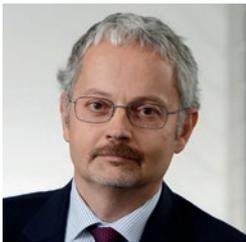


# Swiss Finance Institute Practitioner Roundups

## Numero speciale Debito – Crescita – Resilienza

### Editoriale



Il credito è il motore della crescita, ma il debito eccessivo può ridurre la resistenza dell'economia agli shock? Questo numero speciale dei *Practitioner Roundups* dell'SFI esamina le recenti tendenze della domanda e dell'offerta di debito e le loro conseguenze per l'economia nel suo complesso. Attingendo alla ricerca e alla pratica finanziaria, offre una prospettiva articolata e basata sull'evidenza circa diversi argomenti che occupano un posto di rilievo nel dibattito pubblico, come la sostenibilità dei livelli del debito pubblico, l'effetto del debito sull'attività imprenditoriale e le conseguenze indesiderate di alcune regolamentazioni bancarie.

Emerge una serie di nuove conclusioni, che a volte sono in contrasto con

l'opinione corrente. Ad esempio, la ricerca suggerisce che il rapporto debito pubblico/PIL non è il principale fattore determinante della sostenibilità del debito pubblico, che il debito aziendale può stimolare l'innovazione favorendo la creazione di società imprenditoriali, e che l'aumento dei requisiti di liquidità e dei coefficienti patrimoniali può incidere negativamente sull'esposizione finanziaria delle banche e sulla loro capacità di finanziare le imprese.

Vi auguriamo una piacevole lettura.

**Prof. François Degeorge**  
Managing Director e SFI Senior Chair

**Prof. Jean-Charles Rochet**  
Head of Research e SFI Senior Chair



# Biografie



## **Prof. Axel P. Lehmann**

Axel P. Lehmann è President UBS Switzerland and Member of the Group Executive Board. Prima di far parte di UBS, ha ricoperto diverse posizioni dirigenziali presso Zurich Insurance Group e Swiss Life. Oltre ai suoi incarichi presso UBS, è stato Visiting Professor all'Università Bocconi di Milano ed è attualmente Adjunct Professor e Presidente dell'Istituto di Economia delle Assicurazioni dell'Università di San Gallo. Ha conseguito il dottorato di ricerca in Economia e Commercio presso l'Università di San Gallo.



## **Prof. Erwan Morellec**

Erwan Morellec è SFI Senior Chair e Professore di finanza presso l'Ecole Polytechnique Fédérale de Lausanne. Il professor Morellec ha insegnato all'Università di Rochester e all'Università di Losanna. E' regolarmente relatore in importanti conferenze di finanza in tutto il mondo e i suoi lavori sono stati pubblicati in riviste accademiche di punta. Ha ricevuto diversi premi per la ricerca e l'insegnamento. I suoi principali interessi riguardano le decisioni sulla struttura del capitale, le opzioni reali, la gestione del rischio, la gestione della liquidità e il rischio di credito. Ha conseguito un dottorato di ricerca in finanza presso HEC Paris.



## **Prof. Steven Ongena**

Steven Ongena è SFI Senior Chair e Professore di studi bancari all'Università di Zurigo. Il professor Ongena ha insegnato all'Università di Tilburg e alla Norwegian Business School. I suoi lavori sono stati pubblicati in importanti riviste accademiche di economia e finanza. Ha ricevuto numerosi premi e funge da consulente per diverse banche centrali europee. Attualmente è Research Professor presso la Deutsche Bundesbank. I suoi interessi riguardano l'intermediazione finanziaria e l'econometria finanziaria applicata. Ha conseguito un dottorato di ricerca in economia presso la University of Oregon.



## **Prof. Jean-Charles Rochet**

Jean-Charles Rochet è SFI Senior Chair e Professore di studi bancari all'Università di Ginevra. Il professor Rochet ha insegnato alla Toulouse School of Economics, alla London School of Economics e all'Università di Zurigo. I suoi lavori sono stati pubblicati in importanti riviste accademiche in matematica, finanza ed economia. Un anno fa ha pubblicato un libro per professionisti che si concentra su decisioni aziendali come la distribuzione di dividendi, l'emissione di titoli, la struttura del capitale e l'insolvenza. I suoi principali interessi di ricerca riguardano le crisi bancarie e la regolamentazione. Ha conseguito un dottorato di ricerca in economia matematica presso la Université Paris-Dauphine.

# Debito pubblico massimo sostenibile

**Prof. Jean-Charles Rochet**, SFI Senior Chair e Professore di studi bancari all'Università di Ginevra.

## Qual è l'attuale entità del debito pubblico?

**J.-C. Rochet:** I dati del Fondo Monetario Internazionale indicano che nel 2017 il debito pubblico di tutti i paesi del G7 ha superato i 43 trilioni di dollari USA. Per mettere questa cifra in prospettiva, si tratta del 117% del loro PIL annuo complessivo, ovvero 56'500 dollari di debito pubblico per cittadino. Nonostante le ampie somiglianze tra queste economie avanzate, esistono forti contrasti per quanto riguarda il loro debito pubblico. Nel 2017, il rapporto debito pubblico/PIL varia dal 64% per la Germania al 237% per il Giappone, ovvero da 28'600 USD di debito pubblico per cittadino tedesco a 91'100 USD per cittadino giapponese. Ma il Paese attualmente più preoccupante per il debito sovrano tra i paesi del G7 non è il Giappone, ma l'Italia, con un rapporto debito/PIL del 132% e un rating di credito di un solo livello superiore al territorio spazzatura, una situazione che può essere spiegata, almeno in parte, dal diverso margine di manovra fiscale tra Italia e Giappone.

