

Allianz Research

# Europa: quanto cresceranno i tassi di interesse nel 2023?

24 Novembre 2022



Ana Boata  
Head of Economic Research  
[ana.boata@allianz-trade.com](mailto:ana.boata@allianz-trade.com)

Eric Barthalon  
Head of Capital Markets Research  
[eric.barthalon@allianz.com](mailto:eric.barthalon@allianz.com)

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

Maddalena Martini  
Economist for Italy and Greece  
[maddalena.martini@allianz.com](mailto:maddalena.martini@allianz.com)

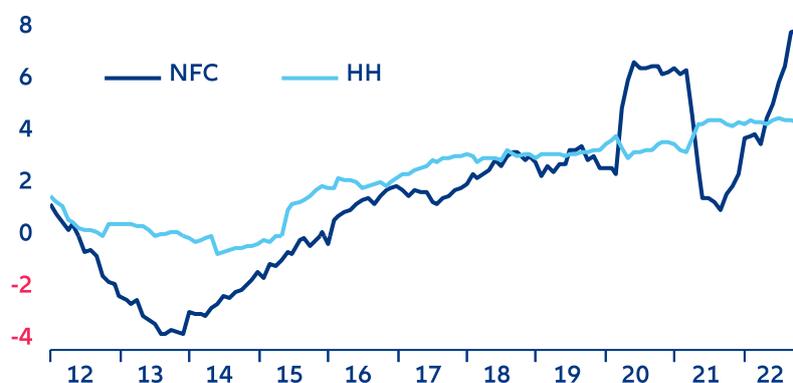
## EXECUTIVE SUMMARY

- **Sullo sfondo dell'aumento dei tassi di interesse e del peggioramento delle prospettive economiche, è improbabile che le dinamiche creditizie ancora favorevoli nell'Eurozona durino ancora a lungo.** Dopo un anno di stabilizzazione degli standard di prestito, le banche sono diventate significativamente più avverse al rischio. È probabile che gli standard di credito si restringano ulteriormente poiché la minore tolleranza al rischio delle banche, il costo più elevato dei fondi e i vincoli di bilancio influenzeranno l'offerta di credito nei prossimi mesi. L'entità della stretta netta è simile ai livelli registrati durante le prime fasi della crisi Covid-19 nel 2020.
- **Per le imprese, prevediamo un aumento medio dei tassi di interesse di +200 punti base nella prima metà del 2023.** In prospettiva, l'aumento dell'indebitamento finanziario delle società non finanziarie a nuovi record in termini assoluti, combinato con l'inasprimento globale delle condizioni finanziarie, è destinato ad intensificare la spesa per interessi e ad aumentare i costi delle società. Prevediamo che ulteriori aumenti del tasso di riferimento aumenteranno i tassi di interesse medi per le società di ulteriori 200 punti base entro la metà del 2023, il che a sua volta ridurrà i margini delle imprese di oltre -3 punti percentuali. Italia, Spagna e Francia sono le più a rischio. Tuttavia, si noti che oltre il 50% dei prestiti alle imprese ha aumentato la propria scadenza a oltre cinque anni, con meno del 20% al di sotto di un anno.
- **Per le famiglie, la trasmissione dei tassi di interesse dovrebbe raggiungere in media i 210 punti base. Questo shock potrebbe essere parzialmente compensato da risparmi eccessivi legati al Covid-19 e alla precauzione.** Considerando la quota di prestiti a tasso variabile (ossia meno del 10% del totale dei prestiti contro quasi il 40% prima del 2012), stimiamo che la perdita in termini di potere d'acquisto delle famiglie dell'Eurozona si attesterà in media a -1 punto percentuale, equivalente a quasi 500 euro per famiglia. Le spese per interessi nel 2023 rappresenterebbero circa il 20-30% del totale dei risparmi post-Covid in Germania e Francia, il 45% in Italia e oltre il 50% in Spagna. Nel complesso, nonostante un alto tasso di inflazione, la velocità dell'aggregato monetario ampio rimane ben al di sotto del livello pre-Covid, il che significa che la maggior parte dell'aumento dell'offerta di moneta è stata assorbita da una maggiore domanda di saldi precauzionali (cioè denaro che non passa di mano, al contrario dei saldi delle transazioni).

