

Allianz Research

Le condizioni di credito nell'Eurozona

21 Luglio 2022



Andreas (Andy) Jobst
Head of Macroeconomic
and Capital Markets
Research
andreas.jobst@allianz.com

Maddalena Martini
Economist
maddalena.martini@allianz.com

Eric Barthalon
Head of Capital Markets
Research
eric.barthalon@allianz.com

EXECUTIVE SUMMARY

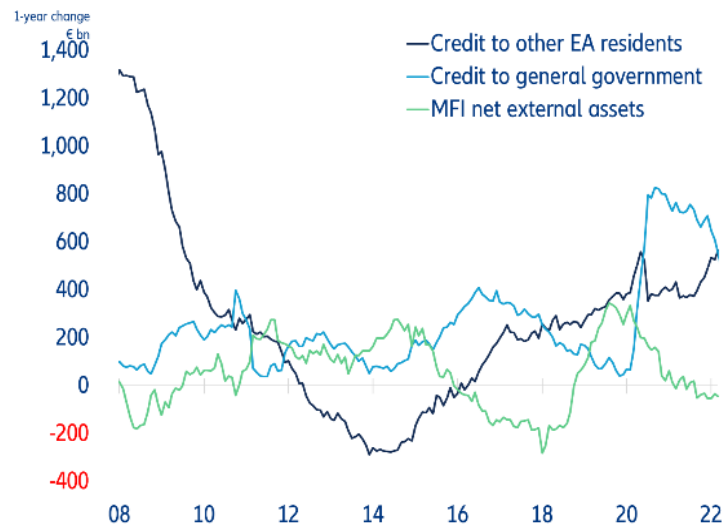
- Dopo che la BCE ha alzato i tassi di interesse per la prima volta in oltre 11 anni con un rialzo a sorpresa di 50 punti base, le condizioni di finanziamento in forte inasprimento potrebbero innescare una stretta creditizia? Mentre le banche sono in condizioni migliori rispetto alla crisi del debito sovrano di più di un decennio fa, sono già diventate più avverse al rischio. L'uscita dalle misure di sostegno alle crisi limiterà ulteriormente la loro capacità di concedere prestiti. La maggior parte delle moratorie sul debito e delle garanzie sul debito pubblico sono state gradualmente eliminate, e la terza rata delle OMRLT della BCE è scaduta alla fine di giugno, ponendo fine a più di otto anni di accesso a basso costo alla moneta della banca centrale. In questo contesto, il settore privato potrebbe trovarsi ad affrontare un notevole aumento dei costi di finanziamento, che potrebbe amplificare gli effetti negativi dell'inflazione sui consumi e sugli investimenti.
- Con l'inflazione complessiva che ha raggiunto livelli record, la BCE è comprensibilmente concentrata sul mantenere le aspettative di inflazione in linea con gli obiettivi della Banca Centrale. Tuttavia, poiché la crescente avversione al rischio delle banche causa un rallentamento della crescita del credito, la minore domanda di moneta dovrebbe essere disinflazionistica. Pertanto, il forte inasprimento delle condizioni di credito potrebbe indurre il Consiglio direttivo ad adottare presto un ritmo più graduale di normalizzazione delle politiche in mezzo ai crescenti rischi di recessione.

L'inasprimento delle condizioni di finanziamento a causa dell'aumento dei tassi può causare una stretta creditizia?

