

Allianz Research

Il lungo addio alla cosiddetta "zeronomics" e le sue implicazioni per il settore pubblico e privato

14 Febbraio 2023



Kathrin Stoffel
Economist, Insurance &
Wealth
kathrin.stoffel@
allianz.com

Arne Holzhausen
Head of Insurance, Wealth
& Trend Research
arne.holzhausen@
allianz.com

EXECUTIVE SUMMARY

- **Il 2022 ha segnato la fine dell'era dei tassi di interesse negativi.** Ma la svolta non ha ancora raggiunto tutti i settori dell'economia. Mentre i tassi di interesse per i nuovi depositi e i prestiti alle famiglie hanno seguito l'esempio delle banche centrali - anche se a grande distanza - l'impatto complessivo sulle consistenze è difficilmente rilevabile: Nell'Eurozona, i tassi di interesse sui depositi sono aumentati di 4 pb nel 2022 rispetto al 2021, ma hanno continuato alla diminuzione sui prestiti, anche se di soli 3 pb.
- **Sebbene l'impatto sui settori economici sia ancora attenuato, date le diverse scadenze, si possono già rilevare dei cambiamenti.** Il settore pubblico, che prende a prestito prevalentemente sui mercati, sta già iniziando a risentirne: la spesa netta per interessi è aumentata del 19,8%, raggiungendo i 207 miliardi di euro nel 2022, il livello più alto dal 2017. Questo è il risultato della combinazione di un leggero aumento dei tassi di interesse sulle passività (+20 pb) e di una montagna di debito pubblico ancora più grande (+4,7%). Tuttavia, dal 2008 al 2022, il settore pubblico dell'Eurozona è rimasto uno dei vincitori della politica dei tassi di interesse negativi: le variazioni annuali dei pagamenti netti di interessi si traducono in un risparmio totale di 405 miliardi di euro.
- **Il settore delle imprese è stato l'altro grande vincitore, ma ha anche dovuto far fronte a un aumento della spesa per interessi nel 2022:** l'aumento di 11,6 miliardi di euro (+9,4%) ha riportato i pagamenti netti per interessi al livello pre-pandemia. Tuttavia, dal 2008, la spesa annuale per interessi a livello di Eurozona si è quasi dimezzata, fino a raggiungere i 136 miliardi di euro stimati per il 2022. Le variazioni annuali cumulate ammontano a ben 1.424 miliardi di euro.
- **Le famiglie private dell'Eurozona si trovano sul lato perdente dei tassi di interesse negativi, ma la situazione è rimasta più o meno invariata nel 2022.** Negli anni di tassi d'interesse negativi, il reddito netto da interessi delle famiglie è sprofondato sempre più in rosso (-111 miliardi di euro nel 2022), nonostante il fatto che il loro sovraccarico di attività sia aumentato massicciamente - il contenimento del debito ha incontrato un forte risparmio - e che il differenziale dei tassi d'interesse si sia ridotto a loro favore. Le variazioni cumulate ammontano a -537 miliardi di euro. Questo accade quando i rendimenti degli asset in portafoglio scendono quasi a zero (0,5% nel 2022).
- **L'altro grande sconfitto sono le società finanziarie, soprattutto le banche.** Tuttavia, l'inversione di tendenza è già arrivata: il reddito netto da interessi è aumentato del +7,8%, pari a 33 miliardi di euro nel 2022. Il motivo è il leggero miglioramento dei

marginari (+2 pb), che può spostare l'ago della bilancia, date le dimensioni del bilancio del settore. Dal 2008, tuttavia, il reddito netto da interessi è diminuito di 114 miliardi di euro, per un valore stimato di 460 miliardi di euro nel 2022; le variazioni cumulate ammontano a ben 1.281 miliardi di euro. La causa principale è stata la contrazione del margine, dovuta alla riduzione del differenziale dei tassi di interesse a scapito del settore.

- **Sommando tutti i settori per paese si ottengono alcuni risultati sorprendenti.** Il più importante: la Germania ha beneficiato dell'era dei tassi di interesse negativi per un valore pari al 6,6% del PIL. Il motivo principale è il massiccio risparmio del settore pubblico. Fate quindi attenzione a ciò che desiderate. Come l'era precedente, anche i successivi anni di normalizzazione, in cui la svolta dei tassi di interesse sarà sempre più avvertita da tutti gli attori economici, potrebbero produrre vincitori e vinti inaspettati. La maratona per l'adeguamento ai tassi più alti è appena cominciata.

1 Non abbiamo ancora visto niente (quasi)

È successo davvero: Nel luglio dello scorso anno, la Banca Centrale Europea (BCE) ha aumentato i tassi di interesse per la prima volta in oltre un decennio. L'inflazione galoppante ha costretto i guardiani della moneta a porre fine alla loro politica monetaria ultra-allentata e a riportare l'attenzione sul loro vero mandato: la stabilità monetaria. Per la prima volta, dopo otto anni di tassi d'interesse nulli o addirittura negativi, i principali tassi d'interesse dell'Eurozona sono diventati positivi. Questo ha un impatto diretto sugli attori economici. Da un lato, i risparmiatori ricominciano a percepire un reddito da interessi in crescita sui loro beni; dall'altro, il finanziamento diventa più costoso per i mutuatari.

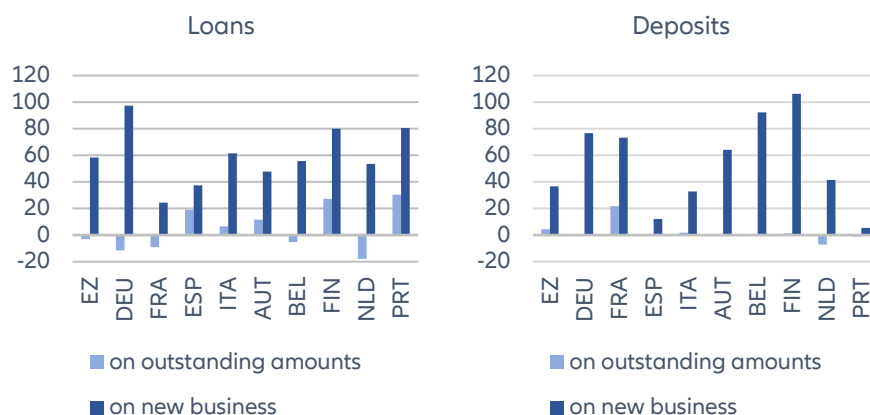
Prima di esaminare le variazioni del reddito netto da interessi, il nostro indicatore preferito per valutare l'impatto della politica dei tassi d'interesse negativi (NIRP) sui diversi settori (cfr. riquadro), è necessario rispondere a una domanda: la svolta dei tassi d'interesse ha già raggiunto l'economia? Per quanto riguarda le famiglie, la risposta è sì e no. Il tasso di interesse medio ponderato sui nuovi prestiti è già salito in alcuni Paesi: L'aumento nel corso del 2022 (da gennaio a novembre) va da appena 24 pb in Francia a 97 pb in Germania; la media dell'Eurozona è di 58 pb. Anche se notevole, questo aumento è inferiore alla variazione dei tassi di policy, che nel 2022 hanno registrato un'impennata di +250 pb. Il quadro è molto simile se si guarda ai nuovi depositi. In questo caso, la forbice degli aumenti va da soli 5 pb in Portogallo a 106 pb in Finlandia (cfr. grafico 1).

