

# Swiss Finance Institute Roundups

## Il debito aziendale: utile ma eccessivo?

### Editoriale



Alla fine del 2021, il debito aziendale era pari al 100% del PIL mondiale. Da allora, l'economia è stata colpita dalla guerra e dalla ricomparsa dell'inflazione. In questo Roundup, accademici ed esperti del settore finanziario discutono lo stato del mercato del debito aziendale e la sua probabile direzione. Quanto sono giustificate le preoccupazioni espresse di frequente in merito all'alto livello di indebitamento delle aziende? Il debito si presenta in molte forme e sapori: alcuni tipi di debito aziendale sono valutati in modo inefficiente? E perché questo accade? Le politiche delle banche centrali hanno a lungo alterato il mercato del debito: è possibile correggere tali distorsioni? Il rischio carbonio è adeguatamente valutato? E la tecnologia finanziaria rivoluzionerà i prestiti aziendali?

Vi auguriamo una piacevole lettura.



**Prof. François Degeorge**  
Managing Director

# Collaboratori

**Lorenzo Bretscher**

Lorenzo Bretscher è membro della Facoltà SFI e professore assistente di Finanza presso l'Università di Losanna. Prima di far parte della facoltà di Losanna, è stato affiliato alla London Business School. Prima degli studi di Dottorato, ha lavorato come analista presso il Credit Suisse. La sua ricerca si concentra sui mercati finanziari e sull'efficienza del mercato. Ha conseguito un Dottorato di ricerca in Finanza ed Economia presso la London School of Economics.

**Erwan Morellec**

Erwan Morellec è titolare di una Senior Chair SFI e professore di Finanza presso l'Ecole Polytechnique Fédérale de Lausanne. In precedenza ha insegnato all'Università di Rochester e all'Università di Losanna. La sua ricerca si concentra sulle decisioni in materia di struttura del capitale, opzioni reali, gestione del rischio, gestione della liquidità e rischio di credito. Ha conseguito un Dottorato di ricerca in Finanza presso HEC di Parigi.

**Virginie Fauveau**

Virginie Fauveau è responsabile della Corporate Division della Banque Cantonale de Genève (BCGE) e vanta oltre 20 anni di esperienza nel settore bancario e finanziario. Prima di passare alla BCGE, ha trascorso più di dieci anni come Managing Director presso Capital Transmission, una società di *private debt & equity*. Ha conseguito un Master in Ingegneria Finanziaria presso la ESLCA Business School di Parigi.

**Steven Ongena**

Steven Ongena è titolare di una Senior Chair SFI e professore di Studi Bancari all'Università di Zurigo. Ha ricevuto numerosi riconoscimenti per le sue ricerche ed è consulente di ricerca per diverse banche centrali europee. La sua ricerca si concentra sull'intermediazione finanziaria empirica e sull'econometria finanziaria applicata. Ha conseguito un Dottorato di ricerca in Economia presso l'Università dell'Oregon.

**Frederick Mellors**

Frederick Mellors è co-Head of Cross Asset e Head of Fixed Income Strategies presso il Chief Investment Office of Wealth Management di UBS. Negli ultimi 20 anni ha dedicato la sua carriera alla gestione di portafogli nel settore del reddito fisso e all'analisi dei mercati globali. Prima di entrare all'UBS 15 anni fa, ha lavorato in Australia per Principal Global Investors, ANZ e Citi. Ha conseguito una Laurea in Scienze Attuariali e una in Commercio, entrambe presso l'Australian National University.

**Daniel Rupli**

Daniel Rupli è Head of Single Security Research (Equity & Credit) presso Credit Suisse. Nel corso della sua carriera quasi trentennale, ha ricoperto diverse cariche come analista del credito, oltre a definire il *buy side* e il *sell side* della ricerca globale sul credito per aziende svizzere e clienti istituzionali svizzeri. Ha conseguito il Diploma Federale Avanzato in Studi Bancari presso l'Università di Scienze Applicate e Arti di Lucerna.

# Alcuni aspetti specifici del mercato del debito aziendale

## Qual è lo scopo del debito aziendale e cosa ci dicono gli ultimi dati?

► **E. Morellec:** La raccolta di capitali per finanziare un progetto specifico o per rifinanziare una serie di prestiti esistenti è lo scopo principale del debito aziendale. Ma un periodo prolungato di bassi tassi d'interesse ha portato molte aziende ad abbandonare questa mentalità tradizionale, spesso sotto la pressione di investitori attivisti, e a emettere debito per effettuare riacquisti di azioni e persino per distribuire dividendi. Il debito aziendale è cresciuto in modo significativo nel corso degli anni, in termini sia relativi sia assoluti, e i bassi tassi d'interesse sono chiaramente un fattore determinante di questo aumento. Allo stesso tempo, mentre la distribuzione dei *rating* obbligazionari è cambiata drasticamente, gli *spread* sono cambiati solo moderatamente e la *duration* complessiva è rimasta stabile. Il rischio principale dell'attuale livello di indebitamento delle imprese, a mio avviso, è l'impatto che l'aumento in corso dei tassi d'interesse, alimentato dall'inflazione, avrà sulle aziende.

## Quali sono le principali tipologie di debito aziendale?

► **F. Mellors:** La distinzione principale da fare è se il debito è un'obbligazione o un prestito. Le obbligazioni sono di solito emesse, acquistate e vendute sui mercati finanziari, mentre i prestiti hanno origine presso le banche e poi possono essere venduti sui mercati dei capitali. La distinzione successiva da fare è se il debito è garantito o meno da garanzie reali. Un ricco gergo – senior, junior, mezzanino, convertibile, fisso, variabile e perpetuo – definisce ulteriormente le specificità di ogni singolo tipo di debito esistente. Ma dietro questa tassonomia si nasconde la regola universale secondo cui debiti più rischiosi dovrebbero pagare interessi più alti.

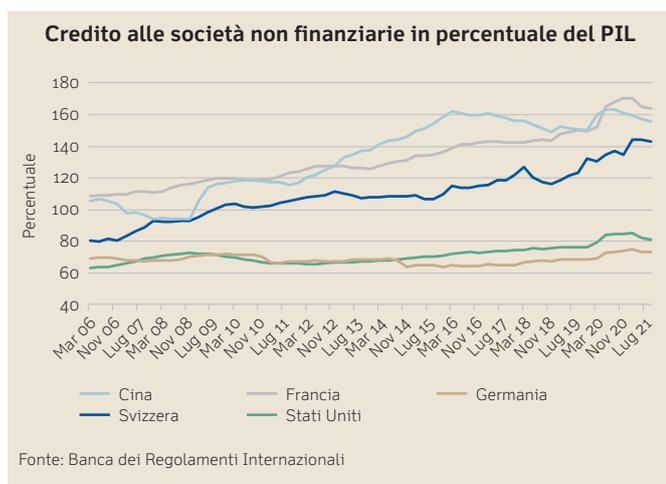
► **V. Fauveau:** Esiste un netto contrasto tra gli Stati Uniti e l'Europa per quanto riguarda l'uso del finanziamento di obbligazioni e prestiti. La legge Glass-Steagall del 1933 ha separato le banche d'investimento di Wall Street dalle banche commerciali di Main Street e ha causato una frattura nel continuum dei servizi bancari statunitensi che il mercato obbligazionario ha colmato. L'eredità di questa legge è visibile ancora oggi, in quanto le imprese statunitensi sono finanziate essenzialmente da obbligazioni (circa il 90%), mentre le loro controparti europee sono finanziate essenzialmente da prestiti bancari (circa il 70%).

