precedenti. I grandi vettori fanno invece affidamento sulla flessibilità dei prezzi e sulla gestione della capacità per assorbire la volatilità dei costi del carburante. Al contrario, le compagnie europee hanno storicamente mantenuto programmi di hedging più estesi, spesso coprendo una quota significativa del fabbisogno di carburante su un orizzonte di 12–24 mesi. Sebbene ciò offra maggiore visibilità sui costi nel breve termine, alcune compagnie europee hanno recentemente segnalato una riduzione o cessazione dell'attività di copertura, riflettendo un deterioramento del rapporto rischio–rendimento e una crescente preferenza per l'esposizione al mercato combinata con aggiustamenti tariffari più dinamici. Le compagnie asiatiche adottano generalmente un approccio intermedio, coprendo tipicamente il rischio con strumenti a 6–12 mesi, anche se le strategie variano considerevolmente per vettore e giurisdizione.

**Quanto a lungo lo Stretto di Hormuz resterà chiuso è ancora incerto.** Tuttavia, una volta riaperto, si prevede che il graduale ripristino della produzione di greggio e delle attività di raffinazione nella regione richiederà circa tre-sei mesi. Stimiamo che circa la metà della produzione di greggio in Medio Oriente sia attualmente ridotta, per lo più a causa di misure precauzionali e di gestione delle scorte piuttosto che per danni fisici ai giacimenti. La traiettoria della ripresa dipenderà però dalla durata della chiusura dello Stretto. Nel nostro scenario base, un accordo che consenta una progressiva normalizzazione degli scambi energetici dovrebbe concretizzarsi a maggio, mentre lo scenario negativo prevede una chiusura superiore a tre mesi. In entrambi i casi, la produzione del Golfo dovrebbe recuperare in larga misura entro pochi mesi dalla riapertura sicura dello Stretto. I danni fisici ai giacimenti petroliferi riportati pubblicamente restano limitati, a differenza delle infrastrutture GNL. Arabia Saudita ed Emirati Arabi Uniti dispongono insieme di circa 2 milioni di barili al giorno di capacità inutilizzata, sufficienti a stabilizzare in modo significativo i mercati nelle prime settimane. La produzione del Kuwait potrebbe invece richiedere 3–4 mesi per tornare ai livelli pieni anche se il conflitto terminasse immediatamente: un promemoria del fatto che una "rapida ripresa" si applica alla capacità inutilizzata di Arabia Saudita ed Emirati, ma non ai pozzi chiusi per precauzione. Va inoltre sottolineato che più lunga sarà la chiusura, più lento sarà il recupero della produzione. Stimiamo un recupero del 70% della produzione persa tre mesi dopo la riapertura di Hormuz, che potrebbe avvicinarsi al 90% dopo sei mesi. Ciò potrebbe lasciare una coda prolungata di sottoproduzione strutturale, mantenendo l'offerta di prodotti raffinati più limitata rispetto a quanto i mercati attualmente scontano. Tuttavia, le infrastrutture downstream, come le raffinerie, possono tornare operative molto più rapidamente, nell'arco di pochi giorni.

**La prevista carenza di jet fuel colpirà principalmente gli hub dell'aviazione dipendenti dalle importazioni, con capacità di raffinazione limitata e forte esposizione ai flussi dal Medio Oriente.** Asia-Pacifico, Africa ed Europa

restano strutturalmente dipendenti dal petrolio e dai suoi derivati provenienti dal Medio Oriente, sebbene per ragioni diverse. Da un lato, l'Asia-Pacifico dispone di una rilevante capacità di raffinazione ma di una limitata produzione domestica di greggio e, con la crescita della domanda (in particolare in Cina e India) che continua a superare l'offerta, la dipendenza dal greggio del Golfo resta elevata: circa il 40–50% delle importazioni della regione proviene dal Medio Oriente. Per Africa ed Europa la dinamica è diversa. L'Africa esporta greggio (soprattutto da Nigeria e Angola) ma dispone di capacità di raffinazione insufficiente, rendendola dipendente dalle importazioni di distillati medi (come jet fuel e diesel) da fornitori come Arabia Saudita ed Emirati. In Europa, invece, la dipendenza è guidata soprattutto da effetti di sostituzione: dall'invasione russa dell'Ucraina, i flussi dal Medio Oriente hanno progressivamente sostituito le forniture russe perse, in particolare nei prodotti raffinati come il jet fuel. Sebbene l'Europa raffini ancora circa il 50% del proprio jet fuel a livello domestico, questa quota è in graduale diminuzione a causa di un trend di lungo periodo di riduzione della capacità legato alla chiusura di raffinerie e alla razionalizzazione produttiva. Il restante 50% è coperto dalle importazioni, con i fornitori del Golfo che svolgono un ruolo centrale (circa il 70%), in particolare il Kuwait come uno dei principali esportatori, mentre il Regno Unito rimane tra i mercati più dipendenti dalle importazioni a causa del suo deficit strutturale di raffinazione.

