

Allianz Research

# Risparmi in eccesso

Cosa guardare: la giornata della BCE, la prevenzione della recessione in Europa e la storia dell'India secondo due letture.

02 Febbraio 2023



**Ludovic Subran**  
Chief Economist  
[ludovic.subran@allianz.com](mailto:ludovic.subran@allianz.com)

**Maxime Darmet**  
Senior Economist  
[maxime.darmet@allianz-trade.com](mailto:maxime.darmet@allianz-trade.com)

**Pierre Rouillard**  
Research Assistant  
[pierre.rouillard@allianz-trade.com](mailto:pierre.rouillard@allianz-trade.com)

**Françoise Huang**  
Senior Economist  
[francoise.huang@allianz-trade.com](mailto:francoise.huang@allianz-trade.com)

**Pablo Espinosa Uriel**  
Capital Markets Research Analyst  
[pablo.espinosa-uriel@allianz.com](mailto:pablo.espinosa-uriel@allianz.com)

**Maddalena Martini**  
Economist  
[maddalena.martini@allianz.com](mailto:maddalena.martini@allianz.com)

**Andreas (Andy) Jobst**  
Head of Macroeconomic and Capital Markets Research  
[andreas.jobst@allianz.com](mailto:andreas.jobst@allianz.com)

## Cosa osservare:

- **Il giorno della Bce** — in divenire
- **Eurozona** — una sindrome di evitare la recessione
- **India** — l'annuncio del bilancio nel bel mezzo di una crisi finanziaria

## In primo piano – Gli americani cadranno dal precipizio dei risparmi pandemici dopo la pausa estiva, mentre gli europei continuano ad accumulare

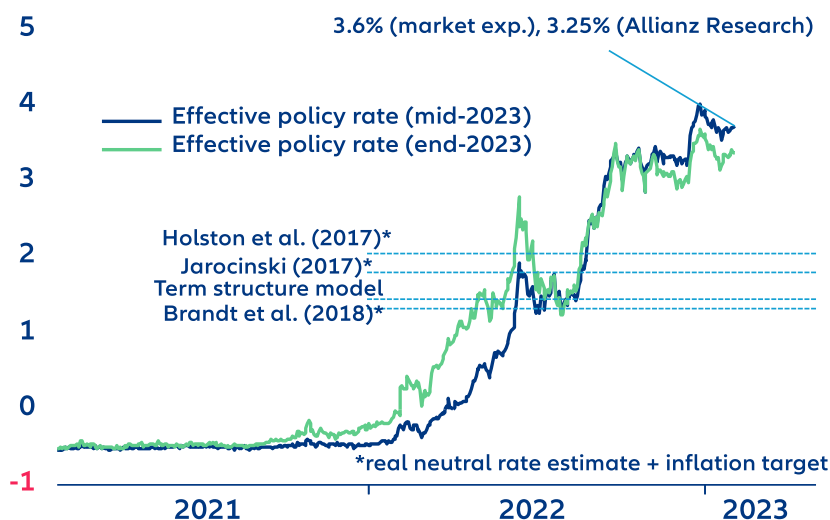
- I risparmi delle famiglie per la pandemia sono ancora ingenti sia in Europa che negli Stati Uniti. Questi risparmi in eccesso rispetto al consumo sono maggiori nel Regno Unito e in Spagna di circa il 20-25%. Negli Stati Uniti e in Germania, tuttavia, si attestano a meno dell'8%.
- Lo stock statunitense di risparmi in eccesso si è esaurito rapidamente con la riapertura e l'impennata dell'inflazione: questi risparmi potrebbero essere completamente esauriti dopo l'estate di quest'anno.
- In Europa, il risparmio in eccesso non è stato speso tanto quanto negli Stati Uniti, principalmente a causa della distribuzione disomogenea (il 40% più povero delle famiglie non ha praticamente risparmi in eccesso, mentre il 20% più ricco ha una qualche forma di risparmio extra tra 1.400 euro in Germania e 3.300 euro in Spagna) ma anche perché sono per lo più detenuti in attività illiquide come gli immobili.
- I timori di recessione, i prezzi elevati e l'aumento dei tassi di interesse – così come le riforme della protezione sociale – significano che le intenzioni di risparmio sono elevate in Europa e persino in aumento in Germania. La spesa dei consumatori sarà l'anello debole nel 2023.

## La giornata della BCE non è ancora finita

**L'inflazione persistentemente elevata per la maggior parte dell'anno manterrà la BCE su un percorso da falco.** Come previsto, il Consiglio direttivo ha aumentato nuovamente i tassi di riferimento di altri 50 punti base, come ampiamente previsto. Anche se l'inflazione complessiva dell'Eurozona per gennaio è scesa più del previsto all'8,6% (in calo dal 9,2% di dicembre), la continua forza delle pressioni sui prezzi di fondo incoraggerà la BCE a mantenere un orientamento monetario restrittivo fino alla fine dell'anno in un contesto di mercato del lavoro resiliente e persistenti pressioni salariali.