## Come si colloca la Svizzera rispetto ad altri Paesi in termini di indebitamento delle imprese?

► **F. Mellors:** I dati recenti della Banca dei Regolamenti Internazionali mostrano che nel terzo trimestre del 2021 il debito aziendale non finanziario a livello mondiale ha raggiunto un picco di 86'000 miliardi di dollari, pari a circa il 100% del PIL mondiale. Lo stesso rapporto per la Svizzera era quasi del 145%. Questa percentuale superiore alla media è dovuta al fatto che tre delle dieci maggiori aziende europee quotate in borsa hanno sede in Svizzera e che la Svizzera è la sede di alcune grandi aziende di *trading* di materie prime a livello mondiale, che finanziano attivamente le loro attività attraverso i mercati del debito.

► **V. Fauveau:** I dati mostrano che il livello di indebitamento delle imprese svizzere si colloca ancora più o meno nel mezzo del panorama internazionale, con Stati Uniti e Germania ben al di sotto del livello svizzero e Francia e Cina leggermente al di sopra. Se analizziamo i numeri per la Svizzera, notiamo che una parte significativa di questo debito è legata al finanziamento immobiliare e, nel caso delle piccole e medie imprese (PMI), una buona parte del loro debito è in realtà finanziata dalle famiglie proprietarie dell'azienda. Ma i dati sul debito raccontano solo una metà della storia; la seconda metà sta nel determinare il valore e la redditività degli *assets* finanziati attraverso il debito.

► **D. Rupli:** Quando si parla di obbligazioni, il mercato finanziario svizzero è un mercato insolito. Per essere inclusa nello Swiss Bond Index, un'obbligazione *deve* essere emessa per un importo pari o superiore a 100 milioni di franchi svizzeri e deve essere di livello *investment grade*. Ciò rende la Svizzera un mercato interessante per l'emissione di un'obbligazione relativamente piccola per qualsiasi azienda, sia nazionale sia internazionale. Inoltre, le imprese nazionali possono ottenere il loro *rating* direttamente da una banca svizzera, piuttosto che da un'agenzia di *rating* internazionale. Questi fattori rendono il mercato locale svizzero efficiente e pragmatico per le imprese che hanno bisogno di ottenere finanziamenti, consentendo al contempo agli investitori di investire in un indice liquido e ben diversificato.



**Chi sono gli attori principali dell'attuale mercato delle obbligazioni aziendali?**

**D. Rupli:** I principali proprietari di obbligazioni aziendali sono gli investitori istituzionali e i principali emittenti sono le istituzioni finanziarie, oltre alle aziende industriali e di servizi. Quando le aziende raggiungono il livello *investment grade*, possono poi diventare molto attive sui mercati finanziari, in quanto sono in grado di raccogliere grandi quantità di capitale a condizioni

interessanti. Tuttavia, il mercato obbligazionario è in genere molto meno attivo di quello azionario. Esistono ulteriori sfumature di attività all'interno del mercato obbligazionario stesso, con strategie di *buy and hold* che prevalgono nella parte *investment grade* del mercato, e un *trading* più attivo nelle parti più rischiose e volatili.

**L. Bretscher:** I dati di mercato mostrano effettivamente che il mercato delle obbligazioni aziendali statunitensi è dominato da investitori istituzionali come le compagnie di assicurazione, ma mostrano anche che questa situazione sta cambiando. Le compagnie di assicurazione rappresentano oggi il 40% del mercato delle obbligazioni aziendali, i fondi comuni di investimento un altro 20%, i nuclei familiari e i fondi pensione un altro 10% ciascuno, mentre il resto è costituito da fondi negoziati in borsa (Exchange Traded Funds – ETF), banche centrali e investitori esteri. In particolare, i fondi comuni rappresentavano appena il 5% del mercato prima della crisi finanziaria globale del 2007-2008. La loro maggiore importanza influisce anche sulle caratteristiche dell'obbligazione aziendale solitamente ricercata dagli investitori. In altre parole, mentre le compagnie di assicurazione investono di solito in obbligazioni *investment grade* a lungo termine, piuttosto illiquide, i fondi comuni di investimento preferiscono investire in obbligazioni ad alto rendimento liquide e a breve termine.



# Come funziona il mercato del debito

## Che impatto ha l'incertezza sugli *spread* di credito e sugli investimenti?

► **F. Mellors:** L'incertezza è un concetto ampio. In genere rientra nell'ambito dei premi per il rischio, che possono essere suddivisi in premi per la liquidità, premi per il credito, premi per l'inflazione o premi a termine, solo per citarne alcuni. Quando l'incertezza aumenta, aumentano anche i premi per il rischio. Quando l'incertezza è elevata, a causa dei rischi macroeconomici al ribasso, il premio per il rischio è più alto. In questo scenario, i rischi di insolvenza sono in aumento e gli investitori richiedono una maggiore compensazione per l'assunzione del rischio di credito.

► **L. Bretscher:** I dati confermano chiaramente che l'incertezza sui tassi d'interesse frena gli investimenti e, di conseguenza, ha un impatto negativo sull'economia reale. La spiegazione dietro le quinte di questo effetto è che le PMI di solito ottengono i loro finanziamenti attraverso prestiti basati su tassi d'interesse variabili, e di solito non riescono a coprirsi completamente contro le variazioni – e in particolare contro gli aumenti – dei tassi d'interesse. Un aumento dei tassi d'interesse riduce l'attrattiva di qualsiasi investimento che abbia tassi di rendimento interni relativamente bassi, e questo impatto negativo è ancora più pronunciato per le PMI con vincoli finanziari.

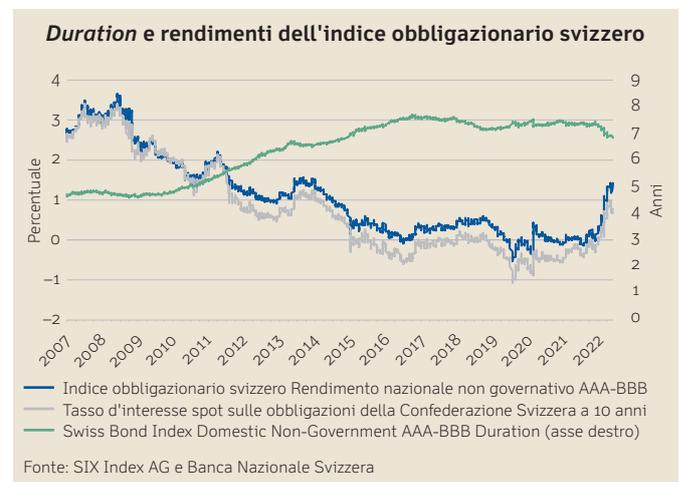
## Cosa determina i tassi di riferimento della banca centrale e i tassi d'interesse del credito?

► **S. Ongena:** I tassi di riferimento delle banche centrali sono una funzione del contesto macroeconomico generale, in termini di crescita del PIL, disoccupazione e inflazione, e definiscono l'impostazione generale degli investimenti a breve termine. Tuttavia, le politiche delle banche centrali legate all'eccessivo *quantitative easing* in atto da quasi 15 anni, potrebbero aver offuscato i meccanismi in gioco e ampliato il divario tra la realtà e l'apparato teorico utilizzato.

