

Allianz Research

# Il consumatore può resistere alla situazione macroeconomica attuale?

10 Giugno 2022



**Ana Boata**  
Head of Economic  
Research  
ana.boata@  
allianz-trade.com

**Roberta Fortes**  
Economist Iberolatam  
roberta.fortes@  
allianz-trade.com

**Patricia Pelayo Romero**  
Expert Insurance and ESG  
patricia.pelayo-  
romero@allianz.com

**Katharina Utermöhl**  
Senior Economist  
katharina.utermoehl@  
allianz.com

## EXECUTIVE SUMMARY

- **I consumatori avrebbero dovuto guidare la ripresa post-Covid-19 nel 2022, ma l'elevata incertezza geopolitica e l'inflazione alle stelle hanno fatto deragliare queste aspettative.** Dopo l'invasione russa dell'Ucraina, i sondaggi sui consumatori suggeriscono che le famiglie dell'Eurozona sono pessimiste – o anche in maggior misura – come lo erano durante il culmine della pandemia. Sulla base del deterioramento della fiducia dei consumatori, stimiamo che la conseguente perdita di consumi delle famiglie nell'Eurozona sia pari a 70 miliardi di euro, o quasi 500 euro per famiglia, nel solo 2022.
- **Le cose peggioreranno prima di migliorare: il nostro sondaggio Allianz Pulse mostra che la maggior parte dei consumatori in Germania, Francia e Italia intende ridurre i loro consumi reali e i loro risparmi nei prossimi mesi.** Sulla base di una regressione del panel che tiene conto della fiducia dei consumatori, del tasso di disoccupazione, del reddito disponibile reale, delle condizioni monetarie e finanziarie e della domanda globale, stimiamo che i tassi di risparmio lordo in Germania, Francia e Italia scenderanno di nuovo alle medie a lungo termine pre-Covid entro la fine del 2022 (-4,7 pp, -3,7pp e -4,8pp, rispettivamente).
- **I flussi di risparmio potrebbero tornare alla normalità, ma lo stock di risparmio in eccesso accumulato rimane al suo posto, anche se fornisce una rete di sicurezza ineguale.** Secondo i nostri calcoli, lo stock di risparmi in eccesso ammonta attualmente a oltre 380 miliardi di euro nell'Eurozona. Ma l'eterogeneità è significativa tra i gruppi di reddito, con 93 euro per famiglia per le famiglie a più basso reddito contro più di 8700 euro per famiglia per i più ricchi. Per fare un confronto, la bolletta alimentare per le famiglie dell'Eurozona dovrebbe aumentare in media di 550 euro per famiglia nel 2022, mentre la bolletta energetica è destinata ad aumentare di oltre 750 euro. Quindi, per quasi due terzi delle famiglie, i risparmi in eccesso saranno insufficienti per proteggerli dall'uragano dell'inflazione di quest'anno.

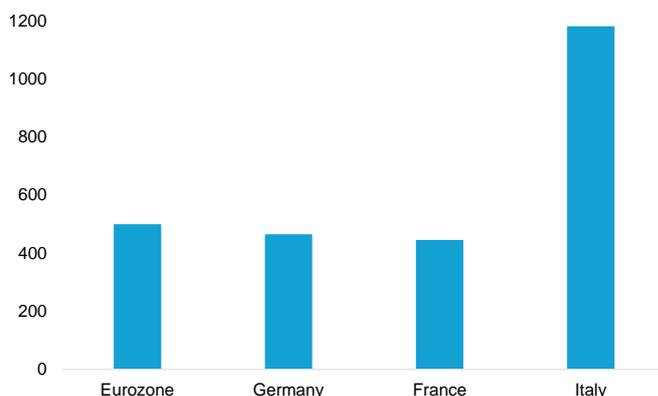
**Nel 2022, il deterioramento della fiducia dei consumatori potrebbe portare a una perdita di consumi di 70 miliardi di euro, o quasi a 500 euro per famiglia nell'Eurozona.**

A seguito dell'invasione russa dell'Ucraina, la fiducia dei consumatori nei principali paesi dell'Eurozona è scesa ai minimi visti l'ultima volta durante l'apice della crisi Covid-19. La fiducia dei consumatori di solito prevede le tendenze della spesa dei consumatori con un ritardo di uno

o due trimestri. I consumatori dell'Eurozona hanno già ridotto la loro spesa dello 0,7% congiunturale nel primo trimestre dell'anno sullo sfondo delle nuove restrizioni sanitarie innescate dall'ondata di omicron e dall'invasione russa dell'Ucraina. Tuttavia, riteniamo che il calo della spesa al consumo continuerà nel Q2 e Q4, con una tregua solo durante l'estate, grazie a un rimbalzo dei consumi di servizi (principalmente ospitalità e viaggi).