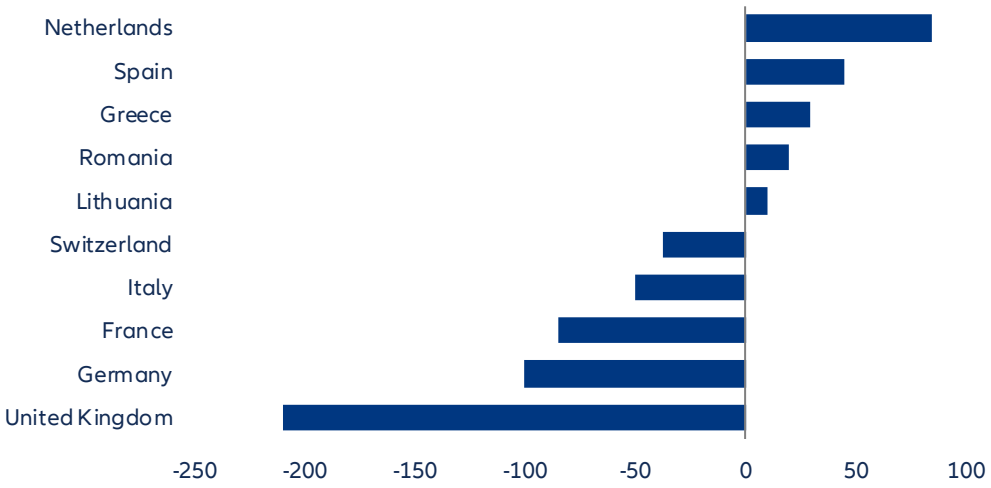
Figura 3: Regione di destinazione dei prodotti petroliferi raffinati che transitano attraverso lo Stretto di Hormuz, in migliaia di barili al giorno




*Fonti: BloombergNEF, Allianz Research*

**Il mercato europeo del cherosene è strutturalmente vulnerabile, con la maggior parte delle principali economie che registra deficit persistenti. Regno Unito, Germania, Francia e Italia mostrano le carenze più rilevanti (Figura 4), evidenziando la loro dipendenza da forniture esterne per soddisfare la domanda dell'aviazione.** Anche economie tradizionalmente forti nella raffinazione, come Paesi Bassi e Spagna, risultavano solo modestamente in surplus lo scorso anno, mentre diversi mercati più piccoli restano in equilibrio o leggermente positivi, indicando una capacità regionale limitata di compensare il divario. Questo squilibrio posiziona di fatto l'Europa come importatore netto strutturale di cherosene. Di conseguenza, l'attività dell'aviazione europea è indirettamente esposta non solo alle dinamiche globali dei prezzi del petrolio, ma anche ai rischi geopolitici e logistici lungo le principali rotte di approvvigionamento, rafforzando la dipendenza della regione da hub di raffinazione esterni per un carburante essenziale alla connettività a lungo raggio.

Figura 4: Bilanci di cherosene nel 2025, per paese in Europa, in migliaia di barili al giorno

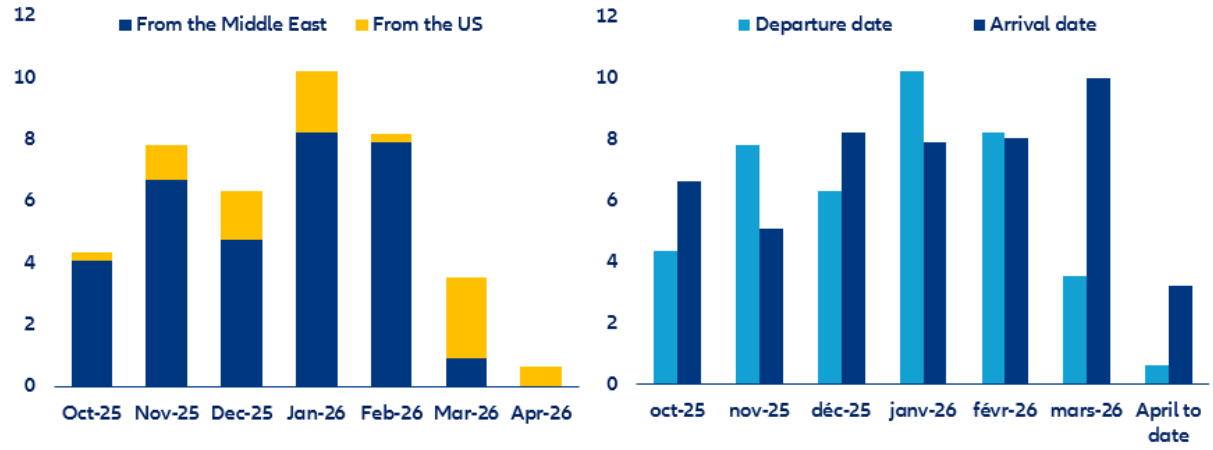



*Fonti: BloombergNEF, Allianz Research.*
*Nota: i valori negativi indicano un deficit di offerta, ossia il consumo supera la produzione domestica di cherosene da parte delle raffinerie.*

**Nel frattempo, gli Stati Uniti stanno diventando un fornitore marginale sempre più rilevante per il mercato europeo del jet fuel.** I flussi di cherosene dal Medio Oriente verso l'Europa nord-occidentale sono diminuiti del -90% su base mensile a marzo, mentre ad aprile non si registrano spedizioni in partenza. Al contrario, le spedizioni dagli Stati Uniti sono aumentate drasticamente il mese scorso (+782% m/m), riflettendo una brusca ma probabilmente temporanea riorganizzazione dei flussi di approvvigionamento regionali. Nel breve termine, la sostituzione del jet fuel mediorientale con forniture provenienti dagli Stati Uniti aumenta la resilienza dell'Europa, ma questo cambiamento comporta costi strutturali: rotte transatlantiche più lunghe e maggiori spese di trasporto ed emissioni. Inoltre, il greggio statunitense produce meno jet fuel per barile, comprimendo l'economia della raffinazione, e la dipendenza non viene eliminata ma semplicemente ridirezionata, concentrando il rischio nelle catene di approvvigionamento transatlantiche (e aumentando il potere negoziale del Presidente Trump), oltre ad accrescere l'esposizione alla volatilità dei prezzi. Di conseguenza, questa configurazione rappresenta più una soluzione temporanea di stabilizzazione che una soluzione strutturale duratura.