**In futuro, la sfida della BCE sarà quella di ripristinare la forward guidance sul percorso dei tassi di riferimento per il resto dell'anno, poiché l'inflazione sembra aver raggiunto il picco.** Per il momento, il Consiglio direttivo ha deciso di preimpegnarsi a un altro rialzo di 50 pb nella prossima riunione di marzo. Sebbene le recenti comunicazioni di diversi membri del Consiglio direttivo suggeriscano la possibilità di più rialzi di 50 pb nelle prossime riunioni, i verbali dell'ultima riunione del Consiglio direttivo di dicembre hanno anche sottolineato che la dipendenza dai dati del futuro percorso dei tassi rimane una considerazione fondamentale. Poiché l'ultima previsione della BCE non fornisce motivi per modificare l'attuale forward guidance basata sui dati, ci aspettiamo che la BCE rallenti il ritmo dei rialzi dei tassi per raggiungere un tasso terminale del 3,25% per il tasso di policy effettivo (tasso sui depositi) fino a maggio 2023 (Figura 1). Il rallentamento della crescita e l'aumento della disoccupazione attenueranno le pressioni sui prezzi dei salari grazie alla graduale riduzione degli squilibri tra domanda e offerta. Data l'attesa vischiosità dell'inflazione di fondo (soprattutto per i beni non energetici, che hanno raggiunto un record di quasi il 7% annuo), la BCE ritarderà i potenziali tagli dei tassi di interesse al 2024..

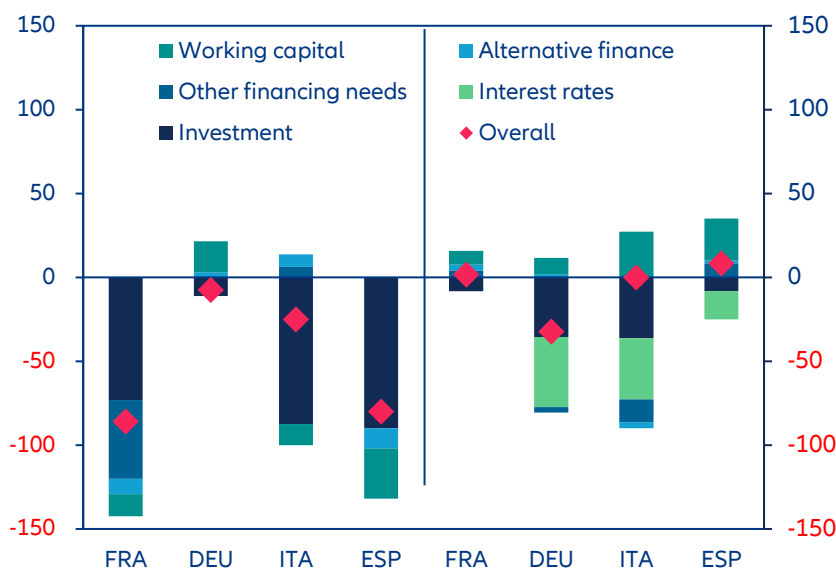
Figura 1. Eurozona - Aspettative sui tassi di riferimento effettivi e tassi di interesse neutrali (%)



**Il deterioramento delle dinamiche monetarie e creditizie suggerisce che i recenti rialzi della politica monetaria della BCE stanno ora iniziando ad avere un vero mordente - con più dolore potenzialmente in vista.** La crescita annuale della massa monetaria e dei prestiti al settore privato ha subito una significativa decelerazione nel dicembre 2022, segnando il maggior calo dei prestiti netti dal 2014. La crescita aggregata di M2 è rallentata al 3,7% annuo (dal 4,6% annuo di novembre) e i prestiti alle società non finanziarie sono scesi dall'8,3% annuo al 6,3% annuo (Figura 2). Il protrarsi dell'incertezza nelle decisioni di investimento e l'aumento dei tassi di interesse hanno chiaramente influito sui prestiti delle imprese e delle famiglie. L'ultima indagine della BCE sui prestiti bancari (pubblicata all'inizio di questa settimana) ha confermato un calo record della domanda netta di prestiti per l'edilizia abitativa nel quarto trimestre dello

scorso anno, a causa dell'aumento dei tassi di interesse, della minore fiducia dei consumatori e del deterioramento delle prospettive del mercato immobiliare. Parallelamente, le condizioni di credito si sono notevolmente inasprite. Anche gli standard di credito per i prestiti alle imprese si sono inaspriti, e la domanda di prestiti da parte delle imprese è diminuita per la prima volta dall'inizio del 2021, con l'aumento dei tassi di interesse menzionato come un fattore chiave (Figura 2).

