

Lezioni antiche per un mondo moderno

Rendimenti delle attività finanziarie private in alcuni paesi dell'UEM

8 December 2022



Kathrin Stoffel
Economist Insurance and
Wealth
kathrin.stoffel@allianz.com

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

EXECUTIVE SUMMARY

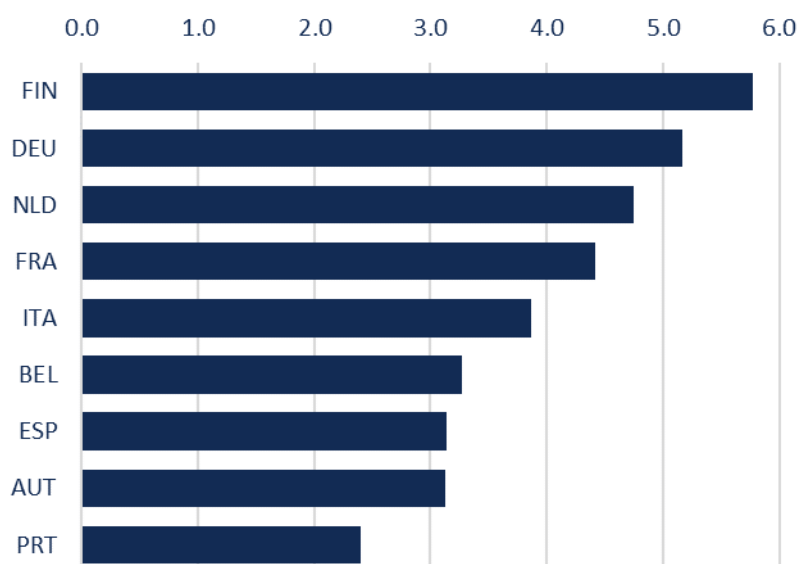
- **Nell'ultimo decennio, i tassi di interesse a zero in Europa non hanno frenato la crescita delle attività finanziarie delle famiglie, in particolare in Germania (+5.2%).** Tuttavia, i fattori di crescita sono stati molto diversi tra i paesi: mentre le famiglie tedesche hanno fatto affidamento su nuovi risparmi (principalmente dal reddito da lavoro), la maggior parte degli altri paesi ha beneficiato di guadagni di valore (vale a dire l'aumento dei prezzi dei titoli.).
- **Riscontriamo enormi differenze tra i rendimenti impliciti delle attività finanziarie delle famiglie, che vanno dal 2,5% in Austria al 6,0% in Finlandia.** I rendimenti impliciti si riferiscono alla somma totale dei guadagni in valore e dei redditi da investimenti in relazione ai portafogli. In quanto tali, sono un indicatore intrigante per visualizzare le differenze nelle strategie di investimento. La Germania si comporta piuttosto male (3,1%), mentre la Francia (4,1%) si colloca nel mezzo. Negli ultimi due anni, tuttavia, i risparmiatori tedeschi hanno iniziato ad abbracciare i mercati dei capitali, spingendo i loro rendimenti al di sopra della media del gruppo di paesi considerati, con un risparmio aggiuntivo di circa 1.000 euro pro capite.
- **I rendimenti possono agire come amplificatore della disuguaglianza.** Nella maggior parte dei paesi, esiste uno scarto significativo tra i gruppi di reddito più bassi e quelli più alti in termini di rendimenti: aumentano – più o meno – in tandem con il reddito man mano che i gruppi a reddito più elevato investono di più in attività a rendimento più elevato (cioè più rischiose) come le azioni. Ma c'è un'eccezione degna di nota: i Paesi Bassi, dove i rendimenti sono molto simili per tutte le fasce di reddito. Ciò testimonia il ruolo di un sistema pensionistico forte e finanziato dal capitale che può funzionare come equalizzatore di ricchezza..
- **Guardando al futuro, i risparmiatori dovranno adattarsi a un mondo con un'inflazione più elevata e più lunga, ma le vecchie regole si applicano ancora.** L'aumento dell'inflazione ha già eroso drasticamente i rendimenti nel 2021, con il rendimento totale medio in calo di oltre il -60% in termini reali. Il 2022 sarà peggiore: con un tasso medio di inflazione superiore all'8% nell'Eurozona, il rendimento reale sarà spinto in territorio negativo. Nel 2023, poiché l'inflazione dovrebbe scendere dai suoi recenti picchi, la situazione dovrebbe migliorare. Tuttavia, con un'inflazione annua intorno al 5%, è molto probabile che i rendimenti reali rimangano in rosso. Inoltre, poiché l'inflazione dovrebbe rimanere elevata per il momento, è ancora più urgente che le famiglie adattino il loro

comportamento di risparmio, concentrandosi sulla creazione di valore a lungo termine piuttosto che sulla detenzione di liquidità a breve termine.

Colpi diversi: crescita degli asset e ricchezza nell'Eurozona

Nell'ultimo decennio, nonostante le crisi dell'euro e del Covid-19, le attività finanziarie delle famiglie sono aumentate in tutti i sette maggiori paesi dell'Eurozona che esaminiamo in questo rapporto. In effetti, le famiglie in Finlandia e Germania hanno persino registrato tassi di crescita media annua piuttosto consistenti, superiori al +5%. All'estremità inferiore della scala c'è il Portogallo, dove la crescita media delle attività è stata ben al di sotto della soglia del +3%, mentre Austria (+3,1%), Spagna (+3,1%) e Belgio (+3,3%) sono riusciti a essere appena al di sopra di esso (vedi Figura1).

Figure 1: Financial assets per capita*, CAGR 2012-21 in %



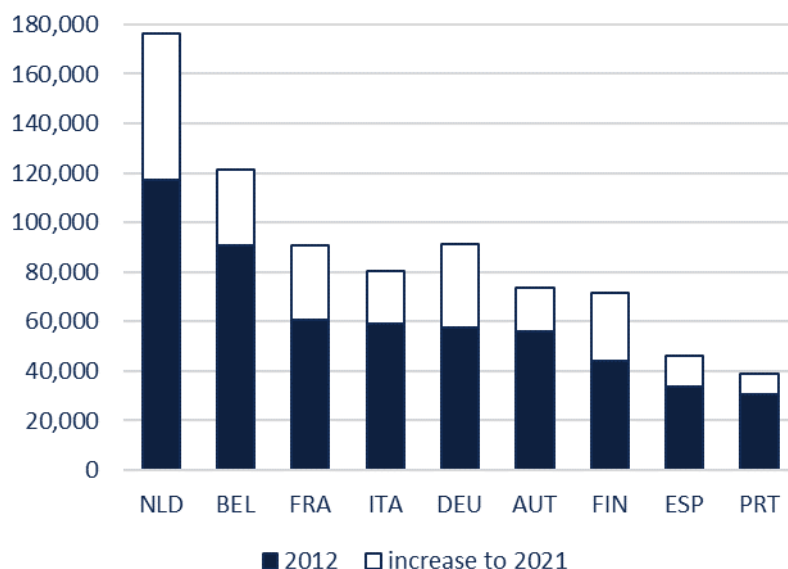
*senza altre fonti di capitale

Fonti: Eurostat, Allianz Research.