**La domanda di credito dell'Eurozona è rimasta forte, ma le banche sono sempre più preoccupate.**

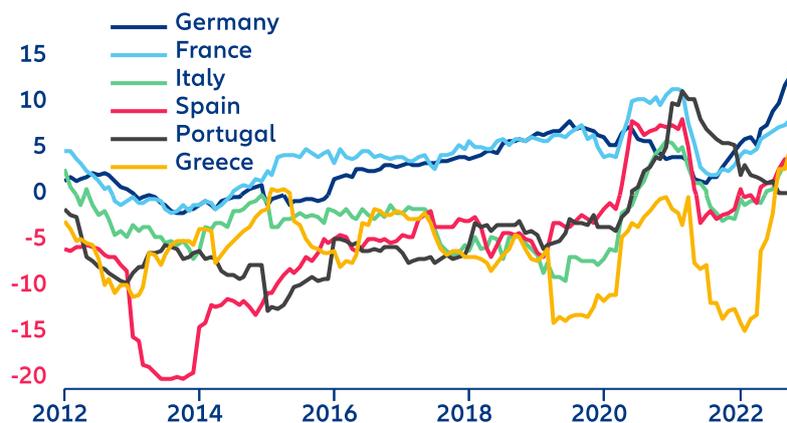
**Nonostante l'aumento dei tassi di interesse e il deterioramento delle prospettive economiche, la dinamica del credito è rimasta favorevole nell'Eurozona - ma non per buone ragioni (Figura 1-5).** La crescita complessiva annua del credito al settore privato si è attestata in media al +5,7% a settembre. I prestiti sono rimasti particolarmente forti per le imprese (+8,9% a/a a settembre), soprattutto per le scadenze più brevi, poiché l'aumento dei prezzi dell'energia e delle materie prime ha aumentato il fabbisogno di capitale circolante delle imprese. Al contrario, la domanda di prestiti da parte delle imprese nel lungo termine ha notevolmente rallentato poiché l'incertezza sulla crisi energetica e il potenziale di nuove interruzioni della catena di approvvigionamento hanno intaccato le prospettive commerciali. Il calo della fiducia delle imprese ha anche frenato la domanda netta di prestiti per finanziare gli investimenti da parte delle imprese. Allo stesso tempo, il calo della fiducia dei consumatori e l'indebolimento del mercato immobiliare hanno pesato sull'indebitamento delle famiglie nell'ultimo trimestre.

Figura 1: Eurozona - crescita del credito al settore privato (y/y %)



Fonti: Refinitiv, Allianz Research

Figura 2: Eurozona - crescita del credito alle società non finanziarie (y/a%, per paese)



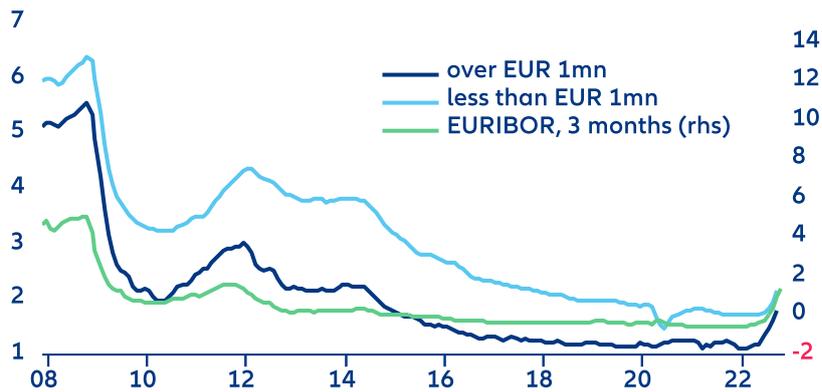
Fonti: Refinitiv, Allianz Research

Grafico 3: Eurozona - crescita del credito alle società non finanziarie (a/a%), per scadenza



Fonti: Refinitiv, Allianz Research

Grafico 4: Tassi di prestito dell'Eurozona per i nuovi prestiti alle società non finanziarie (y/y), per dimensione