## Come è evoluto nel tempo il rapporto debito pubblico/PIL?

**Jean-Charles Rochet:** Il rapporto debito pubblico/PIL tende a evolvere per ragioni sia congiunturali che strutturali. A livello ciclico, il fattore chiave è l'attività economica: quando l'economia si espande, i governi normalmente generano un surplus, che permette loro di ridurre il debito; mentre quando l'economia si riduce, i governi tendono a intervenire e ad aumentare la spesa per stabilizzare la produzione, successivamente compare un disavanzo e il debito aumenta. A livello strutturale, le decisioni politiche relative alle dimensioni e al ruolo sociale dello Stato sono i principali fattori che influenzano sia il disavanzo che il debito. La storia ha fornito molteplici e diversi scenari. Il rapporto debito/PIL del governo britannico, ad esempio, era del 181% nel 1950, del 73% nel 1970, del 27% nel 1990 e dell'88% nel 2017; a queste stesse date, il rapporto debito/PIL dell'Italia è salito dal 30% al 37% al 92% al 132%. La grande recessione del 2008 ha causato un forte aumento del debito in tutti i paesi del G7, a eccezione della Germania. Nel caso della Svizzera, i dati dal 1983 al 2017 mostrano oscillazioni più moderate: il valore più basso del rapporto debito pubblico/PIL è stato del 28% nel 1989 e il più alto del 59% nel 2004. La grande recessione ha lasciato il debito pubblico svizzero sostanzialmente invariato.

## Che cosa definisce la massima sostenibilità del debito pubblico e la probabilità di default?

**Jean-Charles Rochet:** Il debito pubblico massimo sostenibile dipende principalmente da quanto i creditori sono disposti a fornire. È stato dimostrato che il comportamento del credito è influenzato da quattro fattori. In primo luogo, l'avanzo sostenibile primario che si prevede in un dato Paese; in secondo luogo, il suo tasso medio di crescita; in terzo luogo, la volatilità del tasso di crescita; e in quarto luogo, quanto debito ci si aspetta che il governo sia in grado di raccogliere in futuro per finanziare il debito di oggi. Gli investitori sono più disposti a finanziare il debito quando gli avanzi primari attesi, i tassi di crescita medi, e la capacità del governo di aumentare il debito sono elevati, e sono meno disposti quando i tassi di crescita sono più volatili e i tassi di interesse privi di rischio sono bassi. Una volta determinato il debito massimo sostenibile, l'indebitamento massimo sostenibile e il debito effettivo, si può prevedere la probabilità di default di una nazione. I governi che operano al di sotto della loro soglia di debito massimo sostenibile hanno bassi tassi di interesse e bassissime probabilità di default: i governi che operano al di sopra della loro soglia di debito massimo sostenibile devono affrontare aumenti molto rapidi dei loro tassi di interesse e della loro probabilità di default.

## Che cosa ci mostrano i dati storici riguardo alle differenze nella massima sostenibilità del debito pubblico e nella probabilità di default?