D'altro canto, nel settore dei prestiti in essere¹, l'aumento dei tassi di interesse non ha ancora avuto un impatto. Anzi, in media nell'Eurozona i tassi d'interesse sono scesi ulteriormente nell'ultimo anno - anche se solo in minima parte di 3 pb - grazie ai tassi d'interesse fissi prevalentemente a lungo termine. Solo in due Paesi, Finlandia (+27 pb) e Portogallo (+30 pb), i tassi di interesse medi sui prestiti sono già aumentati di oltre 20 pb. Ciò è dovuto alla quota relativamente elevata di prestiti a tasso variabile. Lo stesso vale per i depositi²: l'aumento complessivo è appena percettibile (+4 pb nell'Eurozona); solo in Francia si registra un aumento di oltre 20 pb (cfr. Figura 1)..

¹ Prestiti per l'acquisto di abitazioni, credito al consumo e altri prestiti.

² Depositi con durata prestabilita, depositi rimborsabili con preavviso e depositi overnight.

Figura 1: Variazione dei tassi di interesse per i prestiti e i depositi delle famiglie sulle nuove operazioni e sulle consistenze, 2022¹ rispetto al 2021



¹⁾ Primi undici mesi.

Fonti: BCE, Allianz Research.

Box: Net interest income

Il reddito netto da interessi è la differenza tra gli interessi attivi (ad esempio gli interessi delle famiglie sui depositi bancari e sulle obbligazioni) e gli interessi passivi (ad esempio gli interessi pagati dalle famiglie sui prestiti).³ Calcoliamo il reddito netto da interessi per i quattro settori dell'economia: il governo, le società non finanziarie, le famiglie e le società finanziarie; per i primi tre settori, il reddito netto da interessi è normalmente negativo, cioè sono pagatori netti di interessi.

Utilizziamo gli interessi attivi e passivi prima dei Servizi di Intermediazione Finanziaria, Misurati Indirettamente (SIFIM, vedi appendice) e teniamo conto della variazione dei volumi. Questo perché negli ultimi anni si sono verificati cambiamenti nei volumi, in alcuni casi drastici, come reazione consapevole al contesto di bassi tassi di interesse.⁴

Misuriamo il reddito netto da interessi dei quattro settori nei singoli paesi dell'Eurozona dal 2008 al 2022.⁵ Più precisamente, per cogliere l'andamento dall'inizio del ciclo di allentamento

³ Le richieste di risarcimento da parte delle compagnie di assicurazione e dei sistemi pensionistici non sono incluse, poiché stiamo esaminando gli effetti sul reddito e non sulla ricchezza, altrimenti dovremmo includere anche le variazioni dei prezzi delle obbligazioni e l'impatto (positivo) dei bassi tassi di interesse sulle azioni e sui fondi di investimento, ad esempio. È vero che l'andamento delle attività detenute presso le compagnie di assicurazione e i fondi pensione dipende in misura considerevole dai livelli dei tassi di interesse. Le famiglie, tuttavia, non generano un reddito annuo da interessi da questi asset, il che significa che gli eventuali guadagni non finiscono ancora nei portafogli dei risparmiatori. In altre parole, gli effetti dei bassi tassi di interesse si ripercuoteranno sui risparmiatori solo in un secondo momento, in particolare quando inizieranno a percepire il reddito da pensione. Anche se questi effetti a lungo termine avranno probabilmente un impatto molto maggiore rispetto ai guadagni o alle perdite di reddito di oggi, è ancora praticamente impossibile quantificarli.

⁴ Nei suoi calcoli, la BCE, ad esempio, considera solo il puro effetto prezzo/interesse e lascia fuori dall'equazione le variazioni delle scorte; inoltre, utilizza i pagamenti degli interessi dopo i SIFIM. Di conseguenza, i risultati differiscono notevolmente. Si veda BCE (2017), Bollettino economico, numero 5 / 2017..

⁵ Le statistiche dei conti (non) finanziari per l'anno 2022 sono state stimate sulla base dei dati disponibili per il secondo e terzo trimestre..

monetario, cumuliamo le variazioni annuali rispetto all'anno 2008 ed esprimiamo la somma in percentuale del PIL. In questo modo, siamo in grado di misurare l'impatto del contesto di bassi rendimenti in un solo numero chiave. L'intento del documento è quindi piuttosto semplice. Non si tratta di uno sviluppo controfattuale, né di effetti secondari, ma solo di fare il punto su ciò che è realmente accaduto in termini di i flussi finanziari misurabili. In questo modo, si tratta di una valutazione pura della politica dei tassi di interesse negativi, non appesantita da ipotesi macroeconomiche che potrebbero influenzare i risultati in entrambe le direzioni.

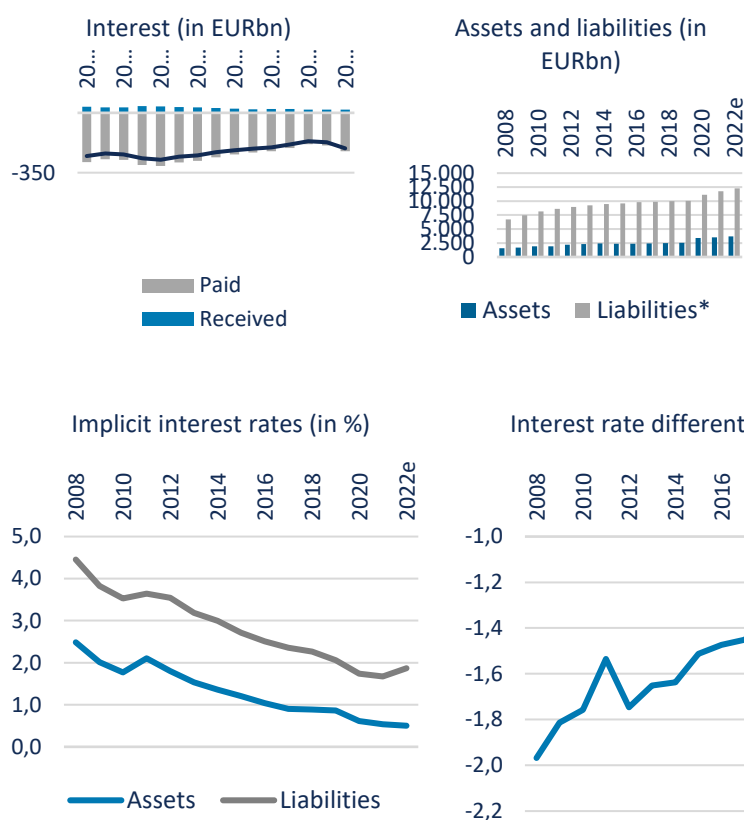
2 Più debito per un dollaro: Il settore pubblico e quello delle imprese

Il settore pubblico è uno dei vincitori della politica dei tassi di interesse negativi. Nonostante l'aumento dei livelli di debito, i pagamenti netti di interessi sono migliorati in modo significativo: Se si cumulano le variazioni annuali dal 2008 al 2022, i risparmi totali dei governi a livello di Eurozona ammontano a quasi 405 miliardi di euro o al 3,4% del PIL (quote annuali cumulate). Considerati i bilanci dei governi - che contengono solo poche attività fruttifere ma in media quasi quattro volte più passività - non sorprende che il reddito netto da interessi rimanga profondamente in rosso. Ma il miglioramento è comunque notevole. Alla fine del 2020 - segnata dallo scoppio della pandemia di Covid-19 - i pagamenti netti dei governi (cioè il reddito netto da interessi negativo) erano diminuiti di 86 miliardi di euro nell'Eurozona rispetto al 2008; l'inversione di tendenza dal 2012, il picco della crisi dell'euro, è ancora più pronunciata e ammonta a 108 miliardi di euro (cfr. Figura 2). Il momento decisivo per le finanze pubbliche non è stato l'inizio del ciclo di allentamento monetario durante la Grande Crisi Finanziaria (GFC) del 2008, ma piuttosto il discorso "whatever it takes" pronunciato nel 2012 da Mario Draghi, all'epoca presidente della BCE, che ha posto fine alla crisi dell'euro e ha interrotto l'aumento dei pagamenti di interessi degli anni precedenti la crisi.