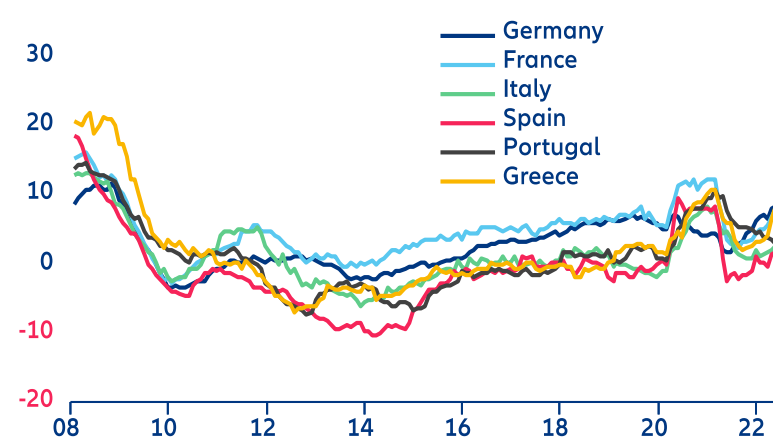
Il Consiglio direttivo della BCE ha anticipato la sua uscita dai tassi negativi e ha aumentato i tassi ufficiali di 50 punti base nella riunione odierna. Tuttavia, le condizioni del credito stanno già iniziando a mostrare le prime crepe a causa del deterioramento delle prospettive economiche. Sebbene l'impulso creditizio complessivo sia rimasto positivo, in quanto i prestiti al settore privato rimangono sostenuti (la crescita complessiva del credito ha raggiunto il 5,7% annuo il mese scorso, trainata soprattutto dai prestiti commerciali), le attuali dinamiche del credito sembrano essere spiegate da una rotazione dei prestiti al settore pubblico (in contrazione) (Figura 1). Inoltre, il tasso di prestito per i nuovi prestiti alle PMI (delegati da prestiti con un importo nominale fino a 1 milione di euro) rispetto alle imprese più grandi è diminuito significativamente in tutti i Paesi membri dell'Eurozona. I tassi di prestito si sono attestati tra l'1,4% e il 3,8% nei primi cinque mesi del 2022 (rispetto al 2,7% e al 7,2% della prima metà del 2012, al culmine della crisi del debito sovrano europeo.

Figura 1: Crescita del credito e attività nette con l'estero delle istituzioni finanziarie monetarie (IFM) dell'Eurozona

Variazione del credito in essere



Crescita del credito (a/a %)