► **V. Fauveau:** Quando ci si concentra sui tassi d'interesse sul credito, è necessario tenere conto di un'ulteriore serie di variabili oltre ai tassi di riferimento della banca centrale, come i profili di rischio, liquidità, scadenza e *duration* dell'impresa mutuataria. Anche l'offerta e la domanda complessive di capitale nei mercati finanziari, così come il tasso di rifinanziamento di ogni singola istituzione finanziaria, hanno un impatto.

► **D. Rupli:** In particolare, l'attuale contesto dei tassi d'interesse ha modificato in modo significativo la *duration* dello Swiss Bond

Index. Le imprese svizzere hanno approfittato di un rifinanziamento a tassi più bassi, assicurandosi scadenze più lunghe e offrendo agli investitori rendimenti positivi.



## In che modo le variazioni dei tassi d'interesse all'estero influiscono sui tassi d'interesse nazionali?

► **F. Mellors:** In teoria, le variazioni dei tassi d'interesse all'estero dovrebbero riflettersi sui tassi d'interesse e sui tassi di cambio nazionali. Questo principio si chiama *interest rate parity* e afferma che il differenziale dei tassi d'interesse tra due Paesi sia uguale al differenziale tra i tassi di cambio stranieri (Foreign Exchange – FX) *forward & spot*. Non dovrebbe esserci arbitraggio tra il guadagnare un tasso d'interesse più alto all'estero rispetto a quello nazionale, poiché i mercati valutari dovrebbero pareggiare questa differenza. In pratica, la teoria non è sempre valida, poiché i tassi d'interesse e i mercati valutari si muovono costantemente sulla base di aspettative mutevoli, e l'offerta e la domanda per una particolare valuta creano la cosiddetta *cross-currency basis* che riflette questa dinamica.

► **E. Morellec:** Se ci concentriamo sulla Svizzera, possiamo notare che il tasso di riferimento della Banca Nazionale Svizzera (BNS) è largamente influenzato da quello della Banca Centrale Europea (BCE) e che, per ridurre l'attrattiva del CHF rispetto all'EUR, la BNS è stata costretta a spingere il proprio tasso in territorio negativo. Sarà interessante vedere come l'inflazione nell'eurozona influenzerà i tassi della BCE e questi, a loro volta, i tassi della BNS. C'è un enigma in questo caso, poiché alcuni governi europei – ad esempio Francia e Italia – hanno contratto ingenti prestiti, aumentando in modo significativo il loro rapporto debito/PIL. Probabilmente

reagiranno in modo sfavorevole a forti aumenti dei tassi e più favorevolmente al mantenimento di una certa inflazione, che contrasterà i loro alti livelli di debito. Ma così facendo si creeranno distorsioni significative tra risparmiatori e mutuatari, sia passati sia presenti, oltre a ridurre il potere d'acquisto dei consumatori, in particolare dei pensionati e delle classi a basso reddito. Nei prossimi mesi ci aspettiamo di assistere ad accesi dibattiti sulle decisioni della BCE. Possiamo anche prevedere che l'aumento dei tassi d'interesse avrà un impatto sul mercato azionario e sui prezzi degli immobili.

**V. Fauveau:** Gli arbitraggi sui tassi d'interesse del credito internazionale esistono, in quanto le grandi imprese spesso sfruttano la loro ampia rete di istituti di finanziamento quando sono alla ricerca di tassi di prestito bassi. Ma se questo abbia un impatto sui tassi delle imprese locali rimane una questione aperta.



### Perché un'azienda dovrebbe scegliere di finanziarsi con il debito invece che con il capitale proprio?

► **L. Bretscher:** Le imprese tengono conto del costo del capitale proprio rispetto al costo del debito. Mentre i pagamenti degli interessi sono considerati un costo dell'attività e, quindi, sono deducibili dalle tasse, i dividendi sono tassabili, in quanto considerati un profitto per i proprietari dell'azienda. Chiaramente, la tassazione è solo una delle tante dimensioni importanti di questo *tradeoff*. Anche le considerazioni sul controllo dell'azienda e le preoccupazioni degli *stakeholder*, ad esempio, giocano un ruolo importante.

► **D. Rupli:** Il recente contesto di debito "gratuito" ha portato all'emissione di sempre più debito e sempre meno azioni, oltre che a uno spostamento all'interno della parte *investment grade* del mercato del debito. Prima le aziende puntavano ad avere un *rating* AAA, oggi puntano a rientrare nella fascia *investment grade*. Questo nuovo scenario crea una situazione vantaggiosa per gli investitori, in quanto i tassi di insolvenza che devono affrontare sono ampiamente in linea, mentre le imprese hanno una flessibilità di bilancio significativamente maggiore quando operano con *rating* medio-bassi, piuttosto che con quelli più alti. Le imprese devono essere caute soprattutto con acquisizioni importanti finanziate dal debito e con i *rating* di credito più deboli, poiché le difficili condizioni economiche potrebbero mettere alla prova queste metriche di credito.

► **E. Morellec:** Le frizioni di mercato sono onnipresenti e il fatto che i pagamenti sul debito siano deducibili dalle tasse non è l'unica ragione che spinge un'impresa a contrarre prestiti. Un'altra ragione è che il costo dell'emissione di debito è solo una frazione del costo dell'emissione di azioni. Tuttavia, il debito presenta anche degli svantaggi, in quanto espone le imprese al rischio di insolvenza ed è spesso legato a clausole che limitano la libertà del mutuatario. Le imprese devono valutare la prevedibilità dei loro flussi di cassa e la tangibilità dei beni che acquistano, quando scelgono tra il finanziamento con azioni o con debito.

### Esiste un modo per determinare il livello ottimale di indebitamento di un'azienda?

► **S. Ongena:** In teoria è possibile determinare il livello ottimale di indebitamento di un'azienda, partendo dal modello di struttura del capitale aziendale di Modigliani e Miller del 1958. In pratica, però, non esiste una risposta semplice quando si cerca di determinare il mix ottimale di debito e capitale proprio di un'azienda reale. Le deviazioni dal modello del 1958 non riguardano solo il fatto che gli interessi sul debito sono solitamente deducibili dalle tasse, ma anche la presenza di asimmetrie informative e la probabilità di sopravvivenza dell'impresa.

### Il debito aziendale può essere emesso e scambiato sia sul mercato pubblico sia su quello privato. Quali sono i pro e i contro di ciascuno di essi?

► **E. Morellec:** Il mercato obbligazionario consente alle aziende di accedere a un ampio spettro di investitori con tasche profonde, e rappresenta una soluzione pratica quando si vogliono raccogliere grandi somme di denaro. I prestiti sono per loro natura più piccoli delle obbligazioni, ma come soluzione per la raccolta di capitali, in particolare per le PMI, hanno il vantaggio di essere più rapidi e su misura.

► **F. Mellors:** Il mercato del debito privato è attualmente molto attivo, la qual cosa è un effetto collaterale della continua ricerca di rendimenti stabili ed elevati. Il debito privato è solitamente garantito ed emesso dalle PMI. Date le dimensioni ridotte di queste aziende e il fatto che spesso operano in settori ciclici, i creditori possono spesso negoziare clausole o condizioni di prestito favorevoli, e potenzialmente possono anche influenzare la direzione strategica dell'azienda. Lo svantaggio è che il debito privato è meno liquido di quello pubblico, quindi gli investitori devono calcolare il compromesso che sono disposti ad accettare tra rendimento e liquidità.

# Cosa sappiamo dell'attuale mercato del debito aziendale

## I livelli di indebitamento delle imprese sono ai massimi storici. Qual è il rischio complessivo per l'economia di questo enorme eccesso di debito?