Nel complesso, calcoliamo che la perdita di consumi spiegata dal deterioramento della fiducia dei consumatori dall'inizio della guerra si attesta a 70 miliardi di euro (in termini reali), o vicino a 500 euro per famiglia nell'Eurozona nel suo complesso. Questo è ciò che le famiglie non spenderanno nel 2022 a causa della mancanza di fiducia, non considerando l'effetto di eventuali trasferimenti fiscali. Nelle principali economie dell'Eurozona, la perdita si traduce in 20 miliardi di euro per la Germania (o 470 euro per famiglia), 13,5 miliardi di euro per la Francia (o 440 euro per famiglia) e 31 miliardi di euro per l'Italia (o più di 1100 euro per famiglia) - cfr. figura 1. In Italia, la perdita è più elevata in quanto il calo della fiducia dei consumatori dalla fine del 2021 è stato due volte più alto rispetto, ad esempio, alla Francia.

Grafico 1: Perdita di consumi nel 2022 a causa del deterioramento della fiducia dei consumatori (EUR per famiglia)

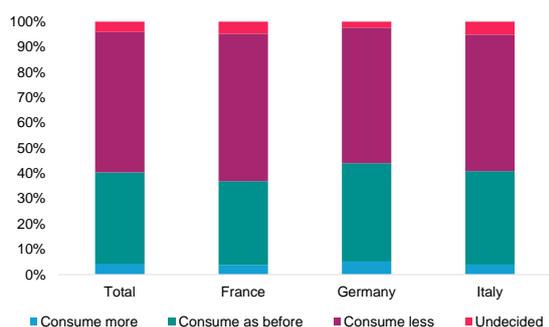


Fonte: Allianz Pulse Survey

### **Il nostro sondaggio Allianz Pulse rivela che la maggior parte dei consumatori europei ridurrà sia le spese che i risparmi nei prossimi mesi, in particolare in Francia.**

Nel maggio 2022, abbiamo chiesto a più di 2.500 consumatori in Germania, Francia e Italia i loro piani di consumo nei prossimi mesi rispetto ai periodi pre-inflazione. In tutti e tre i paesi, una maggioranza prevede di ridurre la spesa: 53,5% in Germania, 58,5% in Francia e 54,0% in Italia. Tuttavia, più di un terzo prevede di mantenere i livelli di spesa, riflettendo l'inerzia solitamente attesa nei consumi dopo uno shock o la resilienza economica (cfr. figura 2).

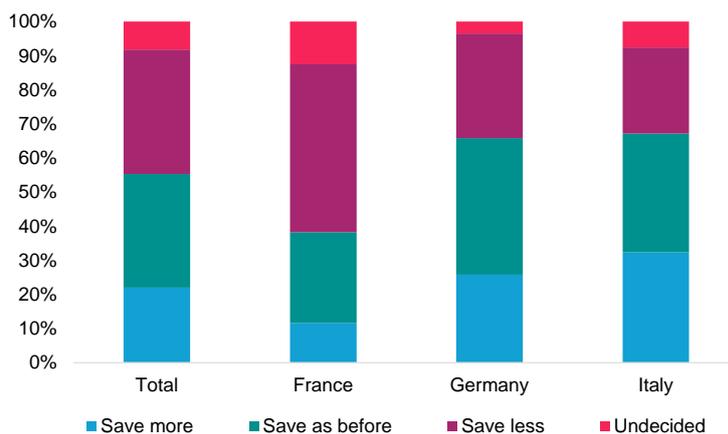
Figura 2: Comportamenti di consumo nei prossimi mesi per paese (% del totale)



Fonte: Allianz Pulse Survey

Nel complesso, il 36,5% dei consumatori europei intervistati ha dichiarato di voler risparmiare meno nei prossimi mesi, con la quota più alta riscontrata in Francia (49,3%). Tuttavia, in Germania, il 40% dei consumatori intende risparmiare come prima mentre in Italia appare più equilibrato il rapporto tra chi vuole mantenere costante il risparmio e chi vuole risparmiare di più (vedi Figura 3).

