

NON SOLO LAVORO

La settimana finanziaria

di Mediobanca S.p.A.



MEDIOBANCA

IL PUNTO DELLA SETTIMANA: l'importanza delle condizioni creditizie per i mercati emergenti

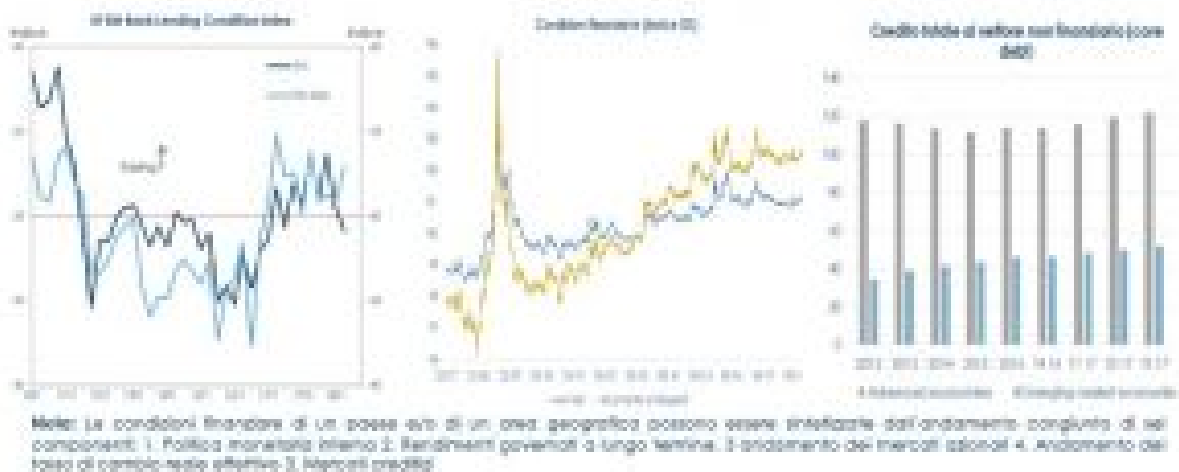
Un eccessivo inasprimento delle condizioni finanziarie nei paesi emergenti si tradurrebbe in un rallentamento dell'economia reale. L'entità dell'impatto futuro sarà funzione soprattutto delle condizioni creditizie, lette sia sul mercato bancario sia in quello corporate.

A partire dal mese di febbraio le condizioni finanziarie dei paesi emergenti sono divenute via via più tese, sulla scia della rimodulazione delle aspettative sulla politica monetaria della Fed e del conseguente effetto combinato dell'aumento dei rendimenti dei titoli di stato a lungo termine a livello globale e dell'apprezzamento del dollaro statunitense. Questo effetto combinato ha provocato a sua volta una crescente pressione sulle valute di questi paesi ed in particolare di quelli con posizioni correnti e/o di bilancio più deboli. A fronte di ulteriori due rialzi da parte della Fed attesi nel 2018 e di un ulteriore apprezzamento del dollaro US, nei prossimi mesi la tenuta delle condizioni finanziarie e le ricadute sull'economia reale di questi paesi dipenderà, soprattutto, dall'andamento delle condizioni creditizie, lette sia sul mercato bancario sia in quello corporate. In riferimento ai prestiti bancari, l'*Institute of International Finance (IIF)* pubblica trimestralmente una *survey* sulle condizioni del credito tra banche con sede in cinque regioni dei mercati emergenti: Asia emergente, America Latina, Europa Emergente, Medio Oriente e Nord Africa e Africa sub-sahariana. L'indagine, indirizzata a funzionari di prestito senior, funzionari di credito principale, addetti al rischio di credito e altri alti funzionari in posizioni comparabili, contiene ventisei domande a risposta multipla che affrontano cinque diversi argomenti sul prestito bancario: 1) standard di credito per prestiti commerciali, di consumo e immobiliari; 2) domanda di prestiti commerciali, di consumo e immobiliari; 3) condizioni di finanziamento nazionali e internazionali; 4) condizioni di domanda e offerta per i finanziamenti commerciali; e 5) l'evoluzione dei *non-performing loans*. La *survey* relativa al secondo trimestre del 2018, pubblicata la settimana scorsa, mostra **che dopo tre trimestri di allentamento, il credito bancario ha registrato un inasprimento dei criteri per l'erogazione del credito nei paesi emergenti, scivolando al di sotto della soglia di neutralità** ed indica che le aspettative sono per un ulteriore inasprimento delle condizioni di prestito in T3. **L'inasprimento è stato guidato da un restringimento in America Latina e nei paesi dell'Europa**

Emergente, mentre i paesi asiatici continuano ad osservare condizioni più accomodanti.