► **V. Fauveau:** I tassi d'interesse bassi e negativi hanno chiaramente indotto le imprese a gonfiare i propri bilanci e a contrarre considerevoli prestiti. Sebbene l'aumento dell'indebitamento provochi un aumento del passivo nel bilancio dell'impresa, esso crea anche un aumento dell'attivo. Le mie principali preoccupazioni riguardano l'impatto che una variazione dei tassi d'interesse avrà sulla valutazione degli *asset* e la capacità del capitale proprio di assorbire una potenziale contrazione della valutazione. Un aspetto da osservare con attenzione è l'evoluzione dei flussi di cassa delle imprese quando il loro debito a lungo termine viene rifinanziato a tassi d'interesse più elevati.

► **S. Ongena:** Vi sono legittime preoccupazioni per l'elevato livello di indebitamento attualmente detenuto dalle imprese, oltre che dai singoli nuclei familiari e dalle nazioni sovrane. L'inflazione in corso e l'aumento dei tassi d'interesse creeranno distorsioni nel mercato del debito delle imprese; sulla base di varie possibilità di riduzione della leva finanziaria, questa situazione renderà probabilmente più difficile l'assunzione di prestiti per quelle imprese che sono appena in grado di operare nelle condizioni attuali e che non hanno capitale in eccesso disponibile.

► **D. Rupli:** Da un punto di vista generale, l'eccesso di debito non è un problema, a patto che le aziende riescano a mantenere il proprio *rating*. La mia preoccupazione riguarda le aziende che non sono in grado di adeguare rapidamente i propri bilanci; queste imprese potrebbero diventare troppo grandi per essere rifinanziate, una volta fatte uscire dall'universo *investment grade*, per entrare in quello *high yield*. Molte società di telecomunicazioni e di servizi pubblici, ad esempio, sono sul punto di diventare *fallen angels*. Ma queste cadute possono anche diventare opportunità di investimento.

## Cosa valutano i rating del credito e quanto sono affidabili?

► **V. Fauveau:** Il *rating* del credito è un concetto statistico utilizzato per valutare la probabilità che un'impresa vada in *default* sul proprio debito. Il problema è che solo le banche d'investimento internazionali più grandi, con accesso a vaste quantità di debitori, possono avvicinarsi al criterio di operare in un contesto "nella media", necessario per calcolare un *rating* del credito accurato. Nonostante questa avvertenza, la qualità dei *rating* del credito è migliorata notevolmente nel tempo e il cambiamento nella distribuzione dei *rating* rende il contesto del

debito molto più attraente dal punto di vista del rapporto rendimento/rischio.

► **L. Bretscher:** Rimangono alcune voci critiche sulla capacità dei *rating* di valutare il vero rischio di credito sottostante. Dopo la crisi finanziaria globale del 2007-2008, sembra che le agenzie di *rating* siano diventate meno disposte a concedere *rating* molto elevati. Tuttavia, il centro d'azione si è spostato dall'estremità superiore della scala di *rating* (AAA) alla soglia dell'*investment grade*. Essere appena al di sopra dello scoglio dell'*investment grade* rende un'obbligazione attraente per diversi investitori istituzionali. Per esempio, le compagnie di assicurazione possono massimizzare il rendimento per unità di capitale basato sul rischio, o i fondi pensione possono massimizzare il rischio e, quindi, il rendimento atteso, a condizione di investire in obbligazioni *investment grade*. Un'alternativa al modo attuale di valutare le imprese sarebbe forse quella di affidarsi maggiormente ai dati del mercato, come i prezzi, che raccolgono le opinioni dei partecipanti al mercato.

► **D. Rupli:** Criticare le metriche di qualsiasi tipo è sempre facile, perché gli errori tendono a verificarsi naturalmente. Gli scettici devono tuttavia riconoscere la possibilità di una causalità inversa – il problema dell'uovo e della gallina – in cui i declassamenti dei *rating* del credito si *autoconfermano* grazie all'impatto sul mercato. Gli investitori devono formarsi una propria opinione, in base alle aziende in cui vogliono investire e ai rischi che sono disposti ad affrontare.

## Perché un'azienda dovrebbe emettere obbligazioni invece di contrarre un prestito bancario?

► **D. Rupli:** Le obbligazioni sono soggette a un controllo pubblico molto più intenso. Gli emittenti che si affacciano per la prima volta sul mercato devono affrontare una curva di apprendimento ripida, dovendo rendere pubbliche le loro dichiarazioni e avviare scambi più intensi con le loro banche. Ma l'emissione di obbligazioni rende l'impresa meno dipendente dalla banca. Le imprese immobiliari svizzere, per esempio, ottengono tassi di interesse incredibilmente allettanti – vicini allo zero per cento fino a poco tempo fa – per un'obbligazione *senior* non garantita, ciò che è in linea con quanto una banca richiederebbe per un mutuo garantito.

### Quanto sono efficienti il controllo e il monitoraggio delle aziende da parte delle banche?

► **F. Mellors:** Le banche sono spesso a conoscenza di un numero maggiore di informazioni aziendali rispetto a quelle pubblicamente disponibili agli investitori e quindi hanno una visione più approfondita dell'azienda nel suo complesso. Inoltre, l'attività di prestito di una banca spesso si estende a interi settori industriali o a vaste porzioni del settore dei nuclei familiari, per cui può spesso osservare tempestivamente i segnali di stress o di esuberanza. Sebbene queste intuizioni possano dare alla banca un vantaggio *first-mover*, date le dimensioni e la concentrazione dei rischi che la banca ha in bilancio, la sua flessibilità può essere in qualche modo limitata. Spesso è vantaggioso per una banca lavorare con i propri mutuatari, piuttosto che cercare di trasferire i rischi attraverso i mercati dei capitali.

► **E. Morellec:** Le banche stanno facendo un ottimo lavoro di controllo delle imprese, soprattutto se si tiene conto del fatto che molti prestiti e imprese non sono valutati esternamente. Tuttavia, le informazioni esterne, come i servizi di *rating* e l'accesso a dati e reti di terzi, possono fare la differenza tra il finanziamento di una buona o di una cattiva azienda. Nel complesso, le banche devono essere caute nei confronti dei fallimenti del mercato legati all'eccesso di prestiti collettivi e alle vendite di emergenza.

### E quanto è importante la garanzia nel mercato del debito aziendale?

► **S. Ongena:** La ricerca dimostra che esiste uno squilibrio nel mercato: ai clienti privilegiati di solito non vengono richieste garanzie sostanziali e vengono applicati tassi d'interesse più bassi, mentre ai clienti a rischio vengono richieste garanzie considerevoli e vengono applicati tassi d'interesse più elevati. I dati rivelano inoltre che le banche riducono rapidamente i requisiti di garanzia man mano che il rapporto con il cliente cresce. Questa tendenza solleva interrogativi sul modo in cui le banche possono mitigare i rischi di credito tra i loro clienti e tra i clienti stessi.

► **D. Rupli:** La garanzia svolge ovviamente un ruolo importante quando si tratta di finanziare il debito. Ma ciò che il mercato non sempre vede è la misura in cui le banche possono coprirsi riconfezionando il debito che finanziano e rivendendolo a investitori privati sotto forma di titoli con interesse. Non sempre, quando una banca sostiene un'impresa concedendole un prestito considerevole, il prestito rimane nel bilancio della banca. La cartolarizzazione è, ancora oggi, un'attività diffusa.