Non ci sono dubbi sulle cause di questo sviluppo. Poiché le passività sono cresciute di due terzi dal 2008, la spesa netta per interessi delle amministrazioni pubbliche sarebbe peggiorata se il calo dei tassi di interesse non l'avesse impedito. In realtà, il calo dei tassi è stato inclinato a favore dei governi, come si può vedere dal miglioramento del differenziale dei tassi (differenza tra i tassi di interesse percepiti e quelli pagati). Mentre il tasso di interesse percepito è sceso di 187 pb, il tasso di interesse pagato è sceso di 271 pb dal 2008.

Tuttavia, dopo la Covid-19 e la crisi energetica seguita all'attacco aggressivo della Russia all'Ucraina, il quadro è cambiato: Il massiccio aumento del debito e la (tardiva) inversione di rotta della BCE nella politica dei tassi d'interesse hanno portato a un nuovo notevole aumento dei pagamenti netti per interessi. Si stima che l'anno scorso siano stati pari a 207 miliardi di euro, quasi il 20% in più rispetto al 2021. Dopo che il tasso di interesse implicito per i pagamenti di interessi è sceso in media di circa 20 pb all'anno dalla fine del 2008, solo l'anno scorso è aumentato di circa 20 pb.

Figura 2: Governi: interessi attivi e passivi e relativi driver, 2008-2022, Eurozona



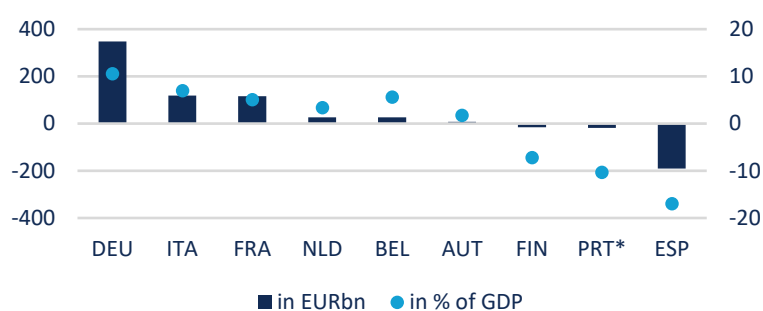
*Valori nominali.

Fonti: Eurostat, Allianz Research.

Un po' a sorpresa, non tutti i governi sono stati in grado di migliorare i loro pagamenti netti per interessi, nonostante il forte calo dei tassi di interesse dopo la crisi finanziaria. (vedi Figura 3). Il motivo: I livelli di debito stavano aumentando ovunque, e in alcuni luoghi in modo piuttosto drammatico. In Spagna, ad esempio, il debito pubblico è più che triplicato tra il 2008 e il 2022 e quasi triplicato in Finlandia, mentre è più che raddoppiato in Portogallo. L'aumento dei livelli di debito ha divorato i risparmi derivanti dalla riduzione dei tassi di interesse.

Lo Stato tedesco, invece, si colloca all'altro capo dello spettro. Insieme ai Paesi Bassi (+27%), la Germania è stato il Paese con la crescita del debito più bassa dal 2008, con un aumento del +52% fino al 2022; i tassi di interesse impliciti sono scesi di quasi quattro quinti fino al 2021. Di conseguenza, la Germania è stata in grado di migliorare il suo reddito netto da interessi (negativo) più di tutti i Paesi presi in considerazione, sia in termini assoluti che relativi. Contro lo stereotipo di un governo spendaccione, lo Stato italiano è stato il terzo più parsimonioso durante questo periodo, con un aumento del debito pubblico di "solo" +59%. Sebbene il calo dei tassi d'interesse non sia stato così pronunciato come in Germania - i tassi si sono quasi dimezzati - questo tipo di contenimento del debito è stato sufficiente a innescare un consistente alleggerimento del carico di interessi, soprattutto perché nel 2008 i tassi d'interesse non erano più alti che in Italia (4,8%).

Figura 3: Governi: variazioni cumulative del reddito netto da interessi per paese, 2009-2022, in % del PIL annuale (dx) e miliardi di euro (sx)



*2009-2021.

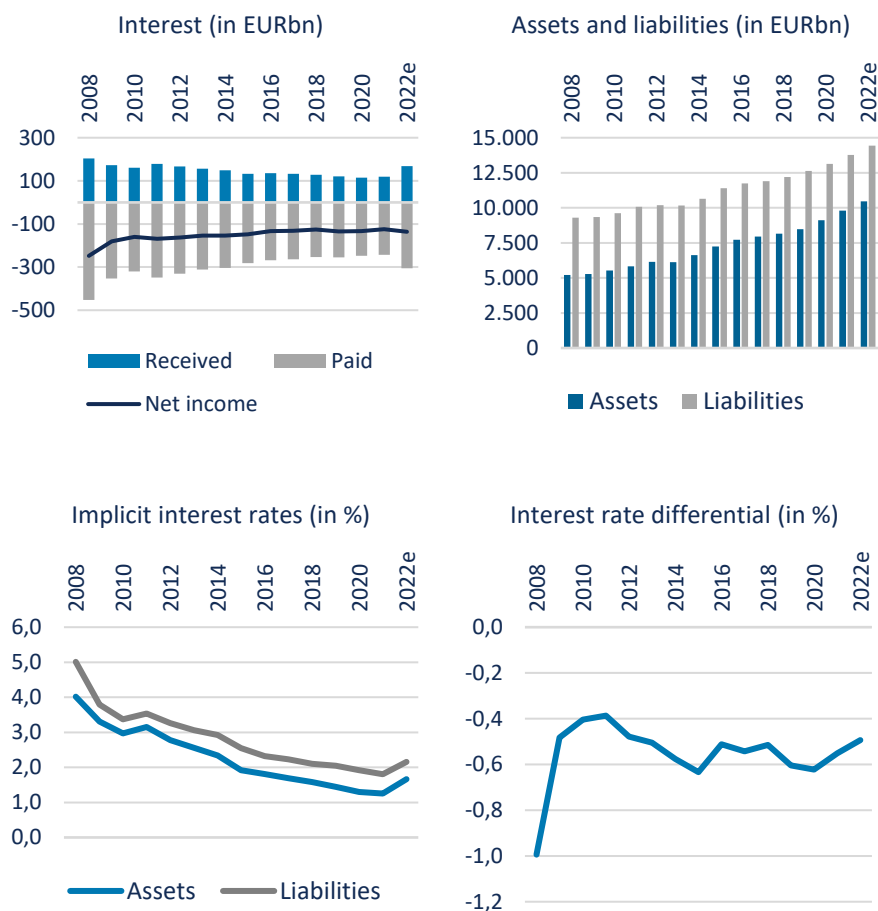
Fonti: Eurostat, Allianz Research.