Passando, invece, agli **spread dei crediti alle imprese**, questi **restano ancora compressi nelle economie emergenti**, favoriti dalle condizioni internazionali (ed in particolare dal fenomeno ciclico del “*search for yield*”) più che da migliori fondamentali societari. Da un lato il rating di credito dell'indice ICE BofA ML EM Liquid Corporate Plus è diminuito negli ultimi dieci anni, dall'altro i dati pubblicati trimestralmente dalla BIS mostrano che negli ultimi anni, **a fronte di livelli molto bassi degli spread, il valore dei titoli di debito societari non finanziari in circolazione nei 21 principali paesi emergenti è aumentato costantemente rispetto al PIL.**

Questo poiché le imprese hanno risposto ai bassi tassi di interesse a livello globale emettendo un numero significativamente maggiore di obbligazioni societarie. Secondo la BIS, **il valore dei titoli di debito societari non finanziari, in percentuale del PIL, è ora più del doppio del livello di dieci anni fa in termini aggregati ed è aumentato in quasi tutti le economie emergenti per le quali si dispone dei dati.** Questo aumento, a sua volta, non è stato compensato dal calo di altre forme di finanziamento (es. prestiti bancari). Una misura (grossolana) è il totale delle richieste di risarcimento verso le imprese di capitali non bancarie da parte delle banche che dichiarano i loro dati alla BIS: la loro media rispetto al PIL si è rimasta stabile negli ultimi 10 anni. **Il rallentamento dell'economia reale potrebbe, quindi, derivare da un inasprimento delle condizioni finanziarie, che diventa perciò il rischio da tenere sotto controllo nei prossimi mesi per le economie emergenti.**



Nota: Le condizioni finanziarie di un paese e/o di un'area geografica possono essere sintetizzate dall'andamento congiunto di sei componenti: 1. Politica monetaria interna 2. Rendimenti governati a lungo termine 3. Andamento dei mercati azionari 4. Andamento del tasso di cambio reale effettivo 5. Mercati creditizi

SETTIMANA TRASCORSA

EUROPA: l'indice delle sorprese economiche per l'Area Euro torna in territorio positivo, per la prima volta da settembre

L'Area Euro beneficia di un flusso di notizie economiche migliori che ha portato l'indice di sorpresa economia in territorio positivo per la prima volta da febbraio. In particolare, l'indice IFO tedesco nel mese di agosto ha registrato un marcato aumento, attestandosi a 103,7 (consenso: 101,8, valore precedente: 101,7). La componente relativa alle aspettative è salita a 101,2 (consenso: 98,4, valore precedente: 98,2), guidata dalle esportazioni, mentre le condizioni attuali si sono attestate a 106,4 (consenso 105,3, valore precedente 105,3). Il numero si adatta alle aspettative che l'economia tedesca possa continuare a guidare l'espansione nell'Area Euro nei prossimi mesi. Invece, **in Italia l'indice di fiducia relativo al settore manifatturiero è sceso a 104,8** (consenso: 106,5, valore precedente: 106,7). La flessione interessa sia i beni di consumo che quelli intermedi e dipende dalla riduzione degli ordini, sia domestici che esteri, e da un rallentamento della produzione. Variazioni solo marginali invece per le prospettive su ordini, produzione e prezzi futuri. Nel complesso sembra emergere una visione più pessimistica per l'economia italiana. In discesa infatti anche l'indicatore composito che passa a 103,8 da 105,4 di luglio riflettendo un deterioramento della fiducia nei settori manifatturiero, dei servizi e delle costruzioni, a fronte di un aumento nel commercio al dettaglio. Sempre ad agosto, **l'indice di fiducia della Commissione Europea per l'intera Area è risultato in calo per l'ottavo mese consecutivo**, attestandosi a 111,6 (consenso: 112,0, valore precedente: 112,1). L'indicatore ha risentito della minore fiducia nel comparto manifatturiero (5,5 da 5,8), che ha segnalato un calo degli ordini e della produzione, mentre risultano in aumento le scorte e i prezzi di vendita. Scende anche la fiducia nei servizi (14,7 da 15,3) e tra i consumatori (-1,9 da 0,3). Positivi, invece, gli indici relativi al commercio al dettaglio e all'edilizia saliti rispetto al mese di luglio a 1,7 da 0,3 e a 6,4 da 5,4 rispettivamente. Le tensioni commerciali tra UE e USA e la minaccia delle tariffe automatiche sono i motivi citati per un livello più debole del clima di fiducia. **La stima preliminare dell'inflazione dell'Area Euro relativa al mese di agosto si è attestata a 2.0% a/a**, in leggero rallentamento rispetto al valore di luglio, guidato dal rallentamento della componente energetica scesa da 9.5% a/a a 9.2% a/a. tuttavia il rallentamento si è esteso anche alla componente "core", scesa da 1.1% a/a a 1.0% a/a.