► **V. Fauveau:** Le garanzie vanno dal materiale informatico alle attrezzature di produzione fino agli immobili. Essendo così eterogenee, il loro giusto valore di mercato è in qualche modo arbitrario e influenzato dai risultati economici. Quando un'impresa si trova ad affrontare un momento difficile, due variabili fondamentali sono la capacità di sopravvivenza dell'impresa e il rapporto della banca con i proprietari e i dirigenti dell'impresa.

### Quanto sono efficienti gli ammortizzatori di capitale e di liquidità nel guidare il mercato del debito aziendale?

► **S. Ongena:** È difficile districare tutti gli effetti in gioco, ma la mia opinione attuale è che ciò che era in atto prima della pandemia ha funzionato bene. E che le varie iniziative intraprese dalle banche centrali nel 2020 sono state più un segnale per rassicurare il mercato, che un intervento in sé. Ciò che occorre fare ora è ricostituire rapidamente questi ammortizzatori.

### In che modo il fallimento di un'azienda si ripercuote sull'economia? Ha un impatto sulle banche e sulle altre imprese?

► **V. Fauveau:** Nel caso di un'azienda specifica, l'effetto del suo fallimento è in gran parte contenuto, in quanto le banche detengono solitamente un portafoglio di prestiti diversificato. Ma nel caso di *shock* macroeconomici diffusi, la risposta a queste domande deve essere più sfumata. Per esempio, la chiusura dei ristoranti durante le prime fasi della pandemia non ha avuto praticamente alcun impatto sui bilanci delle banche, poiché i ristoranti raramente fanno affidamento sui prestiti. Gli alberghi, invece, hanno un'elevata leva finanziaria attraverso i mutui; con loro le banche devono essere più caute.

► **E. Morellec:** Le aziende e i creditori devono essere ben consapevoli della loro esposizione nei confronti dei clienti e dei mutuatari, poiché l'aumento dei livelli complessivi di indebitamento rende tali inadempienze ancora più dolorose. Questa tendenza diventerà sempre più una fonte di preoccupazione, poiché i contratti di debito stanno scadendo e dovranno essere rifinanziati a condizioni di mercato più elevate. Poiché i prestiti hanno di solito tassi d'interesse variabili, mentre le obbligazioni sono generalmente contratti a tasso fisso, gli episodi di fallimenti si svolgeranno in modo non uniforme.

### Che impatto hanno avuto sui mercati finanziari le politiche fiscali e monetarie innescate dalla pandemia COVID-19?

► **L. Bretscher:** Gli annunci della Federal Reserve statunitense, nel marzo 2020, volti ad acquistare il debito aziendale, sia nel mercato primario sia in quello secondario, hanno certamente contribuito a limitare i movimenti dei rendimenti osservati nel mercato del debito aziendale. In particolare, i dati ex-post rivelano che i prezzi hanno reagito soprattutto in seguito all'annuncio di queste politiche, piuttosto che alle effettive quantità di debito acquistate dalla Federal Reserve.

► **F. Mellors:** Oggi i governi e i responsabili delle politiche vengono criticati per aver erogato troppi fondi di sostegno durante la pandemia; quei fondi stanno ora creando tassi d'inflazione significativi man mano che la domanda si fa pressante e le catene di approvvigionamento faticano a soddisfarla. Il senno di poi è una cosa bellissima, e molte di queste critiche sono forse ingiustificate, se guardiamo all'enorme livello di incertezza economica che la pandemia ha creato nel 2020. A parte questo, i responsabili delle politiche devono ora allentare il sostegno monetario e fiscale. Si discute su quale sia il livello dei tassi d'interesse necessario per far rientrare l'inflazione e su quale sarà l'impatto sulla crescita. I mercati finanziari cercano di dare un prezzo a questa incertezza e, data l'enorme gamma di opzioni per la nostra eventuale zona di atterraggio post-pandemia, di conseguenza la volatilità è aumentata.

► **D. Rupli:** L'inondazione di liquidità, provocata dalle banche centrali dopo la crisi finanziaria del 2007-2008, non solo ha fatto scendere i tassi d'interesse, ma ha anche reso le banche centrali protagoniste dei mercati finanziari e del credito, determinando in ultima analisi una situazione di *moral hazard* che incoraggia gli investitori ad assumere maggiori rischi. Credo che i recenti annunci della Fed, della BCE, della BNS e della Banca d'Inghilterra siano solo un accenno alle sfide che il mercato del debito dovrà affrontare nei prossimi mesi.



### Quanto è estesa la situazione di "moral hazard" causata dagli interventi delle banche centrali?

► **E. Morellec:** Sebbene gli interventi delle banche centrali ci abbiano chiaramente spinto in una situazione di *moral hazard*, dobbiamo distinguere gli *shock* a livello economico da quelli idiosincratici. I governi tendono a "coprire" gratuitamente gli investitori contro le crisi economiche, ma non contro gli *shock* specifici delle imprese o dei settori. Questa nuova norma ha portato alcuni investitori a scommettere sui segmenti più rischiosi del mercato del debito: la dimensione del segmento BBB del mercato obbligazionario appena prima della pandemia era pari a quella dell'intero mercato obbligazionario *investment grade* appena prima della crisi finanziaria globale del 2007-2008. Il forte aumento dell'inflazione potrebbe limitare la futura capacità delle banche centrali di coprire gli investitori. Quello che vediamo ora nel mercato azionario è in parte una risposta a questo cambiamento.

► **F. Mellors:** Intervenendo in modo così aggressivo come durante la pandemia, le banche centrali potrebbero aver creato un elemento di *moral hazard*. I nuclei familiari, le imprese e persino i governi potrebbero essersi abituati a tassi d'interesse bassi, con la convinzione che, ai primi segnali di difficoltà, le banche centrali interverranno per tenere in piedi l'economia. Sebbene la stabilità finanziaria sia un obiettivo chiave delle banche centrali, lo è anche la stabilità dei prezzi. Con i tassi d'inflazione ora così elevati, le banche sono costrette a inasprire rapidamente le loro condizioni finanziarie. Finora la stabilità finanziaria è rimasta intatta, ma i rischi aumentano, visto il difficile equilibrio di scelte che le banche centrali si trovano ad affrontare.

**La ricerca mostra che il mercato obbligazionario sta ora valutando il rischio carbonio e riducendo la sua esposizione alle imprese di combustibili fossili, ma allo stesso tempo mostra che alcune banche non stanno valutando adeguatamente il rischio associato agli *stranded asset* e che il livello di finanziamento dei combustibili fossili da parte del settore bancario è a un livello record. Cosa possiamo dedurre da tutto ciò?**

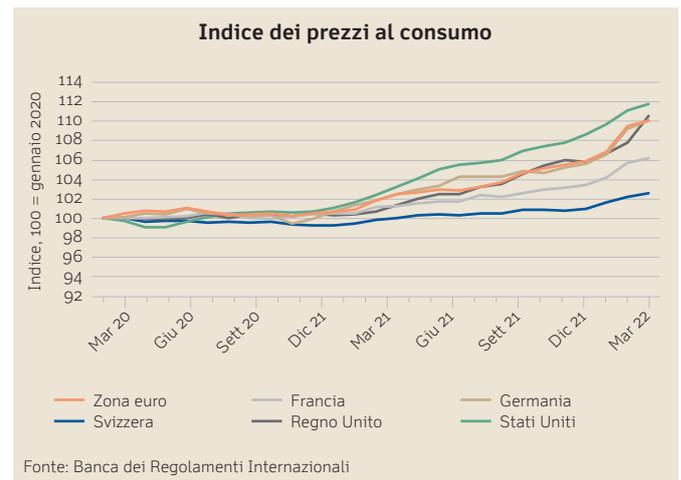
► **L. Bretscher:** Il punto cruciale è determinare l'entità del rischio degli *stranded asset*, cosa che al momento non sappiamo. La ricerca sul mercato azionario affronta la stessa domanda e offre risposte molto eterogenee per quanto riguarda la determinazione del prezzo del rischio carbonio. A mio avviso, le banche operano ancora una volta in un contesto di *moral hazard* potenzialmente pericoloso.