Figura 2: Indagine sul credito bancario della BCE - variazione della domanda di credito NFC



Fonti: Refinitiv, ECB, Allianz Research

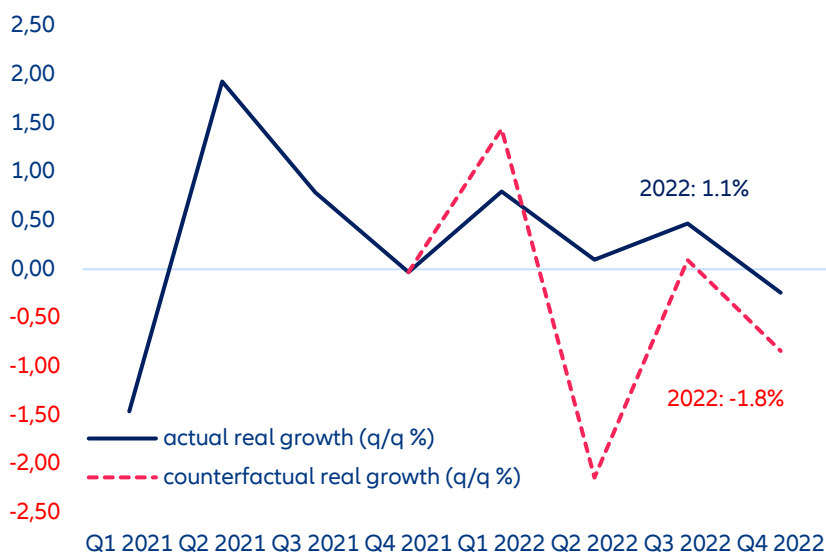
## Eurozona: la politica fiscale si allontana dalla recessione?

All'inizio di quest'anno i leader europei si sono affrettati a strombazzare che non ci sarà alcuna recessione, ma le prospettive di crescita sono molto influenzate dalla portata del sostegno fiscale. I governi hanno sottoscritto un'opzione di vendita fiscale sempre più costosa sull'attività reale. Le famiglie e le imprese si sono semplicemente abituate a essere protette dall'impatto negativo degli shock economici, soprattutto se indotti (almeno in parte) da scelte politiche che hanno aumentato il costo della vita e della produzione, sia che si tratti di misure di contenimento (che limitano le catene di approvvigionamento) sia che si tratti di sanzioni sulle importazioni di energia dalla Russia (che aumentano i prezzi di gas e petrolio). Mentre i margini delle imprese si comprimono e i redditi reali delle famiglie si deteriorano, la maggior parte delle misure attuali è stata prorogata fino al primo trimestre del 2023, per un totale superiore al 3% del PIL in media, pari a circa la metà delle dimensioni dei pacchetti Covid-19. Poiché la crisi energetica - e di conseguenza l'inflazione che colpisce il settore privato - non ha ancora superato il picco, ci aspettiamo che i governi dell'UE rimandino un significativo aggiustamento fiscale al prossimo anno.

L'anno scorso, in Germania, la spesa pubblica ha aumentato la crescita di 2,9 punti percentuali dal -1,8% all'1,1% dopo aver considerato gli impatti di secondo ordine su consumi e investimenti. In prospettiva, per le quattro maggiori economie dell'Eurozona, stimiamo che la spesa pubblica contribuirà alla crescita in media fino al 40% nei prossimi due anni, un valore significativamente superiore alla media di lungo periodo del 22% (Figure 3 e 4). Il sostegno fiscale disponibile attenuerà il colpo sulla domanda, ma potrà compensare solo in parte l'impatto della crisi energetica. I consumi e gli investimenti sono crollati durante il quarto trimestre del 2022, suggerendo che la fiducia delle imprese e il sentimento dei consumatori, ancora bassi, probabilmente ritarderanno la rotazione della domanda privata. La crescita complessiva rimane debole e sarà difficile per la maggior parte dei Paesi colmare l'output gap nel breve periodo. Prevediamo

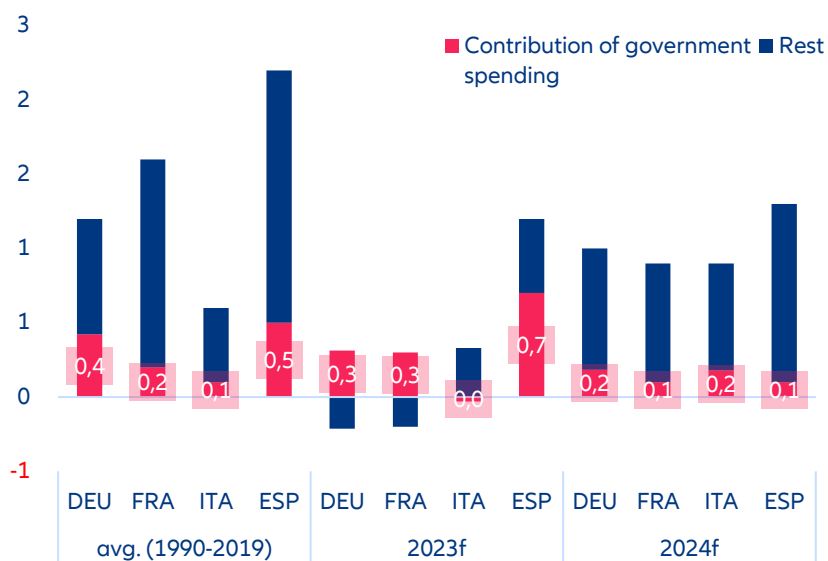
ancora che la maggior parte delle grandi economie dell'Eurozona scivolerà in recessione nella prima metà di quest'anno, seguita da una ripresa modesta l'anno prossimo (+1,1%).