In numeri assoluti, i differenziali di crescita sono ancora più netti, riflettendo i diversi livelli di ricchezza nell'Eurozona. Gli aumenti medi annui totali delle attività finanziarie pro capite, vale a dire la somma delle variazioni di valore, redditi da capitale e risparmi sul reddito da lavoro, variano da soli 740 euro in Portogallo a ben 7.230 euro nei Paesi Bassi. Germania e Belgio seguono al secondo e terzo posto con quasi le stesse cifre (3.840 euro e 3.830 euro, rispettivamente). Oltre al Portogallo, la crescita assoluta è stata significativamente inferiore alla media in Italia (2.510 euro), Austria (2.340 euro) e Spagna (1.290 euro) (cfr. grafico2).

Alla fine del 2021, le attività finanziarie medie pro capite nei Paesi Bassi ammontavano a 176.510 euro, oltre 4,5 volte la quantità di risparmio privato in Portogallo (38.810 euro). Il divario di ricchezza si è persino ampliato durante il periodo di osservazione: lo stesso fattore è arrivato a soli 3,8 nel 2012. Cosa spiega questo ampio vantaggio? In primo luogo il forte ruolo svolto dalla previdenza per la vecchiaia aziendale. In confronto, le famiglie tedesche sono nella fascia medio-alta della classifica, con attività finanziarie pro capite medie di 91.090 euro..

Grafico 2 - Attività finanziarie pro capite*, 2012 e aumento fino al 2021, in EUR



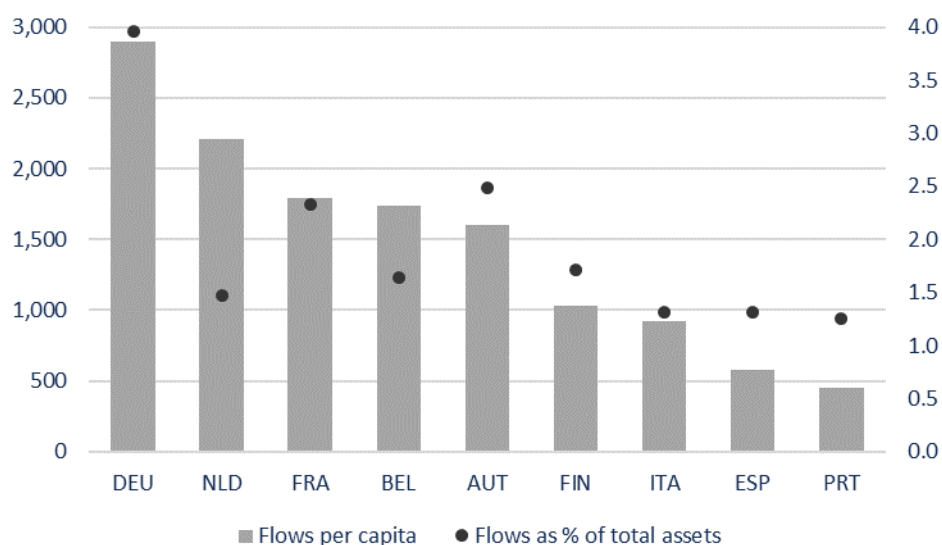
* senza altre risorse azionarie

Fonti: Eurostat, Allianz Reseach.

Le statistiche dei conti finanziari confermano lo stereotipo dei tedeschi come appassionati risparmiatori. Tra il 2012 e il 2021, le famiglie tedesche hanno speso l'importo più elevato per l'acquisizione di nuove attività finanziarie ("nuovi risparmi"): in media 2.900 euro pro capite all'anno, un enorme 72% in più rispetto alla media di tutti i paesi analizzati. Anche le famiglie nei Paesi Bassi (2.210 euro), in Francia (1.790 euro) e in Belgio (1.740 euro) hanno accantonato un importo superiore alla media. In fondo alla scala troviamo le famiglie dell'Europa meridionale: Italia (920 euro), Spagna (580 euro) e Portogallo (450 euro), che sono state costrette a ridurre i risparmi durante la crisi dell'euro (vedi figura3).

La Germania è leader anche per quanto riguarda il risparmio annuo in rapporto al totale delle attività finanziarie: con il 4,0%, questa cifra si attesta a quasi il doppio della media (2,3%) e non meno di 1,5 punti percentuali davanti all'Austria, che si colloca al secondo posto. Come per la formazione di attività finanziarie pro capite, anche in questo caso le famiglie dell'Europa meridionale sono inferiori alla media.

Figura 3: Flussi annui pro capite (in EUR, lhs) e in percentuale delle attività finanziarie totali (rhs)*, media 2012-2021

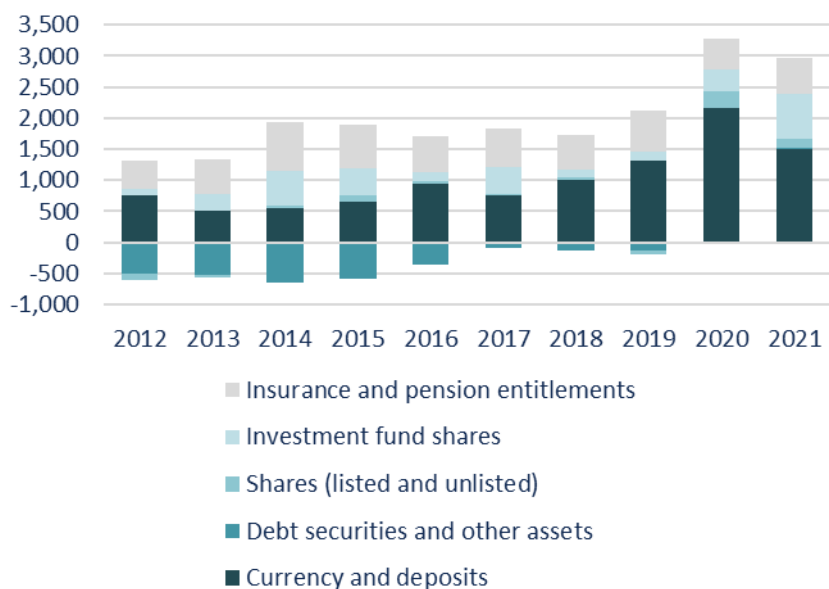


*senza altri mezzi propri

Fonti: Eurostat, Allianz Research.