L'altro grande vincitore della politica monetaria ultra-allentata è stato il settore delle imprese, che riflette il suo ruolo di mutuatario netto. Dal 2008, la sua spesa annua per interessi a livello di Eurozona si è quasi dimezzata, arrivando a una stima di 136 miliardi di euro nel 2022. Le variazioni annuali cumulate ammontano a ben 1.424 miliardi di euro, pari al 13,1% del PIL. Analogamente alla situazione dei governi, le società non finanziarie detengono più passività che attività, anche se il rapporto passività/attività non è così estremo: si attesterà a 1,4 nel 2022, in calo rispetto all'1,8 del 2008; in quel periodo, le attività sono cresciute sensibilmente più velocemente delle passività.

Come si può vedere nella Figura 4, il settore delle imprese ha beneficiato soprattutto nel periodo immediatamente successivo alla crisi finanziaria globale, quando i tassi di interesse sul debito delle imprese sono crollati di circa 122 pb nel solo 2009. Si tratta di una differenza notevole rispetto al caso del debito sovrano, dove i tassi sono generalmente diminuiti in modo più lieve. Ciò riflette il fatto che nel settore dei prestiti alle imprese non sono diffusi lunghi periodi a tasso fisso, per cui le riduzioni dei tassi d'interesse possono essere trasmesse rapidamente. Da allora, tuttavia, i tassi di interesse su entrambi i lati del bilancio si sono mossi più o meno in parallelo, con un calo di circa 160 pb ciascuno.

I pagamenti degli interessi hanno continuato a diminuire quasi ogni anno successivo, anche se più lentamente. Questo andamento è dovuto a due fattori: il calo dei tassi di interesse, più pronunciato sul lato delle passività che su quello delle attività (285 pb contro 235 pb), che ha portato a un miglioramento del differenziale dei tassi di interesse, e un notevole differenziale di crescita tra attività e passività. Mentre le attività sono cresciute del +5,1% all'anno dal 2008, le passività sono aumentate "solo" del +3,2% annuo. Negli ultimi tre anni, tuttavia, sia la crescita delle attività che quella del debito hanno subito un'accelerazione significativa in un confronto a lungo termine: La crescita media annua è salita rispettivamente a +7,2% e +4,6%. Sullo sfondo dei crescenti livelli di indebitamento e del mutato contesto dei tassi di interesse, si prevede che i pagamenti netti per interessi siano cresciuti del +9% lo scorso anno.

Figura 4: Società non finanziarie: interessi attivi e passivi e relativi driver, 2008-2022, Eurozona

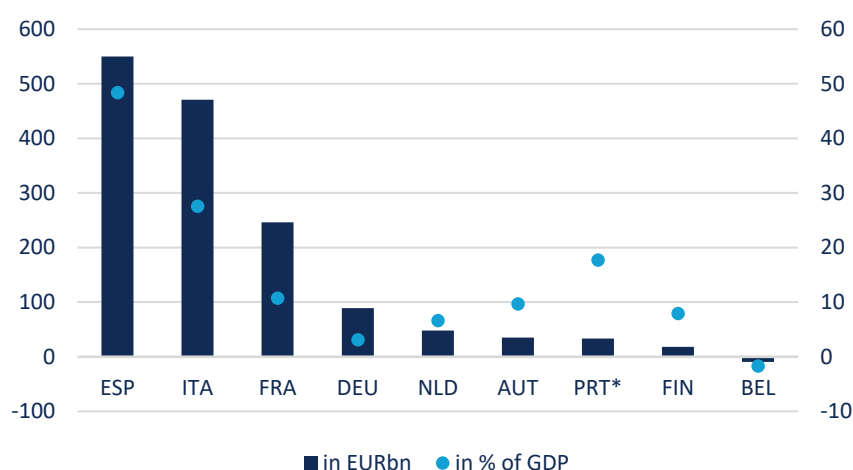


Fonti: Eurostat, Allianz Research.

Ad eccezione del Belgio, il settore delle imprese ha beneficiato della politica dei bassi tassi di interesse in tutti i paesi analizzati. Nel periodo dal 2008 al 2022, i tassi di interesse sul debito si sono più che dimezzati ovunque; in Spagna sono scesi di 3,7 punti percentuali e in Italia di ben 5,7 punti percentuali.

Tuttavia, la misura in cui le imprese sono riuscite a ridurre i loro oneri per interessi è dipesa in larga misura anche dall'adeguamento dei livelli di indebitamento. Le aziende spagnole, ad esempio, hanno ridotto i loro prestiti di quasi il -13% fino al 2022; in Italia, la crescita del debito è stata solo del +6% dal 2008. Di conseguenza, le imprese di questi due Paesi hanno registrato i miglioramenti di gran lunga maggiori nei pagamenti netti per interessi (cfr. Figura 5), sia in termini assoluti che relativi. D'altro canto, i guadagni derivanti dalla riduzione dei tassi di interesse sono stati quasi completamente assorbiti dall'aumento dei livelli di indebitamento delle imprese belghe. A differenza dell'intera Eurozona, il settore societario belga ha aumentato il rapporto passività/attività da 1,1 nel 2008 a quasi 1,4 nel 2018 e 2019. Da allora, si è nuovamente ridotto a circa 1,2 nel 2022.

Figura 5: Società non finanziarie: variazioni cumulative del reddito netto da interessi per paese, 2009-2022, in % del PIL annuale (dx) e miliardi di euro (sx)



*2009-2021.

Fonti: Eurostat, Allianz Research.