Figura 3. Germania: crescita reale (2022, t/t)



Fonti: Refinitiv, Allianz Research

Figura 4. Eurozona: contributo della spesa pubblica alla crescita reale (y/y, %)

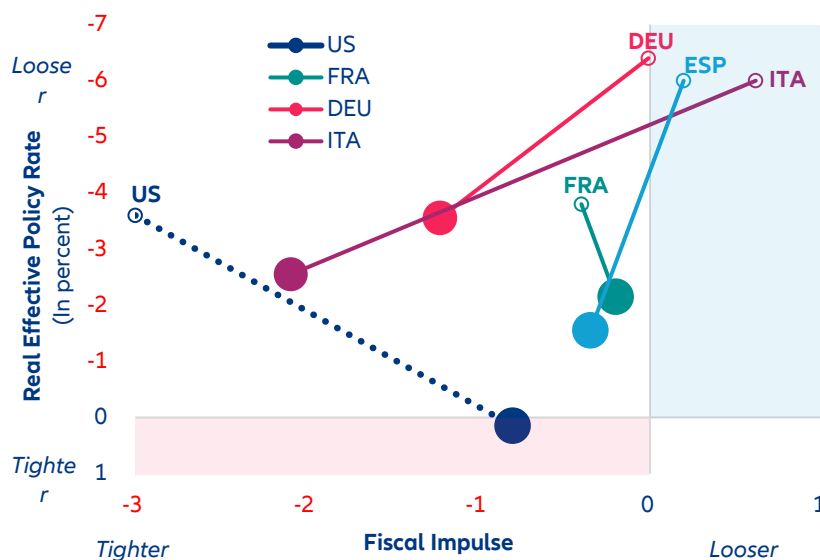


Fonti: Refinitiv, Allianz Research

**L'aumento dei tassi di interesse, tuttavia, ridurrà il margine di bilancio per continuare a sostenere.** Dall'invasione russa dell'Ucraina lo scorso anno, la politica fiscale è passata dal consolidamento post-Covid a un nuovo sostegno in risposta alla crisi energetica. Tuttavia, i grandi impegni fiscali sono alle nostre spalle poiché il margine di manovra è molto più limitato. L'impulso fiscale sarà marginalmente negativo poiché i governi riducono i loro disavanzi corretti per il ciclo quest'anno, guidati in larga misura da Germania e Italia (Figura 5).

**Le misure di sostegno fiscale a livello nazionale non dovrebbero alimentare le divergenze nell'UE, anche distorcendo la concorrenza intraeuropea.** Ciò si estende anche alla progettazione e al finanziamento del piano industriale del Green Deal dell'UE come risposta efficace all'Inflation Reduction Act (IRA) degli Stati Uniti, anche spostando l'attenzione verso l'aumento degli investimenti nella trasformazione del settore energetico per salvaguardare la crescita sostenibile. L'attuale piano include già elementi importanti, come la creazione di un "Fondo europeo per la sovranità" per sostenere gli Stati membri con vincoli di bilancio e l'utilizzo di 26,2 miliardi di EUR di capitale di rischio da InvestEU per generare 372 miliardi di EUR di investimenti privati (oltre ai finanziamenti dell'UE per progetti energetici nell'ambito di un supplemento RepowerEU (270 miliardi di EUR)). Tuttavia, l'addizionalità dei finanziamenti stanziati rimane modesta rispetto alle dimensioni potenziali dell'IRA (dopo aver tenuto conto dell'aumento degli investimenti privati indotto dai crediti d'imposta), che potrebbe raggiungere fino a 1,7 trilioni di dollari secondo stime recenti..

