

Aspetti salienti delle statistiche internazionali BRI¹

La BRI, in collaborazione con le banche centrali e le autorità monetarie di tutto il mondo, raccoglie e diffonde varie serie di dati sull'attività bancaria e finanziaria internazionale. Questo capitolo offre una sintesi degli ultimi dati disponibili sull'attività bancaria internazionale e sui derivati over-the-counter (OTC), aggiornati a fine 2012. Un riquadro analizza in che misura le società non finanziarie hanno approfittato del contesto di bassi tassi di interesse degli ultimi anni per ottenere finanziamenti a lungo termine.

Durante il quarto trimestre 2012 le attività transfrontaliere delle banche dichiaranti alla BRI sono diminuite, dopo essere rimaste sostanzialmente invariate nel trimestre precedente. La contrazione è ascrivibile a un marcato calo del credito interbancario, che ha più che compensato l'aumento degli impieghi verso i prenditori non bancari. In generale, le attività transfrontaliere verso le economie avanzate sono diminuite, mentre sono aumentate quelle verso le economie emergenti e i centri finanziari offshore.

Gli andamenti del mercato dei derivati OTC nella seconda metà del 2012 rispecchiano l'accresciuto ricorso alla compensazione accentrata, l'ulteriore espansione monetaria e la parziale attenuazione della crisi del debito sovrano nell'area dell'euro. Sebbene le dimensioni complessive del mercato siano rimaste pressoché invariate, questi fattori hanno influito su alcuni segmenti. Il valore nozionale in essere degli swap su tassi di interesse è ad esempio diminuito per effetto di un aumento della compressione delle operazioni con controparti centrali, mentre quello dei forward rate agreement è cresciuto di pari passo con il ricorso alla compensazione accentrata e il conseguente aumento meccanico del volume dei contratti. L'ulteriore allentamento monetario contribuisce verosimilmente a spiegare la marcata contrazione dei valori nozionali dei derivati riferiti ai tassi di interesse in dollari USA e yen giapponesi, oltre che il forte aumento del valore dei derivati su cambi collegati allo yen. Infine, la netta flessione del valore di mercato dei credit default swap concorda con il calo dei premi, scesi da valori estremi a livelli maggiormente in linea con quelli a cui è probabile siano stati sottoscritti i contratti.

¹ Questo articolo è stato redatto da Adrian van Rixtel (statistiche bancarie; adrian.vanrixtel@bis.org), Nicholas Vause (derivati OTC; nick.vause@bis.org) e Christian Upper (titoli di debito e prestiti sindacati; christian.upper@bis.org). Pablo García, Koon Goh, Serge Grouchko e Branimir Gručić hanno fornito supporto statistico.

Il mercato bancario internazionale nel quarto trimestre 2012

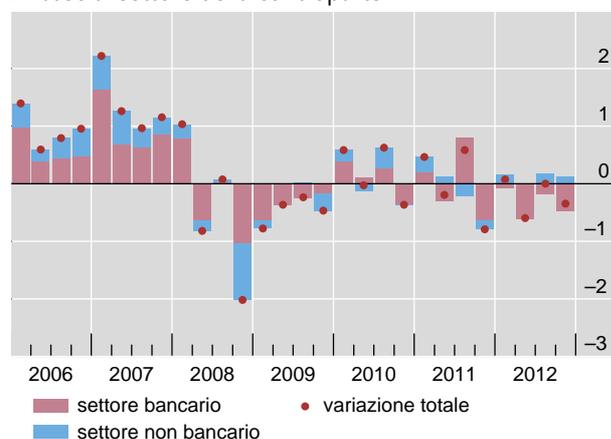
Le attività transfrontaliere delle banche dichiaranti alla BRI sono diminuite di \$345 miliardi (1,2%) tra fine settembre e fine dicembre 2012 (grafico 1, diagramma in alto a sinistra)². Per effetto di questa contrazione, il credito transfrontaliero totale in essere a fine 2012 si collocava a \$29,3 trilioni, in calo dell'1,9% rispetto a un anno prima. La flessione delle attività transfrontaliere ha riguardato in particolare gli impieghi in euro (ridottisi di \$296 miliardi, 2,9%) (grafico 1, diagramma in alto a destra), mentre quelli nella maggior parte delle altre valute principali sono diminuiti solo lievemente, e quelli in yen giapponese sono cresciuti (di \$14 miliardi, 1,0%).