3 Cogliere il coltello che cade: il settore delle famiglie

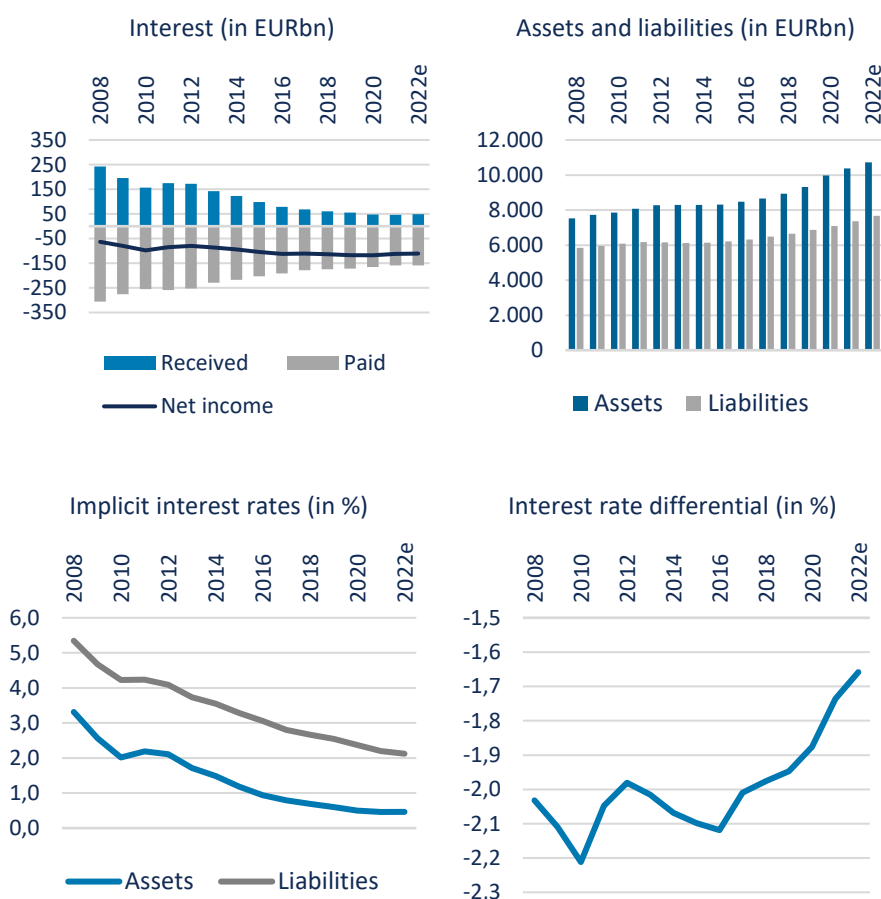
Non sorprende che le famiglie dell'Eurozona⁶ si trovino dalla parte dei perdenti dei tassi di interesse negativi. Si tratta di un settore ricco di attività, ma i rendimenti delle loro partecipazioni sono scesi quasi a zero (0,5% nel 2022), mentre devono ancora far fronte a un tasso di interesse sulle loro passività più che quadruplo (2,1%). Di conseguenza, i pagamenti netti per interessi delle famiglie sono crollati di 47 miliardi di euro (2022 rispetto al 2008) e le variazioni cumulate ammontano a -537 miliardi di euro, pari al -4,9% del PIL.

In media, le famiglie detengono circa un terzo di attività in più rispetto alle passività. Ciononostante, in passato hanno avuto un reddito netto da interessi negativo, poiché i tassi di interesse sulle passività sono solitamente molto più alti di quelli sulle attività. Dal 2008, l'eccesso di attività è aumentato, poiché le attività sono cresciute in media del +2,6% annuo, leggermente più velocemente delle passività (+2,0% annuo). L'accumulo di attività mentre i rendimenti scendono a picco può essere visto come un tentativo di stabilizzare il reddito da interessi contrastando il crollo dei tassi con volumi maggiori. Ma questa era una gara che le famiglie erano destinate a perdere. Per stabilizzare il reddito da interessi al livello del 2008 con i tassi d'interesse attuali, avrebbero avuto bisogno di un patrimonio cinque volte superiore a quello che possiedono oggi; negli ultimi 14 anni, avrebbero dovuto aumentare il loro patrimonio del +15% all'anno: difficilmente possibile. In realtà, il reddito da interessi è sceso del -80% dal 2008 a soli 49 miliardi di euro nel 2022. Grazie al calo dei tassi di interesse, anche i pagamenti per interessi sono diminuiti dal 2008, ma "solo" del -48% a 160 miliardi di euro. Di conseguenza, i pagamenti netti per interessi sono sprofondata sempre più in rosso (vedi Figura 6).

Fino al 2016, non è possibile individuare una chiara tendenza nel differenziale dei tassi di interesse. Durante gli anni che hanno preceduto la crisi dell'euro, alcune banche (sottoposte a stress) hanno cercato di attrarre fondi con tassi di deposito più elevati. Tuttavia, i tassi sui prestiti hanno continuato a scendere. Il risultato è stato un miglioramento del differenziale dei tassi. Con l'attenuazione della crisi dell'euro, questa evoluzione si è invertita. Solo a partire dal 2016 troviamo un miglioramento chiaro e continuo: i tassi d'interesse sulle attività non avevano più molto spazio per scendere, mentre i tassi d'interesse sulle passività continuavano a diminuire, poiché i vecchi mutui ipotecari con tassi elevati venivano sempre più sostituiti da quelli nuovi con tassi più bassi.

Durante l'apice della pandemia, le famiglie sono state costrette a ridurre i consumi, aumentando così in modo significativo i risparmi. Di conseguenza, i pagamenti netti degli interessi hanno iniziato a migliorare. Dalla fine del 2019, le attività fruttifere delle famiglie sono aumentate in media di poco meno del +5% all'anno, mentre l'aumento delle passività è stato "solo" del +3,7% in media. Nonostante l'aumento del valore delle attività, i redditi da interessi delle famiglie hanno continuato a diminuire in termini assoluti. Tuttavia, con una media del -3,8% annuo, il calo è stato leggermente meno pronunciato di quello dei pagamenti per interessi. Nemmeno il significativo aumento dei tassi di interesse sui nuovi prestiti registrato lo scorso anno ha fermato il miglioramento dei pagamenti netti per interessi, dato che quasi l'85% del debito totale delle famiglie nell'Eurozona è costituito da prestiti ipotecari a lungo termine.

Figura 6: Famiglie private e istituzioni senza scopo di lucro: interessi attivi e passivi e loro fattori trainanti, 2008-2022, Eurozona



Fonti: Eurostat, Allianz Research.

La situazione delle famiglie nei singoli Paesi è molto eterogenea (vedi Figura 7). In nessun altro gruppo l'influenza dei cambiamenti comportamentali può giocare un ruolo maggiore. Un esempio è il marcato deterioramento del reddito netto da interessi delle famiglie italiane: Il

principale fattore scatenante è stata la riduzione accelerata del portafoglio obbligazionario di grandi dimensioni. Tra il 2008 e il 2021, i risparmiatori hanno venduto titoli di debito per un valore netto di 617 miliardi di euro; la quota di questa classe di attività sul totale delle attività finanziarie si è ridotta di quasi 17 punti percentuali, arrivando solo al 4,3%. Di conseguenza, le attività fruttifere sono diminuite di circa -8%; di fatto, le famiglie italiane sono state le uniche dell'Eurozona a possedere meno attività alla fine del 2021 rispetto al 2008. Tuttavia, il mutato contesto dei tassi di interesse sembra aver arrestato questa tendenza: Come riportato dalla Banca d'Italia, nei primi tre trimestri dello scorso anno le famiglie hanno acquistato nuovamente titoli di debito. Il crollo delle attività fruttifere, unito al forte calo dei tassi d'interesse (-80%), ha portato a una diminuzione del reddito da interessi del -81% dalla crisi finanziaria. Sebbene anche gli interessi pagati siano diminuiti in modo significativo (-55%), il reddito netto da interessi è addirittura sceso in territorio negativo nel 2022 per il quarto anno consecutivo, passando da circa 37 miliardi di euro nel 2008 a -3,6 miliardi di euro. Tuttavia, grazie al rapporto attività/passività superiore alla media (2022: 2,1 rispetto all'1,4 medio dell'Eurozona), le famiglie italiane hanno ancora il "miglior" reddito netto da interessi dell'Eurozona, cioè il meno negativo: In termini pro capite, i loro pagamenti netti per interessi, pari a -60 euro lo scorso anno, sono stati di gran lunga migliori della media dell'Eurozona (-330 euro). Nei Paesi Bassi, il saldo negativo è stato addirittura di 1.290 euro pro capite. Lo Stato italiano può essere sovraindebitato, ma le famiglie italiane non lo sono affatto.