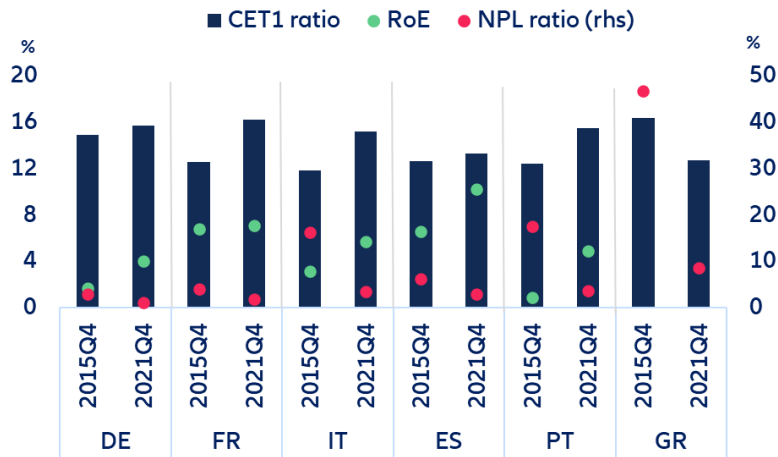


Fonti: Refinitiv, Allianz Research

Un settore bancario più sano potrebbe fornire le prospettive di credito con un margine di sicurezza. Sebbene la redditività rimanga una sfida importante per le banche dell'Eurozona, il capitale e la qualità degli attivi sono migliorati negli ultimi anni (Figura 2), grazie all'armonizzazione e al rafforzamento della regolamentazione e agli sforzi di efficienza dei costi. I primi hanno aiutato le banche a costruire solide posizioni patrimoniali, con il CET1 ratio che è sceso solo leggermente al 15,2% nel 1° trimestre 2022 dal 15,8% della fine dello scorso anno. Gli sforzi per ridurre lo stock di prestiti non performanti (NPL), soprattutto nei Paesi dell'Europa meridionale, si sono dimostrati efficaci e le misure di soccorso legate alla pandemia hanno impedito un significativo deterioramento della qualità degli attivi. Inoltre, un mercato secondario attivo per gli NPL in Italia, Grecia e Spagna ha permesso alle banche di scaricare le attività deteriorate (con la Grecia che ha raggiunto un rapporto a una cifra dal picco del 47% nel 2016). Di conseguenza, il rapporto NPL è diminuito dal 3,2% alla fine del 2019 all'1,9% nel primo trimestre del 2022. Nel frattempo, i prestiti a rischio (classificati come Stage 2) sono rimasti sostanzialmente stabili nel periodo (al 9,3% nel 1° trimestre, con un rapporto di copertura del 4%). Nonostante i significativi miglioramenti, il rapporto prezzo/valore contabile delle banche dell'Eurozona indica che il difficile contesto continua a pesare sulle valutazioni,

limitando la capacità delle banche di erogare prestiti a causa dell'elevato costo del capitale e di rafforzare le riserve di capitale per aumentare la loro resilienza nel tempo (Figura 3).

Figura 2: Eurozona: redditività, capitalizzazione e qualità degli attivi delle banche (2015 vs. 2021)



Fonti: Refinitiv, Allianz Research.

Nota: CET1=common equity Tier 1 capital ratio. Il rendimento del capitale proprio (RoE) delle banche greche è stato negativo ed è stato omesso (riportato a -24% nel Q4 2015 e a -20% nel Q4 2021).

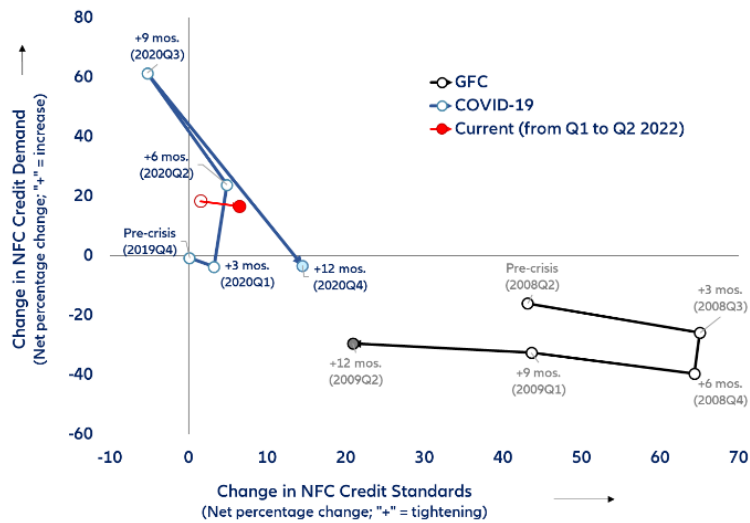
Figura 3: Confronto dei rapporti prezzo/valore contabile delle banche nell'Eurozona, nel Regno Unito e negli Stati Uniti



Fonti: Refinitiv, Allianz Research

Tuttavia, secondo l'ultima indagine sulla banca della BCE, dopo un anno di stabilizzazione degli standard di prestito, le banche sono diventate significativamente più avverse al rischio. Segnalando che la normalizzazione della politica monetaria ha aumentato il costo dei fondi e i vincoli di bilancio, hanno anche notevolmente inasprito i loro standard di credito (cioè linee guida interne o criteri di approvazione dei prestiti) nel secondo trimestre del 2022. L'entità della stretta netta è simile ai livelli registrati durante le prime fasi della crisi Covid-19 nel 2020. Tuttavia, rispetto alle conseguenze della crisi finanziaria globale (GFC), non c'è stata alcuna stretta creditizia (Figura 4).

