



**Politecnico  
di Torino**

DIGEP - Dipartimento di Ingegneria Gestionale e della Produzione

**Efficacia di misure europee e nazionali  
per il sostegno al credito delle imprese:  
l'esempio delle TLTROs e del Fondo Centrale di Garanzia PMI**

Tesi di Laurea Magistrale

Relatore:  
Prof. Riccardo Calcagno

Candidato:  
Massimo Consentino  
Matricola 152002

Anno accademico 2020/2021  
Sessione di Laurea Dicembre 2021

## Abstract

La contrazione dell'offerta del credito alle imprese è una condizione molto pericolosa che può dare origine a effetti prociclici ed è oggetto di grande attenzione da parte delle Autorità di vigilanza.

Adeguate azioni correttive possono scongiurare insidiose crisi di liquidità che costituirebbero un freno alla crescita di un paese e, da questo punto di vista, la politica monetaria della BCE e le misure governative di sostegno a livello nazionale hanno consentito alle imprese europee, in particolar modo a quelle italiane, di affrontare con maggior forza la complessa crisi causata dalla pandemia da Covid-19. Questo lavoro di tesi vuole porre in evidenza, partendo dall'osservazione dell'attuale situazione di imprese e banche, come e se la sinergia di due di queste misure, le TLTROs (*Targeted Longer-Term Refinancing Operations*) e il Fondo Centrale di Garanzia, abbiano contribuito a sterilizzare il rischio di una crisi di liquidità e creato le condizioni per la ripresa delle normali attività produttive.

## Indice

<b>Introduzione</b> .....	<b>4</b>
<b>1. Il contesto e l'evoluzione della domanda nel periodo 2019-2021</b> .....	<b>5</b>
1.1 Contesto nazionale e internazionale .....	5
1.2 Le strategie di risposta all'emergente crisi di liquidità .....	7
1.2.1 La politica monetaria europea .....	8
1.2.2 Il sistema di garanzie pubbliche europeo e italiano .....	9
1.3 Analisi delle imprese italiane .....	12
1.4 Il sistema bancario e l'offerta di credito .....	20
<b>2. La politica monetaria della ECB e l'impatto del TLTRO</b> .....	<b>22</b>
2.1 Le politiche monetarie non convenzionali .....	22
2.2 Le TLTROs .....	23
2.3 Gli effetti sull'economia reale .....	26
2.4 La partecipazione del sistema bancario italiano .....	28
<b>3. Le garanzie pubbliche</b> .....	<b>32</b>
3.1 Le Politiche industriali.....	32
3.2 La struttura delle garanzie pubbliche .....	32
3.3 Le caratteristiche della relazione Impresa – Banca – Fondo .....	35
<b>4. Il ruolo del Fondo Centrale di Garanzia PMI</b> .....	<b>39</b>
4.1 Il Fondo Centrale di Garanzia PMI .....	39
4.2 Il modello di valutazione.....	40
4.3 Osservazione delle serie storiche .....	41
<b>Conclusioni</b> .....	<b>45</b>
<b>Bibliografia</b> .....	<b>46</b>

## Introduzione

La pandemia Covid-19 ha messo in grande difficoltà tutte le economie mondiali, ma la risposta dei governi e delle istituzioni è stata immediata e, rispetto al recente passato, è altresì mutato l'orientamento delle politiche d'intervento. Per rispondere all'emergenza le regole restrittive sono state temporaneamente sospese a favore di decisi interventi in ambito di politica monetaria e fiscale. Per comprendere se e come queste misure siano state efficaci nel lungo periodo si dovrà attendere la chiusura dello stato di emergenza che di fatto è ancora realtà in molti paesi.

Però è possibile, almeno in via qualitativa, dare evidenza dei risultati di due misure la cui sinergia ha consentito alle banche di mantenere alta l'offerta e alle imprese<sup>1</sup> di cogliere questa opportunità di maggior credito. Le TLTROs hanno consentito agli intermediari finanziari di accumulare grandi somme di liquidità, ma senza misure di garanzie pubbliche le imprese non avrebbero potuto cogliere l'offerta poiché storicamente afflitte dalla scarsa capitalizzazione e dalla mancanza di adeguato *collateral*.

Il lavoro è organizzato in quattro parti.

La prima ha lo scopo di fornire un quadro generico della situazione per evidenziare la tendenza dell'economia reale, il quadro complessivo di misure messe in atto e un *focus* sulla situazione italiana, anche per sottolineare l'eccezionale risposta del sistema bancario.

Una seconda parte è dedicata all'evoluzione nell'ultimo decennio delle politiche monetarie in relazione al rifinanziamento del sistema bancario tramite le TLTROs (in particolare la III emissione); grazie a ricerche e a diversi *report* è stato possibile rendere evidente gli effetti di tali politiche sul sistema bancario italiano.

La terza parte è dedicata al sistema di garanzie pubbliche di sostegno al credito per comprendere in che modo l'intervento governativo possa articolarsi e quali siano i pro e i contro degli aiuti di stato. L'ultima riguarda l'azione del Fondo Centrale di Garanzia PMI è stata dedicata una sezione per fornire un chiarimento sul modello di valutazione e per dare chiara evidenza dell'impatto sul credito concesso alle imprese italiane.

---

<sup>1</sup> Il lavoro di tesi è focalizzato sulle SMEs.

# 1. Il contesto e l'evoluzione della domanda nel periodo 2019-2021

## 1.1 Contesto nazionale e internazionale

La pandemia da Covid-19 ha duramente colpito l'economia globale bloccando ovunque la crescita e facendo retrocedere il PIL dei paesi avanzati fino al 4,7 per cento [1].

Le imprese hanno sospeso e rinviato i loro investimenti così come le famiglie hanno decisamente contratto i consumi a causa delle scelte di restrizione della libertà di circolazione; l'intervento dei governi nazionali ha permesso di contenere la riduzione del reddito disponibile delle famiglie, limitando in questo modo l'effetto della contrazione di spese delle famiglie [1].

Un tale evento sistemico ha indotto una crescita della domanda di credito e ha obbligato le istituzioni nazionali e sovranazionali a rivedere le politiche di intervento per evitare una crisi di liquidità. Fortunatamente, oggi si constata un deciso miglioramento delle condizioni generali dell'economia ovunque nei Paesi sviluppati, anche se la ripresa rimane contenuta in quelli emergenti come ad esempio la Cina [1].

Il fabbisogno di liquidità delle imprese è stato generato dalla riduzione del fatturato ed è stato soddisfatto largamente con l'erogazione di finanziamenti.

I prestiti alle società non finanziarie nel corso del 2020 nell'area euro sono saliti del 7,1 %, mentre in Italia si è registrato un aumento più consistente dell'8,3 % rispetto alla contrazione dell'1,1 % che si poteva osservare a febbraio 2020 [1].

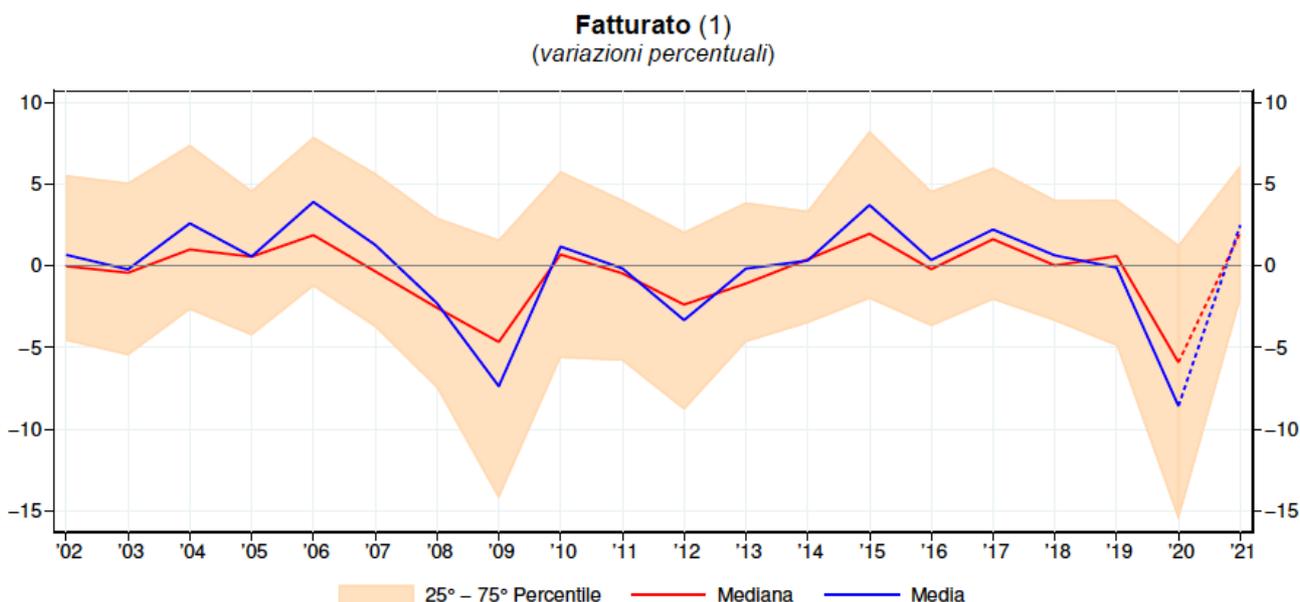
L'incremento, come ha confermato anche la BCE, non ha comportato un aumento importante delle condizioni dell'offerta poiché queste, grazie alla risposta delle istituzioni governative e al mutato orientamento della politica monetaria, sono state più favorevoli per le imprese [2].

In tale situazione, il settore bancario ha avuto un'enorme importanza nella gestione e nel superamento della prima fase della crisi, fronteggiando adeguatamente e in modo tempestivo la crescita della domanda con un'offerta, sia in termini di volume che di costo per le imprese, basata sul ricorso a finanziamenti assistiti da garanzie pubbliche.

Da un lato, rispetto al 2019, le imprese escono fortemente indebitate e questo potrebbe costituire un fattore di rischio per la ripresa e la stabilità; dal lato suo il sistema bancario, nonostante l'enorme mole di pratiche lavorate, ha visto ulteriormente contrarsi la redditività, causa proprio la diminuzione del margine di interesse e le rettifiche di valore sui prestiti [1].

In Italia, dopo un 2019 che ha evidenziato una crescita nulla, la Banca d'Italia [3] prevedeva "la più forte contrazione dalla seconda guerra mondiale": un calo di fatturato annunciato che si è concretizzato in una riduzione mai osservata nell'ultimo ventennio.

Nel 2020 le vendite delle imprese industriali e di servizi con almeno 20 addetti si sono contratte, a prezzi costanti, dell'8,6 % quindi in misura maggiore di quanto occorso in corrispondenza della crisi del 2009 (-7,4 %) [4](vedi grafico sottostante).



Note: (1) Non include il settore edile. Statistiche ponderate per il peso di riporto al numero delle imprese dell'universo e per il fatturato. Valori a prezzi costanti calcolati sulla base dei deflatori medi rilevati dall'indagine. Le linee tratteggiate indicano le previsioni delle imprese per il 2021.

L'outlook del FMI di aprile 2021 fissa per l'Italia la previsione del PIL per il 2021 al 4,2% a dispetto di un riscontro ancora negativo dell'0,4% al primo trimestre evidenziato dalla Banca d'Italia [1].