**Ancora più preoccupante, anche tenendo conto dell'aumento degli afflussi dagli Stati Uniti, le importazioni totali di cherosene nell'Europa nord-occidentale continuano a diminuire.** Combinando le forniture provenienti sia dagli Stati Uniti sia dal Medio Oriente, le spedizioni registrate finora ad aprile risultano in calo dell'-82% su base mensile (m/m) (vedi Figura 5-A), segnalando un significativo restringimento della disponibilità fisica e aumentando la probabilità di una vera e propria carenza di offerta entro fine maggio se la tendenza dovesse persistere. Due fattori attenuanti offrono solo un sollievo temporaneo: in primo luogo, l'Europa produce ancora circa la metà del proprio fabbisogno di cherosene a livello domestico, grazie alla sua base di raffinazione; in secondo luogo, i carichi di jet fuel spediti ad aprile (sebbene limitati) continueranno ad arrivare con ritardo nel mese di maggio, attenuando l'impatto improvviso. Tuttavia, questi elementi di contenimento sono limitati e, con le scorte già sotto pressione e la logistica sotto stress, tendono principalmente a ritardare piuttosto che eliminare il rischio di interruzioni nell'approvvigionamento di carburante.

Figura 5: A) Flussi di cherosene verso l'Europa nord-occidentale per mese di partenza e per origine; B) Flussi totali di cherosene dal Medio Oriente e dagli Stati Uniti verso l'Europa nord-occidentale (mese di partenza vs mese di arrivo). In milioni di barili

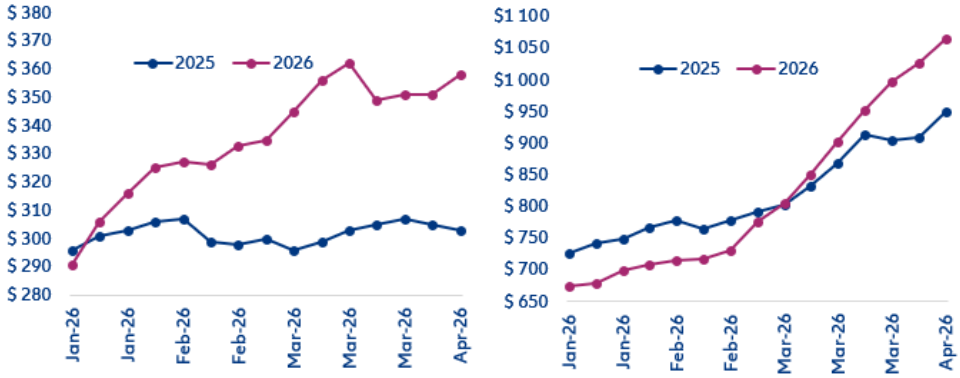



*Fonti: Refinitiv Workspace, Allianz Research*

## Il potere di determinazione dei prezzi e la disciplina nella gestione della capacità sono la prima linea di difesa

**Per far fronte alla situazione, le compagnie aeree stanno sempre più convergendo verso un insieme comune di strategie incentrate sull'aumento dei ricavi.** Le tariffe aeree sono tra le leve più immediate. I vettori dell'Asia-Pacifico sono stati i primi a muoversi con decisione, annunciando aumenti dei prezzi entro pochi giorni dall'impennata del costo del carburante, segnalando fin da subito che i maggiori costi del jet fuel sarebbero stati trasferiti ai passeggeri, sia tramite aumenti diretti delle tariffe sia attraverso la reintroduzione dei supplementi carburante. In termini di entità, gli aumenti finora si sono generalmente collocati tra l'alta cifra singola e la fascia medio-alta delle due cifre (+5-15%) sulle rotte internazionali, con alcuni collegamenti a lungo raggio che hanno registrato incrementi più marcati a seconda dell'intensità di consumo di carburante e delle interruzioni operative sulle rotte. Negli Stati Uniti, le compagnie aeree hanno adeguato i prezzi più tardi ma in modo più graduale, registrando un aumento del +23% nei voli domestici nel trimestre e del +60% nei voli internazionali (vedi Figura 6).

Figura 6: Average airfares in the US, in USD; A) domestic flights; B) international flights




*Fonti: KAYAK, Allianz Research*

**Oltre alle tariffe aeree, le compagnie stanno attivando ulteriori leve di ricavo: aumentano i costi accessori, come le tariffe per i bagagli e i supplementi espliciti per il carburante, mentre allo stesso tempo la disciplina sulla capacità sta diventando la norma, soprattutto in Europa.** Le tariffe per il bagaglio da stiva sono aumentate di circa 5-10 USD per bagaglio a tratta, mentre i ricavi accessori da posti preferenziali e opzioni con più spazio per le gambe sono cresciuti del 10-20% (in genere 20-80 USD per tratta, a seconda della rotta e della domanda). Parallelamente, diverse compagnie – in particolare in Europa e Asia – hanno reintrodotto supplementi carburante espliciti, che vanno da 20-60 USD sulle rotte a corto/medio raggio e da 80-150 USD sui voli a lungo raggio. Se la carenza di carburante dovesse peggiorare, le compagnie potrebbero aumentare ulteriormente i prezzi dei biglietti del 10-15%, con rincari più marcati sulle rotte a lungo raggio e ad alta intensità di carburante, accompagnati da ulteriori supplementi. A svantaggio dei passeggeri, è improbabile che le tariffe tornino completamente ai livelli

precedenti allo shock, indipendentemente dalla durata della crisi del carburante. Una volta che il mercato accetta prezzi più alti, questi tendono a rimanere e raramente vengono ridotti del tutto, anche se le pressioni sui costi diminuiscono.