Variazioni delle attività transfrontaliere lorde¹

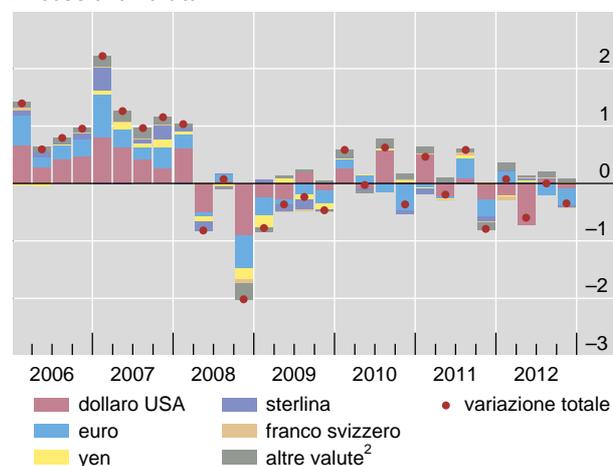
In trilioni di dollari USA

Grafico 1

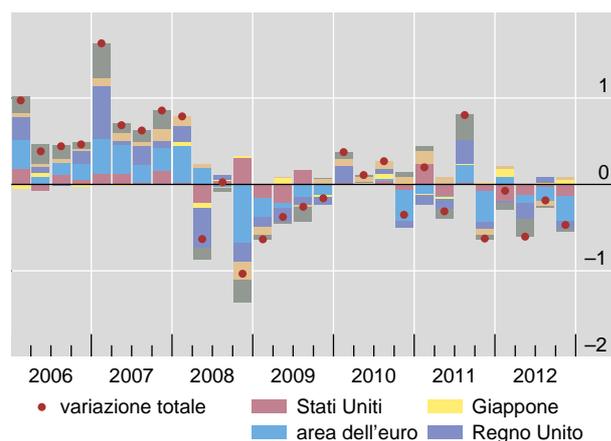
In base al settore della controparte



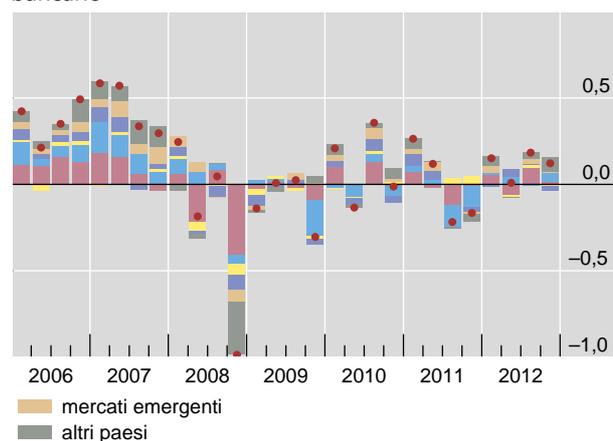
In base alla valuta



In base alla residenza della controparte, settore bancario



In base alla residenza della controparte, settore non bancario



¹ Le attività transfrontaliere delle banche dichiaranti alla BRI comprendono quelle intragruppo. ² Comprende le valute non classificate.

Fonte: statistiche bancarie BRI su base locale per residenza.

² Se non altrimenti specificato, l'analisi in questa sezione si fonda sulle statistiche bancarie BRI su base locale per paese di residenza. In queste statistiche i creditori e i debitori sono classificati in base al paese di residenza (come nelle statistiche sulla bilancia dei pagamenti), anziché alla nazionalità. Tutte le segnalazioni dei flussi relativi alle attività transfrontaliere sono depurate degli effetti di cambio e delle discontinuità nelle serie.

La diminuzione complessiva del credito nel periodo in rassegna è riconducibile ancora una volta al minore credito *interbancario*, contrattosi per la settima volta negli ultimi nove trimestri (grafico 1, diagramma in alto a sinistra). Le attività transfrontaliere verso altre banche ed entità collegate sono calate di \$467 miliardi (2,6%) tra fine settembre e fine dicembre 2012³. Questa marcata contrazione evidenzia l'attuale tendenza calante dell'intermediazione transfrontaliera, specie nell'area dell'euro (porzione azzurra delle barre nel diagramma in basso a sinistra). Tale tendenza è ravvisabile anche nella riduzione su base consolidata della quota del credito interbancario sull'ammontare totale delle attività internazionali in essere, che a fine dicembre 2012 ha toccato il minimo storico del 38%⁴, contro il 40% di fine 2011 e il 46% di fine 2007.

Il credito alle economie avanzate

Le attività transfrontaliere verso le economie avanzate sono diminuite di \$472 miliardi (2,1%) nel quarto trimestre 2012, a fronte di un aumento di \$77 miliardi (0,4%) nel trimestre precedente.

I prenditori di Europa e Stati Uniti sono stati particolarmente colpiti dal ridimensionamento dell'attività interbancaria internazionale nel periodo in rassegna. Gli impieghi interbancari (incluse le posizioni intragruppo) verso le banche nell'area dell'euro hanno riportato il maggiore calo (\$284 miliardi, 5,2%), diminuendo per il terzo trimestre consecutivo (grafico 1, diagramma in basso a sinistra). La flessione è imputabile a una contrazione delle attività verso le banche in Germania, Francia, Finlandia e Lussemburgo. Del pari, il credito interbancario transfrontaliero verso le banche nel Regno Unito è diminuito di \$97 miliardi (2,6%), dopo il forte aumento del trimestre precedente. Per quanto riguarda il resto del mondo, le attività transfrontaliere verso le banche negli Stati Uniti sono scese per il quinto trimestre consecutivo (\$132 miliardi, 5,2%), probabilmente a causa delle riforme regolamentari che hanno contribuito a ridurre la dipendenza delle banche abilitate a operare negli Stati Uniti dal finanziamento all'ingrosso ottenuto dall'estero⁵. La principale eccezione a tali andamenti è provenuta dalle attività verso le banche in Giappone, cresciute di \$53 miliardi (7,7%).

La flessione delle posizioni interbancarie transfrontaliere globali è stata più pronunciata nel 2012 che negli anni precedenti. Le attività transfrontaliere verso le banche e le entità collegate nell'area dell'euro sono diminuite di circa l'8%, contro il

³ Per contro, le attività transfrontaliere verso prenditori non bancari, tra cui amministrazioni pubbliche e intermediari finanziari non bancari, sono aumentate di \$139 miliardi (1,2%).

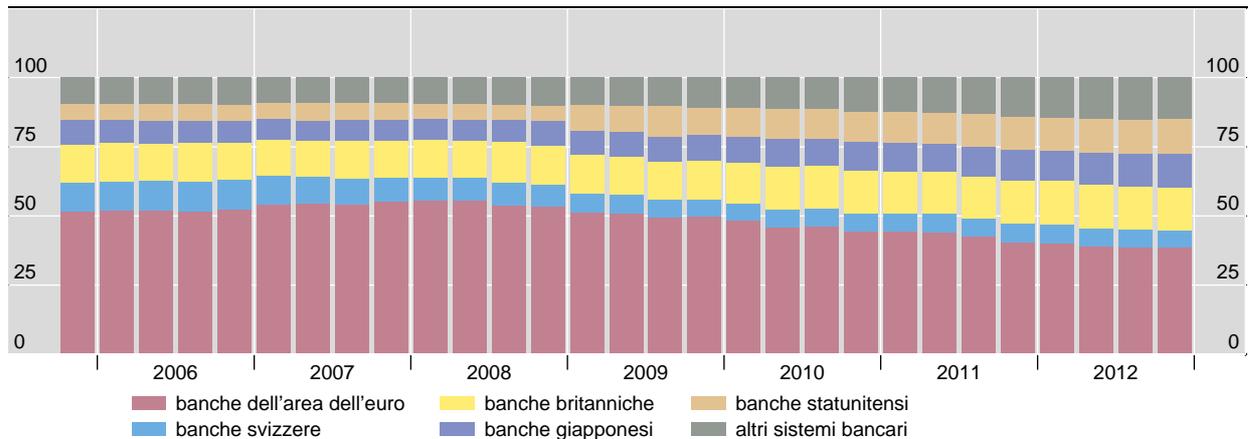
⁴ Dati basati sulle statistiche bancarie internazionali consolidate BRI in base al mutuatario immediato. Le statistiche bancarie consolidate non includono le posizioni tra affiliate dello stesso gruppo bancario. Le banche consolidano le posizioni intragruppo e segnalano unicamente le attività verso prenditori non collegati. Le attività internazionali includono le attività transfrontaliere in tutte le valute e le attività locali in valuta estera, dove per attività locali si intende il credito erogato dalle dipendenze bancarie ubicate nello stesso paese del prestatore.