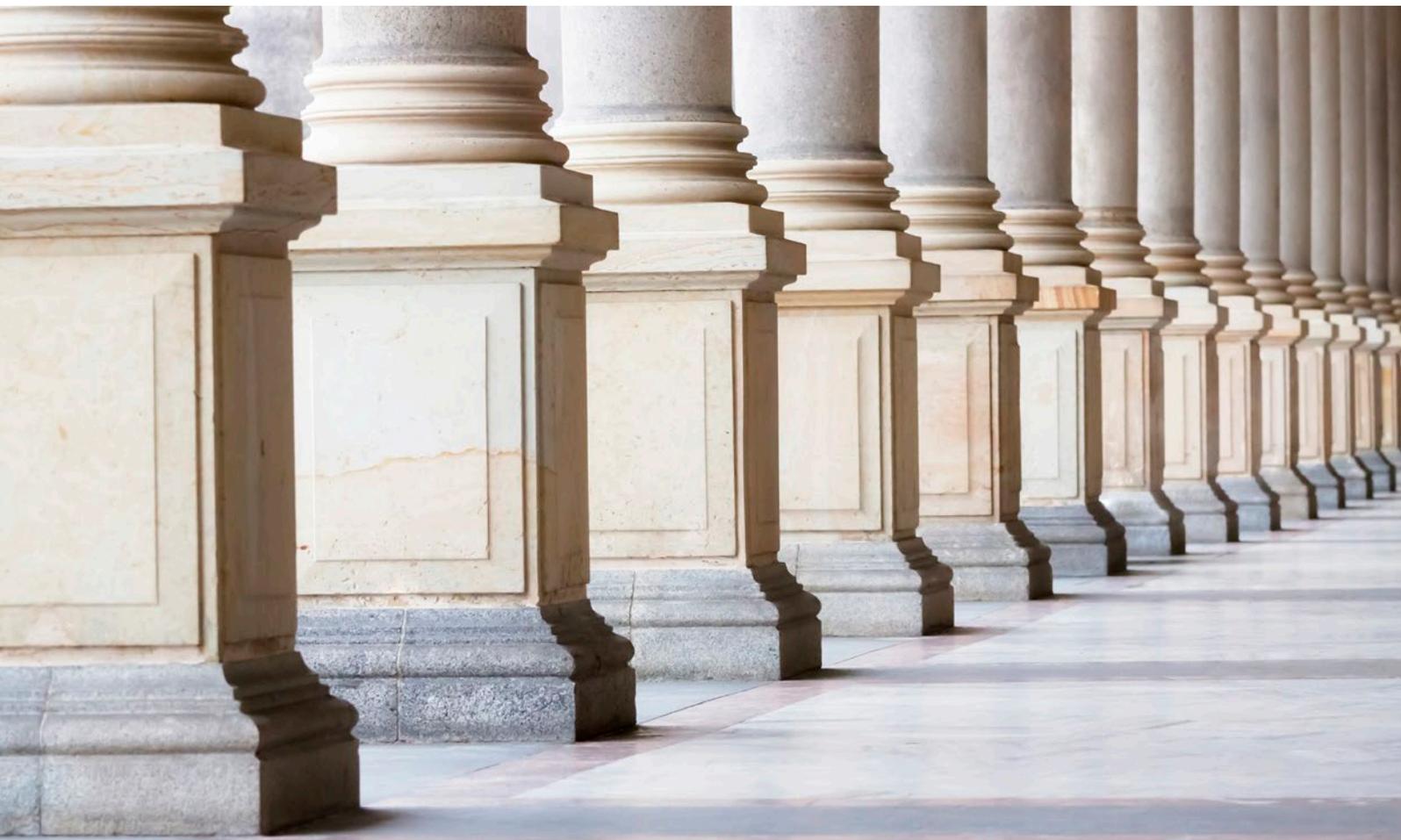
**Jean-Charles Rochet:** I dati empirici relativi a 23 paesi OCSE tra il 1980 e il 2010 mostrano che le eccedenze primarie previste, i tassi di crescita e la capacità di emettere titoli per finanziare il debito svolgono tutti un ruolo centrale nel fissare l'importo massimo sostenibile del debito e la probabilità di default. Le basse eccedenze primarie della Francia, della Grecia e del Portogallo hanno ridotto il loro massimo debito sostenibile, mentre invece la capacità della Corea e della Svezia di fare ripetutamente affidamento sui prestiti futuri per rimborsare i prestiti attuali, ha aumentato la loro capacità di indebitamento. Per quanto riguarda la probabilità di default, le stime indicano che la situazione è altamente asimmetrica. Il rapporto debito/PIL della Grecia è passato dal 53% nel 1987 all'89% nel 1990 e al 127% nel 2009: la probabilità di default, in quegli stessi momenti, è passata da meno dell'1% a poco più dell'1%, a più dell'85%. È la probabilità di default, non il rapporto debito/PIL che spiega al meglio gli spread dei rendimenti sovrani.

**All'inizio della crisi del 2008, molti governi hanno dovuto affrontare il dilemma della necessità di spendere denaro per stimolare le loro economie e al tempo stesso di affrontare difficoltà nel servizio del debito. Cosa abbiamo imparato?**

**Jean-Charles Rochet:** La Grande Recessione ha lasciato molti governi con disavanzi crescenti, e ha esposto ciò che alcuni consideravano essere livelli di spesa insostenibili. Questa tensione ha portato diversi paesi europei ad adottare misure di austerità. Tali misure di austerità, alcune delle quali sono ancora oggi in vigore, si sono dimostrate non solo impopolari per gran parte della popolazione, ma anche ampiamente controverse dal punto di vista economico. Da allora la ricerca ha dimostrato che gli stimoli governativi a breve termine sono effettivamente compatibili con un bilancio pubblico in pareggio a più lungo termine.

**Con una potenziale recessione all'orizzonte al momento, cosa dovrebbero fare i governi? Spendere e investire per diversificare? O risparmiare e prepararsi all'impatto?**

**Jean-Charles Rochet:** I tassi di interesse sono ai minimi storici: diversi titoli di Stato a 10 anni in Europa e in Asia offrono attualmente rendimenti inferiori allo 0% e i tassi statunitensi si aggirano intorno all'1,5%. I governi dovrebbero approfittare di questa disponibilità di denaro "poco costoso" per prendere in prestito e investire in infrastrutture e progetti verdi. Tali investimenti hanno senso sia da un punto di vista finanziario che economico, in quanto forniscono normalmente grandi ritorni finanziari, contribuiscono a diversificare la produzione economica, sostengono la crescita economica attraverso l'intervento del governo e contribuiscono ad accelerare la transizione verso un'economia verde. In breve, i governi devono agire oggi per garantire che l'economia sia più resistente quando si verificherà la prossima crisi.