**Tavola 2.1**

<b>PIL nei maggiori paesi dell'area dell'euro (1)</b> (variazioni percentuali sul periodo precedente)								
PAESI	2018	2019	2020	2020				2021
				1° trim.	2° trim.	3° trim.	4° trim.	1° trim.
Area dell'euro (2)	1,9	1,3	-6,6	-3,8	-11,6	12,5	-0,7	-0,6
Francia	1,8	1,5	-8,1	-5,8	-13,6	18,5	-1,4	0,4
Germania	1,3	0,6	-4,8	-2,0	-9,7	8,7	0,5	-1,7
Italia	0,9	0,3	-8,9	-5,6	-12,9	15,8	-1,8	-0,4
Spagna	2,4	2,0	-10,8	-5,4	-17,8	17,1	0,0	-0,5

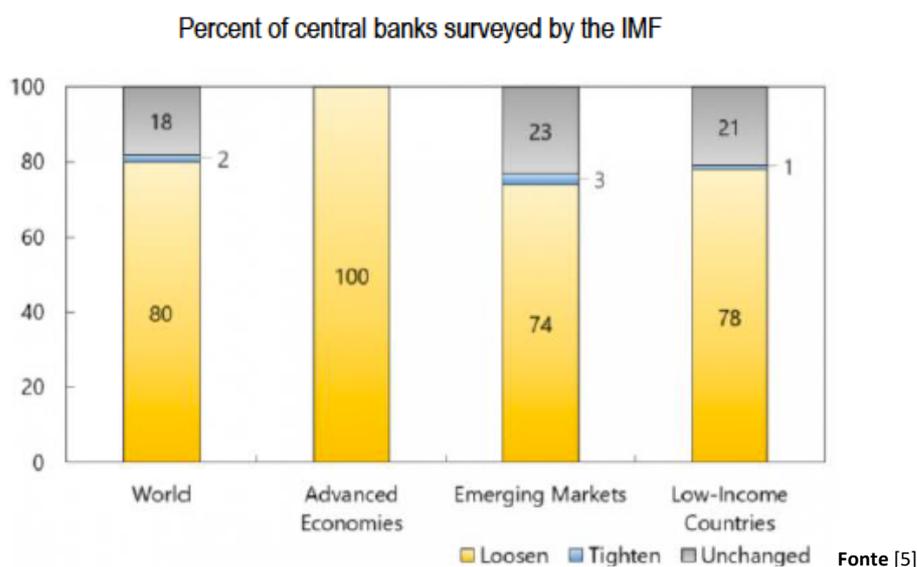
Fonte: elaborazioni su statistiche nazionali e su dati Eurostat; cfr. nella sezione *Note metodologiche* dell'Appendice la voce *Conti nazionali: valori concatenati*.

(1) Valori concatenati. Le serie trimestrali sono destagionalizzate e corrette per i giorni lavorativi. – (2) L'aggregato dell'area dell'euro si riferisce alla composizione a 19 paesi.

## 1.2 Le strategie di risposta all'emergente crisi di liquidità

La crisi ha imposto ai governi del mondo di attuare misure urgenti in termini di allentamento delle politiche monetarie. Tutte le banche centrali hanno dovuto adeguarsi a questa scelta e, non potendo agire sui tassi di interesse poiché già notevolmente ridotti negli anni precedenti, è stata scelta la strategia di adottare, o potenziare, le misure non convenzionali rispetto al recente orientamento [5]. Il seguente grafico fornisce una chiara rappresentazione della modifica di approccio a livello globale, da cui si evince la totale omogeneità nelle economie sviluppate e solo un 20% dei paesi in sviluppo o del terzo mondo che non ha voluto seguire la medesima strategia.

Figure 4.1. Direction of monetary policy in 2020



In Europa, le misure dei governi hanno “rafforzato il sistema delle garanzie pubbliche sul credito all’economia con interventi che, in rapporto al PIL, ammontano complessivamente a circa il 25% in Germania, al 14 %in Francia, oltre il 9% in Spagna e il 30% in Italia” [3].

Inoltre, “the institution also eased collateral standards as well as capital requirements for financial institutions in operation in the euro area to keep credit flowing to households and corporates and provided cheap borrowing options for banks” [5].

Le banche centrali dei principali paesi avanzati, dopo i primi massicci interventi effettuati nella fase iniziale della pandemia, hanno continuato a sostenere la domanda aggregata e il buon funzionamento dei mercati finanziari proseguendo nell’acquisto di titoli con la conseguente espansione dei propri bilanci [1].

Oltre a questa modalità di “macro” intervento si sono rese opportune una serie di azioni dirette al sostegno dell’economia reale in grado di produrre effetti immediati.

Lo studio dell'OECD [5] riporta che in 60 paesi sono state prese misure di sostegno alla riduzione dei salari, al differimento della tassazione, alla moratoria sui debiti e ad incentivi per gli investimenti mirati alla crescita tecnologica.

Per il sostegno al credito delle imprese e delle famiglie, a seconda delle realtà nazionali, si è introdotto o esteso, comunque semplificandone le regole, il sistema di garanzie del credito alle imprese sia di carattere governativo o mutualistico, incentivando la creazione di nuovi fondi *ad hoc* per focalizzare l'intervento in aree specifiche rimaste più colpite dalla pandemia.

### 1.2.1 La politica monetaria europea

In Europa sono stati adottati nel corso del 2020 tre interventi [3]:

- per attenuare i rischi di disoccupazione legati all'emergenza (SURE)
- per la creazione di un fondo di garanzia per i finanziamenti alle imprese (EIB) e la creazione di una nuova linea di credito precauzionale di sostegno per la gestione della crisi pandemica (Pandemic Crisis Support) del Meccanismo europeo di stabilità (European Stability Mechanism, ESM)
- per le spese pubbliche direttamente o indirettamente connesse con il contrasto della pandemia

Le garanzie della EIB potranno arrivare fino a 200 miliardi, mentre i prestiti delle altre due misure godono di uno stanziamento di 340 miliardi.

A luglio del 2020 i capi di Stato dei paesi membri e di Governo della UE hanno raggiunto un accordo sull'introduzione di un programma innovativo per il finanziamento comune di piani nazionali a sostegno della ripresa (Next Generation EU, NGEU); nell'ambito del programma NGEU l'Unione europea potrà reperire fondi sul mercato dei capitali fino a 750 miliardi di euro, per la concessione di trasferimenti e prestiti [1].

A sostegno della trasmissione della politica monetaria, il Consiglio direttivo *“ha potenziato le operazioni di rifinanziamento: ha ridotto il costo delle TLTROs (Targeted Longer-Term Refinancing Operations, TLTROs) (da livelli già negativi), ne ha aumentato i fondi complessivamente erogabili (fino a circa 3.000 miliardi di euro), ha introdotto infine nuove operazioni di rifinanziamento a più lungo termine particolarmente vantaggiose”* [3]. Nel corso del 2021 *“sono state previste quattro ulteriori operazioni nell'ambito della nuova serie di operazioni di rifinanziamento a più lungo termine per l'emergenza pandemica (Pandemic Emergency Longer-Term Refinancing Operations, PELTRO);*

*è stato esteso di nove mesi, fino a giugno del 2022, l'allentamento dei criteri di idoneità applicabili alle attività utilizzate dalle banche a garanzia nelle operazioni con l'Eurosistema" [1].*

## 1.2.2 Il sistema di garanzie pubbliche europeo e italiano

I sistemi di garanzie pubbliche (*Public Guarantee Credit Schemes*, PCGs) sono da sempre uno strumento molto utilizzato in Europa in risposta alle limitazioni che incontrano le piccole e medie imprese (SMEs) e le *mid-caps*; le prime, per ragioni storicamente ben note, affette da mancanza di adeguata capitalizzazione e garanzie collaterali, incontrano difficoltà per problemi legati alle asimmetrie informative [6].

In risposta alla pandemia, altre istituzioni sono intervenute come la European Bank of Investment (EIB) e il European Investment Fund (EIF), dando vita nell'aprile del 2020 ad un progetto di collaborazione denominato Pan-European Guarantee Fund (EGF). Il fondo EGF nasce con l'obiettivo iniziale di fornire 25 miliardi di contributi e si prefigge, con un'adeguata leva sulla dotazione iniziale, di riuscire a generare fino a 200 miliardi di nuova liquidità a favore del credito per le imprese.

In Italia, il Fondo Centrale di Garanzia per PMI si è attivato immediatamente per fornire una giusta risposta alla crisi, *"attraverso l'allargamento della platea dei potenziali beneficiari, l'innalzamento delle quote di copertura dei prestiti, l'aumento della dotazione patrimoniale e la semplificazione delle procedure"* [3]. La percentuale di imprese che hanno fatto una richiesta di finanziamento è cresciuta dal 29% del 2019 al 45 % del 2020. Solo nel corso del 2020, sono pervenute alle banche 1,4 milioni di domande e sono stati erogati circa 80 miliardi, oltre due terzi del totale dei nuovi prestiti concessi alle PMI e alle *mid-caps* [4].

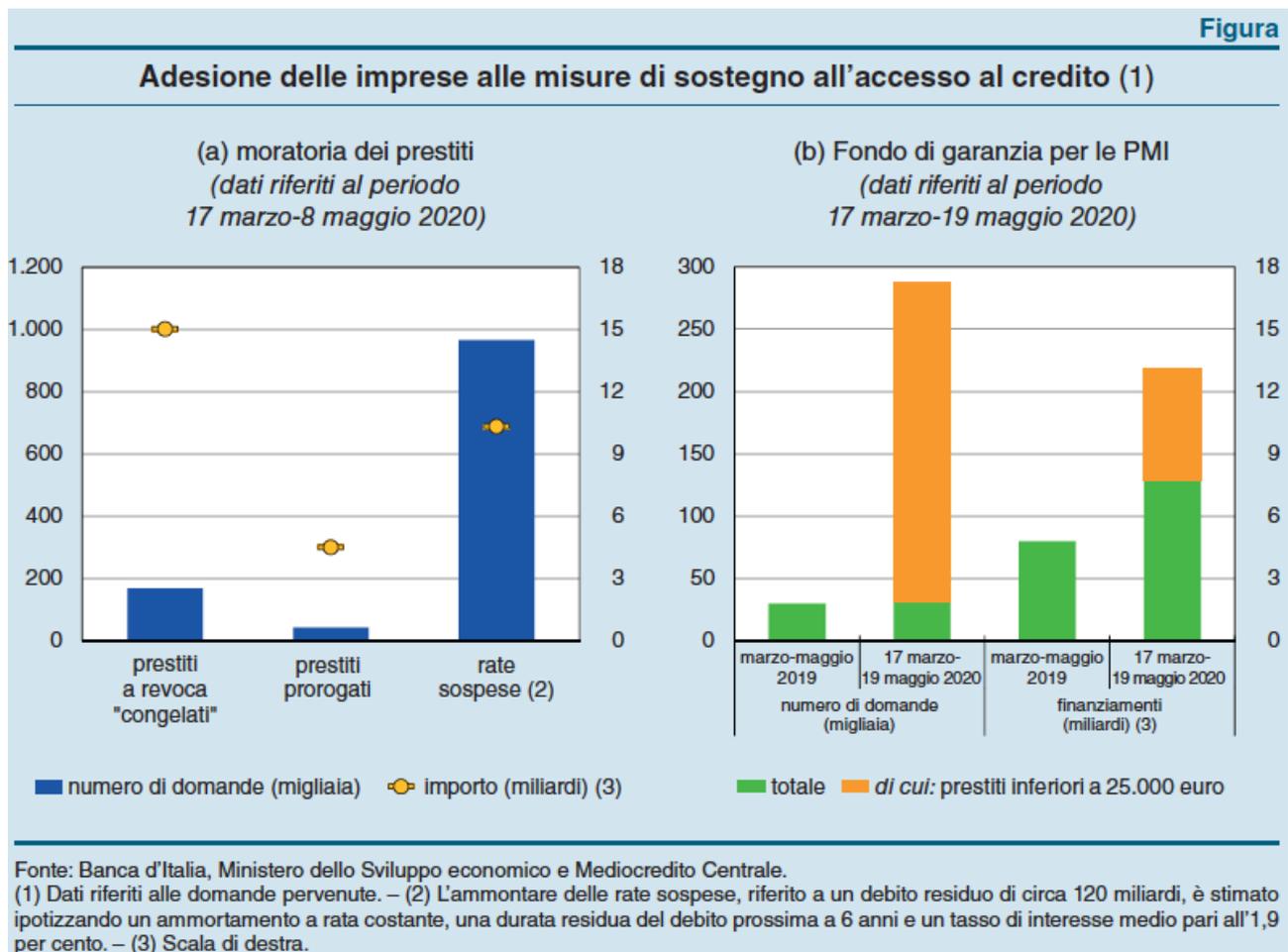
In Italia, lo strumento legislativo che ha ampliato il sistema di copertura statale sui prestiti è stato il DL 18/2020 (decreto "cura Italia") ulteriormente rafforzato dal DL 23/2020 (decreto "liquidità"); la moratoria per le piccole e medie imprese è stata garantita dall'inserimento dell'art.56 nel DL 18/2020. I provvedimenti inizialmente concepiti per durare pochi mesi, fino al settembre 2020, sono stati successivamente prorogati di volta in volta fino al 31 dicembre 2021, sia pure con delle modifiche per adattarsi alla mutata condizione del quadro economico-finanziario.