Figura 3: Comportamento di risparmio nei prossimi mesi per paese (% del totale)



Fonte: Allianz Pulse Survey

**Prevediamo che i tassi di risparmio lordi torneranno allo status quo ante, con cali in Germania, Francia e Italia rispettivamente al 18,3%, 15,6% e 10,9% entro la fine del 2022.**

Al fine di stabilire le determinanti dei cambiamenti nel risparmio delle famiglie nei paesi chiave in Europa, stimiamo una regressione a effetto fisso del paese in funzione del tasso di disoccupazione, che viene spesso utilizzato come proxy dell'incertezza da reddito da lavoro<sup>1</sup>. Abbiamo anche controllato gli effetti del reddito disponibile e dei tassi di interesse, entrambi in termini reali, cogliendo così gli effetti dell'inflazione. Inoltre, poiché i risparmi delle famiglie possono anche essere influenzati da fattori globali, consideriamo la differenza tra i rendimenti obbligazionari a 2 anni USA-Germania e il rapporto rame-oro come un indicatore della futura

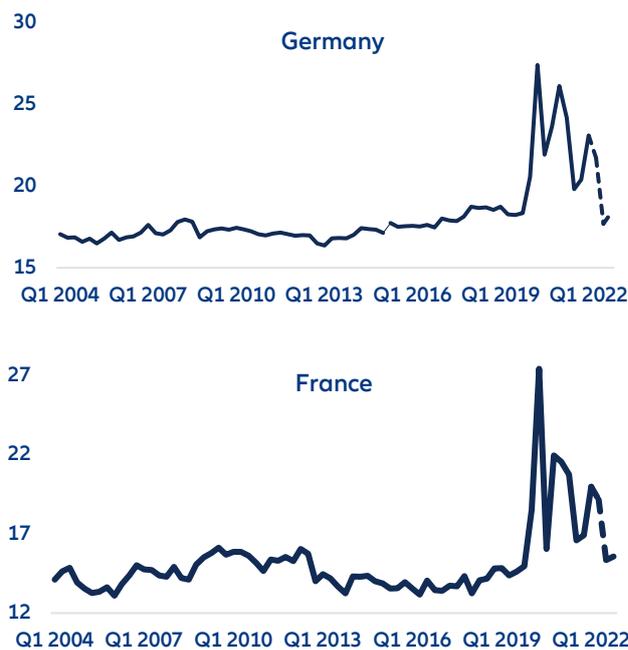
<sup>1</sup> In particolare, il nostro campione comprende 15 Paesi. L'elenco completo è riportato nell'allegato.

crescita economica. Infine, includiamo gli indicatori di fiducia dei consumatori, sia l'indice aggregato che i sottocomponenti.<sup>2</sup>

Utilizzando i risultati del nostro modello, stimiamo un calo dei tassi di risparmio in Germania, Francia e Italia allo status quo ante prima del Covid-19: 18,3%, 15,6% e 10,9%, rispettivamente, entro la fine del 2022. Facciamo due ipotesi importanti nel modello: la prima è relativa al tasso di disoccupazione, che ci aspettiamo rimanga relativamente stabile quest'anno poiché in tempi di contrazione economica, i governi tendono ad adottare politiche di mantenimento del lavoro come schemi di disoccupazione parziale per preservare l'occupazione. La seconda ipotesi riguarda la fiducia dei consumatori. Nel nostro scenario di base, presumiamo che il livello di fiducia aggregata rimarrà vicino ai livelli attuali, che sono già considerevolmente bassi e vicini ai livelli osservati durante la crisi Covid-19. Sottolineando i livelli di fiducia ai livelli più bassi raggiunti nella serie storica, osserviamo un aumento del tasso di risparmio di +0,2pp in ogni paese a fine anno rispetto allo scenario di base.