**Di conseguenza, parte degli aumenti recenti diventerà strutturale, sostenendo un livello minimo di prezzi più elevato sulle principali rotte.** Allo stesso tempo, le compagnie stanno rafforzando il loro potere di prezzo attraverso una gestione più rigorosa della capacità, soprattutto sulle rotte a corto raggio meno redditizie. Questo approccio è particolarmente evidente in Europa, dove la riduzione dell'offerta viene sempre più utilizzata per proteggere i margini. Le tariffe aeree dipendono strutturalmente da una composizione dei costi relativamente rigida: 60-75% costi operativi, 20-40% tasse e costi aeroportuali/di navigazione, e solo 0-10% margine di profitto, evidenziando la limitata flessibilità del settore. Le compagnie europee, in particolare, sostengono i costi aeroportuali più elevati a livello globale, rendendo i voli a corto raggio meno redditizi a causa delle tasse e delle tariffe di navigazione aerea. In questo contesto, diverse compagnie nella regione hanno iniziato a ridurre i piani di espansione della capacità per il 2026, segnando un passaggio da una strategia di crescita a una di razionalizzazione della rete e protezione dei margini. Dato che le tasse aeroportuali sono in gran parte fisse e difficili da adeguare rapidamente, le compagnie stanno spostando la capacità verso i voli a lungo raggio, dove i ricavi per passeggero sono più elevati e i costi del carburante possono essere assorbiti meglio, riducendo allo stesso tempo l'esposizione ai segmenti a corto raggio strutturalmente più deboli.

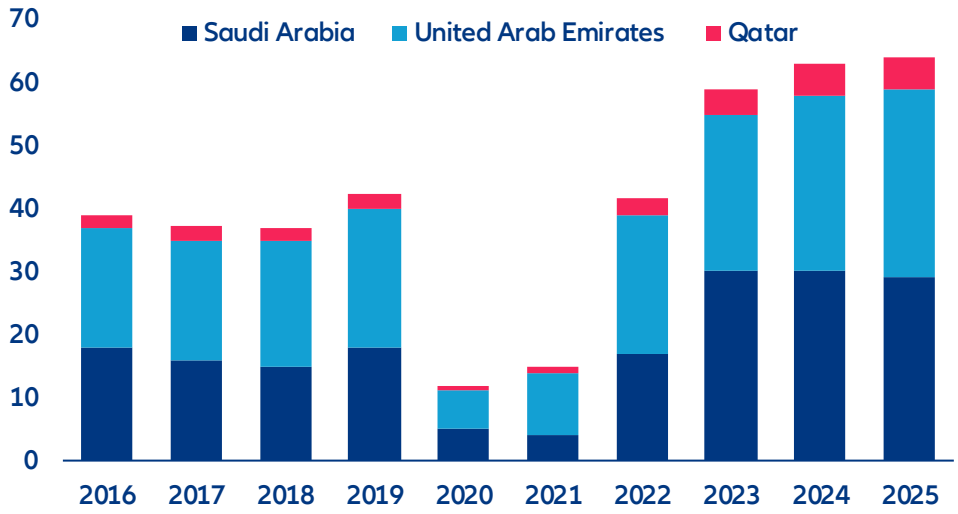
**Nonostante i tagli alle rotte visibili, le riduzioni di capacità annunciate in Europa rappresentano solo il 2–5% della capacità totale del settore, riflettendo un'ottimizzazione mirata della rete più che una contrazione sistemica.** Finora, gli aggiustamenti di capacità restano complessivamente contenuti, ma risultano più rilevanti su scala marginale. In totale, ammontano a circa il 2–5% della capacità del settore, indicando interventi selettivi e non un calo diffuso. I tagli si concentrano sulle rotte a corto raggio meno redditizie e sugli aeroporti secondari, dove i tassi di riempimento sono più deboli e il potere di determinazione dei prezzi è limitato. Questo schema è particolarmente evidente tra le compagnie low-cost (LCC), che stanno riallocando gli aerei verso rotte leisure più profittevoli e collegamenti principali tra grandi città. Al contrario, le rotte a lungo raggio e i corridoi ad alta domanda restano in gran parte invariati in termini di capacità.