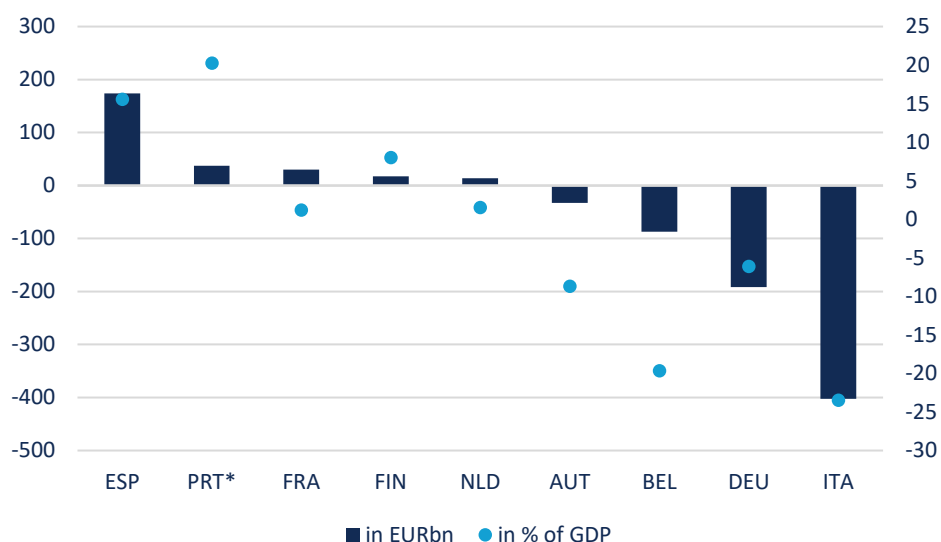
Anche le famiglie di Austria, Belgio e Germania si sono trovate in svantaggio. Ciò è dovuto alla preferenza per gli investimenti liquidi e ai lunghi periodi di interesse fisso per i mutui ipotecari, che hanno ritardato il passaggio a tassi di interesse più bassi. Come se non bastasse, i tassi di interesse sui depositi e sulle obbligazioni sono diminuiti più rapidamente di quelli sui prestiti, in particolare in Belgio, dove i tassi di interesse attivi sono stati ridotti del -85% e quelli passivi del "solo" -47%.

I grandi vincitori sono le famiglie spagnole e portoghesi. Oltre agli effetti positivi sui prezzi, le variazioni di volume hanno contribuito ai sostanziali guadagni sui tassi di interesse delle famiglie in Spagna: Il marcato aumento dei depositi (+46%, 2022 rispetto al 2008) - che rappresentavano il 39% del risparmio totale nel 2022 - ha frenato il calo degli interessi attivi, mentre la riduzione dei prestiti (-20%) ha accelerato il calo degli interessi passivi. Di conseguenza, i risparmiatori spagnoli hanno trasformato un eccesso di debito (rapporto attività/passività pari a 0,8 nel 2008) in un eccesso di attività in soli cinque anni (1,1 nel 2013) e si sono ritrovati con un rapporto attività/passività di 1,5 nel 2022. Gli sviluppi in Portogallo hanno seguito una traiettoria simile: l'aumento delle attività detenute in depositi (+60%; 44% del risparmio totale) e la diminuzione delle passività (-8%) hanno più che dimezzato il risultato netto negativo degli interessi. Il rapporto tra attività e passività è passato dall'1,1 del 2008 all'1,7 dello scorso anno.

Anche le famiglie francesi, finlandesi e olandesi hanno beneficiato del contesto di tassi negativi, anche se in misura molto minore. Questi ultimi due sono i più indebitati dell'Eurozona: Nel periodo in esame, l'indebitamento delle famiglie è stato in media superiore dell'80% rispetto al patrimonio nei Paesi Bassi e del 43% in Finlandia. Questa dovrebbe essere una posizione "buona" per beneficiare del calo dei tassi di interesse, che fa bene ai mutuatari ma danneggia i risparmiatori. Tuttavia, i pagamenti netti per interessi nei Paesi Bassi non sono cambiati drasticamente, perché le entrate e le uscite per interessi sono diminuite più o meno in sincronia tra loro. Ciò è dovuto a un andamento relativamente parallelo dei volumi (in aumento in ciascun caso) e dei tassi di interesse (in calo in ciascun caso). La storia finlandese è leggermente diversa. Oltre al grande eccesso di debito, le famiglie finlandesi hanno registrato anche il più forte calo dei tassi di interesse sui prestiti all'interno dell'Eurozona.

In Francia, le famiglie hanno (ancora) un modesto eccesso di attività: anche in questo caso, le attività e le passività si sono sviluppate in modo ampiamente sincronizzato nel lungo periodo, come nei Paesi Bassi. Di conseguenza, i pagamenti netti di interessi sono cambiati solo moderatamente.

Figura 7: Famiglie private e istituzioni senza scopo di lucro: variazioni cumulate del reddito netto da interessi per paese, 2009-2022, in % del PIL annuale (dx) e miliardi di euro (sx)



*2009-2021.

Fonti: Eurostat, Allianz Research.

4 Margini in contrazione: Il settore finanziario

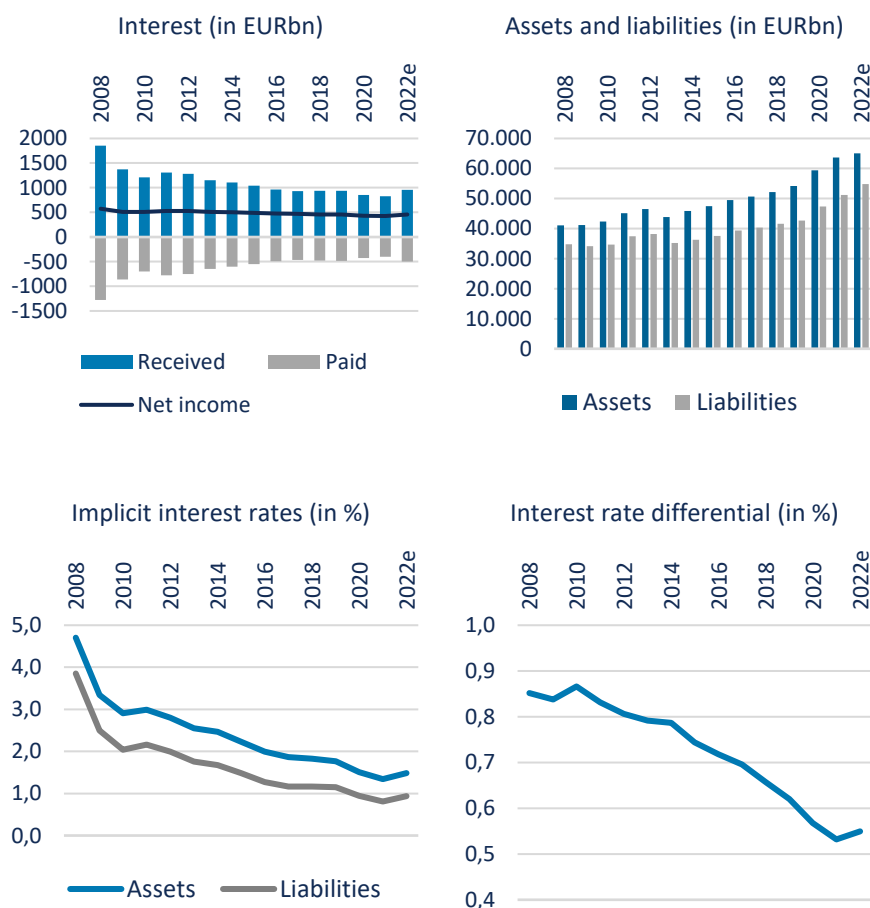
Le società finanziarie, soprattutto le banche, sono l'unico settore con un margine di interesse positivo, in quanto vantano sia un eccesso di attività che un differenziale positivo dei tassi di interesse. Tuttavia, il deterioramento di quest'ultimo ha causato un calo del reddito netto da interessi di 114 miliardi di euro, per una stima di 460 miliardi di euro nel 2022. Le variazioni cumulate ammontano a ben 1.281 miliardi di euro, pari a -11,6% del PIL.