Quando si considerano le sottocomponenti della fiducia dei consumatori, notiamo una maggiore discrepanza nelle "aspettative di disoccupazione nei prossimi 12 mesi" in quanto indica un livello di risparmio più elevato di circa +0,5 punti percentuali. In media, le sottocomponenti indicano che il tasso di risparmio in Germania si attesta al 18,5%, leggermente al di sopra della misura aggregata (18,3%).

Figura 4: Tasso di risparmio lordo previsto (%) in Germania, Francia e Italia



<sup>2</sup> Per maggiori dettagli si rimanda all'allegato. Riconosciamo che l'inclusione di parametri di controllo aggiuntivi, come le variabili di ricchezza e fiscali, potrebbe migliorare l'adattamento del modello e le nostre previsioni storiche, ossia ridurre gli errori di previsione nel periodo di stima. In questo studio abbiamo utilizzato un numero limitato di variabili per motivi di parsimonia e abbiamo lasciato la ricerca di fattori esplicativi dei residui a ulteriori ricerche. Inoltre, l'introduzione di variabili per segnalare, ad esempio, crisi o eventi specifici, potrebbe migliorare fittiziamente la performance previsionale del modello.



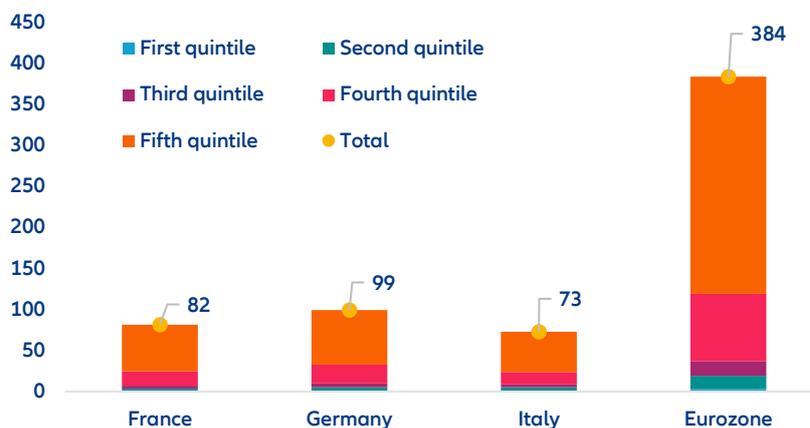
Fonti: Eurostat, calcoli Allianz Research.

### Le famiglie ad alto reddito detengono più di due terzi dei 380 miliardi di euro di risparmi in eccesso rimasti nell'Eurozona.

Calcoliamo che ci siano ancora più di 380 miliardi di euro di risparmi in eccesso nell'Eurozona, ma è distribuito in modo non uniforme: le famiglie più ricche hanno una quota molto più alta del totale. La Corte ritiene che le famiglie a più basso reddito abbiano risparmi in eccesso equivalenti a soli 93 EUR per famiglia, rispetto a oltre 8700 EUR per famiglia per i più ricchi (cfr. figura 6).

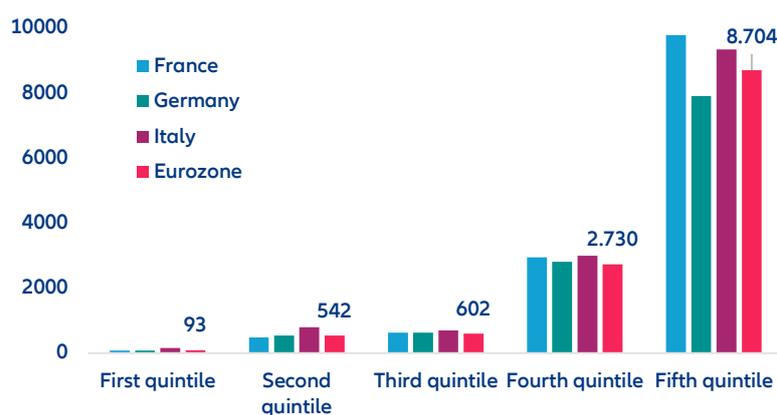
Per fare un confronto, la bolletta alimentare nell'Eurozona dovrebbe aumentare in media di 550 euro per famiglia nel 2022 e la bolletta energetica di oltre 750 euro, con prezzi in aumento del +50% nel corso dell'anno (si veda il nostro rapporto). In questo contesto, per quasi due terzi delle famiglie, i risparmi in eccesso non saranno sufficienti a proteggerle dall'uragano dell'inflazione di quest'anno.