È difficile un confronto con la gestione degli anni precedenti, sia per l'entrata in vigore di due riforme nel giro di un decennio che hanno innovato i criteri di accesso alla garanzia, sia soprattutto per la stessa sospensione del metodo di valutazione introdotto nel 2021.

Con lo stesso intervento normativo si sono rafforzati gli interventi per le grandi imprese: il sostegno è avvenuto con ulteriori garanzie statali a prima richiesta grazie all'intervento di SACE, società del gruppo CDP specializzata nel sostegno all'internazionalizzazione delle imprese, abilitata al rilascio fino ad un valore di 200 miliardi di nuovi prestiti ad aziende senza i limiti dimensionali del fondo di garanzia tradizionale [3].

Al mese di novembre 2020 erano pervenute alla SACE 902 istanze da parte di grandi imprese per ulteriori 18 miliardi di euro divenuti poi circa 30 miliardi a settembre 2021.

L'altra importante concessione, sempre legata all'operatività del fondo e citata in precedenza, è stata la moratoria sui finanziamenti: 1,3 milioni di domande provenienti dal 43 % delle imprese di cui la quasi totalità (98%) di queste è stata approvata [4]. La c.d. "moratoria" consentiva la proroga dei prestiti in scadenza, la sospensione del pagamento delle rate e il congelamento dei finanziamenti revocabili, come le aperture di credito in conto corrente.



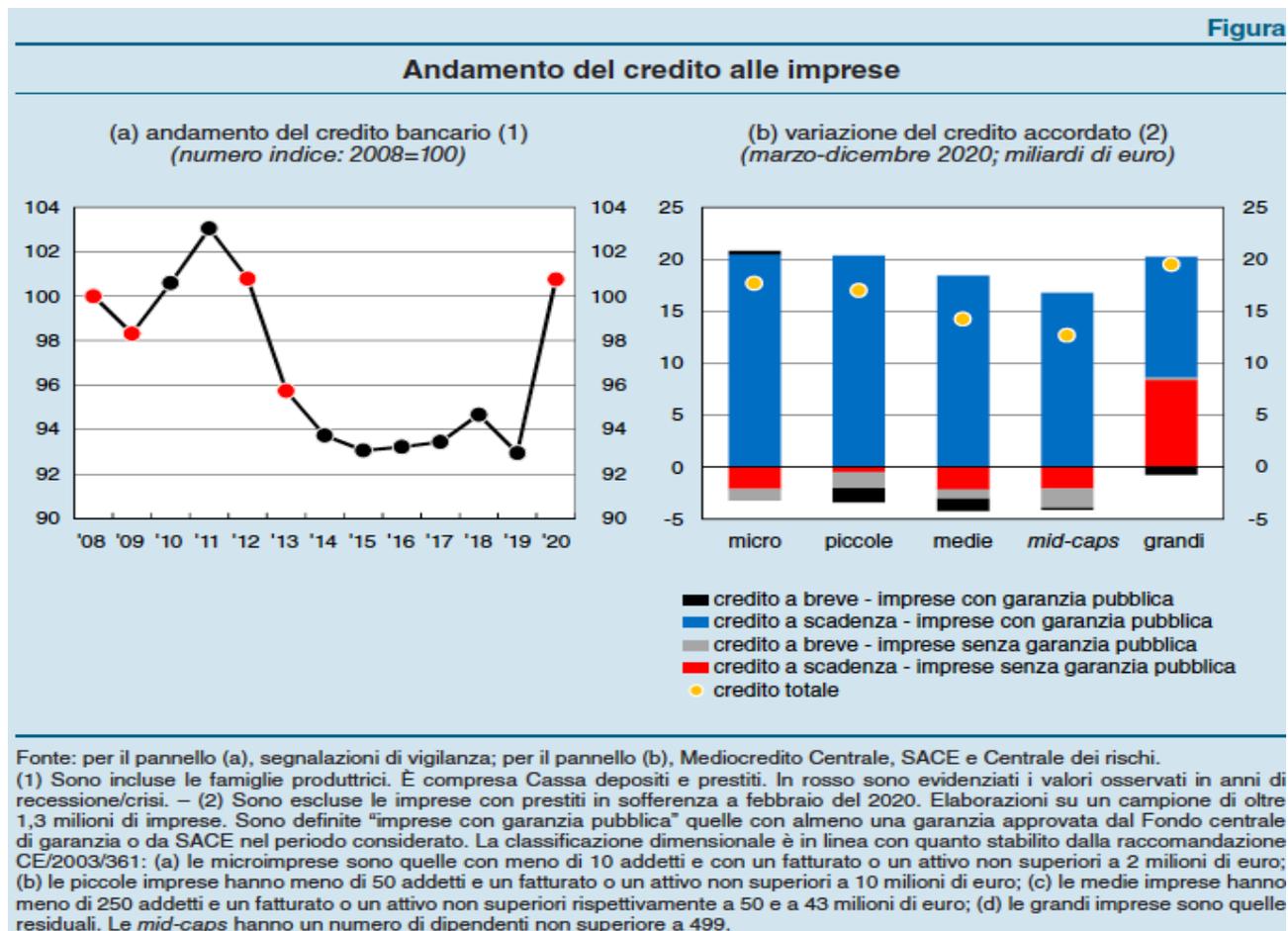
Anche l'ABI ha contribuito, sia pure in misura decisamente inferiore, con la "moratoria ABI", che ha consentito alle imprese che non rientravano nei criteri del decreto di sospendere per un anno il rimborso dei prestiti.

L'insieme di queste misure hanno evitato il *credit crunch* e si è potuto constatare, a posteriori, che la maggior parte delle risorse introitate dalle imprese è stata utilizzata per finanziare il capitale circolante [4].

In merito all'effetto che il volume di finanziamenti produrrà nel contesto italiano, un terzo delle imprese prevede che nel 2021 il proprio rapporto tra debiti finanziari e patrimonio netto sarà di almeno tre punti percentuali superiore rispetto all'anno precedente la pandemia [7].

La stima effettuata su un campione di società di capitali indica che alla fine del 2020, grazie alle misure governative approvate tra marzo e agosto, il numero delle aziende in deficit di liquidità si sarebbe ridotto da 142.000 a circa 32.000, mentre il fabbisogno complessivo sarebbe sceso da 48 a 17 miliardi [7].

Nel grafico seguente [1], il box (a) raffigura la crescita del credito bancario nel 2020 e, il box (b), evidenzia che, per ogni tipologia di impresa (fatta eccezione per le grandi imprese) si è ridotto il prestito garantito e non a breve termine, mentre è cresciuta fino al 20% la quota di quello a lungo termine coperto da garanzia pubblica. Le grandi imprese sono riuscite ad incrementare i finanziamenti a lungo termine, ma non hanno modificato la strategia di copertura a breve termine. L'effetto complessivo sulla liquidità per le SMEs è intorno al 15%.



### 1.3 Analisi delle imprese italiane

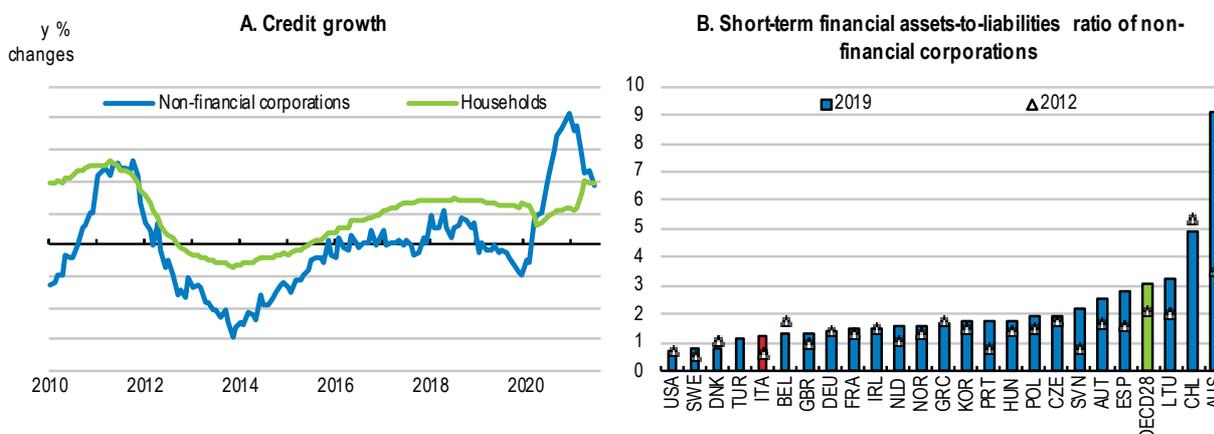
Nel 2020 si prevedeva un diffuso e consistente impatto nel settore dei servizi (commercio, alberghi e ristorazione) e dell'industria tessile e dell'abbigliamento [3] e tale si è consolidato da distinguerlo da *“tutti gli episodi precedenti che hanno colpito l'economia italiana, incluse la crisi finanziaria globale e quella dei debiti sovrani”* [1].

Viene colpito un sistema di imprese che nel 2019, nel suo complesso, registrava segnali di difficoltà come il blocco del recupero della redditività, dopo una serie positiva di valori dal 2012, e il valore medio del margine operativo lordo (MOL) attestatosi intorno al 7%, valore osservato solo intorno al 2007 [3]. Nel corso del 2020, unicamente tramite il ricorso alla Cassa integrazione guadagni, la riduzione del MOL è rimasta più contenuta mentre si constatava la forte perdita del valore aggiunto, registrando così *“la contrazione più forte dal secondo dopoguerra (-8,6 per cento, da 0,2 nel 2019)”* [1].

Anche la redditività operativa, pari al rapporto tra margine operativo lordo (MOL) e valore aggiunto, segna un ulteriore calo rispetto al 2019; l'indagine sulle imprese industriali e dei servizi [4] su circa 4.000 imprese con almeno 20 addetti operanti nell'industria in senso stretto e nei servizi privati non finanziari, ha constatato il peggioramento dei risultati economici, tale da ridurre la quota dell'aziende in utile di circa 12 punti percentuali, portandola al 61 per cento [1] [4].

In Italia, le imprese che registrano i cali di fatturato più consistenti sono le piccole e medie imprese poiché costituiscono la predominanza nei settori maggiormente colpiti; l'altro fattore penalizzante è che non possiedono particolari riserve di liquidità e difficilmente sono in grado di ricorrere a fonti alternative rispetto agli istituti finanziari tradizionali [5].

Figure 1.7. Swift policy responses have been a vital lifeline for access to finance given low cash holdings



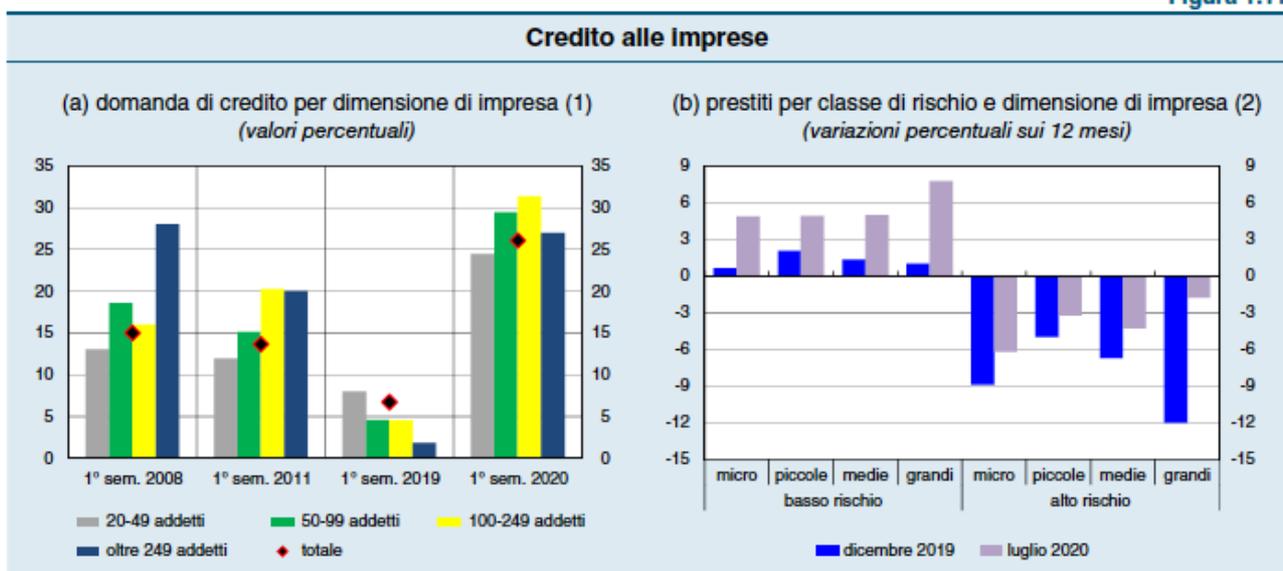
Note: Panel B: Unweighted OECD average of available countries. Due to data unavailability the OECD average excludes Canada and Sv  
Source: Bank of Italy and OECD (2021), National Accounts : Financial Indicators (database).