► **S. Ongena:** Questa ricerca è ancora in corso, ma vedo due opzioni. Da un lato, le grandi banche che finanziano le industrie ad alta intensità di emissioni di carbonio potrebbero considerarsi troppo grandi per fallire o potrebbero sentirsi sicure di poter ritardare la minaccia di *carbon stranding* fino alla scadenza dei loro prestiti, grazie all'attività di *lobbying*. D'altro canto, è possibile che queste stesse banche stiano sbagliando e che i mercati finanziari al contrario siano sulla giusta via. Le stime mostrano una notevole differenza di prezzo tra i mercati dei prestiti e quelli delle obbligazioni, il che significa che qualcuno sta traendo vantaggio dalla situazione. Il tempo ci dirà se si tratta del settore bancario, dei mercati finanziari, delle aziende energetiche o di qualcun altro.

**Il governo degli Stati Uniti deve regolarmente chiedere al Congresso di aumentare il tetto del debito per evitare un parziale *default* sul proprio debito. Quali sono le conseguenze più visibili sul mercato del debito di questi aumenti non così semplici nel tetto del debito statunitense?**

► **F. Mellors:** Sebbene i dibattiti sul tetto del debito creino incertezza, data l'importanza dei Treasury statunitensi per l'intero sistema finanziario, ritengo che la discussione sul tetto del debito stia diventando sempre meno preoccupante dal punto di vista finanziario, dal momento che il Congresso degli Stati Uniti, fino a oggi, è sempre riuscito a evitare una chiusura totale del governo e il governo è sempre stato in grado di adempiere ai propri obblighi finanziari. Nessun politico razionale vuole essere responsabile di mettere in *default* il governo statunitense e di mettere a rischio i mercati finanziari mondiali. Considero le discussioni sul tetto del debito come una merce di scambio politica per il partito di opposizione, piuttosto che come una minaccia legittima per i mercati finanziari.

► **E. Morellec:** Gli osservatori prevedono che il deficit sarà la norma per il governo degli Stati Uniti nei prossimi decenni e gli investitori dovranno decidere se i *T-bills* sono ancora un *asset* privo di rischio oppure no. Questa situazione potrebbe anche richiedere una revisione del mandato della Fed, poiché il *tradeoff* tra inflazione e aumento dei tassi d'interesse diventerà sempre più acuto. In breve, siamo di fronte a una bomba a orologeria, che avrà un chiaro impatto sul mercato del debito aziendale.



**Quanto è efficiente la ristrutturazione del debito aziendale?**

► **F. Mellors:** A mio avviso, i capitoli 7 e 11 del Codice fallimentare statunitense, che riguardano i processi di liquidazione e ristrutturazione, sono un punto di forza fondamentale dei mercati dei capitali statunitensi: si tratta di meccanismi efficienti che consentono alle aziende di ristrutturarsi o di cessare le proprie attività quando le circostanze cambiano. Poiché questo sistema è in vigore da molti anni, negli Stati Uniti la ristrutturazione è spesso meno stigmatizzata rispetto ad altre giurisdizioni. Nei Paesi in cui le banche forniscono la maggior parte del capitale di debito alle aziende e non esiste un codice fallimentare così efficiente, le aziende non redditizie possono essere tenute in vita nella speranza che il contesto macroeconomico possa diventare più favorevole in futuro. Spesso questo non accade mai e si finisce per avere un'allocazione inefficiente del capitale che può ostacolare la produttività.

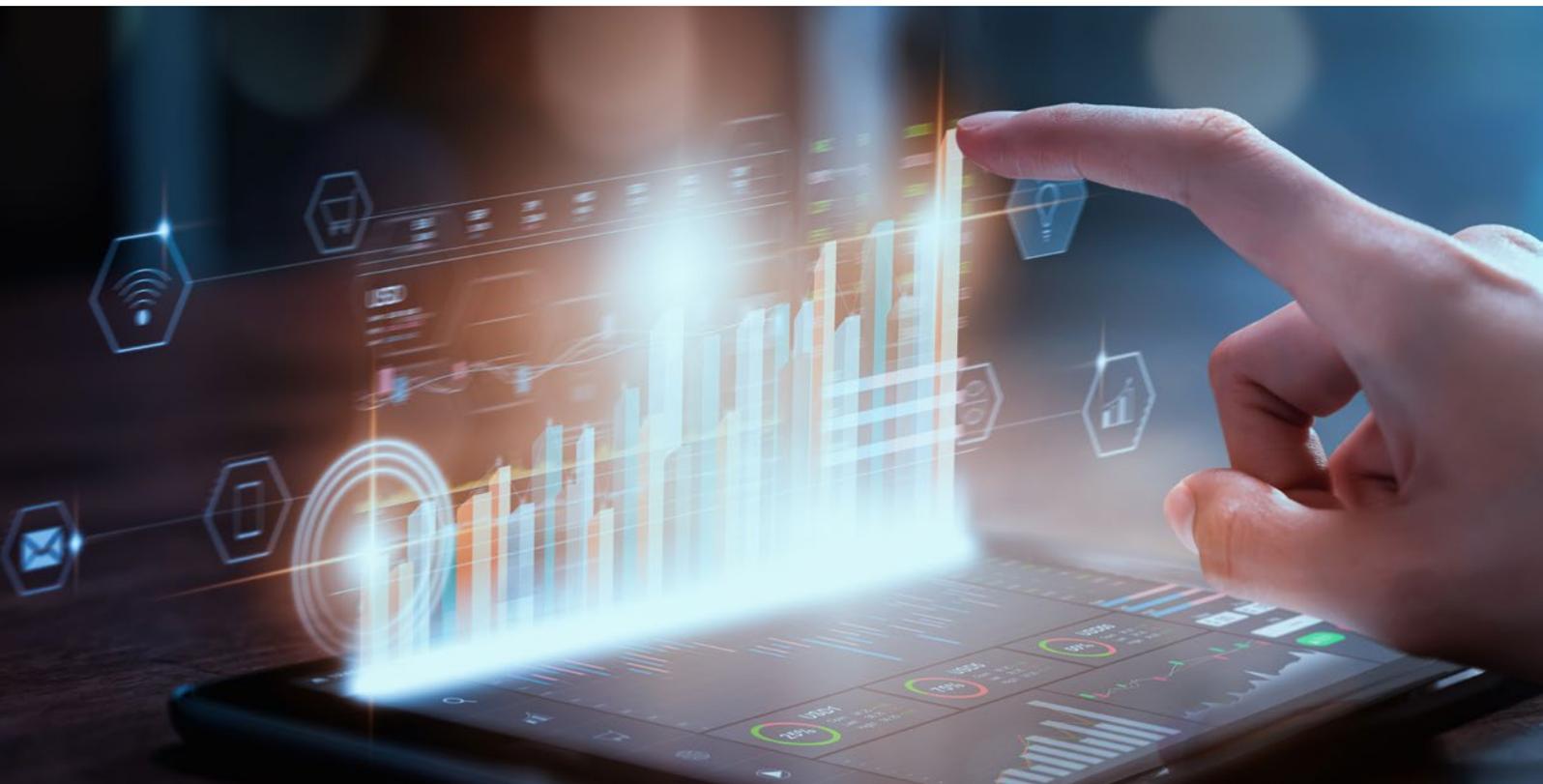
► **E. Morellec:** Il contesto giuridico è infatti fondamentale e il quadro statunitense è chiaramente superiore a quello europeo e svizzero. Ma per mettere le cose in prospettiva, dobbiamo anche riconoscere che i prestiti negli Stati Uniti sono molto più aggressivi, il che bilancia le disparità internazionali.