# Debito aziendale, innovazione e crescita

**Prof. Erwan Morellec**, SFI Senior Chair e Professore di finanza presso l'Ecole Polytechnique Fédérale de Lausanne.

**Prof. Steven Ongena**, SFI Senior Chair e Professore di studi bancari all'Università di Zurigo.

## Quali sono i diversi tipi di finanziamento aziendale e quali sono i principali fornitori di debito aziendale?

**E. Morellec:** Le aziende possono ottenere finanziamenti attraverso due categorie generali di titoli: azioni e debito. Da un lato, per una determinata azienda l'azione è uno strumento ampiamente standardizzato che di solito ha un unico prezzo. Dall'altro, i contratti di debito per una determinata azienda possono differire in base a numerose caratteristiche. Le grandi imprese sono tipicamente finanziate da decine, se non centinaia, di obbligazioni e prestiti, che sono caratterizzati da valori facciali, tassi, seniorities, scadenze e covenants diversi. I dati dell'Institute of International Finance mostrano che il debito delle imprese nel settore non finanziario è cresciuto a un ritmo costante in tutto il mondo ed è quasi triplicato dopo la Grande Recessione. Alla fine del 2018, il debito delle imprese ha raggiunto il record storico del 92% del PIL mondiale.

Nel caso degli Stati Uniti, il debito delle imprese, comprese le piccole e medie imprese, le imprese a conduzione familiare e le società non quotate in borsa, ammonta a più di 15 trilioni di dollari, pari a circa il 75% del PIL statunitense.

**Steven Ongena:** Nell'ultimo decennio si è verificato un interessante cambiamento nel panorama dei finanziatori del debito, poiché le grandi società non finanziarie si sono gradualmente allontanate dal fare affidamento sul finanziamento bancario e hanno gradualmente ottenuto sempre più finanziamenti attraverso il mercato obbligazionario, gli investitori privati e le società finanziarie specializzate. Negli Stati Uniti, ad esempio, le grandi imprese ora si affidano alle banche solo per circa un terzo dei loro finanziamenti, rispetto a quasi la metà di dieci anni fa. Uno spostamento analogo dal finanziamento bancario a quello non



bancario si è verificato anche nell'area dell'euro e in Giappone. Tuttavia, questo cambiamento è molto meno pronunciato per le piccole e medie imprese, che tendono a fare affidamento sui finanziamenti bancari per la loro crescita.

### **Il finanziamento del debito delle imprese sostiene la loro innovazione e crescita?**

**Erwan Morellec:** Negli ultimi decenni, l'economia statunitense è cresciuta in gran parte grazie all'innovazione. Le imprese quotate in borsa, per esempio, spendono ora il doppio in R&D rispetto alle imprese che spendono in conto capitale, e le immobilizzazioni sono scese dal 34% a meno del 20% dell'attivo totale tra il 1975 e il 2016. I dati mostrano che le piccole, medie e grandi imprese innovative dipendono in larga misura dal finanziamento del debito, e che quando le imprese nuove e quelle di medie dimensioni non sono in grado di ottenere i prestiti bancari tradizionali, cercano prestiti diretti da soggetti non bancari. La ricerca evidenzia che gli effetti del finanziamento del debito sull'innovazione e sugli investimenti delle imprese variano se l'attenzione è rivolta agli operatori storici, vale a dire alle imprese già attive in un determinato mercato, oppure agli imprenditori e ai nuovi arrivati, vale a dire alle imprese che hanno l'ambizione di fornire nuovi prodotti e servizi. Per gli operatori storici, il finanziamento tramite debito comporta generalmente un sottoinvestimento in R&D e in capitale fisico a causa dell'effetto "overhang" del debito e di un aumento delle chiusure delle imprese. Al contrario, il finanziamento tramite debito stimola l'innovazione attraverso la creazione di società imprenditoriali. Questo aumento dell'imprenditorialità stimola l'innovazione e la distruzione creativa a livello aggregato, con gli operatori storici e i nuovi arrivati che sviluppano nuovi prodotti in sostituzione di quelli esistenti.

### **Quali sono le principali differenze tra il prestito bancario tradizionale e il prestito diretto?**

**Erwan Morellec:** I prestiti bancari tradizionali avvengono tramite istituti finanziari e quindi operano con un notevole controllo regolamentare. I prestiti diretti sono erogati da hedge fund, società di private equity, fondi pensione, assicuratori e società ricche di liquidità, e quindi operano nell'ombra in termini di regolamentazione bancaria. Il prestito diretto è conveniente nell'economia di oggi, in quanto consente agli investitori non bancari di ottenere rendimenti in un ambiente di tassi bassi e fornisce finanziamenti alle imprese. Il problema principale è che la parte di finanziamento diretto del settore finanziario si occupa della parte più opaca del business e che questo rischio aggiuntivo, la minore diversificazione, la ridotta

liquidità e l'aumento della leva finanziaria possono ostacolare la crescita e la ripresa futura. Alcuni specialisti del mercato prevedono che alcuni creditori non bancari potrebbero scomparire in un futuro rallentamento dell'economia, a causa dei prestiti di qualità inferiore di cui dispongono nei loro libri contabili, il che in ultima analisi potrebbe lasciare alcune società completamente "bloccate" in termini sia di prestiti tradizionali che di prestiti diretti.