USA: rivista leggermente al rialzo la seconda lettura del PIL di T2

A luglio le **scorte all'ingrosso sono cresciute di 0,7% m/m** (consenso: 0,2%, mese precedente: 0,1%), mentre il deficit della bilancia commerciale dei beni è salito a 72,2 miliardi di dollari dai 67,9 miliardi precedenti a fronte di un aumento delle importazioni di 0,9% e una flessione delle esportazioni di 1,7%. La spesa per consumi personali è aumentata dello 0,4% m/m (consenso 0,4% m/m, valore precedente 0,4% m/m). Il reddito personale è aumentato dello 0,3% m/m (consenso 0,4% m/m, valore precedente 0,4% m/m). Infine **il deflatore PCE core di luglio, l'indicatore preferito dalla Fed per monitorare l'inflazione, si attesta, in linea con le attese a 2,0% a/a dal precedente 1,9% a/a, sottolineando una dinamica dei prezzi**

moderatamente robusta che non mostra ancora segnali di surriscaldamento. Ad agosto l'indice di fiducia dei consumatori del Conference Board è aumentato, sopra delle attese, attestandosi a 133,4 (consenso: 126,6, valore precedente: 127,9). Guardando alla scomposizione per componente l'indice relativo alla situazione corrente è salito a 172,2 dal precedente 166,1, mentre l'indice relativo alle aspettative è salito a 107,6 da 102,4. **Un indicazione opposta è invece arrivata dall'indice di fiducia dei consumatori del Michigan**, sceso a 96,2 nella lettura finale di agosto, registrando il livello più basso da gennaio. **Notizie positive anche dall'indice manifatturiero pubblicati dalla Fed di Richmond relativo al mese di agosto**, che è aumentato di 4 punti fino a 24, guidato da tutte e tre le sotto-componenti (spedizioni, nuovi ordini, occupazione). L'indice dei prezzi delle case S&P Case-Shiller è aumentato meno del previsto a giugno: la crescita è rallentata a + 6,4% a/a. **La seconda lettura del PIL di T2 si è attestata a 4,2% t/t annualizzato, superando la stima preliminare, pari a 4,1% t/t annualizzato.** Le revisioni al rialzo includono gli investimenti fissi non residenziali (+1,2%), spesa pubblica (+ 0,2%) e le esportazioni nette (+ 0,1%), mentre la spesa per consumi è stata rivista al ribasso (3,8%) di 0,2%, sulla scia dei dati relativi alle vendite al dettaglio di giugno.

ASIA: la PoBC ritorna ad applicare il *counter-cyclical factor*

In Giappone, la produzione industriale a luglio è scesa per il terzo mese di seguito, dello 0,1% rispetto a giugno (-1,8%), guidato dal comparto auto e macchinari pesanti. L'indice di fiducia dei consumatori giapponesi in agosto ha mostrato un lieve calo, attestandosi a 43,3 dal precedente 43,5. Le vendite al dettaglio di luglio hanno registrato un aumento pari a 1,5%(a/a), (consenso: 1,2% a/a, valore precedente 1,8% a/a). Su base mensile, le vendite al dettaglio sono cresciute di 0,1% dopo +1,5% segnato a giugno. Spostandoci, invece, all'economia cinese, **gli indici PMI cinese di agosto conferma che la crescita interna continua a perseguire l'obiettivo di governo:** l'indice PMI manifatturiero ufficiale di agosto è salito a 51,3 punti dai 51,2 di luglio, mentre il dato non manifatturiero è salito a 54,2 punti da 54. Sul fronte della politica monetaria, la PBoC ha ripreso ad utilizzare un cosiddetto "*counter-cyclical factor*" nel fixing dello yuan, invertendo così la decisione di gennaio di allentare il controllo sul tasso di cambio dello yuan. Questo meccanismo vuole riflettere meglio l'offerta e la domanda, e ridurre i potenziali effetti dell'"*herd behavior*", consentendo al mercato di concentrarsi maggiormente sui fondamentali macroeconomici. Mossa vista come una misura di sostegno allo yuan in un momento in cui la sua recente debolezza (e la forza del dollaro) è diventata particolarmente rilevante ai fini di valutare l'appetito globale per il rischio.

PERFORMANCE DEI MERCATI