Vale la pena ricordare che in tutti i paesi i nuovi risparmi durante i due anni di pandemia sono stati molte volte superiori alle rispettive medie a lungo termine (cfr. figura 4). E questa volta, le famiglie nei paesi dell'Europa meridionale hanno visto i maggiori aumenti: Spagna (quasi +190%), Portogallo (+180%) e Italia (oltre +140%). In Germania, il risparmio è aumentato solo del +59%, anche se ciò può essere spiegato dalla già elevata tendenza al risparmio. In tutti i paesi, i flussi medi pro capite sono stati pari a 1.690 euro dal 2012 al 2021; se si considerano solo i due anni di pandemia, il valore medio quasi raddoppia a 3.110 euro. I depositi bancari sono rimasti il veicolo di risparmio più favorito e hanno rappresentato circa il 50% dei nuovi risparmi nel 2021. Tuttavia, la loro quota sui flussi totali è diminuita significativamente rispetto all'anno precedente (66% nel 2020) a favore di fondi di investimento e prodotti assicurativi e pensionistici, che sono aumentati rispettivamente dall'11% al 24% e dal 16% al 20%..

Figura 4: Flussi pro capite* per classe di attività, media in tutti i paesi, in EUR



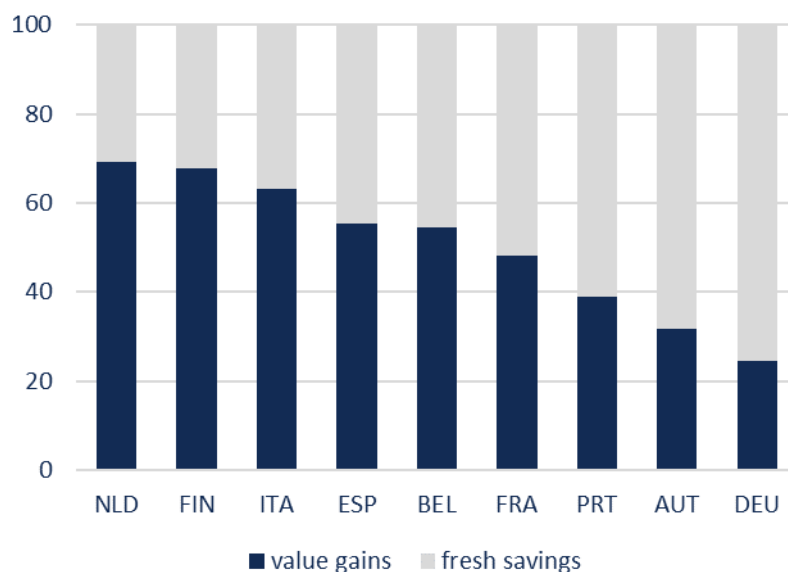
*senza altre fonti di capitale

Fonti: Eurostat, Allianz Research.

I guadagni di valore superano i nuovi risparmi

Ci sono due driver di crescita per le attività finanziarie: i guadagni di valore, innescati, ad esempio, dall'aumento dei prezzi azionari o obbligazionari, e i nuovi risparmi, ovvero l'acquisizione di nuove attività finanziarie. Quindi, cosa guida la crescita delle attività finanziarie delle famiglie nell'Eurozona? La risposta varia da paese a paese. Mentre nei Paesi Bassi e in Finlandia, oltre i due terzi della crescita degli asset sono stati trainati da plusvalenze, in Germania è stato inferiore a un quarto. Non sorprende che un'elevata quota di plusvalenze corrisponda a tassi di crescita più elevati, e viceversa: la scarsa performance delle attività finanziarie delle famiglie in Portogallo deve essere vista sullo sfondo di mercati dei capitali generalmente deboli. Solo la Germania non rientra in questo modello – elevata quota di guadagni di valore, alti tassi di crescita – poiché una crescita superiore alla media coincide solo con bassi guadagni di valore (cfr. figura 5). In altre parole, in Germania, la crescita delle attività finanziarie è quasi esclusivamente il risultato dell'acquisizione di nuove attività finanziarie..

Figura 5 - Composizione della crescita delle attività finanziarie*, media 2012-2021 in %



*senza altre fonti di capitale

Fonti: Eurostat, Allianz Research.

Non tutti i nuovi risparmi sono uguali: possono provenire da investimenti o da redditi da lavoro. Utilizzare i redditi da capitale significa che gli interessi o i dividendi ricevuti sono destinati all'acquisto di nuove attività finanziarie, a volte anche in modo automatico (ad esempio, fondi con utili non distribuiti). Se i redditi da capitale sono superiori ai risparmi desiderati, una parte di tali redditi può essere utilizzata per sostenere i consumi. D'altro canto, se i risparmi desiderati superano i redditi da capitale, una parte dei redditi da lavoro deve essere utilizzata per colmare questo "gap di risparmio". Di conseguenza, il reddito da lavoro è meno disponibile per i consumi. In tre Paesi, le famiglie hanno dovuto utilizzare il reddito da lavoro in modo consistente per colmare il proprio gap di risparmio: Germania (1.680 euro in media pro capite e anno dal 2012 al 2021), Austria (810 euro) e Francia (580 euro, vedi Figura 6). Mentre in Germania l'elevato tasso di risparmio (cioè l'elevato risparmio desiderato) gioca un ruolo chiave, in Austria la colpa è del reddito immobiliare relativamente basso. La Francia è un caso interessante: Prima della crisi dell'euro, le famiglie francesi - come le loro vicine tedesche - utilizzavano il reddito da lavoro per aumentare i risparmi; durante gli anni della crisi, è avvenuto il contrario. Dal 2014, però, i risparmiatori francesi sono tornati al loro modello pre-crisi.

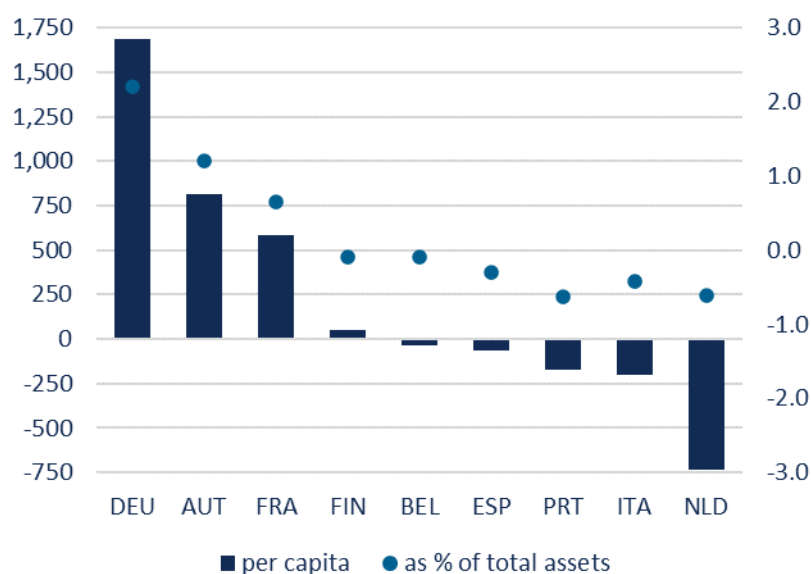
Anche le famiglie finlandesi hanno utilizzato il reddito da lavoro per l'acquisizione di nuove attività finanziarie, anche se solo per importi molto modesti (50 euro). Ciò è alquanto sorprendente in quanto sono tra le famiglie con la più alta quota di guadagni di valore nella crescita delle attività. Questo fatto sembra essere una conseguenza della pandemia di Covid-19 e dei relativi risparmi in eccesso: se guardiamo solo allo sviluppo fino al 2019, è stato il contrario, con le famiglie in Finlandia che utilizzano i redditi da investimenti per sostenere i consumi (-250 euro). Durante la pandemia, invece, le famiglie non hanno sentito la necessità (o semplicemente non hanno avuto l'opportunità) di aumentare la spesa per consumi - e invece hanno risparmiato di più.