### **Lo sviluppo finanziario sembra avere un effetto positivo sulla crescita, ma quale tipo di finanziamento funziona meglio, quello bancario o quello di mercato?**

**Steven Ongena:** Riguardo a questo dilemma ci sono due scuole di pensiero opposte. Da un lato, l'approccio bancario sostiene, per molteplici ragioni, che l'attività bancaria sia migliore dello sviluppo del mercato azionario per la crescita economica. Gli argomenti sono i seguenti: i mercati ben sviluppati rivelano rapidamente le informazioni sui mercati pubblici e riducono la necessità dei singoli investitori di spendere risorse per acquisire informazioni e individuare progetti innovativi; la liquidità del mercato consente agli investitori di vendere le loro azioni a basso costo senza un monitoraggio coerente e approfondito; infine gli sviluppi del mercato possono ostacolare il controllo aziendale e la produttività nazionale. D'altro canto, i sostenitori della visione di mercato sottolineano le carenze del sistema bancario. Essi sostengono che le banche acquisiscono informazioni costose per ottenere "economic rents" e ridurre gli incentivi delle imprese a intraprendere progetti ad alto rischio e ad alto rendimento; hanno una preferenza intrinseca verso progetti a basso rischio e basso rendimento, il che ritarda l'innovazione e la crescita; infine possono colludere con i dirigenti aziendali contro altri investitori, il che è dannoso per la concorrenza, l'innovazione e la crescita economica. I dati empirici relativi a 48 paesi in 35 anni mostrano che lo sviluppo finanziario generale - basato sulle banche e sul mercato - ha avuto un grande effetto positivo e costante nel tempo sulla creazione di imprese, sull'espansione industriale e sulla crescita economica. Da un'analisi approfondita emerge che sia il mercato finanziario che gli approcci basati sulle banche hanno svolto un ruolo importante e complementare nell'alimentare la crescita economica durante gli ultimi decenni.

# Resilienza bancaria e misure normative

**Prof. Erwan Morellec**, SFI Senior Chair e Professore di finanza presso l'Ecole Polytechnique Fédérale de Lausanne.

**Prof. Steven Ongena**, SFI Senior Chair e Professore di studi bancari all'Università di Zurigo.

## Com'è evoluta la struttura di finanziamento del settore bancario dal 2008?

**E. Morellec:** I dati mostrano che dieci anni fa il debito del settore finanziario, nelle economie sviluppate, rappresentava più del 130% del PIL; le cifre dell'anno scorso mostrano che questo valore è sceso e si situa al di sotto del 110%. Gli sviluppi normativi, attuati all'indomani della Grande Recessione, sono fondamentali per spiegare questa diminuzione. Nel 2008, l'insufficienza delle riserve di liquidità e gli elevati livelli di indebitamento hanno portato al crollo di alcune grandi banche e hanno innescato un effetto domino sull'economia mondiale. Da allora le autorità di regolamentazione si sono concentrate sulla riduzione del rischio che le banche rappresentano per l'economia attraverso due serie di misure distinte. In primo luogo, una serie di misure di liquidità, che impone alle banche di aumentare le loro riserve di liquidità per essere in grado di far fronte alle perdite a breve termine sugli asset non liquidi che detengono e per impedire loro di dover intraprendere la strada lunga e costosa della raccolta di capitali. In secondo luogo, una serie di misure che impone alle banche di aumentare il loro coefficiente patrimoniale complessivo, e quindi di ridurre l'indice di leva finanziaria, con l'obiettivo di aumentare la capacità delle banche di assorbire le perdite.

## Che cosa prevede la ricerca sull'efficacia delle misure di regolamentazione della liquidità e del capitale?

**Erwan Morellec:** La ricerca teorica sugli effetti della regolamentazione bancaria micro-prudenziale fornisce tre insegnamenti. In primo luogo, i requisiti minimi di liquidità tendono a ridurre l'entità delle perdite quando le imprese sono in default. Tuttavia, tali vincoli possono anche aumentare la probabilità complessiva di default riducendo il valore del capitale proprio di una banca. In secondo luogo, l'aumento dei requisiti patrimoniali aumenta la disponibilità o la capacità degli azionisti di assorbire le perdite e ridurre la probabilità di default. In effetti, i requisiti patrimoniali riducono la leva finanziaria e limitano il corrispondente aumento del rischio. In terzo luogo, gli effetti combinati dell'aumento della liquidità e dei requisiti patrimoniali riducono sia l'entità delle perdite in caso di default, sia la probabilità di default. Le misure regolamentari, come quelle di Basilea III, possono essere efficaci solo se vengono imposti requisiti sia di liquidità, sia di capitale, per rendere il settore bancario e l'economia più resistenti. Naturalmente, tali norme hanno un costo per le banche.