Lo studio OCSE [8] (vedi grafico precedente) evidenzia la sofferenza delle imprese italiane e la scarsa liquidità rispetto ai 28 paesi di riferimento del campione. Il grafico di sinistra evidenzia, dopo anni di stagnazione e riduzione, l'effetto del grande ricorso a prestiti o agevolazioni nei primi 9 mesi del 2020 per fare fronte al fabbisogno di liquidità.

Tale ricorso si è ridotto solo nell'ultima parte del 2020 mantenendo una certa consistenza in Italia rispetto al resto dell'area euro [1]. L'apporto della liquidità garantito dai nuovi prestiti è stato così pervasivo che solo una ridotta parte delle imprese italiane risultava preoccupata nell'autunno per le proprie disponibilità correnti [9].

I due grafici sottostanti, tratti dal Rapporto sulla stabilità finanziaria del 2021 [9], evidenziano due ulteriori aspetti importanti. Nella parte sinistra (a) si rileva che l'espansione della domanda, in termini di numerosità, è simile per ogni fascia dimensionale d'azienda. Nel lato destro, l'analisi ha appurato come tali prestiti siano stati concessi in misura maggiore, dal 4% al 7%, a seconda della dimensione, alle imprese a basso rischio. La riduzione delle concessioni alle imprese ad alto rischio invece ha subito un rallentamento e si denota che per le imprese di grandi dimensioni si osservano le variazioni maggiori di tassi.

Figura 1.11



Fonte: Banca d'Italia e Cerved.

(1) Saldo tra la quota di imprese che hanno aumentato la domanda di prestiti bancari rispetto al semestre precedente e la quota di quelle che l'hanno ridotta. Dati riferiti a oltre 4.000 imprese industriali e dei servizi incluse nel sondaggio congiunturale della Banca d'Italia. - (2) Dati riferiti a un campione di oltre 460.000 società di capitali. I prestiti includono quelli concessi dalle società finanziarie, tengono conto delle cartolarizzazioni e comprendono anche i finanziamenti classificati in sofferenza. L'attribuzione della classe di rischio è basata sull'indicatore CeBi-Score4 calcolato da Cerved. Le imprese a rischio basso (alto) hanno un valore compreso tra 1 e 4 (5 e 10).

Un'analisi dell'evoluzione<sup>2</sup>. del credito accordato da banche e società finanziarie a oltre 1,3 milioni di aziende tra marzo e dicembre del 2020, mostra che l'incremento dei prestiti a lungo

<sup>2</sup> S. De Mitri, A. De Socio, V. Nigro e S. Pastorelli, Le misure di sostegno finanziario e il credito alle imprese durante la pandemia, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, di prossima pubblicazione

termine è quasi interamente ascrivibile alle imprese che hanno ricevuto prestiti garantiti, mentre la lieve riduzione del debito a breve termine ha interessato tutte le imprese.

*“I risultati indicano che, in assenza di interventi di sostegno, la crisi pandemica si sarebbe tradotta in una significativa restrizione creditizia per le imprese di minore dimensione – strutturalmente dipendenti dai finanziamenti bancari – e verosimilmente in un più difficile accesso al credito anche per le aziende medie e per quelle con un numero di dipendenti non superiore a 499 (mid-caps)” [1].*

Nel corso del 2020 [1] (vedi tabella sottostante), nell’ottica di accumulare ulteriore liquidità, le imprese hanno ridotto gli investimenti fissi lordi del 9,1%; rispetto alle precedenti crisi si denota però una maggior fiducia nella ripresa dei piani di sviluppo rimasti bloccati, il che dovrebbe consentire di registrare nel corso del 2021 un valore in controtendenza, dunque un blocco temporaneo, in attesa di comprendere se l’evoluzione della situazione sanitaria consentirà o meno una piena ripresa, recuperando in questo modo il ritardo accumulato.

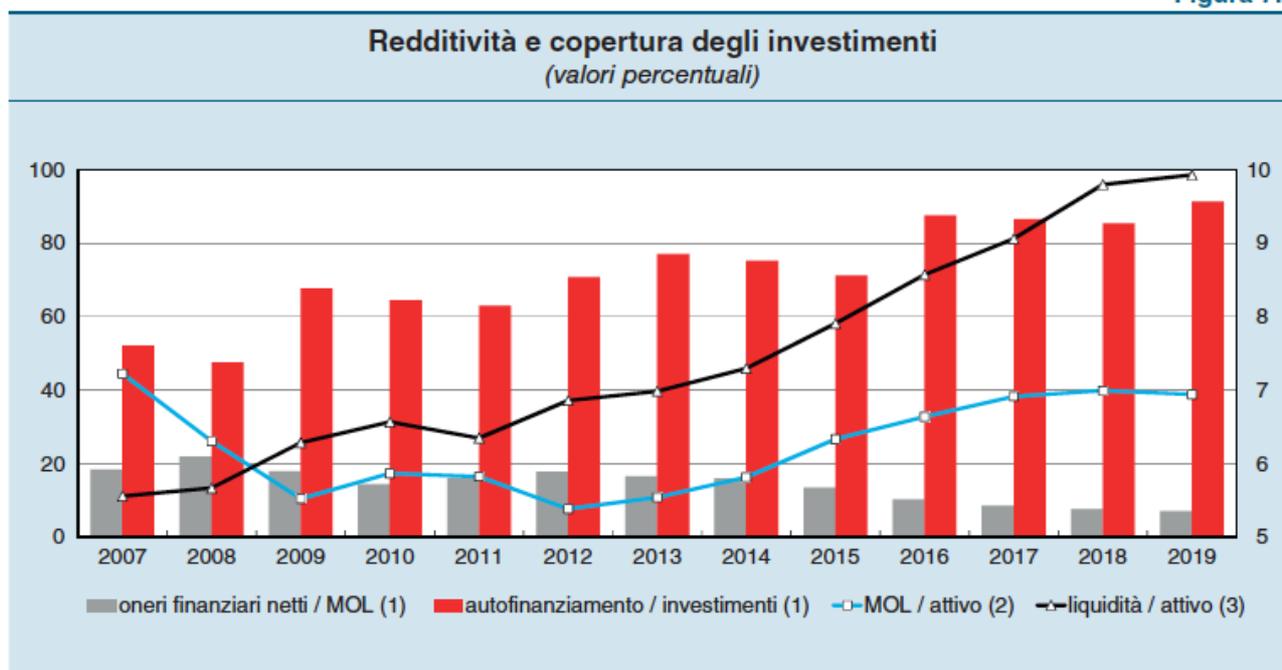
**Tavola 6.1**

<b>Investimenti fissi in Italia</b> (valori concatenati; valori percentuali)						
VOCI	Composizione % nel 2020 (1)	Variazioni			Quote del PIL (1)	
		2018	2019	2020	2007	2020
Costruzioni	46,1	2,0	2,2	-6,3	11,4	8,3
Costi per trasferimento di proprietà	4,2	5,2	2,7	-11,2	1,1	0,8
Abitazioni (2)	23,2	1,1	1,7	-8,5	5,7	4,2
Altre costruzioni (2)	22,9	3,0	2,8	-3,9	5,7	4,1
Impianti, macchinari, armamenti e risorse biologiche coltivate	35,7	4,5	0,3	-15,1	7,6	6,4
di cui: mezzi di trasporto	5,8	0,0	1,1	-28,1	1,5	1,0
Prodotti di proprietà intellettuale	18,2	2,9	0,3	-2,9	2,5	3,3
<b>Totale investimenti fissi lordi</b>	<b>100,0</b>	<b>3,1</b>	<b>1,1</b>	<b>-9,1</b>	<b>21,6</b>	<b>17,9</b>
Totale escluse le abitazioni	–	3,7	1,0	-9,3	15,9	13,8
Totale escluse le costruzioni	–	4,0	0,3	-11,4	10,1	9,7

Fonte: Istat, *Conti economici nazionali*; cfr. nella sezione *Note metodologiche* dell’Appendice la voce *Conti nazionali: valori concatenati*.  
(1) Quantità ai prezzi dell’anno precedente. Eventuali mancate quadrature sono dovute ad arrotondamenti. – (2) Inclusi i costi per trasferimento di proprietà.

La situazione finanziaria delle imprese alla fine del 2019 evidenziava certamente il rallentamento dell’accumulo di capitale (vedi immagine seguente – riga nera) avendo però raggiunto il miglior risultato in termini di rapporto di autofinanziamento e investimento (91%) dalla prima crisi globale del 2008 [1].

Figura 7.4

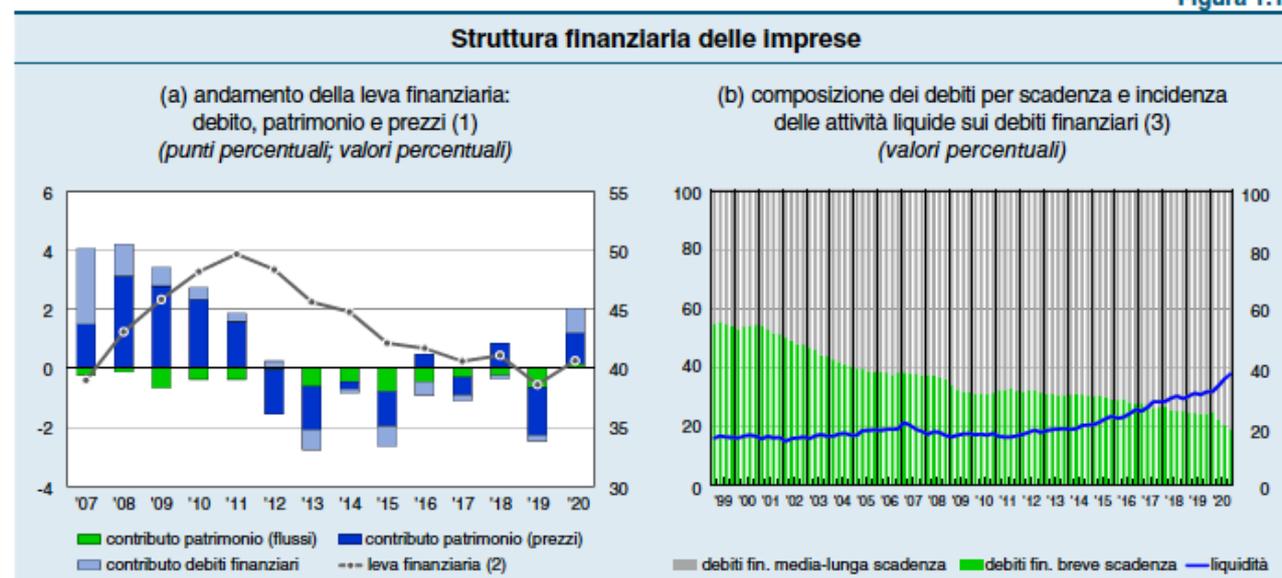


Fonte: elaborazioni su dati Cerved e su dati nominali Istat, *Conti economici nazionali* del settore istituzionale delle società non finanziarie; cfr. nella sezione *Note metodologiche* dell'Appendice la voce *Imprese: redditività e copertura degli investimenti*.