La situazione nei Paesi Bassi è esattamente l'opposto: non esiste un altro paese con maggiori variazioni di valore e reddito da investimenti. Il totale di queste due componenti è addirittura

superiore all'aumento totale delle attività, producendo un "surplus" per le famiglie. Ciò significa che le famiglie non hanno bisogno di "risparmiare" il reddito da lavoro dipendente per raggiungere i loro obiettivi di risparmio. Piuttosto, il surplus (740 euro in media pro capite e anno) aumenta il loro reddito disponibile e può essere utilizzato per la spesa dei consumatori (spiegando così il segno meno).

La situazione è simile nei tre paesi dell'Europa meridionale inclusi nel campione della Corte (Italia, Spagna e Portogallo), anche se a un livello diverso: i risparmi sono bassi (come detto prima, cfr. figura 3) ma, come nei Paesi Bassi, provengono interamente dai redditi da investimenti. Una piccola quantità viene persino lasciata al consumo, riflettendo lo scarso sviluppo del reddito durante e immediatamente dopo la crisi dell'euro. In altre parole: questi paesi hanno piuttosto affrontato un "divario di consumo", costringendoli a utilizzare i redditi degli investimenti per sbarcare il lunario. I loro tassi di crescita inferiori alla media delle attività finanziarie sono l'inevitabile conseguenza di un risparmio minimo. Il fatto che le attività private in questi paesi siano aumentate del tutto durante la crisi dell'euro, e nonostante i tassi di interesse a zero, è in gran parte dovuto alle variazioni positive di valore (anche se a un livello molto basso, come in Portogallo, ad esempio) e ai redditi da investimenti (in calo ma almeno) positivi.

Figura 6: Risparmio sul reddito da lavoro pro capite (in EUR, lhs) e in percentuale delle attività finanziarie totali* (rhs), media annua 2012-2021



* senza altri fondi propri

Fonti: Eurostat, Allianz Research.

C'è anche un altro modo di descrivere il rapporto tra aumenti di valore, redditi da investimenti e risparmi basati sul reddito da lavoro: maggiore è il rendimento delle attività (= aumenti di valore e redditi da investimenti espressi in percentuale del totale delle attività), minore è il risparmio "reale".

Box: Come viene calcolato il rendimento totale del portafoglio di attività?

I conti finanziari pubblicati dall'autorità statistica europea, Eurostat, che fanno parte dei conti nazionali, forniscono una panoramica delle attività finanziarie delle famiglie. Forniscono informazioni non solo sull'ammontare e sulla struttura della base patrimoniale per classe di attività, ma anche sugli afflussi e i deflussi annuali dei fondi..

Il rendimento totale (nominale) di un investimento è calcolato sulla base delle plusvalenze, il cui importo può essere ricavato direttamente dai conti finanziari (livello alla fine di un periodo meno il livello all'inizio del periodo e formazione di attività finanziarie durante tale periodo) e sui redditi correnti, ad esempio interessi e dividendi. Si tratta di redditi delle famiglie, anch'essi registrati nei conti nazionali..

In particolare, il calcolo del rendimento totale utilizza dati sui redditi da investimenti, vale a dire interessi e altre plusvalenze. Questi ultimi comprendono i redditi da polizze assicurative, i crediti verso sistemi pensionistici e le quote di fondi di investimento. Questi sono attribuiti alle voci corrispondenti nello stato patrimoniale dell'attivo. Calcoliamo un tasso di interesse medio annuo ponderato per i redditi da investimenti derivanti da depositi in denaro overnight, risparmi e depositi a termine presso le banche, applicando un rendimento dello 0% alla liquidità. Calcoliamo anche un parametro residuo per i redditi da investimenti in obbligazioni e altri crediti, vale a dire il totale dei redditi da interessi da investimenti (desunti dai conti nazionali) meno i proventi da prodotti bancari risultanti dal tasso di interesse medio annuo ponderato. Poiché alcuni paesi non fanno alcuna distinzione tra distribuzione degli utili e prelievi nei loro conti nazionali, il reddito sulle attività detenute in azioni è calcolato sulla base del rendimento da dividendi Euro Stoxx 50.

Creiamo un portafoglio medio annuo per tutte le voci del bilancio patrimoniale (depositi bancari, obbligazioni, azioni, quote di fondi di investimento, crediti da accantonamenti relativi a compagnie di assicurazione e sistemi pensionistici e altri crediti) e calcoliamo il rendimento medio generato nell'anno in corso in ciascun caso. Tralasciamo le attività e i proventi da altre partecipazioni azionarie.

Il rendimento totale nominale per un dato anno, meno il tasso medio annuo di variazione dei prezzi al consumo, produce il rendimento totale reale.

Tuttavia, dal 2012 al 2021, in tutti i paesi analizzati, i rendimenti delle attività finanziarie private sono diminuiti sensibilmente dal 5,7% al 4,0% in media. I valori anomali più elevati sono stati gli anni 2018 e 2019, con rendimenti rispettivamente del -1,3% e del 7,3%. Il 2018 è stato caratterizzato da un'elevata incertezza derivante dall'escalation del conflitto commerciale tra Stati Uniti e Cina, dalla lunga storia della Brexit e dalle crescenti tensioni geopolitiche. Inoltre, le banche centrali di tutto il mondo hanno continuato i loro tentativi di normalizzare la politica monetaria: la Federal Reserve statunitense, ad esempio, ha aumentato il suo intervallo di tassi obiettivo quattro volte in quell'anno. L'anno successivo (2019) è stato ancora segnato da crescenti conflitti commerciali, disordini sociali e recessione industriale, ma quando le banche centrali hanno invertito la rotta e intrapreso un allentamento monetario generalizzato, i mercati azionari si sono disaccoppiati dai fondamentali e hanno avuto uno dei loro anni migliori mai registrati, proteggendo i risparmiatori privati dalle ripercussioni di un mondo indisciplinato..