## Abbiamo prove empiriche sull'efficacia delle misure relative alla liquidità e al capitale?

**Steven Ongena:** L'accordo di Basilea III è stato pienamente attuato solo quest'anno, con l'obiettivo generale di aumentare l'ammontare e la qualità del capitale delle banche, rafforzare la cattura del rischio, contenere la leva finanziaria, migliorare la liquidità e limitare la prociclicità. Una delle caratteristiche principali di questa rigorosa riforma è di aumentare del 50% i requisiti patrimoniali minimi e di obbligare le banche ad aumentare i coefficienti patrimoniali ponderati dal rischio. Le banche possono raggiungere questo obiettivo aumentando l'ammontare del patrimonio di vigilanza che detengono oppure diminuendo la quantità di attivi ponderati dal rischio che esse finanziano, oppure una combinazione di entrambi. Oggi è ancora troppo presto per valutare come le banche si adegueranno realmente a Basilea III, ma il "capital exercise" della European Banking Authority (EBA) del 2011 può comunque già fornire alcune indicazioni. Nel 2011 l'EBA ha condotto un "capital exercise" richiedendo inaspettatamente ad alcune banche europee di aumentare il loro coefficiente patrimoniale regolamentare. La ricerca rivela che le istituzioni finanziarie coinvolte nell'esercizio hanno ridotto l'ammontare degli attivi che hanno finanziato riducendo sostanzialmente la loro esposizione creditizia nei confronti delle imprese e delle famiglie, ma non hanno cercato di aumentare il loro capitale regolamentare. Se si ritiene che i risultati relativi all'esercizio di capitale dell'EBA possano essere generalizzati per comprendere l'intero settore finanziario, allora potrebbe essere utile per le autorità di regolamentazione considerare la possibilità di adeguare le politiche in modo tale da rafforzare il settore bancario ed evitare di penalizzare le attività aziendali.

## Quanto bene funzionano i buffer anticiclici di capitale?

**Steven Ongena:** I buffer anticiclici di capitale offrono la possibilità di richiedere alle banche di aumentare le riserve di capitale durante i boom economici e di ridurle durante le crisi. L'accordo di Basilea III prevede tale misura, nell'ambito della sua ampia gamma di misure di capitale, con la possibilità di introdurre un aumento compreso tra lo 0 e il 2,5% del capitale proprio. Tali buffer aiutano non solo a proteggere dalle esternalità negative durante i crolli del credito, ma anche a raffreddare i boom generati dal credito, poiché il credito aggiuntivo durante tali periodi ha un costo più elevato. Alcuni buffer anticiclici generici di capitale sono attivi in Spagna da quasi 20 anni e sono stati adeguati - sia al rialzo che al ribasso - già diverse volte, mostrando effetti positivi in termini di resilienza. I risultati empirici mostrano che tali misure di approvvigionamento dinamico hanno contribuito a mitigare i cicli di offerta di credito e

hanno sostenuto l'economia a essere più solida, in quanto queste riserve anticicliche hanno avuto forti effetti positivi sul credito, sull'occupazione e sulla sopravvivenza delle imprese nei periodi di crisi, senza effetti negativi di lunga data nei periodi di boom. I buffer anticiclici mirati di capitale sembrano avere un effetto complessivo più ambiguo. In effetti, i dati svizzeri rivelano che le misure anticicliche mirate sui prestiti residenziali nazionali nel 2012 hanno avuto un impatto sostanziale sull'attività mirata, ma hanno anche causato effetti collaterali in altri settori del credito, come il credito commerciale.

#### Quali altre soluzioni sono disponibili, siano esse orientate alla crescita che resilienti?

**Steven Ongena:** Le misure normative, come quelle di Basilea III, sono sempre più complesse e costose da attuare. I risultati della ricerca mostrano che l'aumento del costo della leva finanziaria può compensare le distorsioni indotte dai requisiti patrimoniali nei frequenti casi in cui le ponderazioni normative di rischio non riflettano perfettamente il rischio di ogni asset. Un tale aumento del costo della leva finanziaria potrebbe essere ottenuto tassando il debito o sovvenzionando il capitale proprio. I dati empirici, basati su diverse riforme fiscali attuate nell'area dell'euro tra il 2005 e il 2012, forniscono alcune valide alternative all'attuale serie di norme rigide e basate sui coefficienti. Ad esempio, l'introduzione di una tassa che aumenti il costo fiscale del debito porterebbe le banche a ridurre ulteriormente la leva finanziaria, le indurrebbe a concentrarsi maggiormente sui prestiti alle società anziché investire in titoli e, nel complesso, a ridurre il rischio totale. Inoltre, da un punto di vista pratico, un'aliquota unica potrebbe costituire un'alternativa semplice ed efficace all'attuazione e al monitoraggio della complessa serie di coefficienti regolamentari stabiliti da Basilea III.

#### In che modo le decisioni normative hanno contribuito a migliorare la resilienza del settore bancario e dell'economia? Ci sono punti deboli?