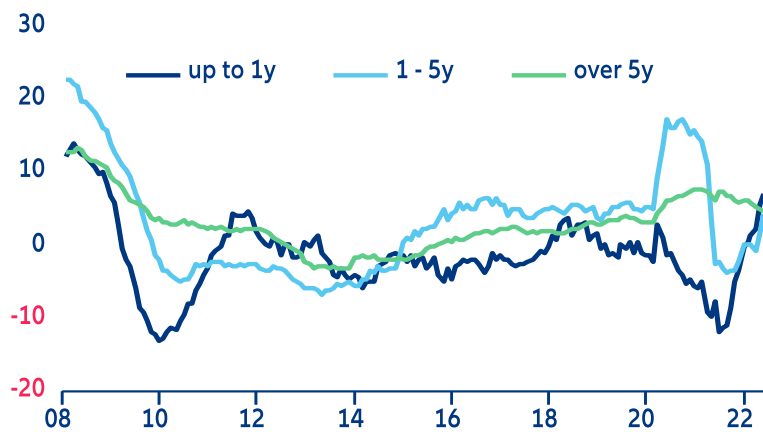
Figura 4: Condizioni di credito dell'Eurozona per le società non finanziarie (ECB Bank Lending Survey)



Fonti: Refinitiv, Allianz Research

Allo stesso tempo, la domanda netta di credito dovuta ai requisiti di capitale circolante è rimasta forte. Le esigenze di finanziamento delle imprese sono probabilmente legate all'aumento dei prezzi dell'energia e delle materie prime e alle continue interruzioni della catena di approvvigionamento, che hanno portato a un aumento dell'indebitamento a scadenze più brevi (Figura 5). Tuttavia, il calo della fiducia delle imprese ha frenato la domanda netta di prestiti alle imprese per finanziare gli investimenti (figura 6).

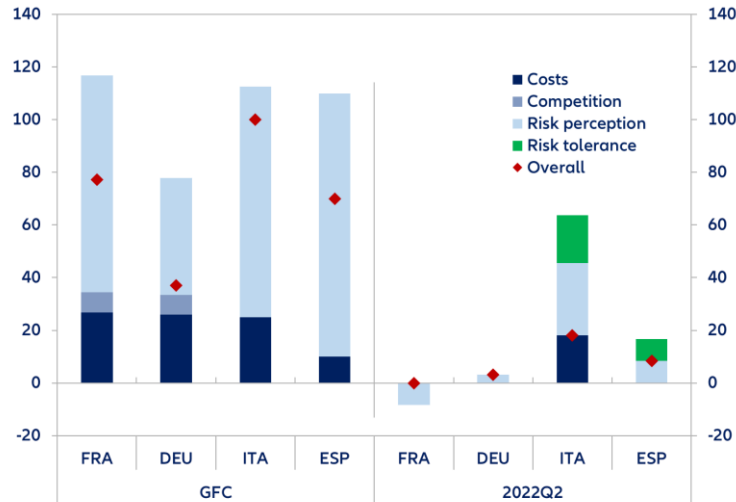
Figura 5: Variazione del credito NFC nell'Eurozona (per scadenza, percentuale)