**Le compagnie aeree low-cost (LCC) sono infatti il segmento più esposto in Europa: margini strutturalmente ridotti e una rete centrata sui voli a corto raggio amplificano la vulnerabilità, anche a causa del rischio di sostituzione con il trasporto ferroviario.** Il modello delle low-cost in Europa si basa su elevati volumi, voli a corto raggio punto-a-punto, flotte standardizzate e massimo utilizzo degli aerei, con margini operativi (EBIT) tipicamente tra il 5% e il 10%. Questa struttura dipende fortemente dal controllo dei costi, rendendo il carburante una componente molto rilevante dei costi operativi totali e una fonte chiave di volatilità dei margini. Come riferimento, un aumento del 10% del prezzo del carburante riduce generalmente i margini EBIT delle compagnie aeree di circa 0,3–0,8 punti percentuali (a seconda delle coperture e della capacità di aumentare i prezzi). Di conseguenza, un raddoppio dei prezzi del carburante comporterebbe una compressione dei margini EBIT di circa 3–8 punti percentuali a livello di settore nell'arco di 12 mesi. Infatti, alcune delle aziende già colpite nel settore sono compagnie low-cost che erano già in difficoltà finanziaria prima dell'aumento del carburante e che fino ad ora hanno fatto affidamento sul supporto governativo. Un aspetto positivo è che, in questo settore, le difficoltà legate al carburante non portano necessariamente al fallimento, ma piuttosto a interventi di stabilizzazione sostenuti dai governi. Tuttavia, la clientela di questo segmento è molto sensibile al prezzo, con tariffe spesso comprese tra 40 e 100 euro, il che limita la possibilità di trasferire i costi più elevati sui clienti senza ridurre significativamente la domanda. Le compagnie low-cost rappresentano circa il 45% dei voli intra-europei e oltre il 50% della capacità su molte rotte a corto raggio, dove la concorrenza è più intensa e il potere di determinare i prezzi è strutturalmente limitato. L'esposizione è ancora più elevata in paesi come Spagna, Italia, Francia e Germania, dove la forte presenza delle low-cost si sovrappone a reti ferroviarie ad alta velocità estese, aumentando il rischio di sostituzione sui tragitti brevi.

## Il Golfo è colpito duramente, con effetti a catena verso Asia e Africa

**Una realtà diversa per il turismo in Medio Oriente: la stagione estiva è già compromessa.** Oltre a dover affrontare la scarsità di carburante per aerei, le compagnie della regione devono gestire anche forti perdite di ricavi e vincoli operativi dovuti alla chiusura quasi totale dello spazio aereo. Il conflitto è scoppiato nel pieno di un boom turistico: Emirati Arabi Uniti, Arabia Saudita e Qatar avevano registrato una forte ripresa post-pandemia (Figura 7), con il numero di visitatori internazionali in crescita del +51% nel 2025 rispetto al 2019, grazie a regimi di visto semplificati e a importanti investimenti in infrastrutture turistiche e aeronautiche. Inoltre, la crescita del turismo di lusso ha trasformato la regione in una destinazione ad alta espansione. Prima dell'inizio del conflitto, si prevedeva un aumento a doppia cifra degli arrivi internazionali (+13% su base annua) per quest'anno. Ora, se il conflitto dovesse prolungarsi ancora per un mese, è probabile un calo compreso tra il -35% e il -40% su base annua, con una perdita stimata di circa 70-75 miliardi di dollari di entrate turistiche nell'arco dell'anno (Figura 8).

Figura 7: Arrivi turistici internazionali per anno, in milioni di persone




*Fonte: UN Tourism, Allianz Research*

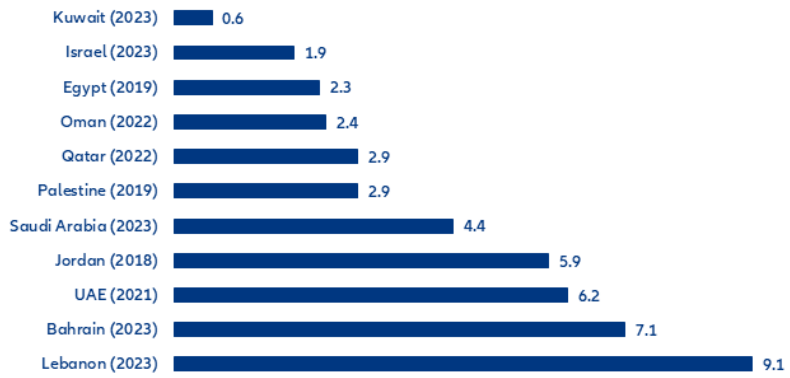
Figura 8: Dati sul turismo in Medio Oriente

*Fonte: UN Tourism, Oxford Economics, Allianz Research*

**Le economie dipendenti dal turismo sono le più a rischio.** La maggiore vulnerabilità diretta riguarda i Paesi in cui i viaggi e la spesa dei visitatori rappresentano una quota significativa dell'economia. Il Libano, con un turismo pari

al 9,1% del PIL, è il più esposto (vedi Figura 9). Un calo prolungato degli arrivi aggraverebbe probabilmente le difficoltà macroeconomiche esistenti, riducendo l'ingresso di valuta estera e indebolendo ulteriormente una domanda interna già fragile. Anche Bahrein (7,1%) ed Emirati Arabi Uniti (6,2%) subirebbero perdite rilevanti, in particolare per la riduzione dei viaggi di piacere, il calo dell'occupazione alberghiera e il rallentamento nei settori dell'aviazione e del commercio al dettaglio. Negli Emirati, l'impatto sarebbe in parte attenuato dalla diversificazione economica, ma i settori legati al turismo registrerebbero comunque un rallentamento evidente. La Giordania (5,9%) è altrettanto sensibile, poiché la percezione di instabilità regionale influisce spesso sui flussi turistici anche senza un coinvolgimento diretto del Paese. Questo evidenzia una caratteristica tipica degli shock turistici: l'impatto reputazionale conta spesso quanto le interruzioni reali. L'Arabia Saudita (4,4%) subirebbe probabilmente effetti più moderati grazie a un'economia interna più ampia e alla crescita del turismo religioso, anche se i viaggi discrezionali potrebbero diminuire. Qatar (2,9%) e Oman (2,4%) presentano una minore esposizione diretta, ma restano vulnerabili i settori dell'aviazione, dell'ospitalità e del traffico di transito. All'estremo opposto, Egitto, Israele e Kuwait risultano meno dipendenti dal turismo in termini di PIL. Tuttavia, anche dove l'esposizione diretta è minore, i ricavi in valuta estera restano importanti. I Paesi con conti correnti più deboli o riserve limitate potrebbero risentire rapidamente dell'impatto, attraverso pressioni sul tasso di cambio, condizioni di finanziamento più restrittive e una crescita più lenta. In pratica, ciò significa che le economie più piccole e dipendenti dal turismo subiranno gli effetti immediati più forti, mentre quelle più grandi e diversificate affronteranno impatti più gestibili ma comunque significativi.