**Erwan Morellec:** La recente iniezione di liquidità da parte della Fed dimostra che i vincoli di bilancio, imposti dalle autorità di regolamentazione alle banche, possono a volte rendere scarsa la liquidità e impedire un'efficiente attività di prestito interbancario. Tuttavia, i rischi principali non sembrano ora provenire dal settore bancario regolamentato, ma piuttosto da altri settori che si sono notevolmente ampliati nell'ultimo decennio, quando hanno ripreso le molte attività che erano diventate troppo costose, in termini di costi di capitale, per le banche regolamentate. La regolamentazione può in effetti aver spinto i rischi finanziari in secondo piano, dove

sono attualmente meno visibili. È quindi importante sapere quanto siano centrali e collegati nella rete finanziaria questi attori meno visibili e quali rischi rappresentino. Mentre le banche sono effettivamente diventate più sicure e più forti dopo la crisi finanziaria, non è chiaro se altri attori, come gli investitori istituzionali e le "shadow banks", mantengano un forte legame con il settore bancario e possano infliggere perdite alle banche durante le perturbazioni di mercato.

**Steven Ongena:** Da un lato, l'aumento dei requisiti patrimoniali ha indubbiamente reso le banche meno fragili. Dall'altro, l'aumento dei requisiti di liquidità ha tuttavia spinto le banche a detenere un numero sempre maggiore di obbligazioni sovrane, il che potrebbe non essere sempre pienamente vantaggioso quando si cerca di ridurre l'esposizione finanziaria delle banche.



# La prospettiva di un banchiere su debito, crescita e resilienza

Axel Lehmann, President UBS Switzerland and Member of the Group Executive Board.

## **Come è evoluto il mercato del debito delle imprese dopo la Grande Crisi Finanziaria in tutto il mondo e in particolare in Svizzera?**

E' giusto dire che la Grande Crisi Finanziaria ha segnato un momento di svolta nella finanza globale e in particolare nei mercati del credito, anche se lo spartiacque potrebbe essere stato in un certo senso diverso dal previsto. Prima della crisi, il credito alle imprese era relativamente facile da ottenere, sia da fonti dirette che da fonti cartolarizzate. Dopo la crisi, analisti e accademici si aspettavano una significativa riduzione della leva finanziaria dei bilanci pubblici, aziendali e privati, in particolare visto che la crisi ha avuto origine in un settore arcano del mercato del debito. Tuttavia, negli ultimi due anni si è assistito a un notevole releveraging a tutti i livelli e in tutti i mercati, senza dubbio anche a causa dell'atteggiamento accomodante delle banche centrali di tutto il mondo.

La Svizzera può rappresentare una piccola eccezione in questo caso, in quanto ha sempre avuto livelli di indebitamento delle imprese piuttosto bassi rispetto ad altri Paesi, in particolare tra le piccole e medie imprese. Infatti, da una recente ricerca accademica, distillata in un documento della Segreteria di Stato dell'economia (SECO), risulta che quasi due terzi di tutte le piccole e medie imprese svizzere non hanno alcun debito e sono quindi interamente finanziati con capitale proprio. Sul fronte dei mercati, abbiamo assistito a un graduale calo del mercato obbligazionario denominato in franchi svizzeri per gli emittenti esteri, mentre il mercato interno delle obbligazioni societarie ha registrato una solida crescita negli ultimi anni, sostenuta anche da una crescita interna stabile. Quindi, per il sollievo di tutti, le narrative secondo le quali la Grande Crisi Finanziaria avrebbe ucciso il mercato del debito - e quindi la crescita economica - sono state molto esagerate.

## **Quali sono i fattori che influenzano l'attuale panorama competitivo del mercato del debito?**

Negli ultimi due anni si è assistito a una graduale disintermediazione del mercato del debito e all'emergere di nuovi partecipanti al mercato. Vediamo tre fattori principali che guidano questa tendenza in atto.

In primo luogo, la regolamentazione: le restrizioni di bilancio per le banche hanno portato a un graduale aumento dei mercati del debito privato e dei fornitori alternativi di credito come le compagnie di assicurazione, per citarne solo alcuni. Essi sono in grado di operare con meno restrizioni normative e operative rispetto a quelle imposte alle banche.

In secondo luogo, i tassi di interesse negativi e la conseguente "ricerca del rendimento" hanno messo sotto pressione i modelli di business e in particolare i margini. Con i tassi che dovrebbero essere "più bassi per un periodo più lungo", la pressione sulle banche e sugli investitori sta aumentando, obbligandoli a investire per evitare oneri di interesse negativo da parte delle banche centrali. Ciò ha comportato un aumento del volume dei crediti e un aumento del rischio. Lo vediamo nell'incremento della propensione a erogare prestiti con profili di rischio più elevati e nella minore tutela dei cosiddetti covenants. Inoltre, i multipli di finanziamento sono aumentati per adeguarsi all'attuale contesto di mercato. I fornitori di servizi finanziari più diversificati, d'altro canto, possono pensare alla gestione dei rischi e dei ricavi dei clienti in un modo molto più olistico.