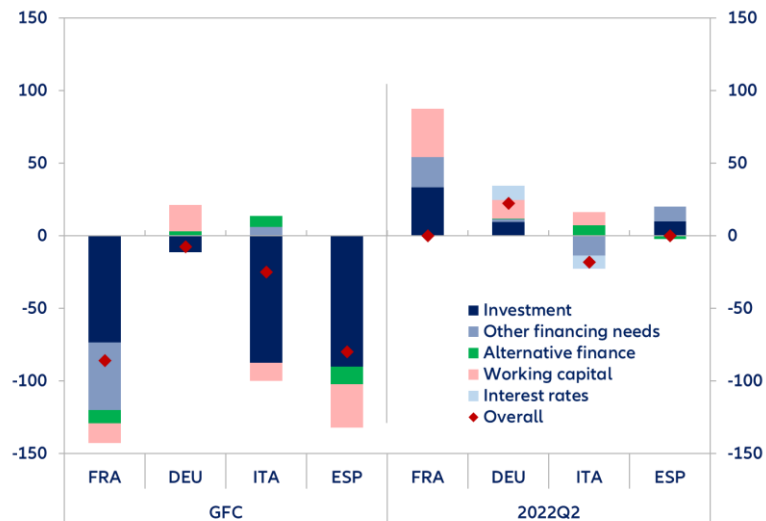
Fonti: Refinitiv, Allianz Research

Figura 6: Cambiamento della domanda e degli standard di credito nell'Eurozona (ECB Bank Lending Survey)

Standard di credito



Domanda di credito



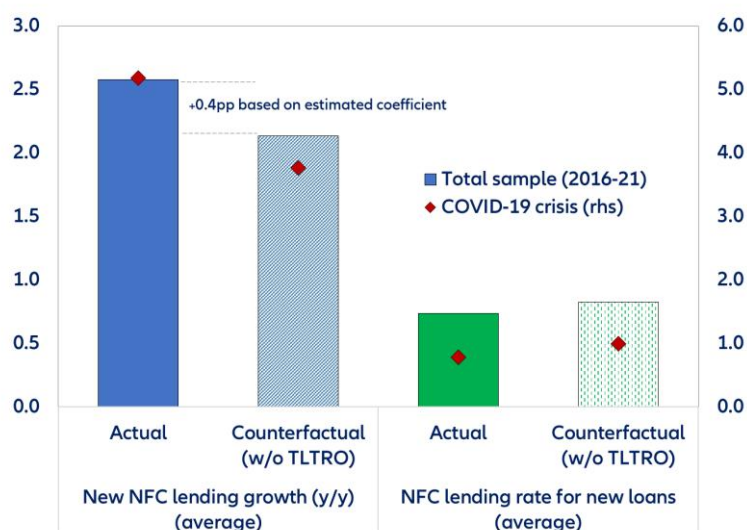
Fonti: BCE, Refinitiv, Allianz Research.

Nota: GFC=2009Q1. Variazioni degli standard di credito (+ = inasprimento) durante il rispettivo trimestre in base alle percentuali nette calcolate come differenza tra le banche che vedono un inasprimento rispetto all'allentamento degli standard di credito. I fattori che contribuiscono non si sommano alla valutazione complessiva degli standard di credito. In ogni paese, l'episodio GFC si riferisce al trimestre in cui gli standard di credito hanno raggiunto il picco. Variazioni della domanda di credito (+ = aumento) durante il rispettivo trimestre in base alle percentuali nette calcolate come differenza tra le banche che vedono un aumento rispetto alla diminuzione della domanda. I fattori che contribuiscono non si sommano alla valutazione complessiva delle condizioni della domanda. In ogni paese, l'episodio GFC si riferisce al trimestre in cui la domanda di credito è diminuita al minimo.

L'uscita dalle misure di sostegno alla crisi limiterà ulteriormente la capacità delle banche di concedere prestiti. Mentre alcuni paesi dell'Eurozona hanno prolungato o ripristinato i sistemi

di garanzia pubblica per le imprese e il sostegno all'assicurazione del credito commerciale, la maggior parte delle moratorie sul debito sono ora scadute e, quindi, aumenteranno il costo del rischio per le banche. Inoltre, la terza rata delle operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine (OMRLT) della BCE è scaduta alla fine di giugno, il che pone fine a più di otto anni di accesso a basso costo alla moneta della banca centrale per le banche. Le OMRLT sono state il principale strumento della BCE per garantire che il canale di prestito funzionasse in modo efficiente e abbia subito importanti cambiamenti nell'attuazione sin dall'inizio, soprattutto durante la crisi Covid-19. In un recente studio del FMI, Jobst e Nguyen (di prossima pubblicazione)¹ constatano che l'utilizzo dei finanziamenti OMRLT ha comportato un aumento dei prestiti netti alle imprese, in particolare sui prestiti di grandi dimensioni, mentre l'impatto sui tassi di prestito è stato attenuato (e statisticamente insignificante) (Figura 7). Tuttavia, il beneficio delle banche derivanti dal finanziamento delle OMRLT è ancora significativo, soprattutto nei paesi con grandi importi di prestito, come Francia, Italia e Spagna, ma diminuirà nel tempo man mano che i rimborsi delle varie tranche scadranno fino a fine-2024.²