(1) Gli oneri finanziari netti e l'autofinanziamento sono stime basate sui dati Istat. – (2) Il rapporto MOL/attivo al 2019 è stimato sulla base della serie MOL/attivo disponibile fino al 2018 (dati Cerved) e della variazione nell'anno del rapporto tra MOL e passività finanziarie, al netto dell'effetto dei prezzi di mercato (dati Istat e Conti finanziari). Scala di destra. – (3) L'attivo è approssimato dalle passività finanziarie. Scala di destra.

La leva finanziaria [10](vedi grafico seguente box a) in costante diminuzione negli ultimi dieci anni, è in netto rialzo (+2%) rispetto agli anni precedenti (solo nel 2011 registrava un tale incremento): la riduzione negli anni precedenti legata alla patrimonializzazione e la costante riduzione dell'indebitamento non ha potuto contrastare l'effetto dei finanziamenti a lungo termine con la garanzia pubblica.

Figura 1.12



(1) Gli istogrammi scompongono la variazione annuale della leva finanziaria nel contributo di 3 fattori: debiti finanziari, flussi netti di azioni e partecipazioni, andamento del valore di mercato del patrimonio. I dati relativi al 2020 sono preliminari. – (2) Scala di destra. – (3) Incidenza sui debiti finanziari totali dei debiti a breve (scadenza entro un anno), medio-lungo termine (scadenza oltre l'anno) e delle attività liquide. I dati relativi al 2020 sono preliminari.

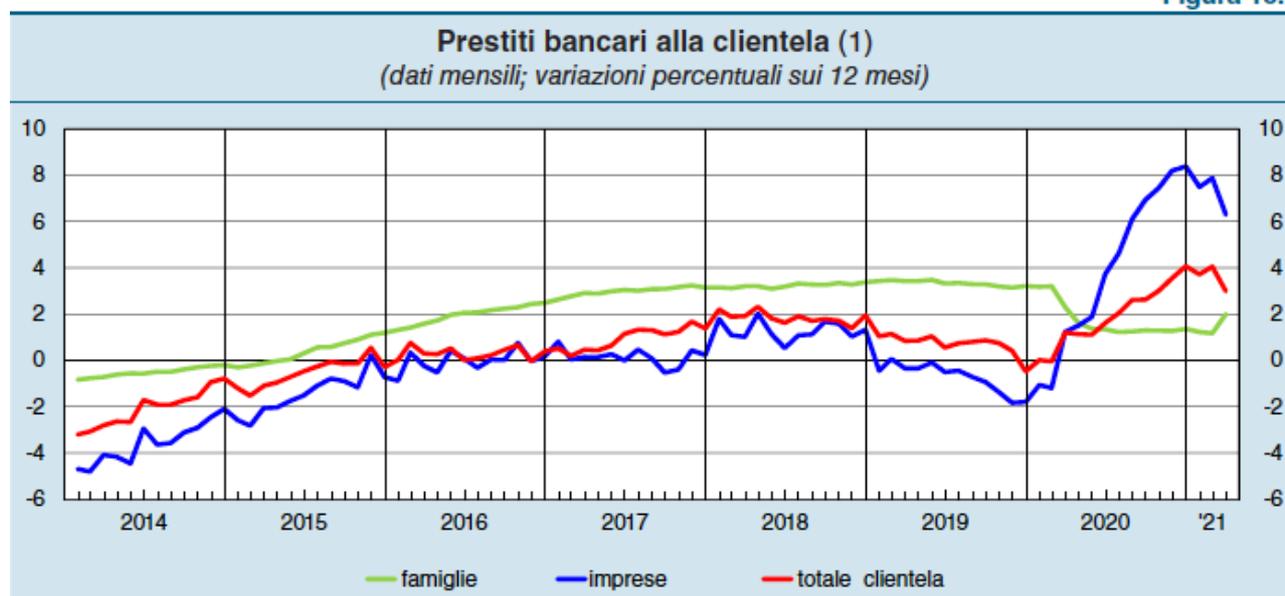
Il debito delle imprese è stato fortemente diluito nel tempo tanto che “l’incidenza dei finanziamenti a breve termine sui debiti finanziari totali, pari al 19 per cento, ha infatti raggiunto un minimo storico” [10] (vedi box b grafico precedente).

Al netto della liquidità in eccesso che è stata accumulata cautelativamente per fare fronte a eventuali nuovi peggioramenti della situazione generale, la crescita della leva è praticamente nulla.

Il 70 % prestiti con garanzia, che hanno contribuito a incrementare la quota di finanziamenti a medio e a lungo termine, salita nello stesso periodo dal 52 al 62 per cento, hanno una durata superiore a 5 anni; ciò ha concorso ad abbassare notevolmente la quota di prestiti alle imprese con durata inferiore a un anno, scesa nei dodici mesi terminanti a marzo dal 31,5 al 21,5 per cento [1].

Oltre al ricorso a nuovo debito, le imprese hanno adottato in *primis* misure di gestione del personale facendo ricorso ad ammortizzatori sociali, aumentato la dilazione di pagamenti commerciali, aperto nuove linee di credito e differito, grazie alle moratorie, i pagamenti alle banche per completare l’azione di contenimento della crisi. Se si analizza l’andamento del lato dell’offerta, i prestiti delle banche italiane sono aumentati del 4,1 per cento (fig. 13.1), il valore più elevato dalla crisi finanziaria globale del 2008 [1] (vedi tabella sottostante).

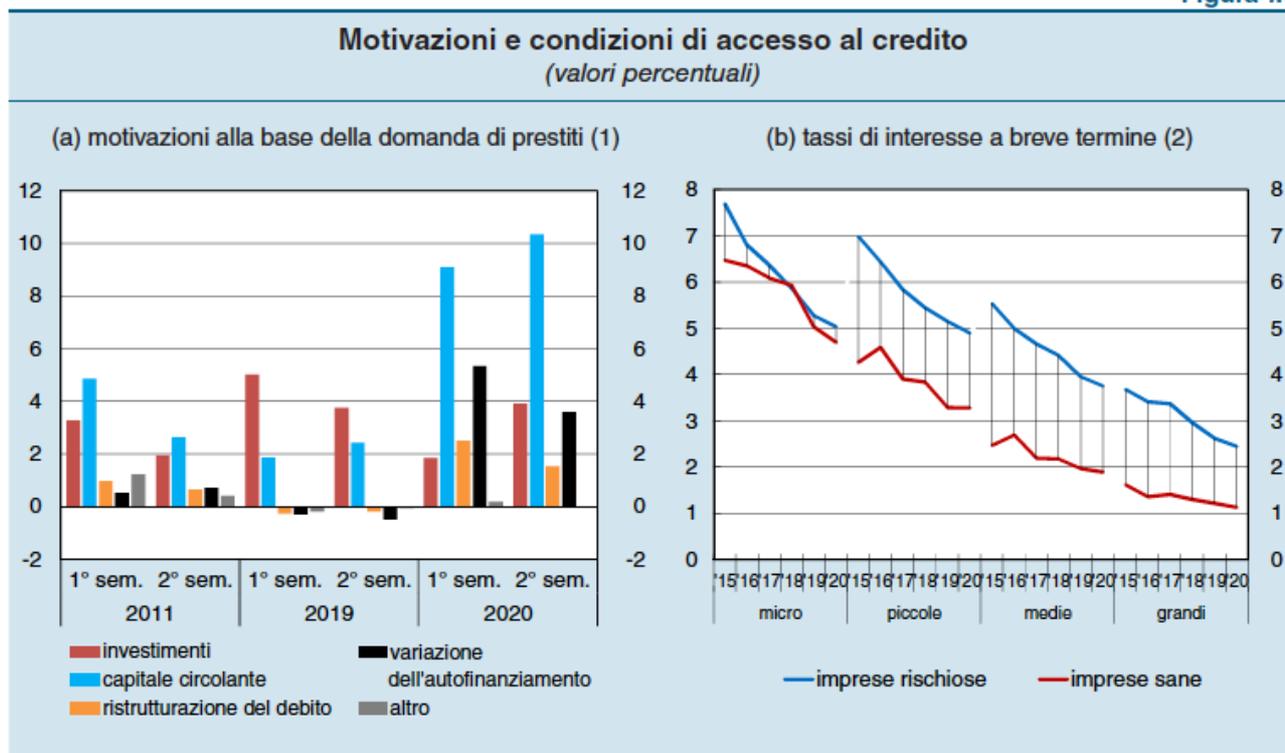
Figura 13.1



Fonte: segnalazioni di vigilanza.

(1) I dati di marzo 2021 sono provvisori. I prestiti includono i pronti contro termine e le sofferenze. Le variazioni percentuali sono corrette per tenere conto dell’effetto contabile di cartolarizzazioni, riclassificazioni, aggiustamenti di valore, aggiustamenti di cambio e altre variazioni non derivanti da transazioni; cfr. nella sezione *Note metodologiche* dell’Appendice la voce *Banche: situazione riassuntiva dei conti*.

A conferma che, sottostante alla crescita della domanda di finanziamenti, risiede la volontà di incrementare il capitale circolante lo conferma anche l’indagine [1] su 4.000 imprese italiane (vedi box a grafico seguente).



(1) Saldo tra la quota di imprese che hanno aumentato la domanda di prestiti bancari e la quota di quelle che l'hanno ridotta rispetto al semestre precedente, in base alle motivazioni segnalate come più rilevanti tra quelle indicate in legenda. Dati riferiti a circa 4.000 imprese industriali e dei servizi incluse nell'indagine Invind della Banca d'Italia; cfr. nella sezione *Note metodologiche* dell'Appendice la voce *Imprese: Indagine sulle imprese industriali e dei servizi (Invind)*. – (2) Tassi di interesse medi sulle consistenze dei prestiti bancari; cfr. nella sezione *Note metodologiche* dell'Appendice la voce *Imprese: suddivisione per classe dimensionale e di rischio*.

La stessa ricerca (vedi box b) evidenzia un progressivo calo dal 2015 dei tassi a breve termine per tutte le fasce di imprese, in misura praticamente uguale per le imprese sane quanto per quelle considerate rischiose. A favorire in maggiore misura di migliori condizioni nell'ultimo biennio sono state le micro e piccole imprese, sebbene il divario rimanga consistente.

In merito alla rischiosità delle imprese italiane [1], alla fine del 2019 il 50% delle imprese è considerata sana o solvibile, un restante 35% rimane oggetto di attenzione poiché vulnerabile e solo un 15% è di fatto classificata come rischiosa rispetto al quasi 40% del 2011; rispetto al passato la situazione è decisamente migliorata, ma i rischi di un aumento della vulnerabilità del settore restano elevati e legati al possibile squilibrio della struttura finanziaria e a riduzioni della redditività nel caso di un protrarsi dell'emergenza sanitaria [10].

L'attenzione degli istituti di credito è rimasta, per le ragioni sopraesposte, alta. Uno studio<sup>3</sup> su dati a livello di singola impresa, che mette a confronto l'andamento dei prestiti nel periodo 2004-07 con quello degli anni 2014-17, mostra che, a parità di domanda di credito e rischiosità dei

<sup>3</sup> . Finaldi Russo, V. Nigro e S. Pastorelli, Bank lending to small firms. Evolution of a financing model, Banca d'Italia, Temi di discussione, di prossima pubblicazione. Lo studio, condotto sulle relazioni creditizie di un ampio campione di società di capitale, identifica il contributo dei fattori di offerta

debitori, dopo la crisi gli intermediari hanno adottato politiche di offerta dei prestiti più selettive nei confronti delle aziende di piccola e media dimensione [1].

Il focus [1](vedi tabella seguente) sui settori che si sono più avvantaggiati dell'offerta, evidenzia che il credito è stato concesso in larga misura al comparto della manifattura e dei servizi, senza particolare distinzione per la dimensione delle imprese).