⁵ Il Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act ha esteso la base di calcolo per il fondo di riserva della Federal Deposit Insurance Corporation dai depositi assicurati al totale dell'attivo meno il patrimonio netto tangibile. Questo ampliamento ha permesso di ridurre la dipendenza delle banche abilitate a operare negli Stati Uniti dalla raccolta all'ingrosso, sostituendo i finanziamenti all'ingrosso esteri con depositi interni. Per maggiori dettagli, cfr. L. Kreicher, R. McCauley e P. Mc Guire, "The 2011 FDIC assessment on banks' managed liabilities: interest rate and balance sheet responses", *BIS Working Papers*, n. 413, maggio 2013.

Attività bancaria internazionale

In percentuale delle attività estere totali delle banche dichiaranti alla BRI¹

Grafico 2



¹ Le attività estere comprendono le attività transfrontaliere e le attività locali contabilizzate dalle affiliate estere nei confronti di residenti del paese ospitante.

Fonte: statistiche bancarie consolidate BRI (in base al mutuatario immediato).

4% del 2011⁶. Negli Stati Uniti e nel Regno Unito l'attività interbancaria transfrontaliera si è contratta rispettivamente del 16 e 6% nel 2012, a fronte, per il 2011, di un aumento del 2% negli Stati Uniti e di una sostanziale stabilità nel Regno Unito.

Il calo delle posizioni contabilizzate dalle banche con sede legale nell'area dell'euro è particolarmente degno di nota. Su base consolidata, la quota di questi istituti sull'ammontare totale delle attività estere in essere delle banche dichiaranti alla BRI ha toccato il minimo storico del 38% a fine 2012, a fronte del 40% di fine 2011 (grafico 2)⁷. Questa quota, in costante declino dal massimo storico del 55% del secondo trimestre 2008, si collocava al 50% a fine 2009, prima dell'inizio della crisi dell'area dell'euro nella prima metà del 2010. Il disimpegno delle banche dell'area dell'euro⁸ è stato compensato in particolare dalle banche statunitensi e giapponesi, ma anche britanniche e di altri paesi. Di fatto, la quota delle banche statunitensi e giapponesi sulle attività estere totali dell'insieme delle banche dichiaranti alla BRI è salita rispettivamente al 13 e 12% a fine 2012, a fronte del 10 e 9% di fine 2009 (grafico 2).

Il credito alle economie emergenti

Le statistiche bancarie BRI su base locale mostrano che le attività transfrontaliere delle banche dichiaranti alla BRI verso i prenditori nelle economie emergenti sono

⁶ Le variazioni percentuali annue sono date dalla somma su quattro trimestri delle variazioni depurate degli effetti di cambio e delle discontinuità, divisa per le consistenze in essere alla fine dell'anno precedente.

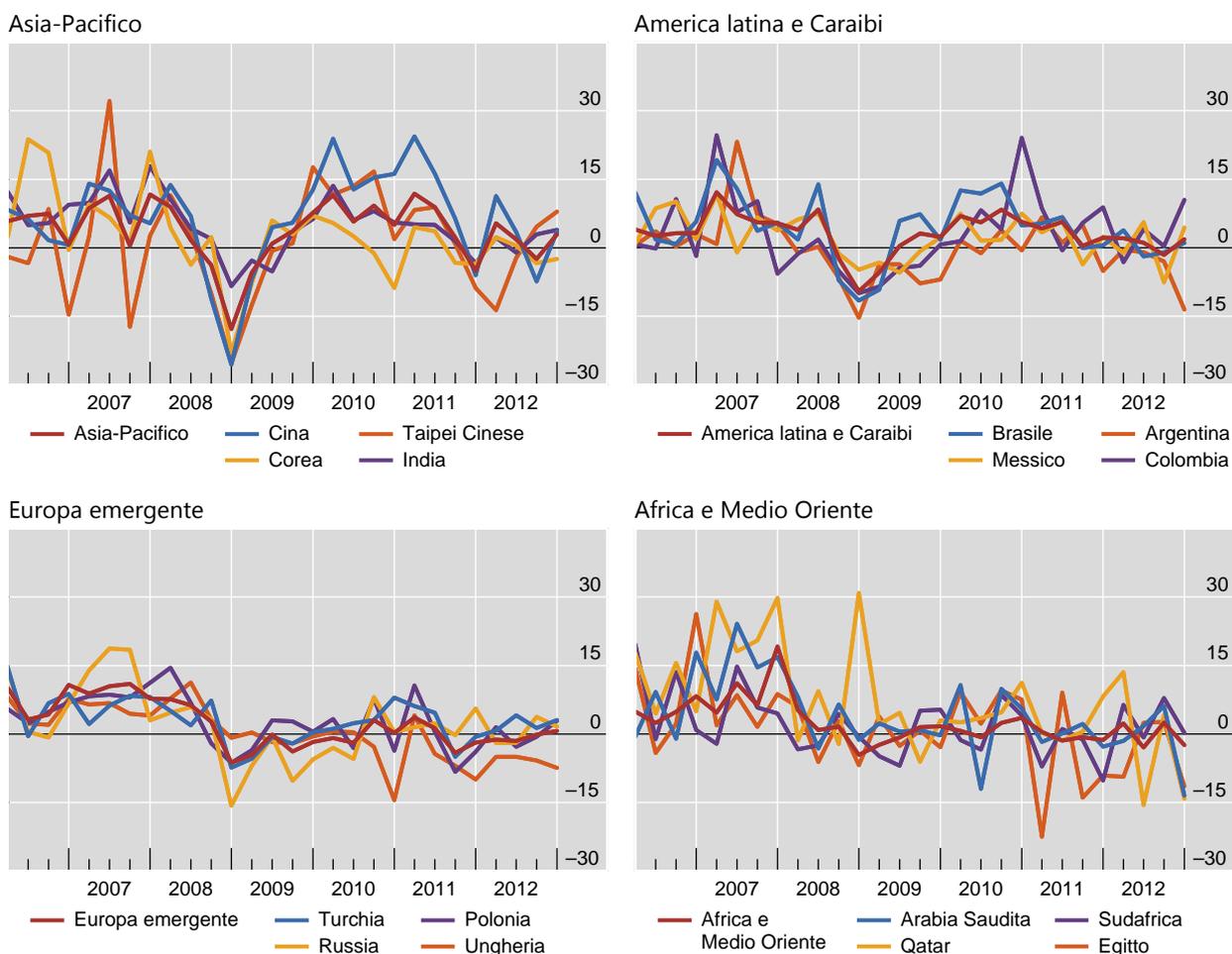
⁷ Le attività estere includono le attività transfrontaliere e quelle locali (in tutte le valute) contabilizzate dalle dipendenze estere delle banche.