Figura 5. Eurozona e USA: impulso fiscale e orientamento monetario (2022-23) (pp)



Fonti: FMI, Refinitiv, Allianz Research

## L'annuncio del bilancio dell'India in tempi di turbolenze finanziarie

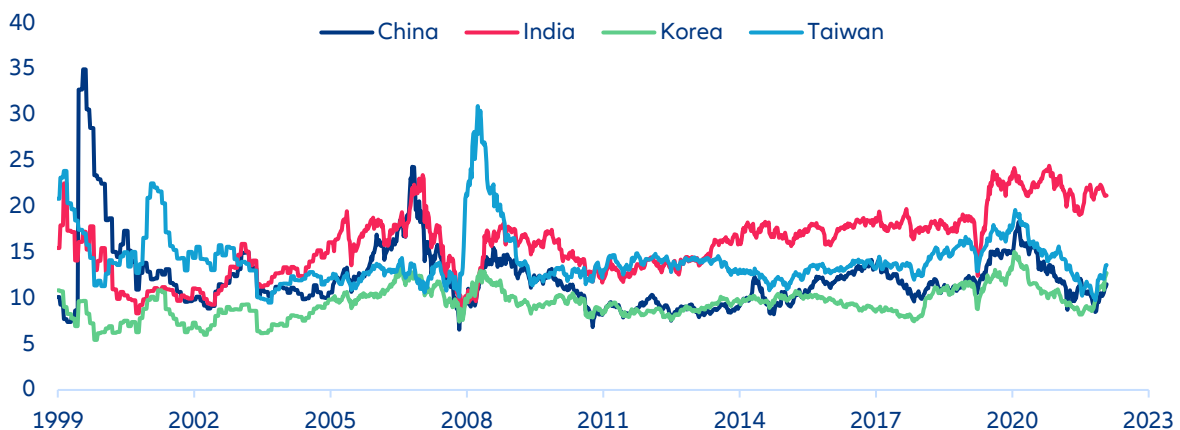
**Le turbolenze intorno a uno dei più grandi conglomerati indiani hanno scosso i mercati finanziari del paese ed è un promemoria della necessità di riforme strutturali.** I mercati azionari indiani si sono dimostrati resilienti contro la grave correzione globale nel 2022, in parte grazie alla diversa esposizione del paese alle tensioni tra Cina e Stati Uniti rispetto ad altri concorrenti regionali per i flussi finanziari. Ciò ha infatti portato a una sopravvalutazione dei suoi asset rispetto a quelli di altri mercati emergenti, ma le turbolenze intorno al conglomerato minacciano di invertire questa tendenza. Pertanto, le sfide che i mercati finanziari indiani devono affrontare sono molteplici: maggiore controllo sulla capacità del paese di assorbire ordinatamente grandi flussi, lo stress test del sistema finanziario in caso di problemi di liquidità, indici relativamente costosi (Figura 6) e le pressioni al ribasso derivanti dalle prospettive macroeconomiche..

**La correzione non potrà che peggiorare.** Mentre il sell-off iniziale del mercato (oltre il 20% nei titoli interessati e circa il 3% nel mercato ampio) sembra essersi arrestato, c'è ancora molto da fare. Anche se ai conglomerati indiani sono quasi garantiti aiuti finanziari, dato il loro ruolo strategico nell'economia, è probabile che le autorità finanziarie indiane stringano la presa per affrontare le conseguenze indesiderate dell'espansione e della crescente complessità del mercato finanziario. Gli investitori rivaluteranno anche i loro investimenti nel paese. Secondo i nostri calcoli, i mercati potrebbero scendere di un altro -8%

quest'anno poiché le aspettative si adeguano alla tendenza a lungo termine. Ma l'inazione potrebbe portare conseguenze ancora più dure: se le autorità ignorano le sfide che l'internazionalizzazione dei mercati finanziari comporta, il danno potenziale a medio termine sarà maggiore.

**Il bilancio dell'Unione, pubblicato di recente, potrebbe contribuire ad attutire le pressioni cicliche al ribasso derivanti dal rallentamento dei consumi privati e delle esportazioni; tuttavia, l'India ha bisogno di ulteriori riforme per raggiungere il suo potenziale a lungo termine.** Il 1° febbraio, il ministro delle Finanze Sitharaman ha presentato il bilancio per l'anno fiscale (FY) 2023-24. In vista delle prossime elezioni nazionali a metà del 2024, il bilancio mira al consolidamento fiscale, proteggendo al contempo la crescita e le popolazioni a basso reddito, con un deficit del 5,9% del PIL nell'anno fiscale 2023-24, in calo rispetto al 6,4% dell'anno precedente. Inoltre, punta a un forte aumento della spesa in conto capitale (+33%), con un'attenzione costante alle infrastrutture (compresa la transizione energetica). Al di là del breve termine, l'aumento della spesa per le infrastrutture dovrebbe continuare ad attirare gli investitori stranieri in India. Negli ultimi anni, inoltre, i politici hanno messo in atto misure di incentivazione (ad esempio, Make in India, Production Linked Incentive schemes) per sviluppare il Paese come polo manifatturiero ed esportatore competitivo nel lungo periodo. In effetti, l'India è stata uno dei Paesi che ha beneficiato delle tensioni commerciali tra Stati Uniti e Cina nel periodo 2018-2021 ed è destinata a beneficiarne nuovamente, soprattutto perché la popolazione cinese si sta riducendo. Tuttavia, sono ancora necessarie ulteriori riforme strutturali, tra cui il miglioramento della stabilità finanziaria e del mercato del lavoro e la riduzione della burocrazia..