Figura 9: Quota diretta del turismo sul PIL nei paesi del Medio Oriente (%)




*Nota: Ultimo anno disponibile (indicato tra parentesi)*
*Fonte: UN Tourism, Allianz Research*

**Nel complesso, l'esposizione diretta alla zona di conflitto rappresenta solo il 10% della capacità globale delle compagnie aeree. Tuttavia, il Medio Oriente è un hub cruciale per l'aviazione mondiale, quindi qualsiasi interruzione produce effetti a catena sproporzionati, influenzando i collegamenti a lungo raggio e i flussi turistici verso regioni fortemente dipendenti dal trasporto aereo.** Aeroporti come Dubai International Airport (DXB), Hamad International Airport e Abu Dhabi International Airport gestiscono ogni anno decine di milioni di passeggeri in transito e fungono da nodi di collegamento fondamentali tra Europa e Asia. Per questo motivo, la chiusura dello spazio aereo in corso sta creando difficoltà operative per le compagnie aeree e ostacolando i collegamenti su diverse rotte. Il solo aeroporto di Dubai (DXB) è regolarmente tra i più trafficati al mondo per voli internazionali, con quasi 90 milioni di passeggeri trasportati nel 2025, evidenziando il ruolo della regione come ponte strutturale nei flussi di traffico aereo globale. Di conseguenza, qualsiasi interruzione negli aeroporti della regione produce effetti a catena significativi sulla connettività globale a lungo raggio, in particolare sulle rotte Europa–Asia, che dipendono fortemente dagli hub del Golfo e che hanno registrato una forte crescita nell'ultimo anno (Figura 10).

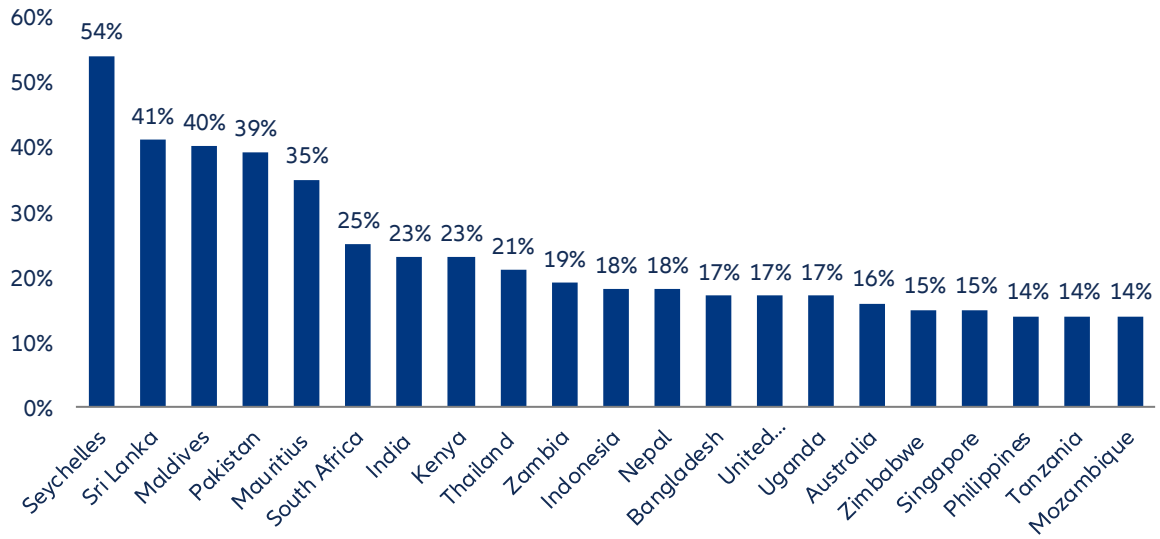
Figura 10: Numero medio giornaliero di voli in partenza e in arrivo, Europa vs resto del mondo

| Region | Average daily flights | % previous year | % 2019 |
|---|---|---|---|
| Intra-Europe | 23,305 | +3% | -1% |
| Europe ↔ Middle East | 1,508 | +11% | +6% |
| Europe ↔ North-Africa | 1,375 | +11% | +34% |
| Europe ↔ North Atlantic | 1,369 | +3% | +15% |
| Europe ↔ Asia/Pacific | 969 | +13% | +22% |
| Europe ↔ Other Europe | 370 | +2% | -64% |
| Europe ↔ Southern Africa | 321 | +5% | +3% |
| Europe ↔ Mid-Atlantic | 176 | -1% | +1% |
| Europe ↔ South-Atlantic | 206 | +7% | +11% |
| Non Intra-Europe | 6,293 | +8% | +2% |