⁸ Per un'analisi del ridimensionamento internazionale delle banche dell'area dell'euro, cfr. Riquadro 1: "Variazioni nella composizione del credito verso l'Asia emergente", di P. McGuire e A. van Rixtel, *Rassegna trimestrale BRI*, dicembre 2012.

Tassi di crescita delle attività transfrontaliere verso i residenti¹

In percentuale

Grafico 3



¹ Tassi di crescita trimestrali delle attività transfrontaliere (comprese quelle intragruppo) delle banche dichiaranti alla BRI, in tutte le valute.

Fonte: statistiche bancarie BRI su base locale per residenza.

aumentate di \$43 miliardi (1,4%) nel quarto trimestre 2012⁹. L'espansione ha riguardato principalmente le attività verso il settore bancario (cresciute di \$32 miliardi, 2,0%), e in misura minore quelle verso il settore non bancario (aumentate di \$10 miliardi, 0,7%). Sebbene il tasso di crescita sia stato più elevato rispetto ai precedenti trimestri del 2012, è rimasto ben al di sotto di quelli registrati nel 2010 e 2011. Le attività verso le economie emergenti si sono espanse del 3% nel 2012, a fronte rispettivamente dell'8 e 17% nel 2011 e nel 2010.

Le attività transfrontaliere verso la regione Asia-Pacifico hanno registrato il maggior incremento (\$39 miliardi, 2,9%), dopo essere calate nel trimestre precedente (di \$33 miliardi, 2,4%) (grafico 3, diagramma in alto a sinistra). Sono aumentate le attività sia verso il settore bancario sia verso quello non bancario, rispettivamente di \$27 miliardi (3,3%) e \$12 miliardi (2,3%). Circa la metà dell'espansione del credito transfrontaliero verso la regione è affluita ai prenditori in

⁹ Per una descrizione delle statistiche BRI su base locale per residenza, cfr. la precedente nota 2.

Cina, per la maggior parte banche (\$13 miliardi, 3,7%), mentre la parte restante si è diretta verso India, Taipei Cinese e Indonesia.

Il credito transfrontaliero verso i residenti di America latina e Caraibi è cresciuto (di \$11 miliardi, 1,8%), mentre le attività verso Africa e Medio Oriente si sono contratte (di \$12 miliardi, 2,4%) (grafico 3, diagrammi a destra). L'espansione del credito alla regione America latina e Caraibi è principalmente riconducibile all'aumento degli impieghi verso i prenditori non bancari (\$9 miliardi, 2,4%), soprattutto in Messico e Brasile. Le attività transfrontaliere verso l'Argentina sono diminuite decisamente, di \$2,1 miliardi (14%), registrando il quinto calo consecutivo. Il credito transfrontaliero verso Africa e Medio Oriente ha segnato la seconda maggiore flessione dal quarto trimestre 2008, che si è concentrata nei confronti di Arabia Saudita e Qatar (grafico 3, diagramma in basso a destra) e ha riguardato i settori sia bancario sia non bancario.

Le attività transfrontaliere a favore delle economie emergenti europee sono aumentate di \$4,9 miliardi (0,7%), dopo cinque trimestri di flessione (grafico 3, diagramma in basso a sinistra). Questa inversione di tendenza si deve soprattutto a un incremento delle attività verso Polonia e Repubblica Ceca e al proseguimento della tendenza al rialzo delle attività verso Russia e Turchia. A fine 2012 Russia e Turchia insieme ricevevano il 47% del credito transfrontaliero totale in essere a favore dell'Europa emergente, in aumento rispetto al 44% di fine 2011. Le attività transfrontaliere verso l'Ungheria sono nuovamente diminuite (di \$3,8 miliardi, 7,4%), portando la flessione complessiva per il 2012 al 21%. In termini percentuali, si tratta per il 2012 della seconda maggiore contrazione in Europa dopo quella del 31% che ha interessato la Grecia.

Nel 2012, oltre ad accrescere il credito transfrontaliero, le banche dichiaranti alla BRI hanno parimenti aumentato l'operatività locale nelle economie emergenti. Su base consolidata, il credito erogato in loco dalle dipendenze delle banche estere nelle economie emergenti è aumentato da \$2,2 trilioni di fine 2011 a \$2,4 trilioni a fine 2012 (dati non depurati degli effetti di cambio). Questa espansione è stata trainata dall'incremento delle attività locali nell'Asia-Pacifico e nell'Europa emergente (grafico 4, diagrammi di sinistra).

La crescita delle posizioni sia transfrontaliere sia locali ha mantenuto pressoché invariata, al 46%, la quota complessiva del credito concesso localmente sul totale delle attività estere verso le economie emergenti. L'incidenza relativa delle attività locali varia tuttavia notevolmente a seconda delle regioni: essa si è mantenuta stabile a circa il 60% in America latina e Caraibi, mentre è aumentata a circa il 46% nell'Europa emergente (grafico 4, diagrammi in alto a destra e in basso a sinistra). Per contro, nell'Asia-Pacifico e in Africa e Medio Oriente ha registrato modesti cali, portandosi rispettivamente a circa il 40 e 35%.