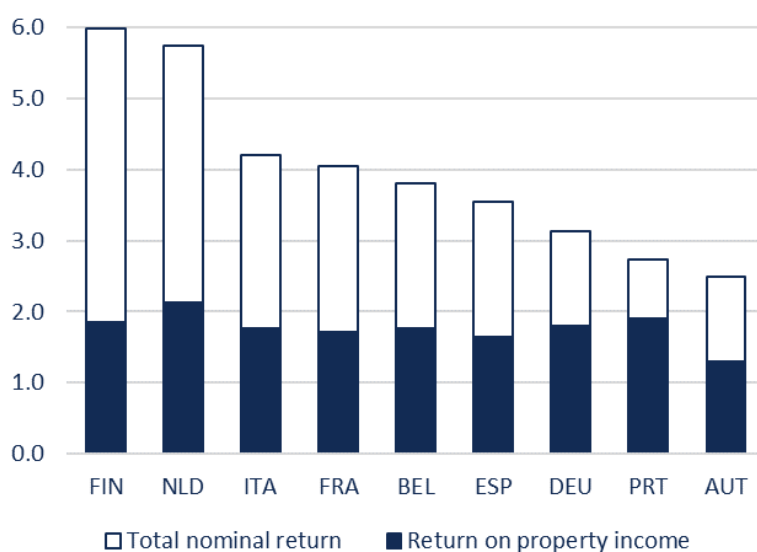
Nonostante i loro elevati sforzi di risparmio, le famiglie tedesche hanno generato meno dalle loro attività finanziarie rispetto ai loro coetanei nella maggior parte degli altri paesi (cfr. figura 7). I nostri calcoli indicano che il rendimento nominale medio è stato solo del 3,1% all'anno, con

la parte del leone (1,8 punti percentuali) proveniente dai redditi da investimenti; I restanti 1,3 punti percentuali erano dovuti a guadagni di valore. Solo i risparmiatori portoghesi e austriaci se la cavano peggio, con un rendimento totale rispettivamente del 2,7% e del 2,5%. Tra gli altri fattori, ciò è probabilmente dovuto al fatto che queste famiglie investono ancora di più in depositi bancari a basso rendimento.

Tuttavia, c'è un lato positivo per la Germania: confrontando i paesi in base alla quantità di rendimenti totali ottenuti nei singoli anni, la Germania è salita dal sesto al quinto posto rispetto al 2012. Questo può sembrare solo un piccolo passo, ma lo sviluppo dal 2019 è particolarmente interessante: nel 2019, la Germania è scesa dal quarto posto dell'anno precedente al settimo (spunto: fuochi d'artificio sui mercati dei capitali), ma è salita di nuovo di una posizione in ciascuno dei due anni successivi. Solo in questi due anni, i risparmiatori tedeschi hanno acquistato titoli per un totale di circa 209 miliardi di euro, mentre la media a lungo termine è stata solo di ben 29 miliardi di euro. La nuova crescente apertura verso i prodotti del mercato dei capitali ha quindi (già) dato i suoi frutti: i rendimenti delle famiglie tedesche hanno superato di 0,4 punti percentuali il rendimento medio dei paesi in esame nel 2021. Rispetto alla performance "normale" – la Germania segue il resto di quasi 0,8 punti percentuali – questo "return boost" si traduce in un ulteriore risparmio di circa 1.000 euro pro capite..

Con il 6,0% e il 5,7%, rispettivamente, le famiglie in Finlandia e nei Paesi Bassi hanno raggiunto (di gran lunga) i rendimenti medi più elevati, che, a differenza di Germania e Austria, consistevano in gran parte in aumenti di valore. Ciò può essere spiegato dal fatto che i portafogli di investimento olandesi presentano una percentuale ben superiore alla media di polizze assicurative e pensioni, consentendo alle famiglie di beneficiare indirettamente della performance positiva del mercato dei capitali, non ultimo l'aumento dei prezzi dei titoli a reddito fisso. Le famiglie in Finlandia, che detenevano in media il 35,6% dei loro portafogli azionari nel 2021, hanno beneficiato direttamente della forte performance del mercato azionario.

Figura 7: Rendimento dei redditi da capitale e rendimento totale*, nominale, media 2012-2021 in %



* senza altri fondi propri

Fonti: Eurostat, Refinitiv, Allianz Research.

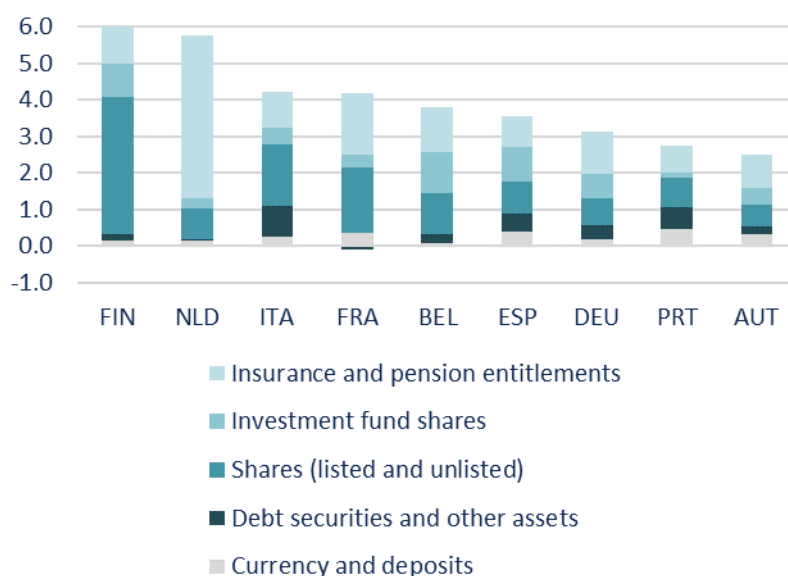
Nel complesso, questa analisi mostra che i rendimenti basati sul reddito da capitale si muovono all'interno di un intervallo relativamente ristretto, il che significa che non ci sono grandi disparità tra i singoli Paesi. In una certa misura, ciò riflette l'integrazione del mercato finanziario europeo: i tassi di interesse si sono attestati ovunque su livelli bassi. Le maggiori differenze nei rendimenti derivano principalmente dai guadagni di valore: il livello del rendimento totale dipende innanzitutto dal fatto che il portafoglio contenga o meno attività che offrono il potenziale per guadagni di valore (sostanziali) e, in caso affermativo, di quale entità.

Il grafico 8 evidenzia questo aspetto mostrando il contributo delle singole classi di attività al rendimento nominale totale. Il grafico mostra anche che nei Paesi Bassi, ancora una volta, il sistema pensionistico è il fattore principale che promuove l'accumulo di asset personali (+4,4 p.p.), anche se le famiglie dovranno attendere il pensionamento per poterne percepire realmente i benefici nel portafoglio. I Paesi Bassi rappresentano tuttavia un'eccezione, almeno tra i Paesi inclusi nella nostra analisi. Altrove, i crediti verso le compagnie pensionistiche e i fondi assicurativi contribuiscono in misura molto minore al rendimento complessivo, passando da 0,7 punti percentuali in Portogallo a 1,7 punti percentuali in Francia.