Tavola 7.4

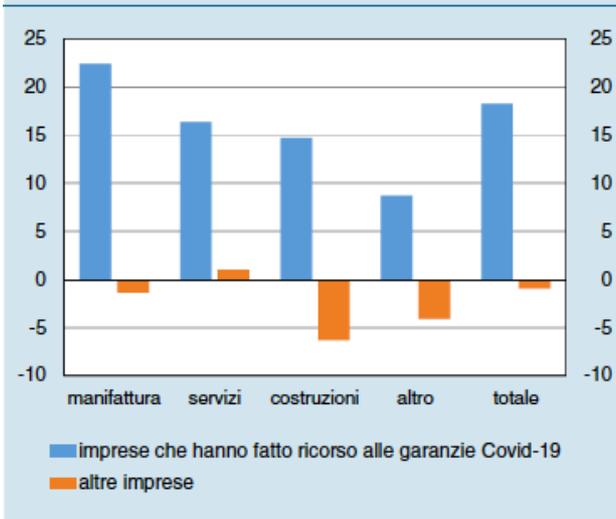
<b>Credito alle imprese (1)</b> (dati di fine periodo)					
VOCI	Variazioni percentuali sui 12 mesi				Composizione percentuale
	2018	2019	2020	marzo 2021	marzo 2021
<b>Attività economica</b>					
					<b>Banche</b>
Manifattura	2,7	-0,2	12,5	9,8	24,2
Costruzioni	-2,1	-3,9	2,1	2,6	11,3
Servizi	4,3	-1,0	11,4	7,5	38,5
Attività immobiliari	-3,5	-4,3	-0,4	0,2	9,2
Altro	-2,7	-3,3	3,6	3,9	8,7
<b>Dimensione</b>					
Imprese piccole (2)	-1,0	-2,3	6,8	8,9	16,5
Imprese medio-grandi	1,8	-1,7	8,7	5,8	75,4
<b>Totale</b>	<b>1,3</b>	<b>-1,8</b>	<b>8,4</b>	<b>6,3</b>	<b>91,9</b>
					<b>Società finanziarie</b>
Leasing	-3,4	-6,9	-2,1	-0,4	5,2
Factoring	8,5	-4,4	-3,3	-5,3	2,1
Altri finanziamenti	0,8	25,4	0,4	5,2	0,8
<b>Totale</b>	<b>0,3</b>	<b>-4,4</b>	<b>-2,3</b>	<b>-1,2</b>	<b>8,1</b>
					<b>Banche e società finanziarie</b>
<b>Totale</b>	<b>1,2</b>	<b>-2,0</b>	<b>7,4</b>	<b>5,7</b>	<b>100,0</b>

Fonte: segnalazioni di vigilanza.  
(1) I dati si riferiscono ai settori delle società non finanziarie e delle famiglie produttrici. I dati di marzo 2021 sono provvisori. Per la definizione delle serie, cfr. nella sezione *Note metodologiche* dell'Appendice la voce *Credito alle imprese*. – (2) Società in accomandita semplice e in nome collettivo, società semplici, società di fatto e imprese individuali con un numero di addetti inferiore a 20.

La maggior parte delle imprese dei diversi settori hanno usufruito dei nuovi finanziamenti grazie alle garanzie pubbliche erogate dal fondo [1](vedi grafico seguente).

Figura 13.2

**Tassi di crescita dei prestiti bancari alle imprese con e senza garanzie Covid-19 (1)**  
(dicembre 2020; variazioni percentuali sui 12 mesi)



Fonte: AnaCredit.

(1) Il campione include le imprese censite in AnaCredit alla fine di ogni trimestre del 2020 per cui non si registrano esposizioni in sofferenza. Sono considerate beneficiarie di garanzie Covid-19 le imprese che hanno ricevuto nel corso del 2020 almeno un nuovo finanziamento garantito ai sensi dei programmi introdotti dal DL 23/2020. I settori sono identificati utilizzando la classificazione Ateco 2007.

Inoltre, un terzo delle società intervistate nell'ambito dell'indagine Invind [4] si attende nel 2021 un incremento dell'indebitamento di almeno 3 punti percentuali rispetto all'inizio del 2020; il 10 per cento ha in programma di attuare entro la fine dell'anno una strategia di ripatrimonializzazione, ricorrendo principalmente all'apporto di capitali da parte dei soci attuali.

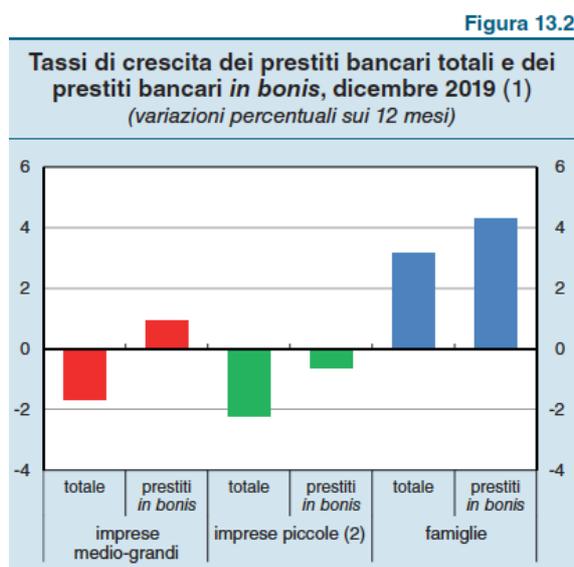
Il ribilanciamento [1] nella composizione delle fonti di finanziamento a favore dei mezzi propri, auspicabile per tutte le imprese, sarà particolarmente rilevante per quelle di minore dimensione, più esposte al persistere di squilibri in seguito a fasi recessive.

## 1.4 Il sistema bancario e l'offerta di credito

Il sistema bancario italiano negli ultimi anni ha subito profonde mutazioni.

Alla fine del 2019 comprendeva 55 gruppi bancari e 98 banche individuali, quasi 229 in meno rispetto all'anno precedente; ai 12 gruppi significativi, divenuti poi 11 per la fusione UBI con Intesa San Paolo, era riconducibile oltre l'80 per cento delle attività complessive del sistema [3].

Nel corso del 2019, i prestiti in *bonis* concessi alle imprese piccole sono diminuiti dell'1,8% a favore di un aumento per le imprese grandi; si è altresì registrata in media una ulteriore diminuzione dei tassi di interesse al valore minimo storico di 1,7 punti percentuali [3] (vedi grafico sottostante).



Fonte: segnalazioni di vigilanza e Centrale dei rischi.

(1) Esposizioni *in bonis* a dicembre del 2018 che nell'arco dei 12 mesi considerati non hanno registrato segnali di deterioramento. Le variazioni percentuali sono corrette per tenere conto dell'effetto contabile di cartolarizzazioni, riclassificazioni, aggiustamenti di valore e altre variazioni diverse da quelle originate da transazioni; cfr. nella sezione *Note metodologiche* dell'Appendice la voce *Banche: situazione riassuntiva dei conti*. I settori sono identificati utilizzando la classificazione Ateco 2007. –

(2) Società in accomandita semplice e in nome collettivo, società semplici, società di fatto e imprese individuali con numero di addetti inferiore a 20.

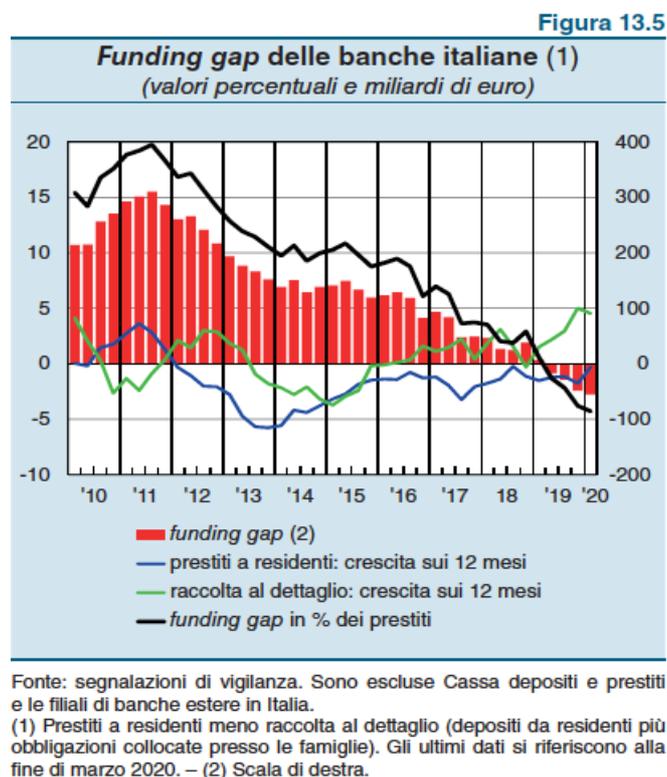
L'azione di riduzione dei crediti deteriorati ha consentito di portare la loro incidenza al 3,3% per un valore pari a 70 miliardi (22% di riduzione rispetto al 2018) [3].

Il Fondo Monetario Internazionale [11], nell'ambito della valutazione del settore finanziario italiano (Financial Sector Assessment Program), ha messo in evidenza la notevole riduzione dei rischi sistemici in Italia anche in ragione delle misure adottate dalle autorità, che hanno provveduto a rafforzare la *governance* degli intermediari, promuovendo l'aumento del capitale e il miglioramento della qualità degli attivi nel settore bancario.

La riforma delle banche di credito mutualistico, nonché la stretta collaborazione tra istituti e governo sulla gestione dei crediti di imposta, hanno permesso di consolidare ulteriormente il settore accelerando e affrontando con maggiore forza la corrente crisi [8].

L'attuale struttura delle passività pone rischi contenuti per il finanziamento degli impieghi.

Da un lato, le banche possono accedere agevolmente al rifinanziamento presso l'Eurosistema attraverso la terza serie di operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine (Targeted Longer-Term Refinancing Operations, TLTROs); dall'altro, gli intermediari coprono ormai interamente il finanziamento dei prestiti con la raccolta al dettaglio [3] (vedi grafico sottostante).



Il sistema bancario italiano ha ricevuto 154 miliardi per i TLTROs e oltre 170 miliardi dai residenti [10], con un netto incremento della raccolta del 12,2% come mai si era osservato fin dalla crisi del 2008. Uno studio condotto su un singolo intermediario evidenzia una relazione positiva tra il ricorso al rifinanziamento presso l'Eurosistema e i volumi di credito erogati alle imprese a seguito del miglioramento dei termini e delle condizioni delle TLTROs [1].

Le banche [1] hanno potuto sfruttare il rafforzato sistema di garanzie pubbliche per incrementare l'offerta senza doversi cautelare dal "probabile deterioramento della qualità del credito". In merito alla quota dei crediti deteriorati, questa si è ridotta all'1,1 alla fine del 2020 per un ammontare di 51 miliardi (28% di riduzione), portando l'incidenza sul totale dei crediti al 2,2 per cento. Secondo l'OCSE [8] si dovrebbe promuovere una riduzione dei tagli dei costi per migliorare la redditività delle banche italiane, promuovendo gli investimenti anche per mezzo della vendita di istituti piccoli e non sistemici, consolidando ulteriormente il posizionamento delle banche nazionali e favorendo, in questo modo, anche la competizione interna.

## 2. La politica monetaria della ECB e l'impatto del TLTRO

### 2.1 Le politiche monetarie non convenzionali

A seguito della crisi finanziaria globale e di quella del debito sovrano, la Banca Centrale Europea ha risposto con una serie di politiche monetarie che sono state comunemente definite come non convenzionali poiché in dissonanza con quelle storicamente attuate [12]:

- liquidità mediante aste a tasso fisso (LTROs, TLTROs e similari)
- dilazione dei termini di operazioni con la BCE
- una diversificata disponibilità di idonee garanzie
- programma di larga scala di acquisto di titoli pubblici e privati (APP)
- tassi di interessi negativi (NIR)
- strategia comunicativa di orientamento (*forward guidance*)(FG)

L'impatto sulle condizioni finanziarie degli ultimi due di questi strumenti ha consentito di ridurre l'effetto, in situazioni di stress o meno, di notizie o eventi che avrebbero avuto un impatto macroeconomico (FG) o compresso l'oscillazione dei tassi correnti e futuri da ottenere una "markedly flat curve" (NIR) [13].

Le due categorie di operazioni che, soprattutto dal 2014 in avanti, hanno però maggiormente caratterizzato la politica monetaria in modo importante sono l'APP (Asset Purchase Program) e le operazioni di rifinanziamento, sebbene in minor misura la prima tipologia LTROs (Longer-Term Refinancing Operations) rispetto alle TLTROs (Targeted Longer-Term Refinancing Operations).