*Fonti: Eurocontrol, Allianz Research*

**Diverse destinazioni turistiche chiave – come Seychelles, Maldive, Mauritius, Thailandia, Indonesia, Australia, Singapore e Filippine – dipendono fortemente dai collegamenti aerei a lungo raggio che passano attraverso gli hub del Medio Oriente.** Le tre principali compagnie della regione svolgono un ruolo fondamentale nel collegare questi mercati con Europa e Americhe, offrendo spesso le connessioni più efficienti – o addirittura le uniche disponibili – con uno scalo. Di conseguenza, qualsiasi interruzione o riduzione della capacità nel sistema dell'aviazione mediorientale ha un impatto sproporzionato su queste destinazioni, alcune delle quali dipendono fortemente dalle entrate turistiche. Il risultato è una forma di vulnerabilità strutturale: la domanda turistica in queste economie è molto sensibile alle condizioni dei collegamenti aerei, il che significa che anche piccoli aumenti dei costi del carburante o la riduzione delle rotte possono influenzare direttamente i flussi di visitatori. Questa dinamica è particolarmente rilevante per le economie insulari come Maldive, Seychelles e Mauritius, dove il trasporto aereo non è solo un mezzo di trasporto, ma il principale punto di accesso per il turismo (Figura 11).

Figura 11: Quota (%) del traffico internazionale in entrata di passeggeri trasportato dalle tre principali compagnie del Golfo, per destinazione

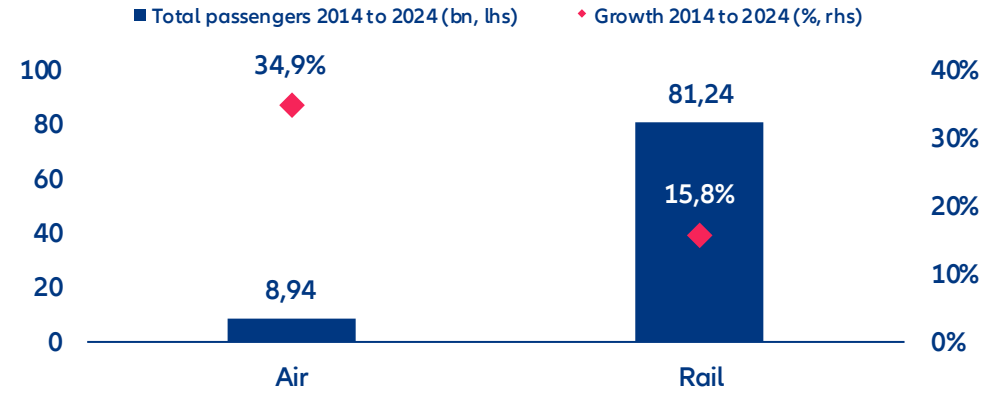



*Fonti: Various sources, Allianz Research*

## Aspettatevi una certa sostituzione nei mercati sviluppati, ma la fiducia dei consumatori ne limita il potenziale di crescita

**Le vacanze estive in Europa non sono completamente a rischio. Infatti, il trasporto ferroviario in Europa trasporta ogni anno molti più passeggeri rispetto al trasporto aereo, rappresentando la principale modalità di mobilità di massa nella regione.** Mentre il trasporto aereo movimenta centinaia di milioni di passeggeri all'anno, i sistemi ferroviari nel loro complesso gestiscono volumi nell'ordine dei miliardi, soprattutto grazie a reti dense per distanze brevi e medie (Figura 12). L'evoluzione della domanda ferroviaria in Europa nell'ultimo decennio conferma il potenziale di uno spostamento verso altri mezzi di trasporto come soluzione chiave per i viaggiatori. Tra il 2014 e il 2024, le ferrovie hanno trasportato 81,2 miliardi di passeggeri, rispetto agli 8,9 miliardi delle compagnie aeree nello stesso periodo (circa 10 volte in meno). L'alta frequenza del servizio, l'ampia copertura geografica e i collegamenti diretti tra i centri città permettono al sistema ferroviario di assorbire una quota significativa della domanda spostata. In questo contesto, la ferrovia non è solo un complemento al trasporto aereo, ma rappresenta una vera e propria base strutturale per la mobilità intra-europea, contribuendo a sostenere i flussi turistici anche in presenza di variazioni nella capacità delle compagnie aeree. Tuttavia, alla fine, la domanda principale per molte famiglie non sarà quale mezzo di trasporto scegliere, ma quanto sono disposte a spendere per il tempo libero quest'estate, date le condizioni economiche attuali.

Figura 12: Evoluzione della domanda nel trasporto aereo e ferroviario in Europa (2014 – 2024)