Figura 7: Eurozona □ impatto medio dell'adozione delle OMRLT sui prestiti NFC (percentuale)



Fonti: BCE, Jobst e Nguyen (di prossima pubblicazione), Allianz Research

Cosa significherà l'inasprimento delle condizioni finanziarie per le famiglie e le imprese?

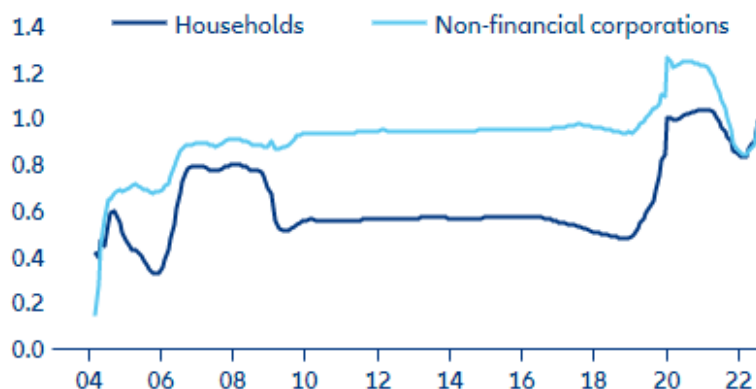
Per le imprese, il passaggio tra i tassi di interesse di mercato e quelli bancari è stato storicamente più forte rispetto alle famiglie (i cui tassi tendono ad essere mediamente più elevati, dato il tasso di recupero più basso dei prestiti al consumo e la maggiore durata dei mutui rispetto alle linee di credito societarie più brevi) (Figura 8). Nella maggior parte dei paesi, il passaggio è maggiore anche per i prestiti più piccoli (fino a 1 milione di euro). La nostra analisi mostra che la sensibilità dei prestiti alle imprese agli aumenti del tasso di riferimento era pari a quella dopo la crisi finanziaria globale, mentre per i prestiti alle famiglie la sensibilità era di

¹ Si veda Andreas A. Jobst e Vina Nguyen, di prossima pubblicazione, "The Impact of ECB's TLTROs on Bank Lending", documento di lavoro del FMI (Washington). I ricercatori hanno inoltre rilevato che l'impatto dell'adozione delle TLTRO dipende anche dalle caratteristiche del settore bancario (buffer di capitale e livelli di NPL) e dalla struttura dei programmi TLTRO (tassi favorevoli, importo ammissibile dei prestiti).

² L'ultima tornata di finanziamenti TLTRO comporta un sussidio implicito di almeno 50 pb rispetto al tasso effettivo di policy se le banche registrano una crescita netta positiva dei prestiti.

circa 0,5-0,6. Tuttavia, dall'inizio della pandemia, i tassi sui prestiti alle famiglie sono diventati più sensibili alle variazioni del tasso di riferimento; ciò suggerisce una maggiore sensibilità della parte lunga della curva dei rendimenti (che colpisce le famiglie) alle variazioni dei tassi delle banche centrali (che interessano principalmente le NFC).