**In che modo la tecnologia, che si tratti di *big data*, *Fintech* o *crowdfunding*, sta cambiando il settore del debito aziendale?**

► **V. Fauveau:** Il *crowdfunding* rappresenta una possibile soluzione per le *start-up* prive di garanzie tangibili, ma rimane costoso per il mutuatario e rischioso per il prestatore. Man mano che le *start-up* maturano, esse si orientano naturalmente verso i prestiti bancari tradizionali. Le banche non offrono solo finanziamenti, ma anche un'ampia competenza di mercato, un fattore con cui le *Fintech* attualmente non possono competere. La concorrenza futura per le banche non si trova tanto in seno al lato tecnologico del mercato, ma presso gli investitori istituzionali, che potrebbero presto decidere di entrare nel mercato dei prestiti alle imprese su larga scala. Questi attori hanno tasche profonde, non sono soggetti alle stesse regole di finanziamento delle banche, sono sempre più sotto pressione per ottenere rendimenti positivi e hanno acquisito una notevole competenza riguardo alle soluzioni ipotecarie.

► **S. Ongena:** Da un lato, la tecnologia consente alle aziende di accedere a migliori informazioni sui prezzi e sulla qualità dei fornitori di servizi finanziari, ma dall'altro permette a questi stessi fornitori di servizi finanziari, in particolare alle banche, di utilizzare meglio le informazioni sulle aziende in loro possesso e di ricavare rendite quando e dove possibile. È quindi difficile stabilire chi stia vincendo la gara tecnologica di oggi.

► **D. Rupli:** Le soluzioni *Fintech* e di *crowdfunding* possono raggiungere un numero maggiore di investitori, ma la dimensione di scala non è ancora raggiunta. Ci vorrà del tempo prima che questi operatori siano in grado di mettere a disposizione centinaia di milioni di dollari. C'è anche un aspetto generazionale da tenere presente: i gestori di portafoglio hanno in genere tra i 40 e i 50 anni, quindi ci vorranno ancora uno o due decenni prima che i *millennial* prendano in mano le decisioni di investimento più importanti. Ma le cose si stanno muovendo in questa direzione: nel 2021 SIX ha lanciato la prima obbligazione digitale al mondo in un contesto completamente regolamentato per 150 milioni di franchi svizzeri. È stato un inizio incerto, ma è successo.



# Navigare nel mercato del debito aziendale di domani

## I green bond sono diventati sempre più popolari, perché mai e come evolverà questa tendenza?

► **D. Rupli:** Sono due le componenti in gioco. In primo luogo, vi è un'enorme domanda, in particolare da parte degli investitori istituzionali, ai quali viene sempre più richiesto di prendere in considerazione i fattori ambientali, sociali e di *corporate governance* (*Environmental, Social and Governance – ESG*). In secondo luogo, esiste anche un'offerta significativa di *green bond*, in particolare da parte di aziende di servizi pubblici che hanno i loro obiettivi ESG da rispettare. Queste due componenti rendono il mercato dei *green bond* affascinante da osservare, ma anche difficile da consigliare ai clienti privati. Il rendimento dei *green bond* è troppo basso per il rischio che comportano, e ciò è dovuto in gran parte all'enorme domanda degli investitori istituzionali, che spinge al rialzo i prezzi dei *green bond*.

► **L. Bretscher:** Il mercato obbligazionario deve essere cauto rispetto all'eccesso di offerta e alle pressioni della domanda. Le ricerche in corso dimostrano che la definizione di ciò che è verde e di ciò che non è verde, ma marrone, è sempre più difficile; forse è necessario un nuovo approccio basato sulle sfumature di verde e marrone. Gli investitori devono inoltre distinguere tra un'azienda verde e un progetto verde. Questi punti richiedono un continuum di prezzi fluido, non un salto brusco.

## I green bond manterranno la loro promessa di sostenere una transizione per l'ambiente?

► **D. Rupli:** Sì, certo, anche se il mercato non è ancora maturo e la definizione di ciò che è ecologico e ciò che non lo è, è ancora oggetto di dibattito. Un modo per affrontare la sfida della tassonomia ESG è lasciare il processo di definizione al mercato, attraverso un processo iterativo di *covenant*. La mia speranza è che tra dieci anni non si parli più di ESG e che tali criteri siano automaticamente inclusi in tutti i prodotti finanziari scambiati sui mercati.

► **S. Ongena:** L'aspettativa di fondo della società è che il settore finanziario, nel suo complesso, debba prendere il toro per le corna e realizzare la transizione verde. Ma in realtà, all'interno del settore finanziario si sta svolgendo un'attività di compensazione. Alcuni operatori – in particolare alcune grandi banche internazionali – stanno approfittando del fatto che i segmenti marroni dell'economia vengono abbandonati dal mercato obbligazionario. Queste banche, per il momento, stanno realizzando profitti consistenti.

► **V. Fauveau:** Il settore finanziario ha effettivamente ereditato una grande responsabilità per la transizione verde. Tuttavia, a causa della concorrenza bancaria internazionale, è molto difficile per un Paese, e ancor più per una singola banca, agire da soli. Le autorità di regolamentazione internazionali devono intervenire per facilitare e accelerare la transizione del settore bancario nel suo complesso.

## È necessaria un'ulteriore regolamentazione del mercato del debito?

► **S. Ongena:** Negli ultimi decenni sono stati raggiunti molti risultati in termini di stabilità finanziaria. Il mio timore è che il settore bancario sia in realtà eccessivamente regolamentato, e che il rischio di debito sia stato spinto al di fuori del settore bancario verso il settore non bancario. L'attuale guerra in Ucraina e la situazione generale del debito in Russia ci forniranno presto dati su chi è più preparato all'interno del settore finanziario.

► **F. Mellors:** Dalla crisi finanziaria globale del 2007-2008, le norme che impongono alle banche di mantenere un capitale più elevato hanno reso il sistema finanziario più resistente. Purtroppo, uno svantaggio è che l'attività di assunzione del rischio propria delle banche è diventata piuttosto ciclica, nel senso che, quando la volatilità del mercato aumenta, le banche tendono a ritirarsi. Questa azione riduce la liquidità disponibile sul mercato. Diversi gruppi di lavoro stanno esaminando le normative esistenti e i loro effetti su questi problemi di struttura del mercato. Nel frattempo, le banche centrali rimangono i *market maker* di ultima istanza.

► **E. Morellec:** A mio avviso, c'è abbastanza regolamentazione. Le banche sono già altamente regolamentate e gli investitori dovrebbero essere consapevoli dei rischi che corrono. Numerosi casi mostrano che le iniziative basate sul mercato sono spesso più performanti delle misure di regolamentazione, per migliorare il contesto generale. Per esempio, i recenti sviluppi dell'ETF hanno migliorato notevolmente il contesto di scambio, con gli investitori che hanno accesso a una maggiore liquidità e i mutuatari che pagano tassi più bassi, grazie alla maggiore domanda di obbligazioni. E se i regolatori sono preoccupati per il mercato del debito, cosa dovrebbero dire del mercato azionario?