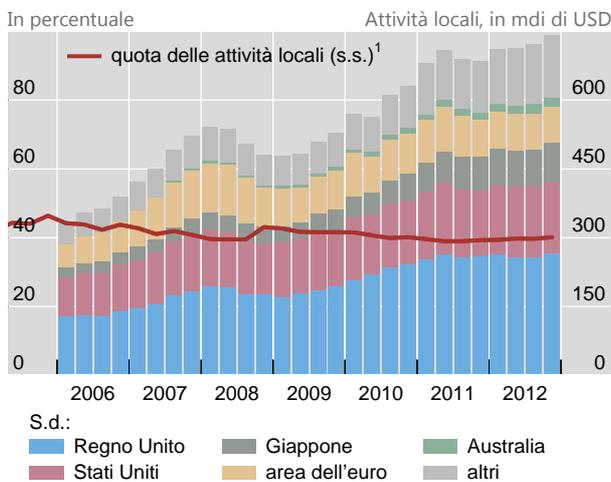
La configurazione delle attività locali verso i residenti delle economie emergenti varia considerevolmente anche dal punto di vista dei sistemi bancari dichiaranti. A fine 2012 le banche britanniche e spagnole erogavano rispettivamente gran parte del credito locale in Africa e Medio Oriente (60%) e in America latina e Caraibi (55%) (grafico 4, diagrammi di destra). Una ripartizione più eterogenea delle attività locali delle banche estere si registrava nell'Europa emergente e nell'Asia-Pacifico, dove i maggiori operatori detenevano quote di mercato più contenute (rispettivamente 19% per le banche austriache e 36% per le banche britanniche). Le banche con sede legale nelle economie emergenti hanno acquisito maggiore importanza nei rispettivi mercati regionali. Ad esempio, nel quarto trimestre 2012 le banche

Operatività locale nelle economie emergenti, in base alla regione

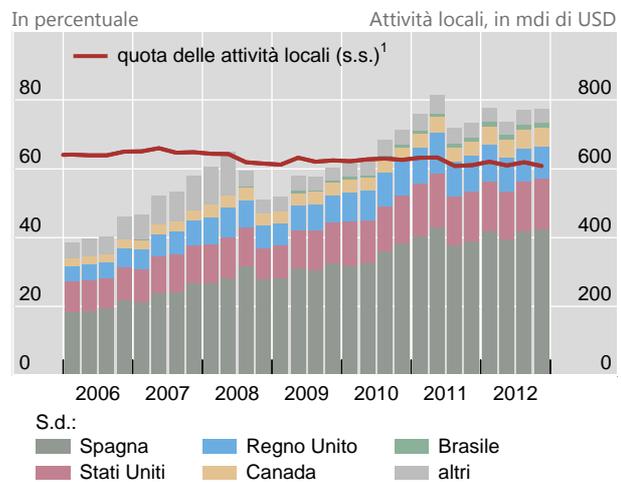
Riconducibile ai cinque maggiori sistemi bancari esteri in termini di attività locali

Grafico 4

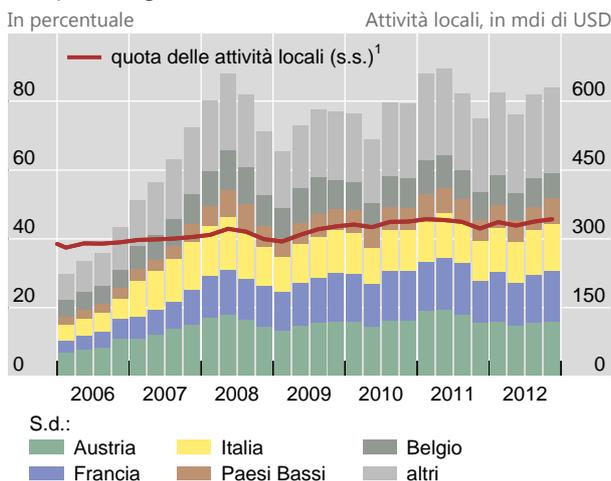
Asia-Pacifico



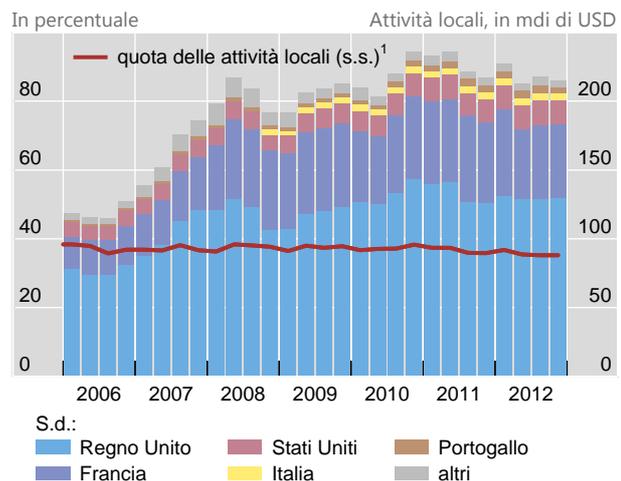
America latina e Caraibi



Europa emergente



Africa e Medio Oriente



¹ La "quota delle attività locali" è data dalle attività in moneta locale contabilizzate nei confronti dei residenti delle singole regioni considerate dalle affiliate estere delle banche dichiaranti, in percentuale delle attività estere totali verso la regione. Le attività estere comprendono le attività transfrontaliere e le attività locali in moneta locale contabilizzate nei confronti dei residenti nel paese ospitante dalle affiliate estere delle banche dichiaranti. I cinque maggiori sistemi bancari esteri corrispondono ai sistemi bancari dichiaranti per i quali esistono dati pubblicamente disponibili che detengono le maggiori attività locali verso le regioni considerate.

Fonte: statistiche bancarie consolidate BRI (in base al mutuatario immediato).

brasiliense figuravano tra i cinque maggiori sistemi bancari esteri in termini di operatività locale nella regione America latina e Caraibi.