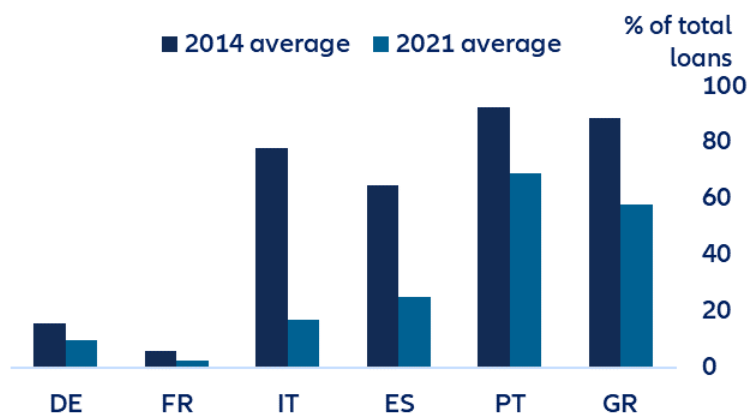
Figura 8: Eurozona: sensibilità dei tassi sui prestiti per le società non finanziarie (NFC) e le famiglie (HH) alle variazioni del tasso di riferimento (stima a rotazione di 10 anni)



Fonti: Refinitiv, Allianz Research

Di conseguenza, anche le condizioni di credito e la domanda di acquisti di case saranno influenzate. In particolare, i paesi con una quota elevata di prestiti a tasso variabile saranno maggiormente colpiti dagli aumenti dei tassi (figura 9). Nonostante un significativo passaggio dei mutuatari ipotecari ai prestiti a tasso fisso, il 60-70% dei nuovi prestiti per l'acquisto di case in Grecia e Portogallo sono ancora a tasso variabile. Per coprire l'aumento dei costi di finanziamento, le famiglie probabilmente spenderanno parte dei risparmi in eccesso accumulati durante la pandemia, che hanno iniziato a essere rilasciati negli ultimi trimestri. In effetti, il tasso di risparmio nell'Eurozona è sceso ulteriormente al 15,7% nel primo trimestre 2022, dal picco del 20,6% raggiunto un anno prima..

Figura 9: Eurozona: quota di prestiti di nuova origine a tassi variabili



Fonti: ECB, Allianz Research

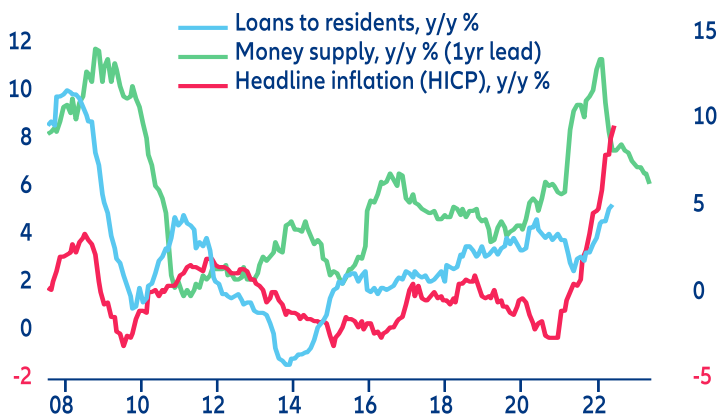
Quando si tratta di società, i problemi di qualità degli asset potrebbero riemergere presto. Le insolvenze societarie sono già in aumento con la scadenza delle moratorie fallimentari e