Nel periodo in esame, le attività delle società finanziarie sono cresciute di pari passo con le passività (+3,3% in media all'anno). Questo avrebbe dovuto portare a una stabilità del reddito netto da interessi. Allo stesso tempo, però, il differenziale dei tassi d'interesse si è ridotto in modo significativo: i tassi sugli interessi ricevuti sono scesi di 322 pb, mentre quelli sugli interessi pagati di "soli" 292 pb. Il primo dato potrebbe essere attribuito al fatto che negli ultimi anni le banche

hanno investito in attività a basso rendimento come le obbligazioni sovrane; il secondo riflette il fatto che le banche di solito godono dei tassi più bassi di tutti i settori sulle loro passività - la maggior parte delle quali è costituita da depositi bancari - limitando la misura in cui possono scendere. Sebbene siano diminuiti sia gli interessi percepiti che quelli pagati, il divario tra di essi - il reddito netto da interessi - si è ridotto in termini assoluti (cfr. Figura 8). Questo sviluppo indica chiaramente che le banche sono una delle vittime della politica dei tassi negativi. Questa conclusione, tuttavia, deve essere presa con un pizzico di sale. Le banche sono state le grandi vincitrici del boom che ha portato alla crisi finanziaria globale; con 574 miliardi di euro, il reddito netto da interessi delle banche dell'Eurozona ha raggiunto il massimo storico nel 2008. Il calo successivo può essere visto in parte come una sorta di normalizzazione, poiché le condizioni di allora erano comunque insostenibili.

Dall'anno scorso, tuttavia, il quadro ha iniziato a cambiare nuovamente. Poiché i tassi di interesse sul lato attivo sono aumentati più rapidamente di quelli sul lato passivo - anche se solo marginalmente (+14 pb contro +12 pb) - è stato possibile arrestare la tendenza al ribasso del differenziale. Di conseguenza, il reddito netto da interessi ha registrato un balzo di quasi l'8%, per un valore stimato di 460 miliardi di euro, raggiungendo nuovamente il livello del 2018.

Figura 8: Società finanziarie: interessi attivi e passivi e relativi driver, 2008-2022, Eurozona



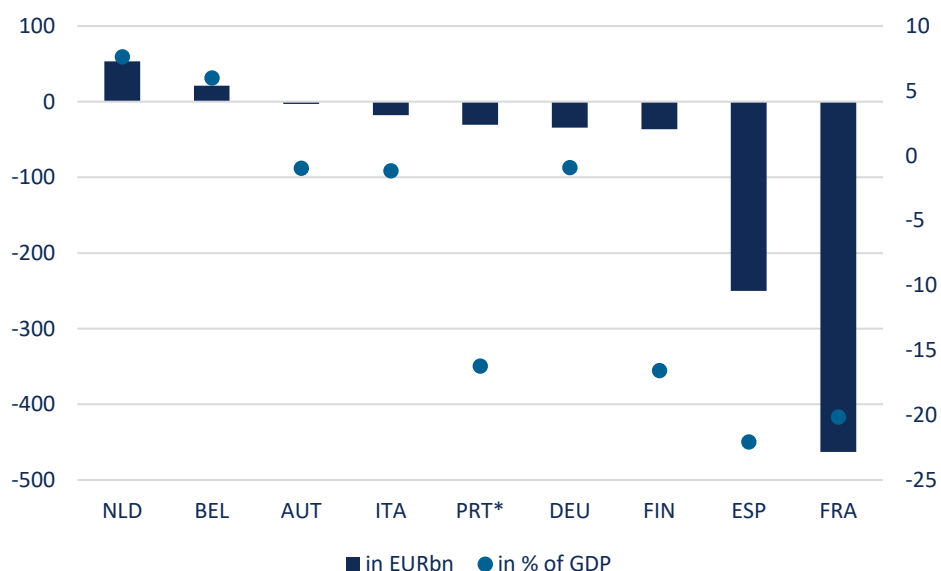
Fonti: Eurostat, Allianz Research.

Le banche spagnole, in particolare, sono state colpite duramente, con una contrazione del volume dei prestiti per diversi anni (cfr. grafico 9). Anche le banche francesi si sono trovate sul fronte della sconfitta, per due motivi: In primo luogo, le passività hanno superato leggermente

le attività (+4,8% contro il 4,4% in media annua) e, in secondo luogo, i tassi sugli interessi ricevuti sono scesi più rapidamente (-330 pb) rispetto ai tassi sugli interessi pagati (-273 pb). Le banche italiane, invece, sono state in grado di attutire il colpo delle attività corporate, poiché i loro titoli di Stato nazionali hanno reso ancora decentemente per la maggior parte del decennio.

Solo le banche olandesi e belghe sono riuscite a migliorare i loro redditi netti da interessi. Tra tutti i Paesi analizzati, i Paesi Bassi sono stati gli unici in cui le banche hanno aumentato in modo significativo il loro rapporto tra attività e passività (da 1,1 nel 2008 a 1,3 lo scorso anno). Inoltre, sono riuscite a mantenere i loro margini relativamente stabili. Le banche belghe, invece, hanno registrato uno dei più forti cali dei tassi d'interesse sulle passività (-3,6 punti percentuali, 2022 rispetto al 2008) nell'arco di tempo preso in esame.

Figura 9: Società finanziarie: variazioni cumulate del reddito netto da interessi per paese, 2009-2022, in % del PIL annuale (dx) e in miliardi di euro (sx)



*2009-2021.