Fonti: Refinitiv, Allianz Research

Figura 5: Crescita del credito alle famiglie dell'Eurozona per l'acquisto di abitazioni (a/a) rispetto al tasso del mercato monetario

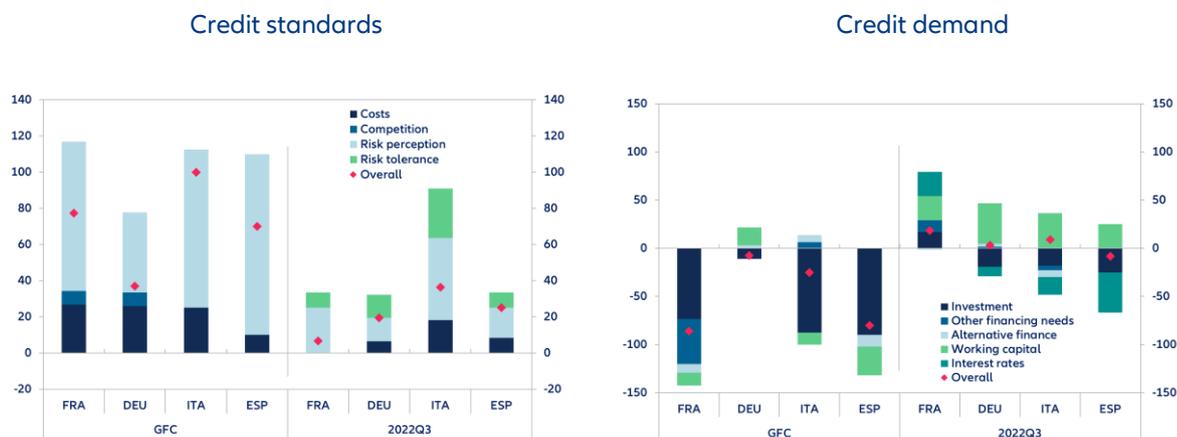


Fonti: Refinitiv, Allianz Research

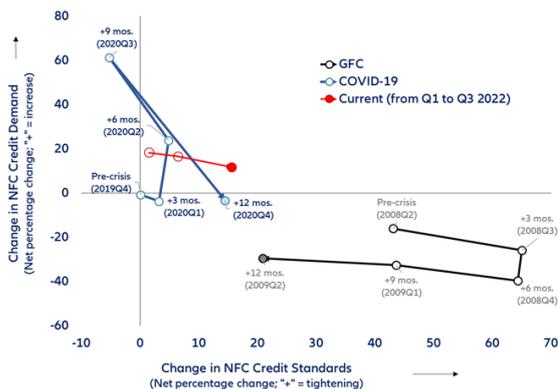
**Secondo l'ultima indagine della BCE sul credito bancario, dopo un anno di stabilizzazione degli standard di prestito, le banche sono diventate significativamente più avverse al rischio.**

I tassi di interesse più elevati hanno aumentato il costo dei fondi e i vincoli di bilancio, portando le banche a inasprire considerevolmente gli standard di credito (vale a dire linee guida interne o criteri di approvazione dei prestiti) nel terzo trimestre 2022. In prospettiva, è probabile che gli standard di credito si restringano ulteriormente in questo trimestre e il calo della tolleranza al rischio delle banche, il costo più elevato dei fondi e i vincoli di bilancio influenzeranno l'offerta di credito alle imprese e alle famiglie nei prossimi mesi. 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 vi è ancora alcuna stretta creditizia (Figura 6).

Grafico 6: Eurozona - cambiamento degli standard creditizi e della domanda (indagine sul credito bancario della BCE)



**Standard di credito vs. domanda di credito**



Fonti: BCE, Refinitiv, Allianz Research. Nota: GFC=crisi finanziaria globale (2009 T1). 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 e un allentamento degli standard di credito. I fattori che hanno contribuito non si sommano alla valutazione complessiva degli standard di credito. In ogni Paese, l'episodio di GFC si riferisce al trimestre in cui gli standard di credito hanno raggiunto il picco massimo. Variazioni della domanda di credito (+ = aumento) durante il rispettivo trimestre, basate su percentuali nette calcolate come differenza tra le banche che vedono aumentare e quelle che vedono diminuire la domanda. I fattori che contribuiscono non concorrono alla valutazione complessiva delle condizioni di domanda. In ogni Paese, l'episodio di GFC si riferisce al trimestre in cui la domanda di credito ha toccato il fondo..