Questi strumenti della politica monetaria hanno dovuto adattarsi, rimanendo sempre flessibili ed innovativi, per rafforzare l'effetto sulle condizioni finanziarie, svolgendo un ruolo cruciale nel sostegno della crescita economica e dell'inflazione [13].

La strategia di base, che non muta rispetto a quella voluta nel 2012 quando si varavano politiche più tradizionali mirate alla stabilità del mercato finanziario (SMP, Securities Market Programme e OMT, Outright Monetary Transactions), cioè intervenire sul sistema degli intermediari creditizi per rafforzarne il posizionamento e la qualità, si prefigge di dare stabilità al sistema finanziario europeo nel suo complesso al fine che questa condizione possa garantire un trasferimento di benefici all'economia reale, incentivando la crescita e riducendo la disoccupazione [14].

In particolare, le TLTROs e una parte dell'APP, quella destinata al settore privato, hanno ottenuto, diversamente da quanto accaduto dalle altre politiche di cui sopra, di migliorare realmente le condizioni del sistema bancario e rilassare notevolmente le condizioni del credito. [13].

Alle TLTROs è largamente riconosciuto di aver compresso i costi di approvvigionamento per le banche (*funding cost*), preservato i margini di guadagno (*lending margin*) derivanti dai finanziamenti e, nel concreto, di aver ridotto il costo delle operazioni garantendo all'economia reale, e in particolar modo alle imprese, finanziamenti a tassi e condizioni favorevoli [13].

Viene considerata non a caso *"a new unconventional monetary policy which has been implemented with the explicit goal of increasing lending to the real economy"* [15] e l'efficacia durante la pandemia da Covid-19 è stata ampiamente dimostrata.

## 2.2 Le TLTROs<sup>4</sup>

Sono state annunciate tre operazioni (emissione I-II-III) nel corso degli anni dal giugno 2014; ogni emissione è sempre stata suddivisa su più aste e l'ultima (III) di queste terminerà a dicembre del 2021 (limitatamente alla concessione del rifinanziamento). Mediamente le operazioni hanno avuto una durata temporale di due anni e le aste sono state distribuite equamente nel tempo (ogni 3 mesi) modificandone la *maturity* e il tasso applicato:

	prima asta	numero	rimborso
- I	settembre 2014	8 aste (ultima nel giugno 2016)	settembre 2018 (unico)
- II	giugno 2016	4 aste (ultima nel marzo 2017)	4 anni (ultimo 03/21)
- III	settembre 2019	10 aste (ultima dicembre 2021)	2 anni (ultimo 12/24)

Le nuove operazioni hanno garantito ai sottoscrittori di poter essere utilizzate come strumento di rifinanziamento, come d'altronde era stato già previsto nel periodo 2008-2014 con le operazioni LTROs. In questo caso la *maturity*, che nel primo provvedimento era limitata ad un solo mese, venne progressivamente estesa e stabilizzata fino a 3 anni, ma fu utilizzata in larga misura per chiudere debiti pregressi, acquisto del debito sovrano e solo in ridotta misura per la concessione di finanziamenti a imprese e famiglie [15].

I volumi di liquidità immessi delle prime due TLTROs sono rimasti costanti registrando solo un lento aumento nel tempo ma con la terza, anche per la necessità di rispondere alla pandemia, si è

---

<sup>4</sup> ECB - <https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/omo/tltro/html/index.en.html>

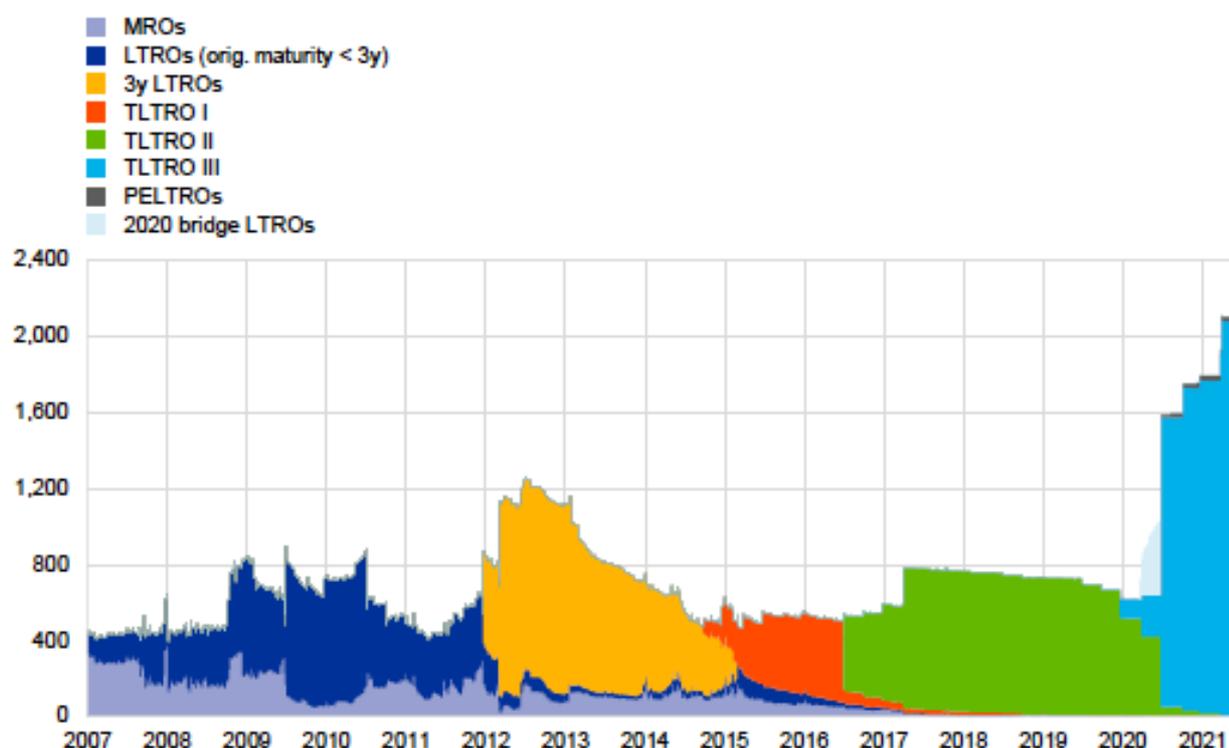
Le informazioni tecniche, se non diversamente indicato, sono state prese dal sito della ECB

quasi triplicato l'impegno tale da considerarla *“the largest liquidity injections by the ECB directly into the euro area banking sector, bringing the total uptake to €2.2 trillion as of June 2021, thereby providing substantial support to the euro area throughout the entire pandemic period”*<sup>5</sup>.

## Chart 1

### Borrowing from the Eurosystem

(EUR billions)



Sources: ECB and ECB calculations.

Notes: The chart shows developments in borrowing from the Eurosystem broken down into the different lending facilities. "MROs" are main refinancing operations. "LTROs (orig. maturity < 3y)" are longer-term refinancing operations with original maturity below three years. "3y LTROs" are longer-term refinancing operations with a three-year original maturity. "TLTRO I", "TLTRO II" and "TLTRO III" refer to the three programmes of targeted longer-term refinancing operations. "PELTROs" are pandemic emergency longer-term refinancing operations. "2020 bridge LTROs" are longer-term refinancing operations introduced to bridge liquidity needs between the announcement of the TLTRO recalibration in March 2020 and the first subsequent operation in June 2020.

Riferimento bibliografico [16]

Parallelamente nel marzo 2020, il Consiglio direttivo ha lanciato due operazioni di rifinanziamento a più lungo termine di natura simile alle TLTROs: una revisione delle *Longer-Term Refinancing Operations* (LTROs), con una *maturity* maggiore del passato e con una funzione di bridge financing tra la II e III emissione, e le *Pandemic Emergency Longer-Term Refinancing Operations* (PELTROs) a condizioni molto vantaggiose rendendo ancora più favorevoli le condizioni applicate alle operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine (TLTROs) [1].

<sup>5</sup> [https://www.ecb.europa.eu/pub/economic-bulletin/articles/2021/html/ecb.ebart202106\\_02~35bf40777b.en.html](https://www.ecb.europa.eu/pub/economic-bulletin/articles/2021/html/ecb.ebart202106_02~35bf40777b.en.html)

Il volume di tali operazioni è però visibilmente ridotto rispetto alla TLTROs III (vedi grafico precedente).

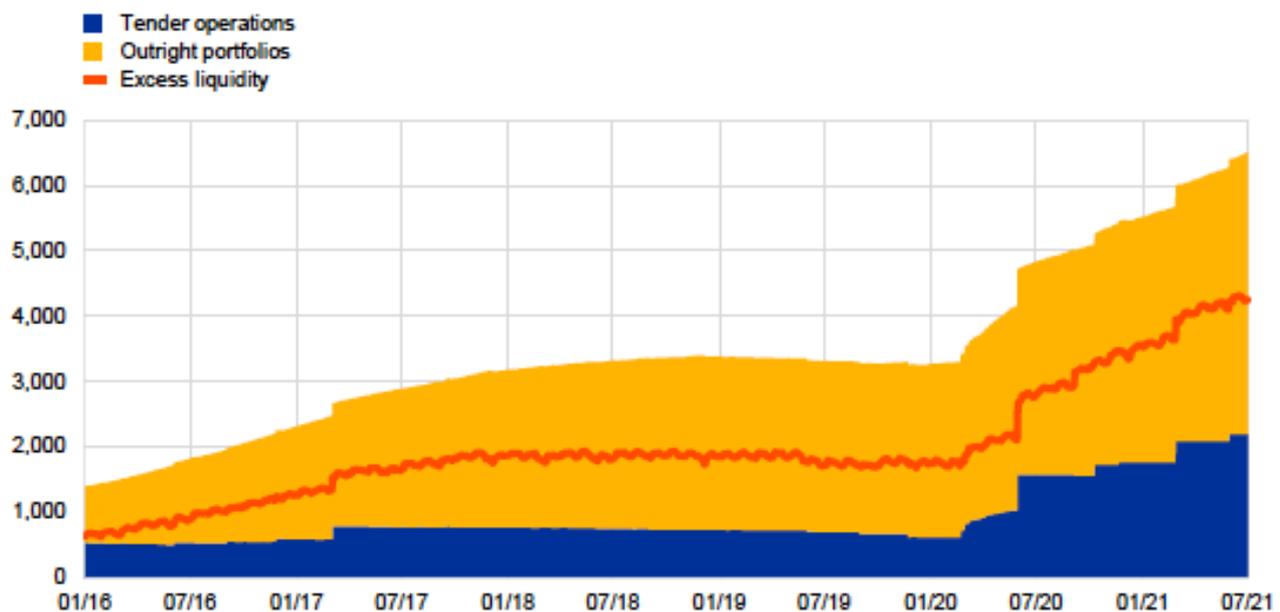
La rappresentazione cumulata dell'importo dell'APP (vedi grafico seguente), il cui valore di intervento è stato considerevolmente incrementato per la pandemia, ed essenzialmente delle TLTROs II-III, consente di apprezzare l'intento principale e l'orientamento della politica monetaria della BCE nell'ultimo quinquennio.

Nel 2021 si è registrato un eccesso di liquidità (vedi riga rossa) pari a poco più di 4.000 miliardi e si è constatato dai bilanci delle imprese un incremento della disponibilità di cassa di oltre 400 milioni. *“Cash holdings rose strongly as firms massively increased their recourse to debt financing to compensate for the decline in earnings. For precautionary reasons, they parked a major part of the funds they obtained in deposits to brace for possible cash shortages and to pre-fund working capital needs, as has also been the case during previous crisis periods”* [16].

### Chart A

#### Evolution of liquidity provided through open market operations and excess liquidity

(EUR billions)



Source: ECB.

Note: The latest observation is for 27 July 2021.

Riferimento bibliografico [16]

Un ulteriore aspetto da prendere in considerazione è la mutata politica di concessione delle operazioni che, rendendo meno restrittive le regole per l'accesso, ha ampliato i limiti individuali e/o di gruppi bancari.