Come previsto, i depositi bancari hanno generato il contributo più basso ai rendimenti totali (0,2 punti percentuali in media in tutti i paesi). Anche per le famiglie tedesche, austriache e portoghesi, le cui strategie d'investimento si concentrano sui depositi bancari, questa classe d'investimento contribuisce solo al di sotto della media del rendimento totale, nonostante rappresenti una quota piuttosto consistente del portafoglio d'investimento nel suo complesso.

In altre parole, i titoli (azioni, obbligazioni, fondi di investimento) guidano i rendimenti. In media, quasi l'86% dei rendimenti totali generati proviene da questa asset class; Anche nei paesi con risparmiatori piuttosto avversi al rischio, questa quota ammonta ad almeno il 50% o più. Ma i rendimenti di questa classe di attività variano considerevolmente da paese a paese perché è quello in cui tendono a sorgere i maggiori guadagni di valore – o perdite.

Figura 8: Contributo delle singole classi di attività al rendimento nominale totale*, media 2012-2021 in SPA.



* senza altri fondi propri

Fonti: Eurostat, Refinitiv, Allianz Research.

Ritorni come amplificatori di disuguaglianza

Finora, il confronto internazionale dei rendimenti ha riguardato le famiglie nel loro complesso o una media semplice (analisi pro capite). Ma le attività totali e le strutture patrimoniali non variano solo da paese a paese, ma differiscono anche tra i gruppi di reddito all'interno dei singoli paesi. Ciò significa che se approfondiamo le cifre che compongono il rendimento nazionale medio, possiamo scoprire che risultati completamente diversi si applicano ai singoli gruppi di famiglie..

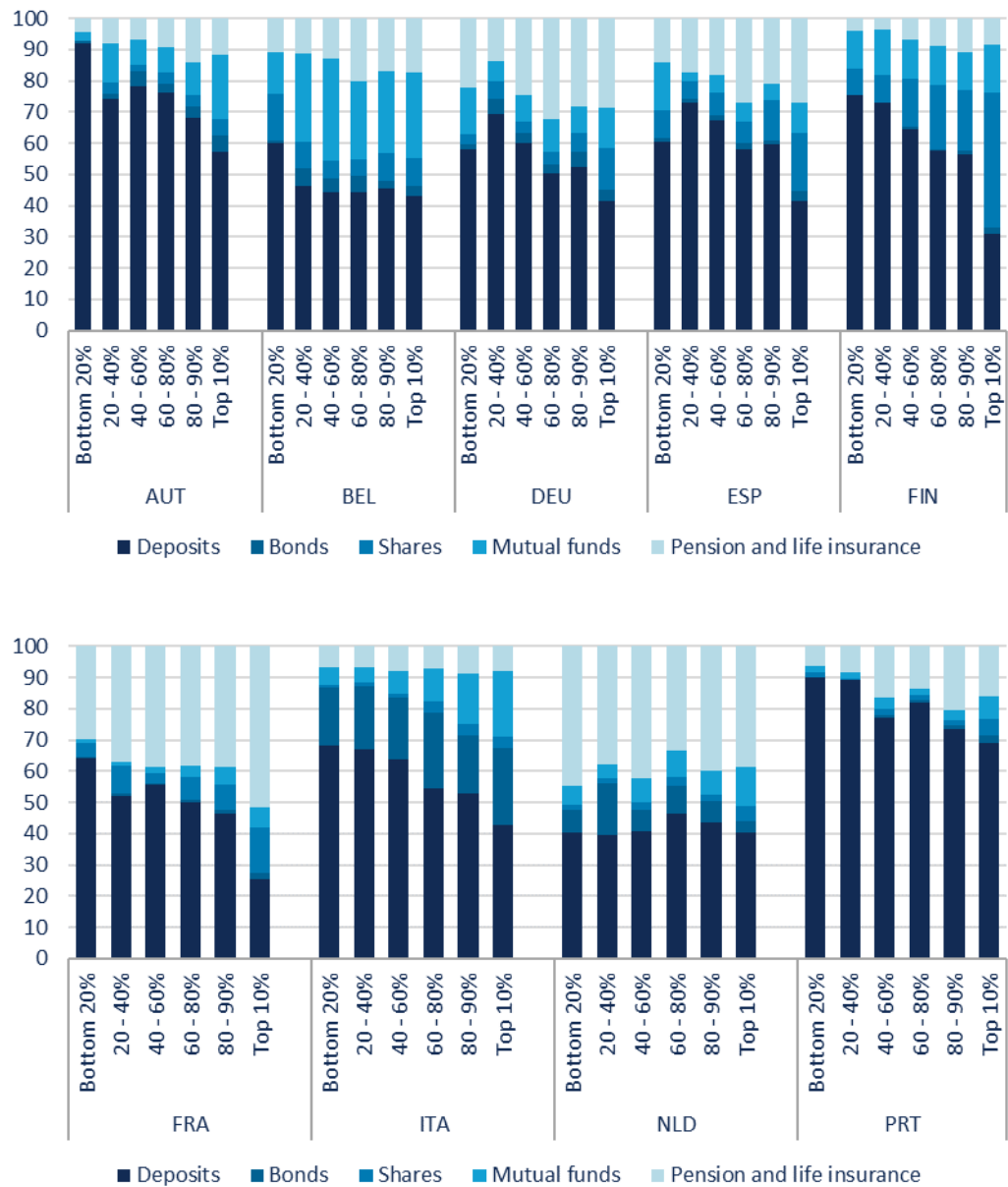
Esaminiamo in dettaglio i rendimenti delle attività dei singoli gruppi di reddito con l'aiuto dei dati dell'indagine su attività su larga scala della BCE, "The Eurosystem Household Finance and Consumption Survey" (HFCS). Seguiamo la stessa metodologia di prima, ma invece di guardare a un singolo portafoglio di attività, ad esempio per il settore delle famiglie tedesche, esaminiamo ora un totale di cinque diversi portafogli per i singoli gruppi di reddito..¹

La figura 9 fornisce una panoramica delle strutture patrimoniali dei diversi gruppi di reddito per i paesi inclusi nella nostra analisi. Ciò conferma l'aspettativa che, in media, le famiglie inizino a investire meno nei depositi bancari man mano che i loro livelli di reddito aumentano. I percettori di reddito più elevati tendono a detenere più titoli e hanno più crediti nei confronti di compagnie di assicurazione e fondi pensione.