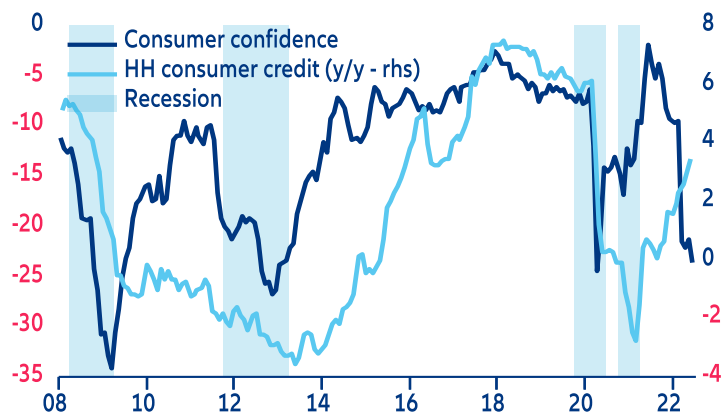
delle garanzie sul debito pubblico e gli effetti cicatriziali legati alla crisi sfidano le imprese nei settori fortemente colpiti. Le imprese più grandi con accesso al mercato hanno per lo più coperto le loro esigenze di rifinanziamento già nel breve termine, il che le rende meno sensibili all'inasprimento delle condizioni di finanziamento. Anche considerevoli riserve di liquidità (+13% nel 2021 rispetto al 2020) possono aiutare le imprese ad assorbire le attuali pressioni sui prezzi, ma solo se la crescita non rallenta ulteriormente così come i prezzi dell'energia non aumentano. Ci aspettiamo, pertanto, che quest'anno i casi di insolvenza superino i livelli pre-pandemia solo in Spagna e Grecia, mentre nelle economie dell'altro blocco i fallimenti saranno probabilmente gestibili.

In questo contesto, l'aumento dei rischi al ribasso potrebbe costringere la BCE a un'inversione a U della politica?

Con l'inflazione complessiva dell'Eurozona che ha raggiunto livelli record a giugno (8,6% a/a), la BCE dovrebbe giustamente concentrarsi sul mantenere le aspettative di inflazione un linea con gli obiettivi. Prevediamo che l'inflazione raggiungerà il picco in questo trimestre (a meno che la Russia non chiuda tutte le esportazioni di gas). Allo stesso tempo, la forte domanda di credito suggerisce che le imprese e le famiglie hanno ripreso a fare leva per far fronte alle attuali pressioni sui prezzi (Figura 10). L'aumento dei rischi al ribasso per le prospettive di crescita potrebbe tuttavia ben presto giustificare una stretta monetaria più lenta, soprattutto se la crescita del credito dovesse alla fine rallentare. Poiché la crescente avversione al rischio delle banche causa un ulteriore inasprimento delle condizioni di credito, una minore domanda di moneta e una diminuzione della velocità di circolazione del denaro dovrebbero essere disinflazionistiche (Figura 11). Il Consiglio direttivo potrebbe pertanto essere presto orientato verso l'adozione di un ritmo più graduale di normalizzazione delle politiche in mezzo alle crescenti preoccupazioni per la crescita..

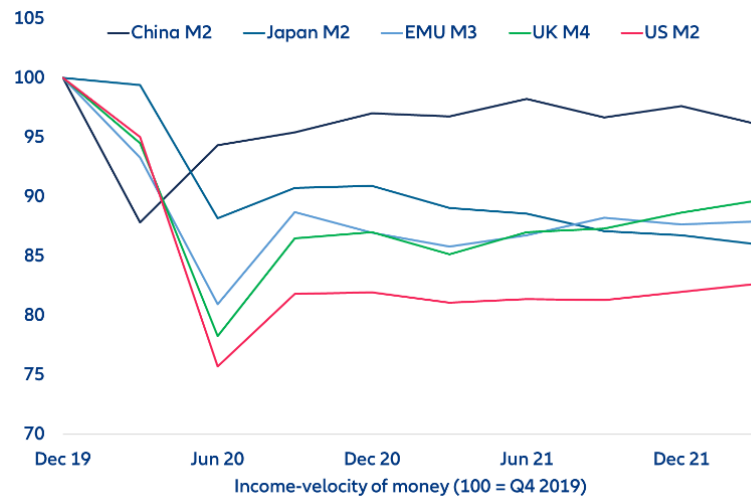
Figura 10: Eurozona □ credito, fiducia dei consumatori e inflazione (percentuale)





Fonti: Refinitiv, Allianz Research

Figura 11: Velocità di reddito del denaro (indicizzata)



Fonti: Refinitiv, Allianz Research

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 serie di servizi forniti da Euler Hermes.