## Lo shock dei tassi d'interesse è ancora davanti a noi in Europa: un aumento medio di 200 punti base per imprese e famiglie nel primo semestre 2023

Per le imprese, il passaggio tra i tassi di interesse di mercato e quelli bancari è stato storicamente più forte di quello delle famiglie (Figura 8).<sup>1</sup> 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 è stata pari a quella dopo la GFC, mentre per i prestiti alle famiglie la sensibilità è stata intorno allo 0,5-0,6.

Figura 7: Eurozona: sensibilità dei tassi sui prestiti per le società non finanziarie (NFC) e le famiglie (HH) alle variazioni del tasso di riferimento (stima mobile a 10 anni)



Fonti: Refinitiv, Allianz Research

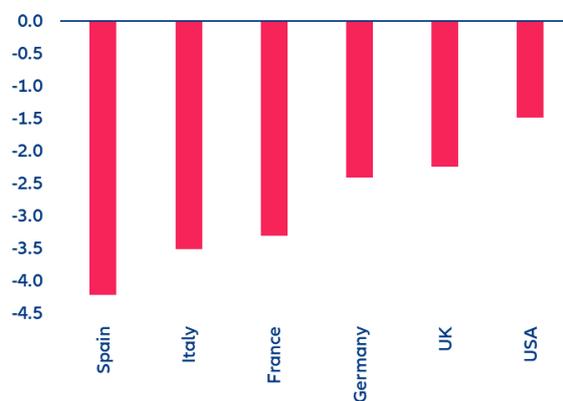
**I timori sulla qualità degli attivi potrebbero presto riemergere.** L'importante sostegno fiscale in occasione della crisi energetica continua a ridurre in modo significativo le insolvenze. Ciononostante, le insolvenze aziendali sono già in aumento e gli effetti cicatrizzanti della crisi stanno mettendo a dura prova le imprese dei settori più colpiti. Le imprese più grandi con accesso al mercato hanno in gran parte coperto il loro fabbisogno di rifinanziamento fino all'anno prossimo, il che le rende meno sensibili all'inasprimento delle condizioni di finanziamento. Anche le consistenti riserve di liquidità (+32% rispetto ai livelli di fine 2019 a settembre) contribuiranno a prevenire lo stress immediato della liquidità, ma solo se la recessione si rivelerà moderata e di breve durata e se i prezzi dell'energia non aumenteranno ulteriormente. Di conseguenza, ci aspettiamo che le insolvenze aumentino nei prossimi mesi e superino i livelli pre-pandemici all'inizio del 2023, dopodiché accelereranno (+19% a livello globale, +5pp rispetto al 2° trimestre). Stimiamo che le attuali misure di sostegno dello Stato stiano riducendo l'aumento delle insolvenze di -12 punti percentuali (o il salvataggio di 2.600 imprese) nel 2022 e 2023..

**Nel 2023, ulteriori aumenti dei tassi aumenteranno i costi di finanziamento per le imprese: prevediamo un aumento dei tassi sui prestiti bancari di 200 punti base che potrebbe intaccare i margini di -3 punti percentuali nell'Eurozona, con Italia, Spagna e Francia più colpite (Figura8).** Guardando al futuro, l'aumento del debito finanziario NFC a nuovi record in

<sup>1</sup> I tassi societari tendono ad essere mediamente più alti, dato il minore tasso di recupero e la minore durata rispetto ai mutui residenziali

termini assoluti, combinato con l'inasprimento globale delle condizioni finanziarie, è destinato a intensificare la spesa per interessi e ad aumentare i costi delle società. Ciò rappresenta un rischio per le imprese con rating inferiore e altamente indebitate. La copertura degli interessi passivi è già diminuita sensibilmente nell'Eurozona negli ultimi trimestri, passando da 5,6 nel terzo trimestre 2021 a 3,2 nel secondo trimestre 2022. Prevediamo che ulteriori aumenti del tasso di riferimento aumenteranno i tassi di interesse medi per le società di ulteriori 200 punti base entro la metà del 2023, il che a sua volta ridurrà i margini delle imprese di oltre -3 punti percentuali. Italia, Spagna e Francia sono le più a rischio. Tuttavia, si noti che oltre il 50% dei prestiti alle imprese ha aumentato la propria scadenza a oltre cinque anni, con meno del 20% al di sotto di un anno.