Il mercato dei derivati OTC nella seconda metà del 2012

Il mercato dei derivati negoziati fuori borsa (over-the-counter, OTC) si è lievemente ridotto nella seconda metà del 2012. Il valore nozionale dei contratti in essere è diminuito dell'1%, a \$633 trilioni, e il loro costo di rimpiazzo ai prezzi correnti di mercato (valore lordo di mercato) è sceso del 3%, portandosi su un livello appena

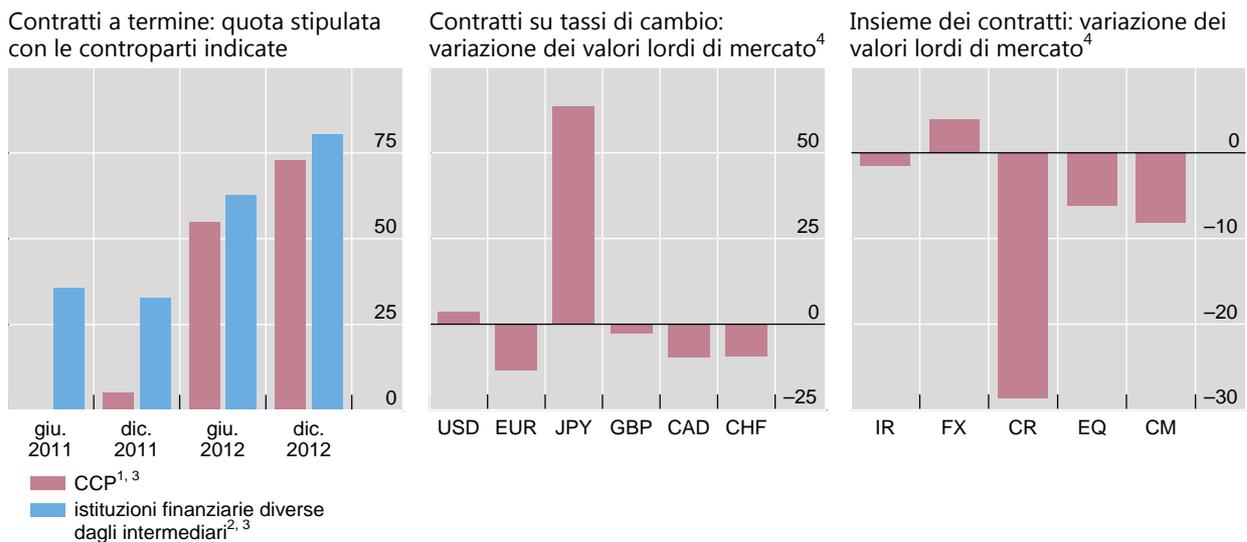
inferiore a \$25 trilioni¹⁰. Le esposizioni creditizie connesse a tali contratti (al netto degli accordi di compensazione giuridicamente vincolanti e al lordo delle garanzie reali) sono rimaste stabili e a fine periodo risultavano pari al 14,7% del valore lordo di mercato.

Nell'importante comparto degli strumenti su tassi di interesse variazioni di segno opposto degli swap e dei forward rate agreement (FRA) connesse ad aspetti diversi della compensazione accentrata hanno lasciato i valori nozionali complessivi pressoché immutati (-1%). Le posizioni in swap sono scese di \$9 trilioni, a \$370 trilioni, per effetto del maggiore ricorso alla compressione delle operazioni con controparti centrali (CCP)¹¹. Nello stesso periodo quelle in FRA sono salite di \$7 trilioni, a \$71 trilioni, essendo aumentato l'impiego della compensazione accentrata, che gonfia automaticamente i volumi dei contratti¹². Ciò ha trovato riflesso in un aumento di \$17 trilioni delle posizioni in FRA con istituzioni finanziarie diverse dagli intermediari, la categoria di controparti che include le CCP (grafico 5, diagramma di sinistra).

Derivati OTC

In percentuale

Grafico 5



CAD = dollaro canadese; CHF = franco svizzero; EUR = euro; GBP = sterlina; JPY = yen; USD = dollaro USA. CM = contratti su merci; CR = credit default swap; EQ = contratti su azioni e indici azionari; FX = contratti su tassi di cambio; IR = contratti su tassi di interesse.

¹ Quota, sui valori nozionali segnalati a Global Trade Repository, dei contratti stipulati con controparti centrali (CCP). ² Quota, sui valori nozionali segnalati alla BRI, dei contratti stipulati con istituzioni finanziarie diverse dagli intermediari (comprese CCP). ³ Dato non depurato degli effetti di duplicazione dei volumi contrattuali dovuti al trasferimento a CCP delle posizioni bilaterali. ⁴ Variazione tra fine giugno 2012 e fine dicembre 2012.

Fonti: banche centrali dei paesi del G10, Australia e Spagna; DTCC; TriOptima; BRI.

¹⁰ Poiché nel periodo in esame il dollaro USA si è in media deprezzato nei confronti delle altre divise, perdendo il 3% su base ponderata per l'interscambio, le segnalazioni in tale valuta sottostimano lievemente la soggiacente contrazione in termini sia di volume sia di valore.

¹¹ Cfr. www.trioptima.co.uk/resource-center/statistics/triReduce.html.

¹² Cfr. "Compensazione accentrata e statistiche sui derivati OTC", *Rassegna trimestrale BRI*, giugno 2011.

La complessiva stabilità delle posizioni in derivati su tassi di interesse non rende conto delle riduzioni significative registrate per determinate valute e fasce di scadenza, che potrebbero rispecchiare una minore domanda di copertura. In particolare, le posizioni riferite ai tassi di interesse sia in dollari USA sia in yen hanno subito un calo del 9% e quelle con scadenza fino a un anno sono diminuite dell'8%. È possibile che gli operatori abbiano lasciato scadere molte posizioni di copertura sui tassi di interesse in dollari e yen considerando che il rischio connesso alle prospettive per i tassi a breve in tali divise fosse contenuto. Nel periodo in rassegna la Federal Reserve ha annunciato l'intenzione di mantenere il tasso di riferimento su livelli eccezionalmente bassi per un arco di tempo prolungato e la Bank of Japan ha ampliato a tre riprese il programma di acquisto di titoli, facendo anche in questo caso presagire un protratto periodo di tassi ufficiali prossimi allo zero.