Figura 6: Rapporti PE forward a 12 mesi di indici azionari asiatici selezionati



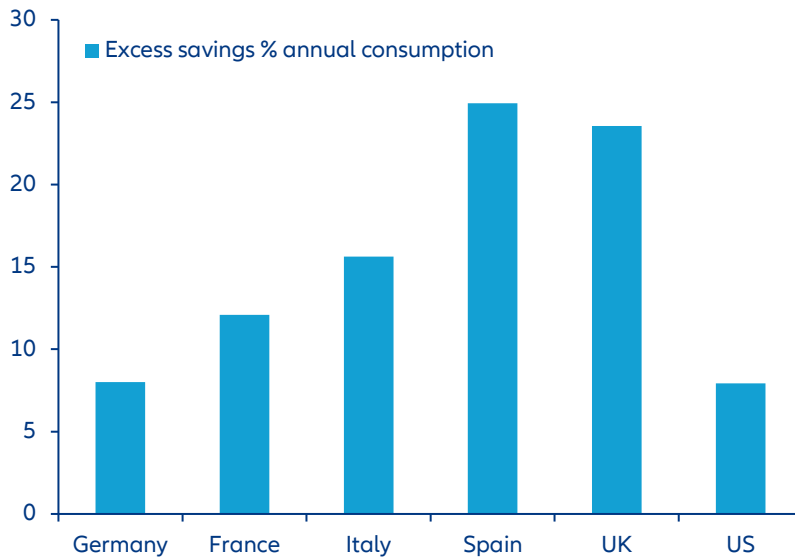
Fonti: Refinitiv, Allianz Research. Nota: indici ricavati dagli indici MSCI per paese

## In primo piano - Gli americani cadranno dal precipizio dei risparmi pandemici dopo la pausa estiva, mentre gli europei accumulano ancora di più

**I risparmi in eccesso derivanti dalla pandemia sono maggiori in Spagna e nel Regno Unito.** Le famiglie hanno accumulato grandi risparmi durante la pandemia del 2020, poiché le opzioni di spesa erano limitate, mentre i trasferimenti fiscali aumentavano il reddito disponibile (soprattutto negli Stati Uniti). Due anni dopo, nonostante la riapertura e l'impennata dell'inflazione, lo stock di risparmi in eccesso è ancora vicino al 25% dei consumi annuali nel Regno Unito e in Spagna (rispettivamente 370 miliardi di sterline e 190 miliardi di euro; Figura 8). In Francia e in Italia la quota di risparmio in eccesso è risultata inferiore, ma comunque consistente, rispettivamente pari a 175 miliardi di euro e 185 miliardi di euro. Sebbene la solidità dei mercati del lavoro abbia incrementato i redditi, le famiglie non hanno generalmente utilizzato questo

reddito aggiuntivo per spendere di più, soprattutto nel Regno Unito e in Spagna, il che spiega perché mantengano una forma di accumulo..

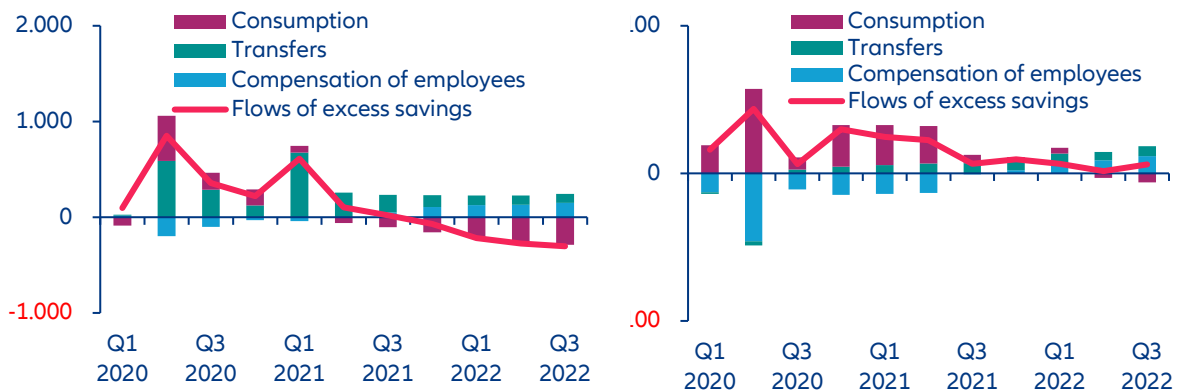
Figura 7: Stock di risparmi in eccesso – quota del consumo annuo