Fonti: Eurostat, Allianz Research

Non solo i soliti sospetti

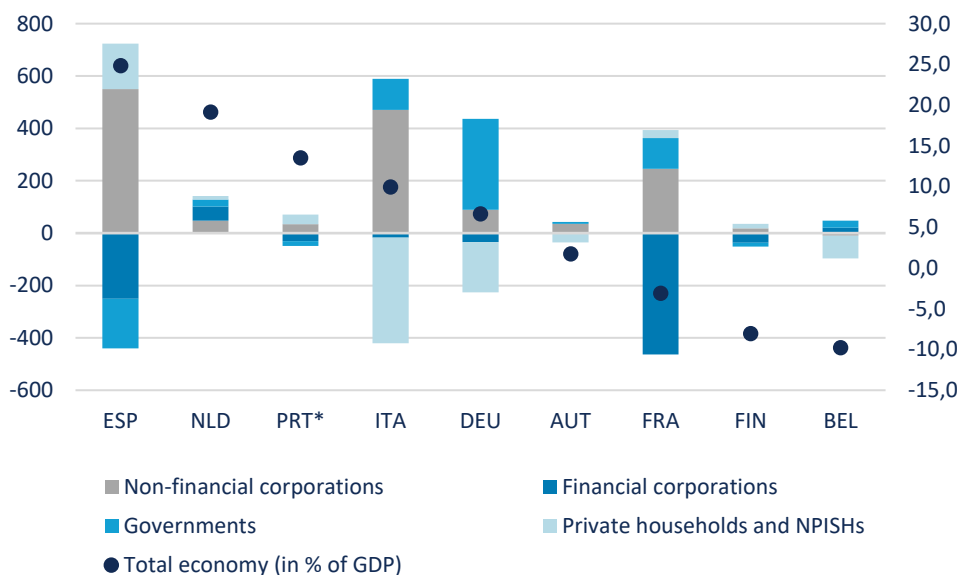
Alla luce di questi effetti molto diversi, non sorprende che il beneficio complessivo dei bassi tassi di interesse all'interno dell'Eurozona non sia equamente distribuito né segua la divisione Nord-Sud (cfr. Figura 10). La Spagna e il Portogallo non sono gli unici a beneficiarne: l'elenco comprende anche i Paesi Bassi (+19,4% del PIL). In quest'ultimo caso, ciò è dovuto principalmente alle banche che sono riuscite - contrariamente alla tendenza generale - ad espandere le loro attività di prestito.

L'elenco dei "vincitori" è completato dall'Italia - dove le società non finanziarie sono state il principale motore, più che compensando le perdite delle famiglie - e dalla Germania. Sebbene

le critiche ai bassi tassi di interesse siano state più forti in Germania, tutto sommato anche il Paese ne ha beneficiato, grazie soprattutto ai risparmi sugli interessi dello Stato.

D'altro canto, Francia (-3,1% del PIL), Finlandia (-8,0% del PIL) e Belgio (-9,8% del PIL) sono sorprendentemente in perdita. Mentre in Francia e Finlandia la colpa è stata soprattutto del debole sviluppo del reddito netto da interessi delle banche, in Belgio è stata del deterioramento dei pagamenti netti per interessi delle famiglie.

Figura 10: Economia totale: variazioni cumulate del reddito netto da interessi per paese e settori, 2009-2022, in % del PIL annuale (dx) e in miliardi di euro (sx)



*2009-2021.

Fonti: Eurostat, Allianz Research.

APPENDICE

Che cos'è il FISIM?

I conti nazionali si riferiscono a due forme di interessi attivi e passivi: prima e dopo i "FISIM", acronimo di "Financial Intermediation Services, Indirectly Measured". Il calcolo viene effettuato sommando/deducendo le commissioni indirette applicate dalle banche nell'ambito delle loro attività di prestito e di deposito, calcolate mediante modelli, ai pagamenti di interessi effettivamente effettuati.

In altre parole, la contabilità nazionale presuppone che i pagamenti di interessi siano costituiti da due componenti: l'interesse "puro" e il prezzo del servizio bancario (ad esempio, elaborazione dei prestiti, gestione dei depositi, ecc.) Questo è il motivo per cui, ad esempio, il reddito da interessi delle famiglie è molto più alto dopo i SIFIM - dopo tutto, questo reddito regola anche le commissioni di servizio relative alla gestione del conto che le banche, tuttavia, trattengono comodamente subito (per questo motivo sono definite commissioni indirette). Gli interessi passivi, invece, sono molto più bassi, perché parte degli interessi pagati si riferiscono "effettivamente" alle commissioni di servizio per l'elaborazione dei prestiti (che, tuttavia, non sono direttamente dichiarate dalle banche).

Le differenze tra la misurazione degli interessi prima e dopo i SIFIM non sono affatto trascurabili, come rivela, ad esempio, uno sguardo ai conti nazionali tedeschi del 2021. Secondo queste statistiche, in quell'anno le famiglie hanno dovuto sostenere spese per interessi pari a 46,4 miliardi di euro e hanno guadagnato interessi per 9,3 miliardi di euro. Al contrario, le cifre dopo aver tenuto conto delle commissioni bancarie indirette sono di 15,1 miliardi di euro di interessi passivi e 23,6 miliardi di euro di interessi attivi. Ciò significa che i SIFIM trasformano un reddito netto da interessi nettamente in rosso (-37,0 miliardi di euro) in un'eccedenza considerevole (+8,5 miliardi di euro). Ciò dimostra che il metodo di calcolo degli interessi ha un impatto considerevole sul risultato.

Ai fini della nostra analisi, per valutare l'impatto dei bassi tassi di interesse sulle finanze delle famiglie, non crediamo che abbia molto senso considerare gli interessi attivi e passivi dopo aver misurato indirettamente l'allocazione dei servizi di intermediazione finanziaria. Sebbene questo tipo di disaggregazione possa essere coerente con la logica dei conti nazionali, nel senso che facilita la stima del contributo al valore aggiunto del settore bancario, non riflette in alcun modo la realtà della vita dei risparmiatori. I risparmiatori, infatti, non vivono in un mondo teorico; non sono interessati a sapere cosa sarebbe stato accreditato sul loro conto alla fine dell'anno se si fosse tenuto conto dei servizi bancari indiretti. Piuttosto, sono interessati solo ai fondi che finiscono effettivamente sul loro conto. Lo stesso vale per gli interessi passivi, che nessun risparmiatore è in grado di suddividere in interessi puri e commissioni (dopo tutto, che formula userebbe?). Ciò che interessa è l'importo che deve essere versato alla banca ogni mese.

Queste valutazioni sono, come sempre, soggette alla dichiarazione di non responsabilità fornita di seguito.

DICHIARAZIONI PREVISIONALI

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

Tali deviazioni possono sorgere a causa, a titolo esemplificativo, (i) cambiamenti delle condizioni economiche generali e della situazione competitiva, in particolare nei mercati del Gruppo Allianz e non, (ii) andamento dei mercati finanziari (in particolare volatilità del mercato, liquidità ed eventi creditizi), (iii) frequenza e gravità degli eventi di perdita assicurata, anche derivanti da catastrofi naturali, e sviluppo delle spese di perdita, (iv) livelli e tendenze di mortalità e morbilità, (v) livelli di persistenza dei fenomeni osservati, (vi) entità delle inadempienze creditizie, in particolare nel settore bancario, (vii) livelli dei tassi di interesse, (viii) tassi di cambio tra cui il tasso di cambio Euro / Dollaro, (ix) modifiche delle leggi e dei regolamenti, comprese le normative fiscali, (x) impatto delle acquisizioni, inclusi i relativi problemi di integrazione, comprese le misure di riorganizzazione e (xi) fattori competitivi generali, da considerarsi su base locale, regionale, nazionale e / o globale. Molti di questi fattori possono essere più probabili o avere conseguenze più accentuate a causa delle attività terroristiche e delle loro conseguenze.

NESSUN DOVERE DI AGGIORNARE

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

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