Figura 8: Perdita di margine considerando la trasmissione dell'aumento dei tassi di interesse (+200 pb), in pp del valore aggiunto

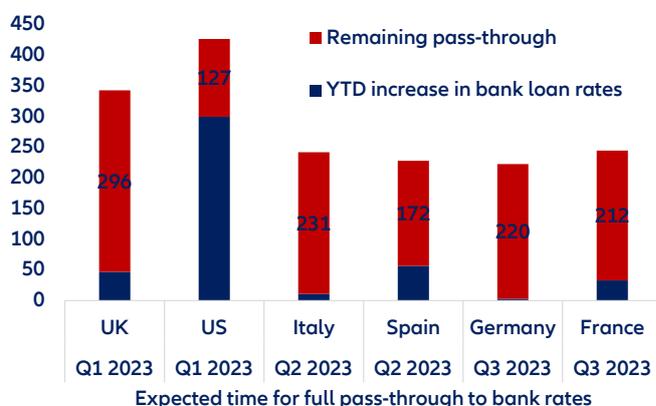


Fonti: Eurostat, ONS, Refinitiv, Allianz Research

**Per le famiglie, il residuo passaggio dei tassi di interesse è in media di circa 2 punti percentuali.** Nel nostro precedente rapporto<sup>2</sup>, abbiamo dimostrato che le misure di sostegno fiscale stanno attenuando il colpo dei prezzi elevati dell'energia sul potere d'acquisto delle famiglie, con un risparmio della domanda interna pari all'1,7% del PIL in media (più di 1.300 euro per famiglia). Ma lo shock sui tassi di interesse è incombente e probabilmente si materializzerà nel 2023, dato che il tempo medio di trasferimento dal tasso di policy ai tassi bancari varia tra i quattro mesi in Italia e Spagna e fino a sei mesi in Germania e Francia, e ci aspettiamo un picco nei tassi di interesse di riferimento nel 1° trimestre 2023. Considerando la quota di prestiti a tasso variabile (meno del 10% dei prestiti totali, contro il 40% del periodo precedente al 2012), stimiamo che la perdita in termini di potere d'acquisto delle famiglie sarà in media di -1pp (Figure 9-12).

<sup>2</sup> Si veda il nostro report: ['Whatever it takes' reloaded? Europe's fiscal response to the energy crisis](#)

Figura 9: Trasmissione dall'aumento dei tassi di interesse di riferimento ai tassi sui prestiti bancari alle famiglie (in pb) e alla tempistica



Fonti: Eurostat, ONS, Refinitiv, Allianz Research

**I risparmi delle famiglie dopo il Covid-19 possono ancora compensare parte dello shock dei tassi di interesse, ma questo sembra meno probabile in Spagna.** Esaminiamo i risparmi delle famiglie dell'Eurozona accumulati dal 2020 per comprendere l'entità delle riserve rimanenti. Nella prima metà del 2022, i risparmi in eccesso sono diminuiti in media di circa il -7% rispetto alla fine del 2021, ma rimangono a 448 miliardi di euro. Per il nostro panel, le spese per interessi nel 2023 rappresenterebbero circa il 20-30% del risparmio totale in eccesso in Germania e Francia, il 45% in Italia e oltre il 50% in Spagna (Figura12).