Le posizioni in derivati valutari sono anch'esse variate di poco nel complesso (+1%), malgrado la perdurante contrazione degli strumenti riferiti al franco svizzero. Questi ultimi sono diminuiti del 5% nel periodo, portando al 21% la flessione cumulata dalla vigilia della decisione della Banca nazionale svizzera di imporre un massimale al valore della moneta elvetica nei confronti dell'euro. In particolare, le opzioni sul franco svizzero hanno registrato una flessione cumulata del 46%.

Il valore di mercato dei derivati valutari ha per contro segnato un lieve aumento complessivo (+4%), trainato dalla robusta crescita dei contratti riferiti allo yen giapponese. Il valore lordo di mercato dei prodotti collegati allo yen è cresciuto del 63%, principalmente per effetto della rivalutazione dei contratti a termine e degli swap (grafico 5, diagramma centrale). Ciò ha coinciso con un deprezzamento della divisa nipponica del 9% rispetto al dollaro e dell'8% in media sulle valute dei partner commerciali, di fronte alle crescenti aspettative degli operatori di un cambiamento di governo a fine anno in Giappone e di una successiva espansione monetaria.

Nel mercato dei credit default swap (CDS) i volumi in essere hanno continuato a ridursi, con un calo del 7%, a \$25 trilioni, un livello ben inferiore al massimo di \$58 trilioni raggiunto a fine 2007. La compressione delle operazioni ha continuato a eliminare i contratti ridondanti e il numero di nuove sottoscrizioni è diminuito rispetto al semestre precedente. Le posizioni su un unico debitore (single-name) sono scese dell'8%, quelle su un paniere di debitori o indici di mercato (multi-name) si sono ridotte del 5%. Le protezioni creditizie in essere sul debito di società finanziarie e non finanziarie, oltre che sui titoli assistiti da ipoteca (MBS) e altri titoli garantiti da attività (ABS) hanno subito un calo, mentre sono rimaste relativamente stabili quelle relative al debito sovrano.

Il valore di mercato delle posizioni aperte in CDS è sceso ancor più di quello nozionale: il calo, pari complessivamente al 29%, ha interessato in misura analoga i contratti single-name e multi-name (grafico 5, diagramma di destra). Nel periodo in esame, di fronte all'attenuarsi della crisi del debito sovrano nella regione, i premi sui CDS riferiti a numerosi debitori dell'area dell'euro sono scesi su valori prossimi alle medie storiche. Ciò fa ritenere che, in molti casi, le aspettative in merito al rischio di insolvenza siano tornate sui livelli prevalenti al momento della sottoscrizione dei contratti, riducendo il valore di mercato di questi ultimi.

La quota di CDS oggetto di compensazione accentrata è rimasta bassa: nel comparto dei contratti multi-name è salita lievemente, dal 14 al 15%, mentre in

quello dei prodotti single-name si è mantenuta all'8%¹³. Tale andamento contrasta con l'obiettivo del G20 di passare alla compensazione accentrata per tutti i derivati standardizzati OTC entro la fine del 2012.

Nel segmento dei derivati azionari i valori nozionali hanno subito variazioni modeste (-1%). Le posizioni in contratti a termine e swap sono cresciute del 9%, mentre quelle in opzioni sono scese del 5%, principalmente per effetto della diminuzione degli strumenti acquistati da intermediari. Gli intermediari hanno per contro mantenuto stabile il volume di opzioni vendute, e quindi il corrispondente reddito da premi. Il valore di mercato dei contratti in essere è anch'esso diminuito nel caso delle opzioni (10%), mentre è aumentato per i contratti a termine e gli swap (+6%).

Le posizioni aperte in derivati su merci si sono ridotte in termini sia di valore nozionale (-14%) sia di valore lordo di mercato (-8%).

¹³ Quota calcolata come $0,5x/(y-0,5x)$, dove x è il volume di contratti con controparti centrali e y è il volume totale dei contratti, poiché la compensazione accentrata ha l'effetto di raddoppiare i volumi di contratti.

Le imprese hanno approfittato dei bassi tassi di interesse per assicurarsi condizioni di finanziamento favorevoli?

Le imprese non finanziarie hanno notevolmente intensificato le emissioni di debito dopo la crisi finanziaria mondiale. Le loro vendite nette di obbligazioni e note sono mediamente salite da poco meno di \$30 miliardi l'anno tra il 2001 e il 2006 a quasi \$70 miliardi nel 2010-12 (grafico A, linea blu nel diagramma di sinistra)[Ⓞ]. A fine marzo 2013 i collocamenti netti cumulati su 12 mesi erano di poco inferiori a \$100 miliardi, il livello più alto mai registrato. Di questi, \$29 miliardi, pari al 19% delle emissioni lorde totali delle società non finanziarie, erano riconducibili alle imprese di qualità inferiore all'investment grade (grafico A, aree ombreggiate nel diagramma di sinistra). In termini assoluti tale ammontare rappresenta un massimo storico, ma in termini relativi resta inferiore al 25% registrato dal comparto ad alto rendimento a cavallo tra il 2006 e il 2007 e al 23% degli inizi del 2011.

All'impennata dei collocamenti delle imprese non finanziarie ha fatto riscontro un calo di quelli delle società finanziarie. Le vendite nette di obbligazioni e note di queste ultime su scala mondiale hanno raggiunto un massimo di poco superiore a \$400 miliardi nei 12 mesi fino a maggio 2006, per poi scendere all'interno di un intervallo di \$150-200 miliardi l'anno tra il 2008 e il 2012. Nei 12 mesi fino a marzo 2013 le istituzioni finanziarie hanno raccolto appena \$32 miliardi su base netta, l'ammontare più basso in oltre un decennio.

I maggiori collocamenti obbligazionari delle società non finanziarie durante e subito dopo la crisi finanziaria costituiscono almeno in parte una reazione alla minore disponibilità di finanziamenti bancari, anche se l'importanza di questo fattore sembra essersi ridotta più di recente. I prestiti sindacati, un sostituto prossimo delle emissioni obbligazionarie, si sono decisamente ridotti nel 2008 e nel 2009, ma sono tornati a crescere verso la fine del 2010 (grafico A, diagramma di destra). Il numero di nuove sottoscrizioni ha toccato il punto di svolta superiore nell'ultima parte del 2011; tuttavia la perdurante crescita dei prestiti alle imprese con rating inferiore fa ritenere che ciò si debba alla minore domanda di tale forma di finanziamento da parte delle imprese investment grade, più che a un calo dell'offerta.