Grafico 5: Risparmi in eccesso delle famiglie, miliardi di EUR



Fonti: Eurostat, Allianz Research

Grafico 6: Risparmio in eccesso delle famiglie, EUR per famiglia



Fonti: Eurostat, Allianz Research

## APPENDICE

### A. Lista di Paesi

- |                    |              |                 |
|--------------------|--------------|-----------------|
| 1. Germania        | 6. Finlandia | 11. Paesi Bassi |
| 2. Belgio          | 7. Francia   | 12. Austria     |
| 3. Repubblica Ceca | 8. Ungheria  | 13. Polonia     |
| 4. Danimarca       | 9. Irlanda   | 14. Portogallo  |
| 5. Spagna          | 10. Italia   | 15. Svezia      |

### B. Descrizione dei dati

- **Tasso di risparmio dei privati.** Abbiamo considerato la variazione del tasso di risparmio lordo rispetto allo stesso trimestre dell'anno precedente. Dati estratti da Eurostat – Commissione europea.
- **Tasso di disoccupazione.** Abbiamo considerato la variazione della disoccupazione rispetto allo stesso trimestre dell'anno precedente. Dati estratti da Datastream.
- **Tasso di deposito reale a breve termine.** Dati estratti da Datastream.
- **Prezzo Rame-Oro.** Dati estratti da Datastream.
- **Spread a 2 anni Usa - Germania.** Dati estratti da Datastream.
- **Indicatori di fiducia dei consumatori (Conf).** I dati estratti dall'indagine sui consumatori della Commissione europea e abbiamo preso in considerazione indicatori sia aggregati che subcomponenti. Domande dettagliate sono riportate nell'allegato C.

Tabella 1: Indicatori di fiducia dei consumatori

Codice dell'indice	Descrizione
ConfAgr	Indicatore di fiducia (Q1 + Q2 + Q4 + Q9) / 4
ConfFCPast	Situazione finanziaria negli ultimi 12 mesi
ConfFinCond	Situazione finanziaria nei prossimi 12 mesi
ConfEconSitPast	Situazione economica generale negli ultimi 12 mesi
ConfPricePast	Andamento dei prezzi negli ultimi 12 mesi
ConfPrice	Andamento dei prezzi nei prossimi 12 mesi
ConfUnemExp	Previsioni di disoccupazione per i prossimi 12 mesi
ConfPurchases	Principali acquisti al momento
ConfFuturePurchases	Acquisti importanti nei prossimi 12 mesi
ConfSavingsNow	Risparmi attuali
ConfFutureSav	Risparmio nei prossimi 12 mesi
CapacitySave	Situazione finanziaria delle famiglie

Fonte: Eurostat. Il codice indicatore è comunque definito dagli autori.

### C. Approccio econometrico

Per questa analisi, stimiamo un modello di dati del pannello utilizzando tecniche LSDV (Least Squares Dummy Variable), catturando quindi le differenze tra i paesi. La specifica del modello è la seguente:

$$\Delta s_{i,t} = \alpha_i + \beta_1 \Delta UR_{i,t} + \beta_2 RealIR_{i,t} + \beta_3 RealGDI_{i,t} + \beta_4 CopperGold_{i,t} + \beta_5 USBD2Y_{i,t} + \beta_6 Conf_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

Per  $i = 1, \dots, N$  and  $t = 1, \dots, T$ .