Grafico 10: Tassi di interesse medi previsti per i prestiti bancari per le famiglie nel 2023

	2008	Actual	Taking into account remaining pass-through
Germany	4.3%	2.1%	4.3%
France	4.7%	1.7%	3.9%
Italy	4.7%	2.7%	5.0%
Spain	4.5%	2.5%	4.2%
UK	6.5%	2.6%	5.6%
US	4.4%	2.6%	3.9%

Fonti: BCE, BoE, ONS, Fred St Louis, Refinitiv, Allianz Research

Grafico 11: Aumento previsto della spesa per interessi sulla base delle aspettative sui tassi di interesse sui prestiti bancari per le famiglie nel 2023

	Interest expenditures if share of loans at variable rates remains stable			Interest expenditures if the share of loans at variable rates goes back to pre zeronomics		
	pp of disposable income		LCU/household	pp of disposable income		LCU/household
	Actual	Taking into account remaining pass-through on rates		Taking into account remaining pass-through on rates		
Germany	0.6	1.0	584	1.3	746	
France	0.7	0.8	415	1.1	580	
Italy	0.1	0.7	325	2.6	1249	
Spain	0.4	1.4	580	3.5	1489	
UK	3.4	3.8	2014	6.6	3472	
US	3.9	4.5	6268	5.7	7886	

Fonti: BCE, BoE, ONS, Fred St Louis, Refinitiv, Allianz Research

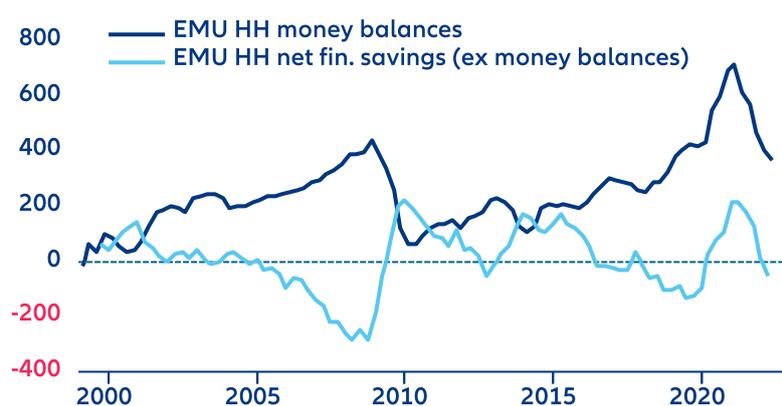
Figura 12: Risparmio residuo delle famiglie post Covid-19 vs spesa per interessi

	Interest expenditures in 2023 (LCUbn)	Remaining households' savings post Covid (LCUbn*)	Share of total excess savings
Germany	30	110	27%
France	17	70	25%
Italy	31	68	45%
Spain	30	58	51%
UK	93	144	65%
US	1084	4704	23%

Fonti: Eurostat, ONS, BLS, fonti nazionali, Refinitiv, Allianz Research

**Tuttavia, la maggior parte dei risparmi in eccesso sono dovuti all'accaparramento e non sono un segno di resilienza.** Nel complesso, nonostante l'elevato tasso di inflazione, la velocità dell'aggregato monetario ampio rimane ben al di sotto del livello pre-Covid-19, il che significa che la maggior parte dell'aumento dell'offerta di moneta è stata assorbita da una maggiore domanda di saldi precauzionali (cioè denaro che non passa di mano, al contrario dei saldi delle transazioni). La domanda è se questo aumento dell'accaparramento sia temporaneo o permanente. L'incertezza legata alla pandemia e alla guerra in Ucraina potrebbe avere un impatto maggiore sulla velocità del denaro rispetto all'inflazione e alle aspettative di inflazione. Sia negli Stati Uniti che nell'Eurozona, il risparmio finanziario netto delle famiglie (che considera l'accaparramento compensando i saldi monetari meno il debito) è ora negativo, anche se non tanto quanto prima della GFC. Questo potrebbe essere considerato un segno della vulnerabilità delle famiglie - le famiglie sembrano preferire accumulare saldi monetari come precauzione piuttosto che investire (Figura 13).

Figura 13: Saldi monetari delle famiglie dell'Eurozona e risparmi finanziari netti. Miliardi di euro, flussi 4T/cum..