Tuttavia, questo non si applica a tutti i paesi. È sorprendente, ad esempio, che le fasce più povere della popolazione olandese abbiano (leggermente) più crediti nei confronti delle compagnie di assicurazione e dei fondi pensione in termini relativi a causa della popolarità delle pensioni aziendali e professionali: quasi il 90% della popolazione in età lavorativa è coperta da piani di risparmio pensionistico obbligatori o quasi obbligatori. In Spagna, d'altra parte, i titoli sono particolarmente popolari tra i gruppi a più basso reddito. Ciò non significa necessariamente che questo gruppo di reddito abbia optato per uno stile d'investimento particolarmente orientato al rischio a lungo termine. Può semplicemente accadere che questo gruppo sia anche la patria di un gran numero di persone che hanno ereditato somme considerevoli e altri rentiers che non hanno alcun reddito di cui parlare ma hanno beni sostanziali a loro disposizione. Si noti, tuttavia, che il metodo di indagine non può mai garantire una precisione del 100%.

¹ Tuttavia, un confronto diretto con i calcoli precedenti è impossibile per due motivi: in primo luogo, questa analisi è statica, cioè ignora i cambiamenti nella struttura del portafoglio nel corso del tempo, e in secondo luogo, vengono presi come base dati diversi, poiché i dati patrimoniali per ogni gruppo di reddito si basano su indagini - e si discostano, a volte in modo sostanziale, dai dati "ufficiali" del conto patrimoniale. Ciononostante, possiamo arrivare a una stima soddisfacente delle deviazioni dei rendimenti causate dalle differenze nelle strutture patrimoniali per i diversi gruppi di reddito.

Figura 9: Struttura del portafoglio per gruppi di reddito sulla base dei dati HFCS



Fonti: Indagine BCE sui consumi e la finanza delle famiglie (ondata 2), Allianz Research.

Successivamente, utilizziamo le diverse composizioni di portafoglio per calcolare un rendimento totale delle attività per ogni singolo gruppo di reddito. Tuttavia, a causa delle differenze nel pool di dati, questi risultati possono essere confrontati solo in misura limitata con i dati relativi ai settori delle famiglie nel loro complesso, come indicato sopra. Ma quando si confrontano i gruppi di reddito, i livelli di rendimento assoluto sono meno interessanti delle differenze tra i gruppi di reddito.

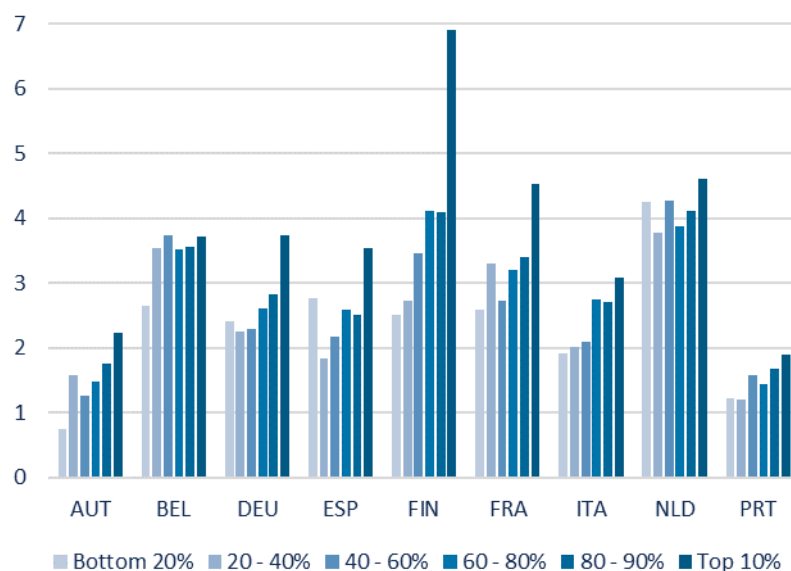
Le cifre confermano che quando i tassi d'interesse sono bassi, investire in attività più rischiose a lungo termine paga. La figura 10 illustra il quadro atteso: nella maggior parte dei paesi, vi è uno scarto significativo tra i gruppi di reddito con i rendimenti più bassi e quelli più alti; I rendimenti aumentano – più o meno – di pari passo con i redditi, e il gruppo di reddito più alto

è anche quello con il rendimento più alto. In termini assoluti, il divario tra il gruppo di reddito con i rendimenti più bassi e quello con i rendimenti più elevati è maggiore in Finlandia, dove il 10% delle famiglie con i redditi più alti ottiene un rendimento medio del 6,9%, 4,4 punti percentuali in più rispetto a quello del gruppo di reddito più basso. Il primo investe oltre il 40% delle proprie attività finanziarie in azioni, mentre il 20% inferiore solo meno del 10%. In termini relativi, tuttavia, il divario di rendimento è maggiore in Austria: al 2,2%, il rendimento ottenuto dal 10% più ricco è tre volte superiore a quello del 20% più povero. Con una quota superiore al 90%, il gruppo a reddito più basso investe – o meglio "parcheggia" – quasi tutti i propri risparmi in depositi bancari, mentre il 10% più ricco deteneva quasi un terzo del proprio portafoglio sotto forma di prodotti del mercato dei capitali.

Le famiglie belghe e olandesi, d'altra parte, mostrano un divario di rendimento meno pronunciato tra i diversi gruppi di reddito. In Belgio, tutte le classi di reddito sono più o meno ugualmente predisposte verso i depositi bancari, il che serve anche a rendere in una certa misura. Inoltre, il rendimento delle attività raggiunto dal gruppo di reddito del 40-60% è alla pari con quello raggiunto dal gruppo di reddito più elevato, poiché il primo detiene più fondi comuni di investimento rispetto a tutti gli altri gruppi di reddito. Questa classe di attività è stata quella con il rendimento più elevato durante il periodo osservato.

Nei Paesi Bassi, i divari di rendimento piuttosto ridotti tra i gruppi di reddito riflettono ancora una volta la forza del sistema pensionistico olandese, che pone particolare enfasi sulle pensioni aziendali e professionali a capitalizzazione che non solo coprono quasi tutte le famiglie, ma operano anche con grande successo sui mercati dei capitali, grazie alla loro politica di investimento a lungo termine e all'elevata percentuale di investimenti azionari. Nessun altro paese analizzato ha un divario (relativo) minore tra i rendimenti più bassi e quelli più alti raggiunti dai singoli gruppi di reddito (22%).

Figura 10: Rendimento nominale totale per gruppi di reddito, media 2012-2021 in %



Fonti: Indagine sulla finanza e i consumi delle famiglie della BCE (wave 2), Eurostat, Refinitiv, Allianz Research.