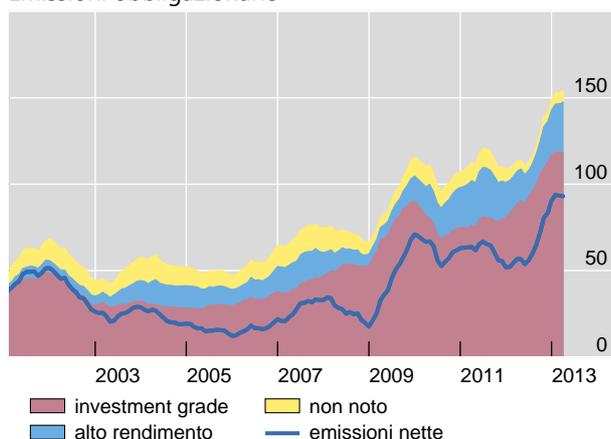
Benché le imprese che ricorrono ai prestiti sindacati abbiano dimensioni generalmente minori di quelle che emettono obbligazioni, esiste una lieve sovrapposizione tra i due mercati. Di conseguenza, è possibile che il maggiore ricorso alle emissioni obbligazionarie rispetto ai prestiti sindacati sia dovuto al tentativo delle imprese di approfittare dei bassi tassi di interesse per assicurarsi condizioni di finanziamento favorevoli. I rendimenti delle obbligazioni societarie si sono impennati durante la crisi, ma sono poi scesi rapidamente ai minimi storici (grafico B).

Finanziamento delle imprese non finanziarie¹

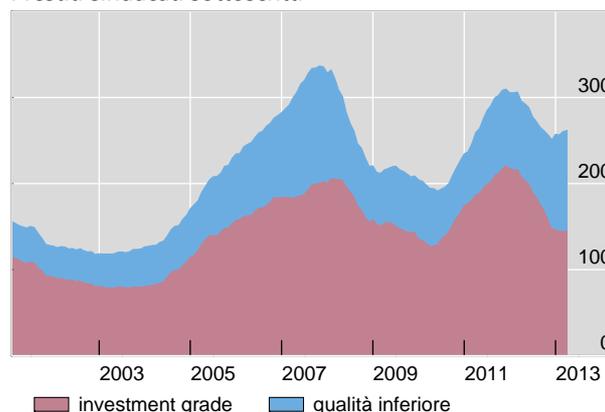
In miliardi di dollari USA

Grafico A

Emissioni obbligazionarie



Prestiti sindacati sottoscritti



¹ Media mobile di dodici mesi.

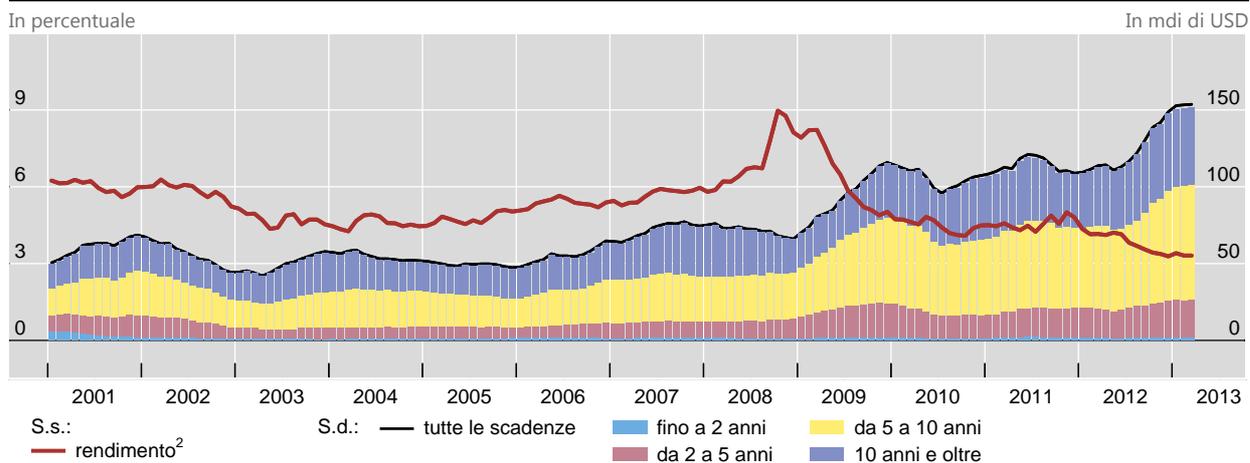
Fonti: Dealogic; elaborazioni BRI.

[Ⓞ] Le statistiche sui volumi riguardano le emissioni sia internazionali sia interne collocate tramite consorzi di banche internazionali.

Mentre i prestiti sindacati presentano di norma un tasso variabile, le cedole delle obbligazioni societarie sono perlopiù a tasso fisso e consentono agli emittenti di approfittare del basso livello dei tassi. Coerentemente con questa ipotesi, gran parte dei collocamenti delle società non finanziarie era a lungo termine. Oltre un terzo di tutte le obbligazioni emesse a partire dal 2010 aveva una scadenza originaria pari o superiore a 10 anni e quasi la metà fra cinque e 10 anni. Ciò detto, tale distribuzione per scadenze non è affatto insolita e la quota di obbligazioni societarie a lunghissimo termine risultava anzi inferiore rispetto agli anni immediatamente precedenti la crisi, quando oscillava attorno al 40%. Tale riscontro avvalorava solo in parte l'ipotesi che le imprese non finanziarie abbiano approfittato dei bassi tassi di interesse per assicurarsi condizioni favorevoli di finanziamento a lungo termine.

Emissioni obbligazionarie in base alla scadenza originaria¹

Grafico B



¹ Emesse da imprese non finanziarie su qualunque mercato; media mobile di 12 mesi. ² Rendimento a scadenza; indice Bank of America Merrill Lynch Global Broad Market Corporate High Yield.

Fonti: Bank of America Merrill Lynch; Dealogic; elaborazioni BRI.