

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.

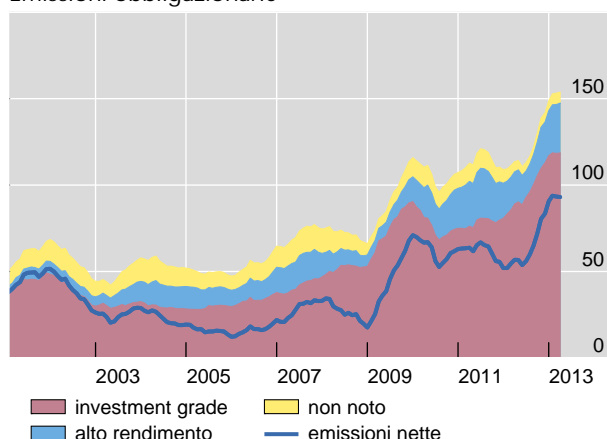
Benché le imprese che ricorrono ai prestiti sindacati abbiano dimensioni generalmente minori di quelle che emettono obbligazioni, esiste una lieve sovrapposizione tra i due mercati. Di conseguenza, è possibile che il maggiore ricorso alle emissioni obbligazionarie rispetto ai prestiti sindacati sia dovuto 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

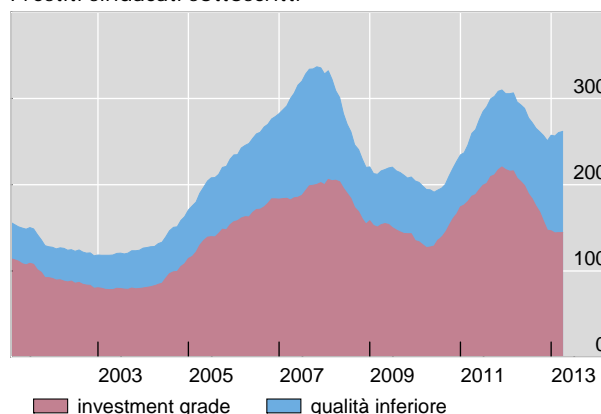
In miliardi di dollari USA

Grafico A

Emissioni obbligazionarie



Prestiti sindacati sottoscritti



¹ Media mobile di dodici mesi.

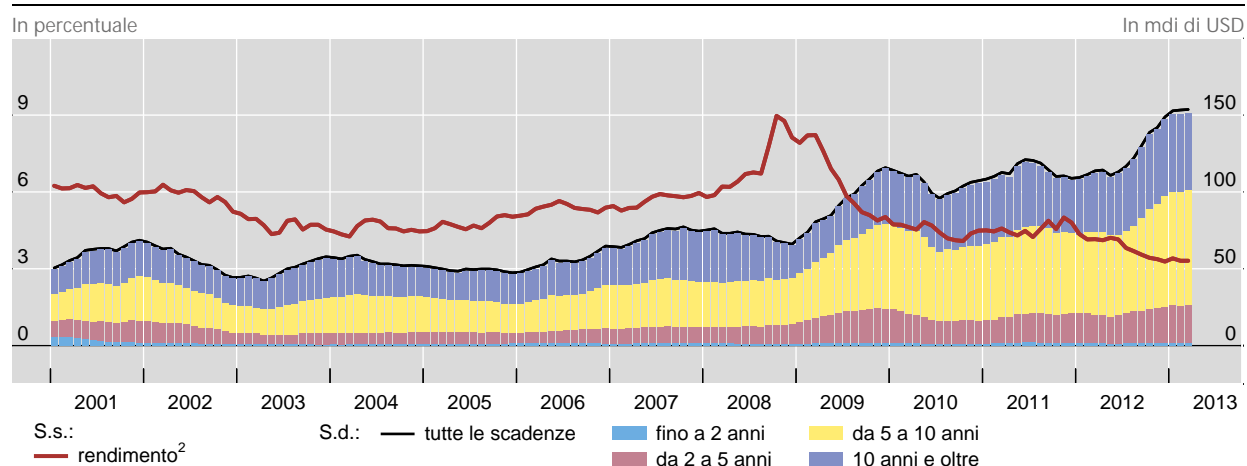
Fonti: Dealogic; elaborazioni BRI.

[Ⓞ] 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.