Dove  $N$  è il numero di paesi e  $T$  è il numero di periodi.  $\Delta s_t$  è la variazione del tasso di risparmio rispetto allo stesso trimestre dell'anno precedente,  $\Delta u_t$  è la variazione del tasso di risparmio rispetto allo stesso trimestre dell'anno precedente,  $RealIR$  è il tasso di interesse reale sui depositi,  $CopperGold$  è il rapporto tra il prezzo dell'oro e del rame,  $USBD2Y$  è lo spread tra il rendimento obbligazionario statunitense a 2 anni e il rendimento obbligazionario tedesco a 2 anni,  $Conf$  rappresenta uno degli indicatori di fiducia dei consumatori, aggregato o sottocomponente come descritto nell'allegato B.  $(\beta_1, \dots, \beta_6)$  è il vettore dei coefficienti di pendenza,  $\alpha_j$  è l'intercetta individuale (o effetti fissi) e  $\varepsilon_{i,t}$  è il residuo. Il modello è stimato su base trimestrale dal Q1 2004 al Q4 2019. I risultati sono mostrati nella Tabella 2.

Tabella 2: Risultati del modello: tasso di risparmio e variabili di controllo

VARIABLES	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)	(12)
UR	0.448*** (0.0527)	0.453*** (0.0529)	0.424*** (0.0519)	0.455*** (0.0543)	0.436*** (0.0564)	0.457*** (0.0530)	0.471*** (0.0525)	0.386*** (0.0656)	0.480*** (0.0549)	0.462*** (0.0526)	0.460*** (0.0542)	0.439*** (0.0532)
RealIR	0.335*** (0.0497)	0.328*** (0.0499)	0.306*** (0.0485)	0.319*** (0.0495)	0.322*** (0.0525)	0.303*** (0.0528)	0.369*** (0.0521)	0.323*** (0.0494)	0.320*** (0.0495)	0.334*** (0.0501)	0.317*** (0.0496)	0.318*** (0.0493)
RealGDI	0.191*** (0.0158)	0.189*** (0.0159)	0.199*** (0.0155)	0.185*** (0.0158)	0.165*** (0.0159)	0.182*** (0.0159)	0.191*** (0.0157)	0.194*** (0.0165)	0.178*** (0.0166)	0.178*** (0.0160)	0.185*** (0.0163)	0.195*** (0.0162)
CopperGold	-0.210*** (0.0328)	-0.211*** (0.0331)	-0.165*** (0.0328)	-0.206*** (0.0331)	-0.214*** (0.0350)	-0.192*** (0.0360)	-0.249*** (0.0359)	-0.205*** (0.0328)	-0.203*** (0.0328)	-0.205*** (0.0328)	-0.203*** (0.0332)	-0.203*** (0.0327)
USBD2Y	0.00187*** (0.000553)	0.00178*** (0.000554)	0.00197*** (0.000542)	0.00173*** (0.000556)	0.00194*** (0.000563)	0.00163*** (0.000555)	0.00246*** (0.000606)	0.00233*** (0.000644)	0.00140*** (0.000603)	0.00140*** (0.000573)	0.00170*** (0.000573)	0.00239*** (0.000616)
ConfAgr	-0.0236*** (0.00895)											
ConfFinCond		-0.0143 (0.00927)										
ConfUnemExp			0.0202*** (0.00323)									
ConfFutureSav				-0.00570 (0.0112)								
ConfSavingsNow					0.00908 (0.00565)							
ConfPrice						-0.00409 (0.00521)						
ConfPricePast							0.0115*** (0.00383)					
ConfEconSitPast								-0.00887* (0.00465)				
ConfFCPast									0.00995 (0.00839)			
CapacitySave										0.0221* (0.0120)		
ConfFuturePurchases											-0.000917 (0.0102)	
ConfPurchases												-0.0163** (0.00650)
Observations	960	960	960	960	910	960	960	960	960	960	960	960
R-squared	0.219	0.216	0.245	0.214	0.196	0.214	0.221	0.217	0.215	0.216	0.214	0.219

Standard errors in parentheses. Coefficients for country dummies not reported.

\*\*\* p<0.01, \*\* p<0.05, \* p<0.1

Fonte: Calcoli di Allianz Research.