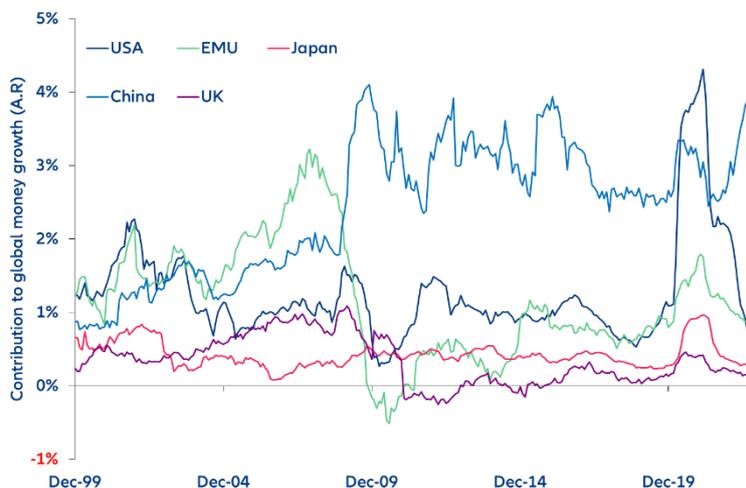
Fonti: Refinitiv, Allianz Research

**Il calo della crescita monetaria pone le basi per l'attenuazione delle pressioni inflazionistiche e il rallentamento dei rialzi dei tassi.**

Con l'inflazione complessiva dell'Eurozona che ha raggiunto livelli record in ottobre (10,6% a/a), la BCE dovrebbe giustamente concentrarsi sull'evitare che le aspettative di inflazione si

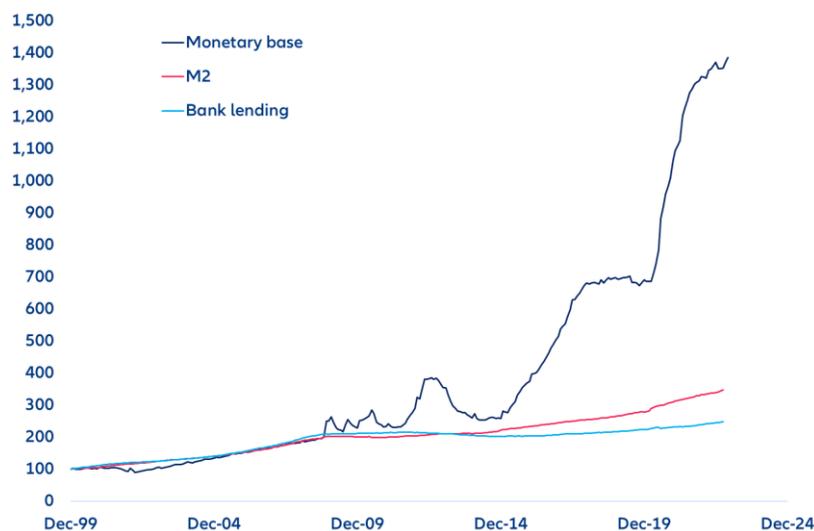
allentino. Tuttavia, poiché la crescente avversione al rischio delle banche provoca un ulteriore inasprimento delle condizioni di credito, la minore domanda di moneta dovrebbe essere disinflazionistica, con l'Eurozona che registra un contributo in calo alla crescita monetaria globale (figure 14 e 15). Negli ultimi due trimestri, la velocità è rimasta quasi invariata. Infatti, proprio come in altre grandi economie, la base monetaria sta crescendo più velocemente della moneta in senso ampio, che a sua volta cresce molto più velocemente dei prestiti bancari al settore privato. In questo contesto, si può dire che le banche centrali hanno spinto e stanno ancora spingendo su un tasto. Pertanto, il Consiglio direttivo potrebbe prendere in considerazione la possibilità di rallentare il ritmo e ridurre l'entità dei rialzi dei tassi di interesse. Tuttavia, ci aspettiamo ancora un aumento dei tassi di riferimento della BCE di almeno 50 punti base nella prossima riunione di dicembre, con un rischio al ribasso di 75 punti base se il dato dell'inflazione di novembre indica che le pressioni inflazionistiche devono ancora raggiungere il picco.

Figura 14: Contributo alla crescita monetaria mondiale (per paese)



Fonti: Refinitiv, Allianz Research

Figura 15: Base monetaria dell'Eurozona, aggregato monetario M2 e prestiti bancari



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.