Fonti: Refinitiv, Allianz Research

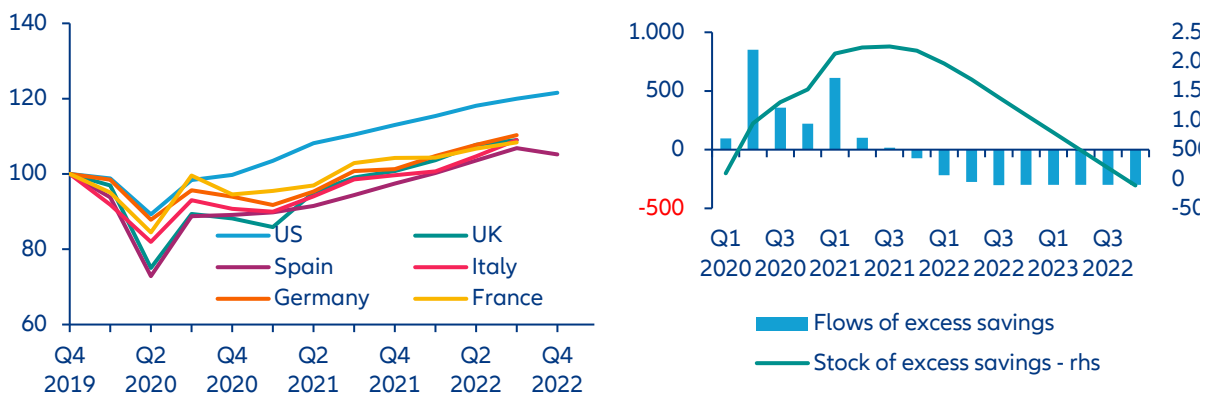
**Negli Stati Uniti, i risparmi in eccesso hanno iniziato a diminuire man mano che i consumi delle famiglie superano la tendenza pre-pandemia.** Negli Stati Uniti, l'aumento del risparmio in eccesso ha subito un netto rallentamento a partire dalla fine del 2021 e fino al 2022 (Figura 8). Mentre negli Stati Uniti l'impulso al risparmio in eccesso è derivato principalmente dagli ingenti trasferimenti fiscali che hanno sostenuto il reddito delle famiglie, nei Paesi europei è dipeso essenzialmente dal calo dei consumi (si veda l'esempio della Francia). Tuttavia, dal terzo trimestre del 2021, lo stock di risparmio in eccesso negli Stati Uniti si sta esaurendo rapidamente (flussi negativi) a causa della forza dei consumi, che si sono ripresi molto più rapidamente negli Stati Uniti rispetto all'Europa (Figura 8). Il tasso di risparmio si è assestato sotto il 3% nel terzo e quarto trimestre del 2022, molto al di sotto della norma pre-pandemia. In altre parole, le famiglie statunitensi hanno attinto ai risparmi in eccesso della pandemia per finanziare le spese a fronte di un'inflazione elevata. Con l'economia statunitense che sta entrando in recessione - che secondo le nostre previsioni durerà fino al terzo trimestre del 2023 - il reddito disponibile delle famiglie sarà sempre più sotto pressione nonostante il calo dell'inflazione. Di conseguenza, prevediamo che lo stock di risparmio in eccesso sarà completamente esaurito entro la fine dell'anno.

Figura 8: Flussi di risparmi in eccesso negli Stati Uniti ( riquadro di sinistra, miliardi di USD) e in Francia ( riquadro di destra, miliardi di EUR)<sup>1</sup>



Fonti: Refinitiv, Allianz Research

Grafico 9: Spese per consumi reali delle famiglie dopo la pandemia



Fonti: Refinitiv, Allianz Research

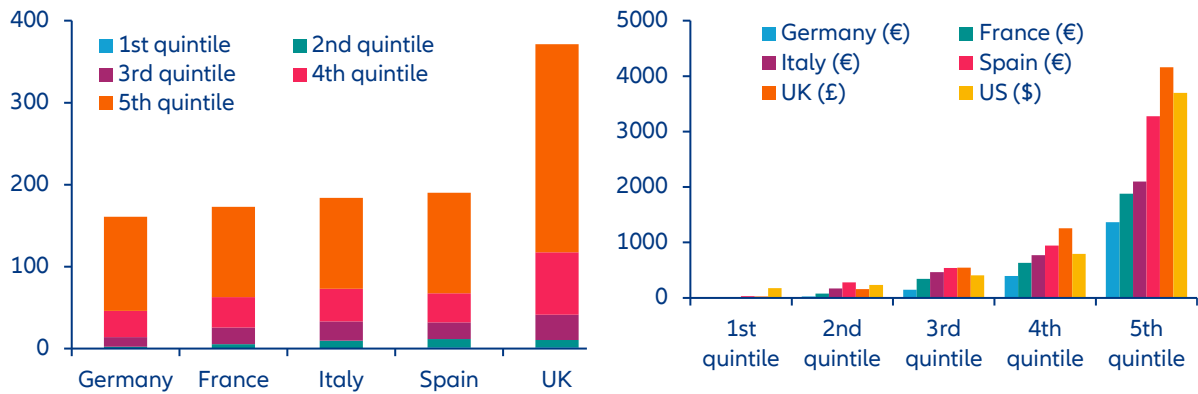
**In Europa, nonostante i considerevoli risparmi in eccesso che permangono, non ci aspettiamo un aumento dei consumi quest'anno, data la distribuzione disomogenea tra le famiglie.** Stimiamo che la maggior parte dei risparmi in eccesso siano nelle tasche delle famiglie a reddito più elevato<sup>2</sup> (Figura 10). Ad esempio, nel Regno Unito, troviamo che il 20% delle famiglie con il reddito più alto detiene 250 miliardi di sterline di risparmi in eccesso rispetto a un magro 1,5 miliardi di sterline per le famiglie con i redditi più bassi. La famiglia media ad alto reddito ha risparmi in eccesso che vanno da 1365 euro in Germania a 4160 sterline nel Regno Unito. All'estremità opposta dello spettro, il 20% più povero delle famiglie non ha più risparmi in eccesso.