## **... ma sicuramente anche la tecnologia ha il suo ruolo, come nella maggior parte delle altre sfere della nostra società?**

Sì, infatti la tecnologia è il terzo fattore che desidero menzionare, perché ha dato origine a forme completamente nuove di debito, sia in borsa che fuori borsa: dal crowd lending alle ICO alle soluzioni blockchain, la tecnologia è diventata un ulteriore importante motore di disintermediazione, con l'emergere di campioni propri. Ma la tecnologia è importante anche per un altro motivo: consente una distribuzione molto più controllata del rischio e un servizio più efficiente del debito. Quando una società vendeva un'obbligazione un secolo fa, il numero di creditori e la loro quota di partecipazione erano pari al numero di obbligazioni emesse e rimanevano gli stessi fino alla scadenza. Oggi, il crowd lending consente di suddividere il debito in frazioni infinitamente piccole, e piattaforme di debito innovative collegano direttamente i creditori con i debitori, riducendo così i rischi degli intermediari. Nel complesso, ciò ha avuto effetti positivi sui volumi di credito alle imprese e, di conseguenza, sulla crescita economica. L'indebitamento delle imprese è il sangue dell'economia, in quanto aiuta le imprese a espandersi in patria e all'estero e facilita gli investimenti in innovazione e in persone. Qualsiasi modo per sbloccare o addirittura estendere le arterie del capitale dovrebbe essere accolto con favore.

## **Sullo sfondo di tutti questi cambiamenti, come vede il futuro del credito alle imprese?**

Se vogliamo la crescita economica, abbiamo bisogno del debito delle imprese. Dal nostro punto di vista del gestore patrimoniale più grande del mondo e della prima banca universale svizzera, i prestiti su bilancio rimarranno importanti. Mentre le restrizioni normative e i tassi di interesse negativi eserciteranno probabilmente una pressione sui margini e sul volume dei prestiti bancari; tali

prestiti rimarranno il pane quotidiano del modello aziendale, in particolare per i complessi accordi di prestito legati alla gestione aziendale e alla gestione patrimoniale. Vediamo anche il mercato svizzero dei capitali rimanere interessante per gli emittenti nazionali ed esteri, soprattutto grazie alla stabilità del franco svizzero e ai bassi tassi d'interesse.

Tuttavia, vi sono due tendenze che, a nostro avviso, influenzeranno notevolmente i futuri mercati del debito. In primo luogo, assisteremo a un'attività di prestito più incentrata sull' ESG, in cui il credito è legato al raggiungimento di determinati obiettivi ambientali, sociali o di governance. Negli ultimi anni, sia in Svizzera che all'estero, il volume dei Green Bond è aumentato. Data la crescente attenzione alla sostenibilità, questa parte un tempo periferica del mercato del debito si sposterà lentamente, ma inesorabilmente, al centro della scena, con tutti i benefici che i titoli verdi portano alla società. In secondo luogo, la disintermediazione continuerà, aiutata dalla tecnologia. Piattaforme come l'Atrium di UBS possono specializzarsi prima in una parte particolare del credito – ad esempio, il finanziamento immobiliare istituzionale – per estendersi poi a parti adiacenti della catena del valore finanziario, quindi ipoteche per le famiglie, leasing di uffici, ecc. Questi sviluppi daranno nuovo impulso al mercato del debito.

### **Infine, con molti mercati in territorio di bolla, bisogna essere cauti?**

Non c'è dubbio, i bassi tassi di interesse hanno sostenuto i mercati, compreso il credito, sia commerciale che privato. Per diverse ragioni istituzionali (ad es., il freno all'indebitamento), la Svizzera ha mantenuto un livello di debito pubblico molto basso, il che si riflette nei suoi tassi favorevoli di indebitamento internazionale. Tuttavia, l'indebitamento pro capite delle famiglie private è piuttosto elevato nel confronto internazionale. Ciò è dovuto principalmente all'elevato livello dei mutui ipotecari, trainato dall'aumento dei prezzi degli immobili. Pur dovendo rimanere cauti, anche per quanto riguarda gli immobili che producono reddito, rigorosi criteri di prestito e di accessibilità economica hanno tenuto a bada i rischi eccessivi. Dal lato aziendale, abbiamo visto la ricerca del rendimento che ha portato a un aumento della domanda di finanziamento di progetti a lungo termine e senza rating.

In sintesi, come in altri mercati, il mercato del debito è soggetto a "esuberanza irrazionale", per cui una parola di cautela è giustificata. Tuttavia, i mercati del debito e dei titoli azionari sono la camera destra e la camera sinistra del cuore dell'economia, che sostengono l'innovazione, la crescita economica e, in ultima analisi, il benessere. Prendiamoci cura del nostro cuore in modo che rimanga in sincronia con il polso del mercato.



## Swiss Finance Institute

Lo Swiss Finance Institute (SFI) è il centro nazionale per la ricerca di base, il dottorato, lo scambio di conoscenze e la formazione continua in ambito bancario e finanziario. La missione dello SFI è far crescere il capitale di conoscenze per la piazza finanziaria svizzera. Creato nel 2006 come partenariato pubblico-privato, lo SFI è un'iniziativa congiunta che riunisce gli operatori finanziari svizzeri, sei università svizzere di punta, e la Confederazione.

### Editori

Dr. Silvia Helbling  
Head of Knowledge Exchange and Education

Dr. Cyril Pasche  
Director Knowledge Exchange and Education

### Contact

Dr. Cyril Pasche  
+41 22 379 88 25  
cyril.pasche@sfi.ch

swiss:finance:institute

Walchestr. 9, CH-8006 Zurich, T +41 44 254 30 80  
c/o University of Geneva, 42, Bd du Pont d'Arve, CH-1211 Geneva 4, T +41 22 379 84 71  
www.sfi.ch