Nel complesso, i coefficienti di regressione hanno i segni attesi e sono altamente significativi dal punto di vista statistico. In particolare, un cambiamento positivo nel tasso di disoccupazione può portare a una variazione positiva del tasso di risparmio indotta da un aumento dell'incertezza del reddito da lavoro. Un calo del reddito disponibile reale è associato a una diminuzione del tasso di risparmio, suggerendo che le famiglie potrebbero utilizzare i risparmi per compensare la perdita di potere d'acquisto. Coerentemente con il meccanismo di sostituzione intertemporale, un calo del tasso reale sui depositi a breve termine è associato a un tasso di risparmio più basso in quanto le famiglie hanno maggiori incentivi a consumare rispetto al risparmio. Abbiamo anche scoperto che gli shock globali influenzano il tasso di risparmio. Ad esempio, le prospettive di una crescita economica futura più forte (rappresentate dal rapporto rame-oro) riducono la necessità di risparmio, mentre un aumento degli spread transatlantici è associato a cambiamenti positivi nel tasso di risparmio, un'indicazione che le condizioni economiche in Europa potrebbero essere meno robuste che negli Stati Uniti.

Un calo della fiducia dei consumatori su base aggregata è associato a un aumento del tasso di risparmio. Utilizzando i sottocomponenti dell'indagine sui consumatori, tuttavia, osserviamo che non tutti gli indicatori sembrano influenzare le variazioni del risparmio, ma principalmente tre di essi: i) "Aspettative di disoccupazione nei prossimi 12 mesi"; ii) "Andamento dei prezzi negli ultimi 12 mesi" e iii) "Principali acquisti al momento". Non sorprende che i primi due indicatori mostrino segnali positivi, segnalando che i futuri rischi di reddito - sia attraverso la perdita di posti di lavoro che per un minore potere d'acquisto - spingono il tasso di risparmio più in alto. Nel frattempo, le prospettive di acquisto di beni durevoli - un indicatore di fiducia nell'economia - sono associate a minori risparmi.

#### D. Dati aggiuntivi

Le cifre sottostanti mostrano i contributi al calo del tasso di risparmio secondo le nostre stime. Notiamo che le condizioni monetarie e finanziarie svolgono un ruolo importante, seguite da emissioni di potere d'acquisto.

### Germania: Contributi alla Variazione nel Tasso di Risparmio



### Francia: Contributi alla Variazione nel Tasso di Risparmio



### Italia: Contributi alla Variazione nei Tassi di Risparmio



Fonte: Calcoli di Allianz Research.

Tali valutazioni sono, come sempre, soggette alla limitazione di responsabilità fornita di seguito.

#### **DICHIARAZIONI PREVISIONALI**

Le affermazioni contenute nel presente documento possono includere prospettive, dichiarazioni di aspettative future e altre dichiarazioni previsionali che si basano sulle attuali opinioni e ipotesi del management e che comportano rischi e incertezze noti e ignoti. I risultati, le prestazioni o gli eventi effettivi possono differire materialmente da quelli espressi o impliciti in tali dichiarazioni previsionali.

Tali scostamenti possono essere dovuti, a titolo esemplificativo e non esaustivo, a (i) cambiamenti delle condizioni economiche generali e della situazione concorrenziale, in particolare nel core business e nei mercati principali del Gruppo Allianz, (ii) andamento dei mercati finanziari (in particolare volatilità dei mercati, liquidità ed eventi creditizi), (iii) frequenza e gravità dei sinistri assicurati, compresi quelli causati da catastrofi naturali, e l'andamento delle spese per sinistri (iv) i livelli e le tendenze della mortalità e della morbidità, (v) i livelli di persistenza, (vi) in particolare nel settore bancario, l'entità delle inadempienze creditizie, (vii) i livelli dei tassi di interesse, (viii) i tassi di cambio delle valute, compreso il tasso di cambio EUR/USD, (ix) i cambiamenti nelle leggi e nei regolamenti, compresi quelli fiscali, (x) l'impatto delle acquisizioni, compresi i relativi problemi di integrazione, e le misure di riorganizzazione, e (xi) fattori competitivi generali, in ogni caso su base locale, regionale, nazionale e/o globale..

#### **NESSUN OBBLIGO DI AGGIORNAMENTO**

La società non si assume alcun obbligo di aggiornare le informazioni o le dichiarazioni previsionali contenute nel presente documento, ad eccezione di qualsiasi informazione che deve essere divulgata dalla legge.

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