<sup>1</sup> I contributi non si sommano necessariamente ai flussi totali perché ogni componente è calcolata rispetto al proprio trend (pre-pandemico)..

<sup>2</sup> L'ipotesi è che lo stock di risparmio in eccesso sia distribuito tra le famiglie nella stessa proporzione degli attivi. Le famiglie a basso reddito hanno ricevuto maggiori trasferimenti fiscali durante la pandemia, ma successivamente sono state le più colpite dall'inflazione elevata. Pertanto, è corretto ipotizzare che alla fine del 2022 lo stock di risparmio in eccesso sia ora in gran parte detenuto dalle famiglie a reddito più elevato..



Figura 10: Stock di risparmi in eccesso: stock totale per quintile (pannello di sinistra); importo per famiglia (pannello di destra)



Fonti: Refinitiv, Allianz Research

**Nel complesso, il contesto attuale è più favorevole alle famiglie che favoriscono il risparmio rispetto ai consumi.** In primo luogo, l'inflazione dovrebbe raffreddarsi notevolmente quest'anno (anche se rimarrà elevata), il che allenterà la pressione sulle finanze delle famiglie. In secondo luogo, l'aumento dei tassi di interesse sta spingendo le famiglie a passare da attività liquide a basso rendimento a attività meno liquide e a rendimento più elevato. Gli ultimi dati monetari hanno mostrato che da luglio a dicembre 2022, le famiglie dell'Eurozona hanno ritirato circa 35 miliardi di euro dai depositi a vista, investendo 80 miliardi di euro in depositi a lungo termine e a rendimento più elevato..

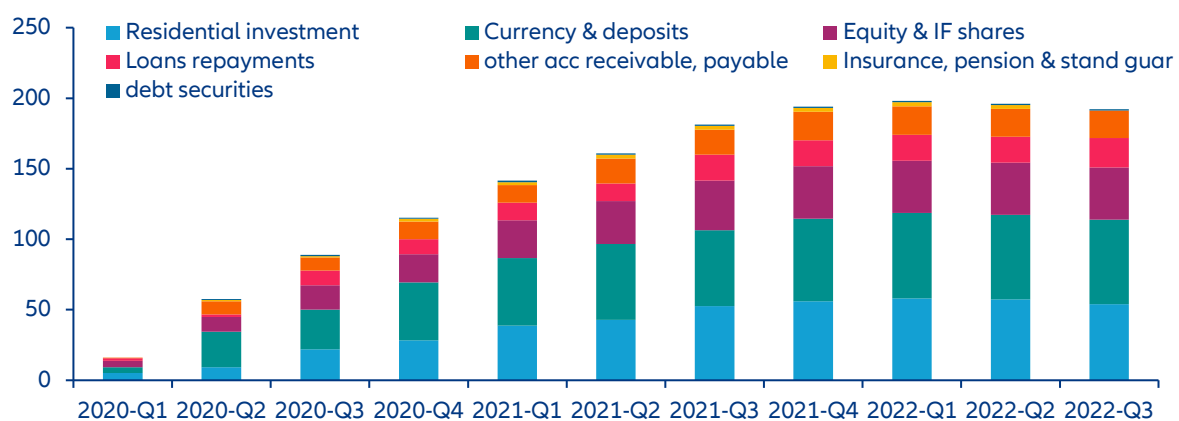
Figura 11: Tasso di risparmio e intenzioni di risparmio per i prossimi 12 mesi (Germania, riquadro di sinistra; Francia, pannello destro)



Fonti: Refinitiv, Allianz Research

Ciò è confermato anche dai dati dell'indagine, che suggeriscono un elevato tasso di risparmio fino al 2023, in particolare in Germania. Inoltre, le nostre stime suggeriscono che la maggior parte dei risparmi in eccesso sono detenuti in forme non liquide, come gli investimenti residenziali e il capitale. Ad esempio, in Spagna, le valute e i depositi rappresentano il 30% del risparmio totale in eccesso, vale a dire circa 60 miliardi di euro su 195 miliardi di euro (Cifra12).

Grafico 12: Ripartizione dello stock spagnolo di risparmi in eccesso (miliardi di euro)



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 gamma di servizi forniti da Euler Hermes.