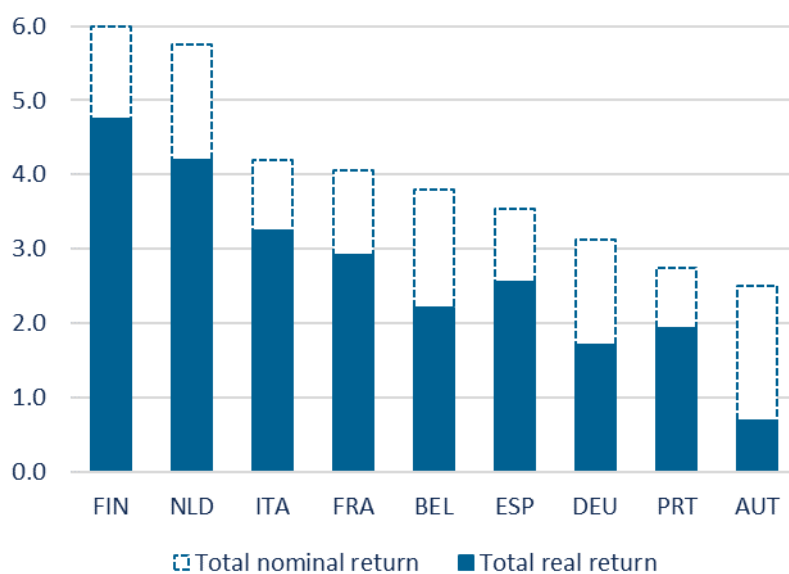
Sebbene le analisi basate sui dati delle indagini debbano sempre essere trattate con cautela, i rendimenti degli attivi per gruppo di reddito in tempi di tassi di interesse storicamente bassi

offrono una lezione che fa riflettere. In generale, un contesto di bassi tassi d'interesse aggrava le differenze di ricchezza, in quanto i gruppi a reddito più elevato generano rendimenti più elevati, grazie alla loro maggiore tolleranza al rischio e alla natura a lungo termine delle loro strutture di portafoglio. Di conseguenza, il loro patrimonio può crescere molto più velocemente della media anche senza ulteriori sforzi di risparmio. Ma l'esempio dei Paesi Bassi dimostra che questa connessione non è affatto immutabile. Una politica pensionistica prudente può contribuire a conseguire una crescita inclusiva della ricchezza contrastando almeno la tendenza verso un ampliamento automatico del divario di ricchezza.

Il ritorno della vecchia nemesis dei risparmiatori: l'inflazione

Negli ultimi dieci anni, in media, quasi un terzo dei rendimenti totali è stato divorato dall'inflazione in tutti i paesi, anche prima dell'attuale impennata record nell'Eurozona. Anche nel 2014 e nel 2015, quando la deflazione era considerata un rischio, la perdita media da inflazione è stata rispettivamente del -11% e del -6%. La figura 11 mostra la misura in cui le perdite indotte dall'inflazione hanno un impatto sul rendimento nominale. L'Austria è in fondo alla classifica, con un rendimento reale di solo lo 0,7%, dietro Germania (1,7%) e Portogallo (1,9%).

Figura 11: Rendimento totale – nominale vs reale, media 2012-2021 in %



* senza altri fondi propri

Fonti: Eurostat, Refinitiv, Allianz Research.

Nel 2021, il ritorno dell'inflazione ha spinto il rendimento totale medio verso il basso di oltre il -60% in termini reali. Ma il 2022 sarà ancora peggio: con un tasso medio di inflazione superiore all'8% nell'Eurozona, il rendimento reale sarà spinto in territorio negativo. Per la Germania, ad esempio, ci aspettiamo un rendimento reale del -11,5%. Nel 2023, poiché l'inflazione dovrebbe scendere dai suoi recenti picchi, la situazione dovrebbe migliorare. Tuttavia, con un'inflazione annua intorno al 5%, è molto probabile che i rendimenti reali rimangano in rosso.

Tuttavia, non sarà solo l'inflazione a causare problemi ai risparmiatori nel 2022 e oltre. La drammatica inversione di tendenza della politica monetaria ha causato un tremito sui mercati dei capitali: quasi tutte le classi di attività perderanno valore significativo quest'anno. La ricchezza delle famiglie ne risentirà: secondo la Deutsche Bundesbank, il totale delle attività finanziarie delle famiglie è diminuito dell'1,8% solo nella prima metà dell'anno. L'afflusso di nuovi risparmi è diminuito del -29% rispetto allo stesso periodo del 2021 a poco meno di 162 miliardi di euro e le perdite di valore ammontate a quasi 300 miliardi di euro o una media di 3.600 euro pro capite. Allo stesso tempo, l'inversione di tendenza dei tassi di interesse ha raggiunto a malapena i tassi di deposito. In media per l'anno, il rendimento (nominale) su tutti i depositi bancari dovrebbe rimanere a un misero 0,1% in Germania. Nel complesso, il rendimento prima dell'inflazione dovrebbe quindi attestarsi al -3%, il livello più basso dalla crisi finanziaria globale del 2008 (-4%). Nel 2023, i mercati dei capitali potrebbero rimettersi in piedi e i tassi di interesse sui depositi dovrebbero aumentare, anche se non abbastanza da compensare l'inflazione. Un ritorno agli anni felici di una politica monetaria accomodante e di un'ampia liquidità non è nelle previsioni.

Il 2022 sarà un anno da dimenticare per i risparmiatori; Nei prossimi anni, l'ambiente sarà più impegnativo rispetto al passato. Tuttavia, ciò non svaluterà le lezioni dell'ultimo decennio. Un comportamento di risparmio più orientato al mercato dei capitali genererà i rendimenti più elevati a lungo termine, anche se al prezzo di una maggiore volatilità. Infatti, Finlandia e Paesi Bassi – i due paesi con i rendimenti medi più alti nell'ultimo decennio – hanno anche la più alta volatilità: ci sono più di 1.000 punti base tra i rendimenti annuali più alti e più bassi; in Germania, la cifra è di poco superiore a 500 punti base. Ciò dimostra ancora una volta che la sicurezza e la presunta stabilità non sono gratuite. I risparmiatori tedeschi non dovrebbero lasciarsi distogliere dal corso che hanno intrapreso negli ultimi due anni verso i mercati dei capitali; un brutto anno per le azioni non è motivo di disperazione per i risparmiatori.

Nonostante le risolte (anche se tardive) contromisure adottate dalle banche centrali, è improbabile che i bassi tassi di inflazione degli ultimi 10 anni si ripresentino per il momento. Tre tendenze a lungo termine pongono le basi per prezzi persistenti più elevati: la transizione dall'iper-globalizzazione guidata dal mercato a un'economia globale più politicizzata; lo spostamento demografico verso la riduzione della forza lavoro e infine la transizione verde con – almeno durante la fase di transizione – prezzi dell'energia più elevati. Questo contesto è solo un motivo in più per cambiare il comportamento di risparmio per concentrarsi sulla creazione di valore a lungo termine piuttosto che sulla detenzione di liquidità a breve termine..

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 is the trademark used to designate a range of services provided by Euler Hermes.