► **V. Fauveau:** Le banche che operano in Svizzera sono altamente trasparenti e regolamentate, il che ha portato al sano ambiente bancario di cui beneficiamo oggi. Temo che un'ulteriore regolamentazione, specifica per la Svizzera, comporterebbe costi superiori ai benefici e porterebbe a un contesto creditizio meno efficiente. La storia dimostra che la regolamentazione è troppo spesso scritta da legislatori che non hanno una prospettiva globale.

**A causa degli elevati livelli di indebitamento, le imprese non finanziarie sono sempre più esposte a un aumento dei tassi d'interesse. Quali potrebbero essere le conseguenze a breve e a lungo termine di questo aumento sul mercato del credito?**

► **F. Mellors:** Si tratta di un delicato gioco di equilibri tra crescita, inflazione e condizioni finanziarie. Se i tassi d'interesse aumentano a causa di una forte crescita e se gli aumenti avvengono in modo ordinato e prevedibile, le aziende possono affrontarli senza problemi. In pratica, però, i mercati si muovono raramente in linea retta e spesso ci sono sorprese inaspettate lungo il percorso. La guerra in Ucraina ne è un esempio perfetto. I mercati del credito sono rapidi nel valutare nuove eventualità. Un contesto d'inflazione elevata, crescita in calo e politica monetaria restrittiva non costituiscono uno scenario ideale per il rischio o per i mercati del credito. Questa situazione ci riporta agli obiettivi delle banche centrali e a quanto siano disposte a sacrificare la stabilità finanziaria e la liquidità del mercato per perseguire i loro obiettivi d'inflazione.

► **L. Bretscher:** La natura del debito – fisso o variabile – è fondamentale in questo caso. Le aziende devono essere caute nell'aver una serie appropriata di scadenze nei loro portafogli di debito per evitare di essere spazzate via in una cascata di rifinanziamenti.

**Qual è l'impatto della demografia sui tassi d'interesse?**

► **V. Fauveau:** La crescente inversione della piramide demografica, che si sta verificando in tutto il mondo sviluppato, ha portato a un notevole squilibrio tra risparmi e investimenti. Nel caso della Svizzera, le stime indicano che questo squilibrio è dell'ordine di centinaia di miliardi di franchi svizzeri e che è responsabile dell'abbassamento dei tassi d'interesse di oltre 100 punti base. Si tratta di una cifra significativa, che non è facile da correggere.

► **E. Morellec:** La demografia può avere un ruolo nel lungo periodo, ma la maggior parte di ciò che abbiamo osservato fino ad oggi è stata causata dalle politiche delle banche centrali e dal loro impatto sui prezzi degli *asset*. Ora le cose stanno iniziando a cambiare.



**La quota delle cosiddette "imprese zombie" – imprese che non sono in grado di ripagare il proprio debito – è aumentata costantemente negli ultimi 30 anni e probabilmente ancora di più negli ultimi due anni. Cosa significa la loro esistenza per il futuro dei mercati finanziari e dell'economia nel suo complesso?**

► **D. Rupli:** Queste imprese rappresentano un'anomalia del mercato, dal punto di vista del debito, e gli investitori che hanno fatto i compiti a casa dovrebbero essere adeguatamente ricompensati per averle finanziate. Nel caso della Svizzera, il mercato *high yield* non esiste veramente, in senso lato, quindi non vedo motivi di preoccupazione nel mercato del debito pubblico.

► **V. Fauveau:** L'esistenza di imprese *zombie* è una conseguenza dell'eccessiva liquidità disponibile nei mercati finanziari. Il mio istinto mi dice che questo problema riguarda di più il mercato internazionale del debito privato e non tanto le banche.

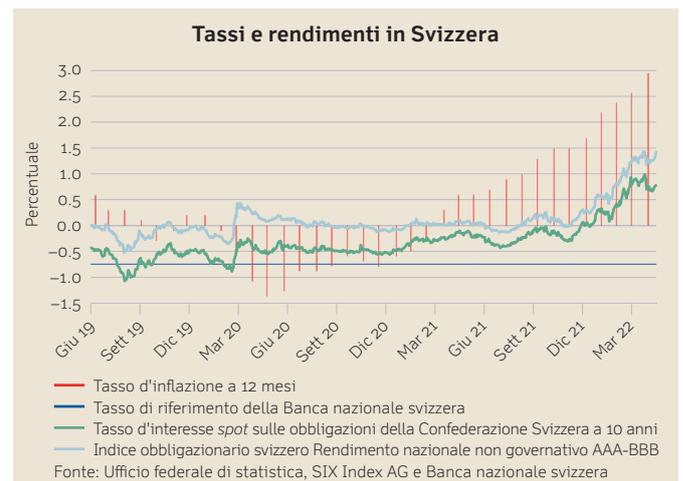
**Infine, quale sarebbe il suo avvertimento per quanto riguarda il futuro del debito aziendale?**

► **S. Ongena:** La tassazione è chiaramente in arrivo. L'iniziativa dell'OCSE dello scorso anno, riguardante la collaborazione internazionale per porre fine all'evasione fiscale, è solo un esempio di ciò che le aziende possono aspettarsi. La pandemia COVID e l'instabilità causata dalla guerra in Ucraina richiederanno spese governative continue, e quindi finanziamenti governativi continui.

► **D. Rupli:** Gli elevati tassi d'inflazione che stiamo osservando a livello internazionale stanno gradualmente portando a un aumento dei tassi d'interesse. Per il mercato svizzero mi aspetto che un aumento dei tassi d'interesse sia visto come una notizia positiva sia per le banche sia per le imprese, in quanto porterà a un aumento degli utili. Dal punto di vista della gestione degli *stakeholder*, l'attuale contesto sta contribuendo a riportare i detentori di debito alla pari degli azionisti, il che è una buona notizia anche per i fondi pensione e gli investitori istituzionali.

► **V. Fauveau:** La sfida principale è se l'attuale volume di debito delle imprese sia stato effettivamente destinato a investimenti in grado di fornire un rendimento regolare, che possa coprire il probabile aumento dei tassi d'interesse. Questo ci riporta alle basi della letteratura sui prezzi degli asset, in cui il tasso di crescita atteso gioca un ruolo fondamentale.

► **E. Morellec:** Il rischio principale è l'inflazione. E deve essere affrontato. Un modo per farlo è attraverso l'innovazione e la crescita economica. Un altro è l'aumento dei tassi d'interesse, che avrà un impatto non solo sui mercati finanziari, ma anche sull'economia in generale. Visti i livelli di debito pubblico, non è chiaro se le banche centrali aumenteranno i tassi d'interesse a sufficienza per combattere l'inflazione. Gli investitori dovranno quindi probabilmente orientare maggiormente i loro portafogli verso le azioni per ottenere rendimenti reali positivi nel lungo periodo. Nel breve periodo, tuttavia, questi aumenti dei tassi d'interesse avranno un forte impatto negativo sui prezzi delle azioni e anche, potenzialmente, sui prezzi degli immobili.



## Swiss Finance Institute

Con il sostegno dei suoi fondatori – il settore bancario svizzero, la Confederazione svizzera e le principali università svizzere – lo Swiss Finance Institute (SFI) promuove in modo competitivo la ricerca e l'insegnamento di prim'ordine in ambito bancario e finanziario in Svizzera. Unendo l'eccellenza accademica all'esperienza pratica, l'SFI contribuisce al potenziamento della piazza finanziaria svizzera.

### 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