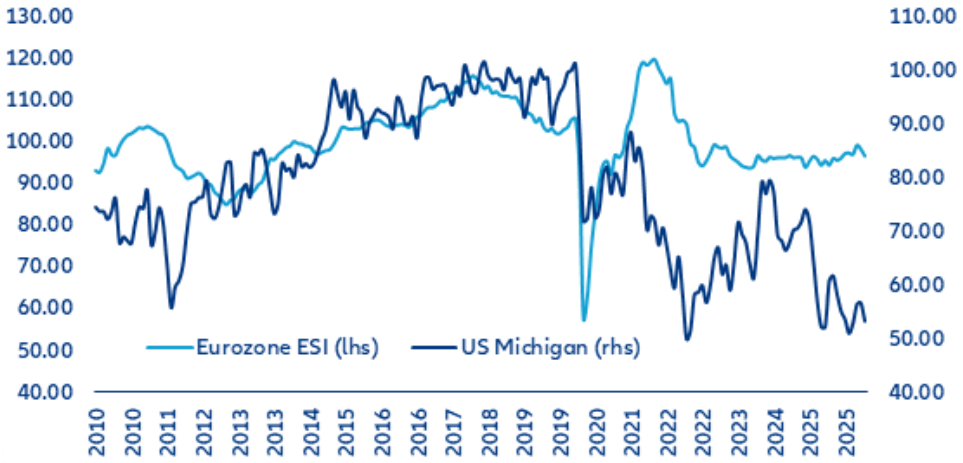



*Fonte: Eurostat, Allianz Research*

**Il potenziale di sostituzione è limitato dalla fiducia dei consumatori, che è crollata insieme allo scoppio della guerra in Iran.** La bassa fiducia dei consumatori negli Stati Uniti e nell'Eurozona riduce la probabilità che le famiglie sostituiscano completamente i viaggi a lungo raggio o verso il Medio Oriente cancellati con una maggiore spesa per vacanze domestiche o in destinazioni vicine. In teoria, le tensioni geopolitiche dovrebbero spostare la domanda verso mete più sicure e vicine, favorendo i mercati turistici locali. In pratica, questo meccanismo si indebolisce quando le famiglie sono già caute riguardo alle proprie finanze. Negli Stati Uniti, l'indice di fiducia dei consumatori dell'Università del Michigan è sceso a 53,0 a marzo da 56,4 di gennaio, segnalando un peggioramento della fiducia delle famiglie (vedi Figura 13). Nell'Eurozona, l'indicatore del sentiment economico è diminuito a 96,6 a marzo da 99,2 di gennaio, indicando anch'esso aspettative più deboli da parte di consumatori e imprese. Quando gli indicatori di fiducia scendono a questi livelli, i consumatori tendono a interpretare l'incertezza come un segnale per conservare liquidità, rimandare gli acquisti non essenziali ed evitare di impegnarsi in viaggi non necessari. Invece di sostituire un viaggio all'estero cancellato con una vacanza domestica, molte famiglie semplicemente viaggiano meno, accorciano la durata dei soggiorni, scelgono soluzioni più economiche o rinviano del tutto i piani. Il turismo è una categoria di spesa altamente sensibile al reddito, il che significa che reagisce rapidamente ai cambiamenti di fiducia, alle aspettative occupazionali e alle percezioni sul reddito disponibile futuro. Le preoccupazioni legate all'inflazione, al costo del credito, alla crescita più lenta e a un mercato del lavoro più debole pesano quindi in modo sproporzionato sulla domanda di vacanze. Anche quando avviene una certa sostituzione, i viaggi domestici

generano generalmente una spesa pro capite inferiore rispetto ai viaggi internazionali a lungo raggio, che includono voli, hotel di fascia più alta e soggiorni più lunghi.

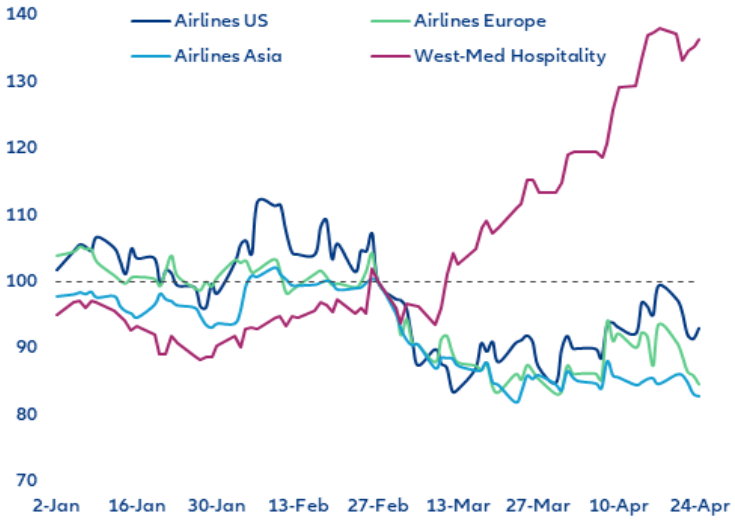
Figura 13: Indicatore del sentiment economico (ESI) e indici di fiducia dei consumatori




*Fonte: Eurostat, Allianz Research*

**I mercati azionari stanno puntando sull'ospitalità nel Mediterraneo occidentale, con i prezzi delle azioni in aumento di oltre il 35% dall'inizio della guerra in Iran.** I titoli delle compagnie aeree regionali hanno subito una forte revisione (vedi Figura 14). Le compagnie aeree asiatiche hanno registrato il calo maggiore (-18% dall'inizio della guerra), perché gli investitori ritengono che le rotte alternative e l'aumento delle tariffe non compensino il costo del carburante. Le compagnie aeree statunitensi sono a -7%, con la maggior parte degli operatori senza coperture sul carburante e quindi completamente esposti ai prezzi di mercato. Il calo più contenuto è legato anche alle strategie di prezzo, dato che le tariffe negli Stati Uniti possono adeguarsi più rapidamente. Le compagnie aeree europee sono a -15%, poiché gli investitori vedono una pressione dovuta sia all'aumento dei costi del carburante sia ai costi legati alle emissioni di carbonio. La teoria della sostituzione sta invece favorendo le società alberghiere quotate del Mediterraneo occidentale, in crescita del +36% dal 28 febbraio (in particolare Spagna, Italia e Grecia), in linea con l'aumento delle prenotazioni di voli verso queste destinazioni: i dati di settore indicano un +32% su base annua per la Spagna e +20% per Italia, Grecia e Portogallo.

Figura 14: Indicatori azionari selezionati (27 feb = 100)




*Nota: ogni indice aggrega grandi società quotate in borsa in base alla capitalizzazione di mercato*
*Fonte: Eurostat, Allianz Research*

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 normativ 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.