Rispetto al primo limite di concessione massima fissato al 7%, calcolato rispetto ai finanziamenti in essere (cioè considerando l'esposizione verso imprese e famiglie, ma escludendo i mutui per la casa), la soglia è stata aumentata fino al 30% con la seconda operazione [17]. La soglia è stata via via modificata durante la III operazione fino ad arrivare al 55%, sia pure prevedendo in tutti i frangenti delle adeguate verifiche in merito alla corrispondenza rispetto ad uno specifico benchmark di riferimento [16].

Il costo della III operazione [18] è sempre rimasto costantemente al di sotto del *deposit rate* di almeno di 50bp, con un costo effettivo negativo pari al -1%, e tale misura è stata prorogata fino al giugno 2022; anche in questo caso tale agevolazione è concessa solo per gli istituti che garantiscono il raggiungimento di un limite di concessione di nuovi finanziamenti.

### 2.3 Gli effetti sull'economia reale

Il credito alle imprese e alle famiglie rimane il principale *driver* di creazione di moneta e la spinta dell'Eurosistema ha realizzato le condizioni perché ne divenisse il principale protagonista negli ultimi anni [16]. Per questa ragione, ricerche e studi [12] [13] si sono orientati negli anni per comprendere quali fossero le migliori condizioni analizzando *ex-post* l'impatto di ciascuna operazione e distinguendo sovente fra effetti diretti (impatto sulle politiche di finanziamento) e indiretti (competizione fra gli intermediari).

Politiche monetarie restrittive e caduta del prodotto interno generano contrazioni sia dell'offerta quanto della domanda. In risposta a questo duplice problema, le prime due operazioni hanno essenzialmente consentito di stabilizzare la condizione degli intermediari finanziari: sebbene in una prima fase vi sia stata la tendenza di utilizzare i fondi per l'acquisto di debito sovrano, la riduzione del costo di approvvigionamento è stato il primo passo fondamentale per il consolidamento delle banche di quei paesi considerati periferici e particolarmente colpiti dalle prime due crisi (c.d. *GIIPS countries*).

Le banche [19] con bassa capitalizzazione e poca liquidità sono quelle che non sono riuscite a sostenere l'offerta del credito: è stato osservato che un aumento dei tassi o una caduta del prodotto interno di un 1pp ha generato in Spagna un crollo rispettivamente dell'11% e del 5%.

La conclusione è che il bilancio bancario influisce notevolmente sulla politica monetaria.

La maggiore stabilità [12] di un intermediario gli consente l'applicazione di linee guida e standard di approvazione (*credit standard*) che tendono a favorire maggiormente le imprese sane,

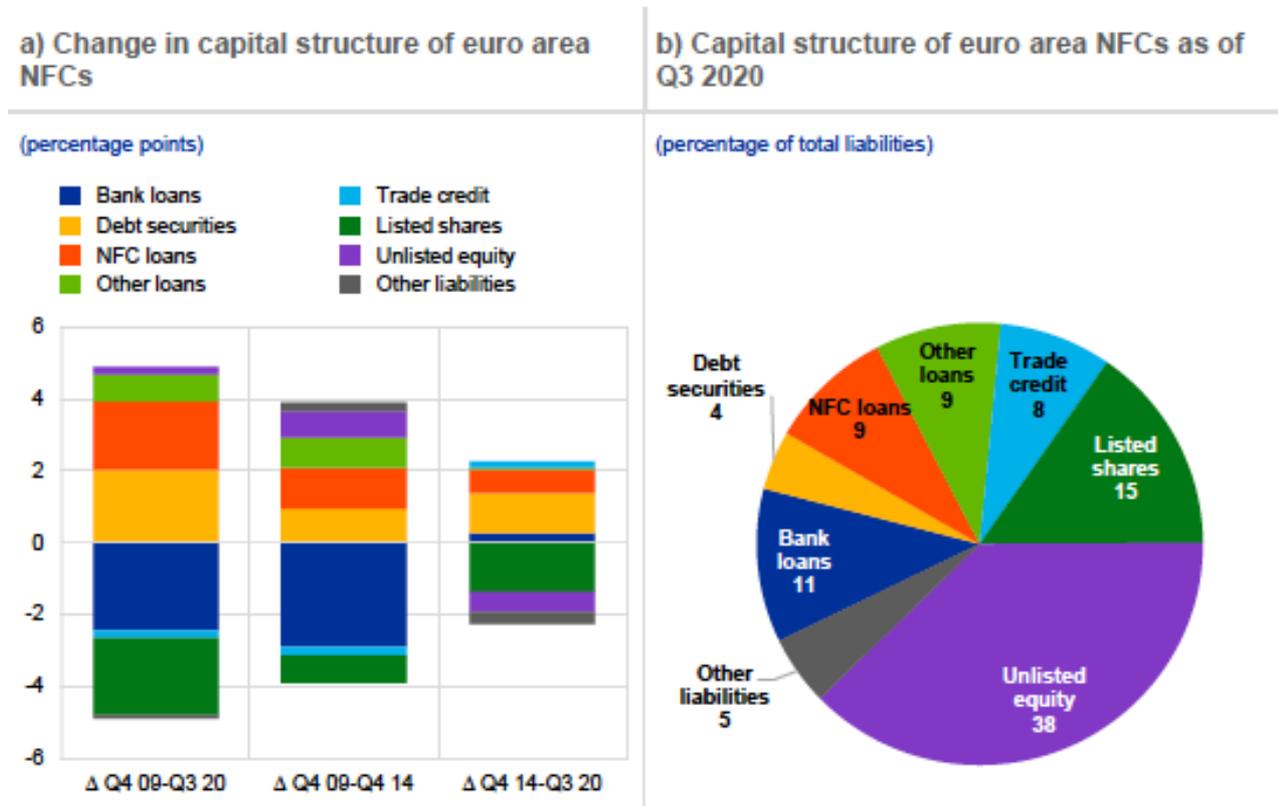
assicurando in questo modo un effetto indiretto di grande utilità, la costante riduzione dei crediti a rischio.

Un secondo effetto indiretto si ottiene con l'incremento della competitività fra intermediari aderenti o meno alle operazioni (*bidders – non bidders*): la propensione dei primi a sostenere la raccolta con un nuovo strumento induce, per la riduzione della domanda degli strumenti tradizionali, un conseguente deprezzamento del loro costo [12] [13] [20].

Osserva uno studio [15] come la competizione limita altresì la sensibilità del costo del finanziamento e della raccolta stessa: *“A one-standard-deviation increase in concentration reduces the impact of TLTROs on lending rates by approximately 14 basis points. This corresponds to a 32% decline in the transmission of unconventional monetary policy relative to the benchmark of perfect competition”*.

Un altro importante effetto [16] è il contrasto all'effetto pro-ciclico: grazie all'allentamento delle garanzie richieste con le TLTROs-III (che non devono essere necessariamente ad alta liquidità), si è evitato che le banche trattenessero la liquidità necessaria a superare uno shock che l'economia reale doveva contrastare.

### Capital structure of euro area NFCs



Source: ECB (Quarterly Sector Accounts) and own calculations.

Notes: Panel (a): calculations based on notional stocks. Panel (b): calculations based on market values.

Le TLTROs, grazie alla perseveranza negli anni e le modifiche alle operazioni hanno garantito la crescita dei finanziamenti in tutta l'area dell'euro. L'analisi recente [20] della struttura del capitale delle società non finanziarie evidenzia il calo fino al 2014 dei debiti legati a finanziamenti e l'inversione di rotta dal 2014 in avanti (vedi grafico precedente).

Si stima [16] che, nel periodo 2015-2018, le operazioni abbiano garantito circa 2pp della crescita del 4% registrata a fine 2018. Nel mese di ottobre 2020, dopo molto anni il volume dei finanziamenti concessi ha superato l'acquisto di debito sovrano.

I finanziamenti rimangono pertanto, nonostante il crescere di tutte le fonti alternative di credito, ancora oggi lo strumento privilegiato delle imprese per liquidità, circolante e investimenti.

Aspetto importante è che proprio le imprese ad alto margine di produttività hanno incrementato rispetto alle altre la spesa per investimenti [13].

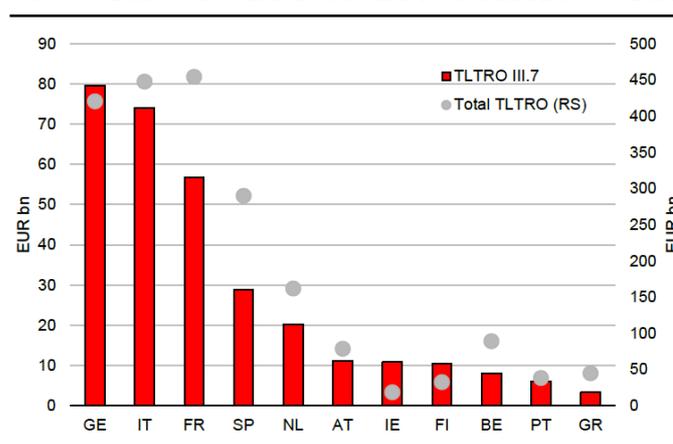
È stata altresì scoraggiata la concessione di finanziamenti a imprese non sane (*zombie firms*), interrompendo o comunque riducendo notevolmente la pratica conosciuta di rivitalizzazione (*evergreen loans*) dei rapporti in sofferenza tesa a favorire la clientela abituale [13].

## 2.4 La partecipazione del sistema bancario italiano

Il sistema bancario italiano e quello tedesco sono quelli che hanno maggiormente utilizzato i fondi del TLTROs-III. Una nota dell'Unicredit Research [21] (vedi grafico seguente) riporta che alla settima asta la situazione dei finanziamenti raccolti dalle banche per i principali paesi era la seguente:

- Germania 420 miliardi (13% of GDP – 4,5% assets)
- Italia 448 miliardi (11,5% assets)
- Francia 455 miliardi (4,2% asset)

CHART 1: GERMAN AND ITALIAN BANKS WERE STRONG BIDDERS AT THE MARCH TLTRO

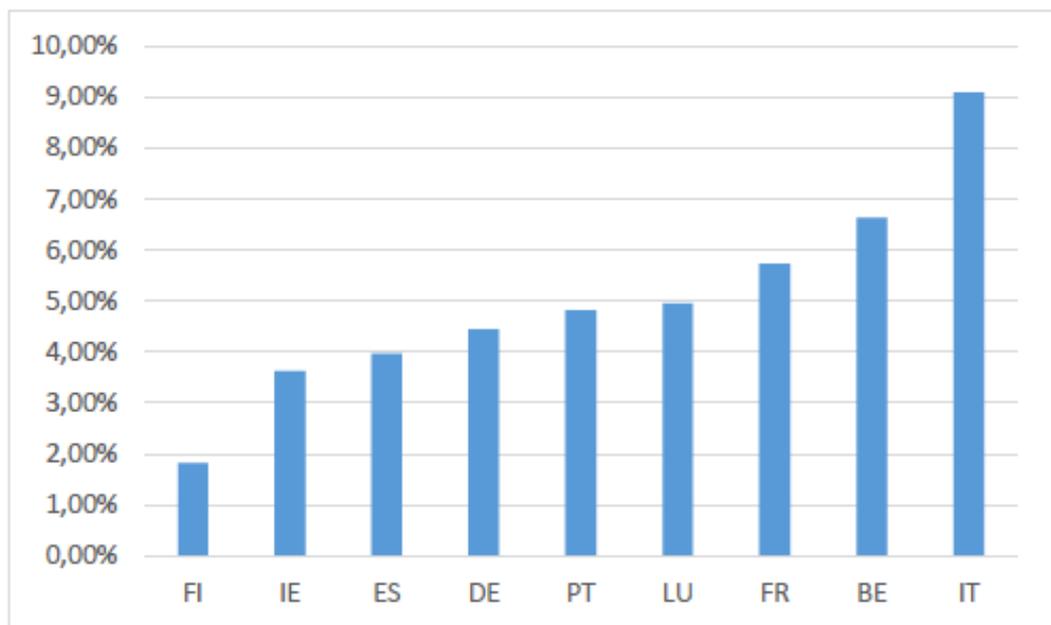


Source: ECB, UniCredit Research

Le banche italiane, che avevano già raggiunto il valore dell'80% della disponibilità iniziale (*borrowing allowance*) con la 4 asta nel giugno del 2020 [22], possono partecipare alla VII asta in virtù dell'aumento della soglia dal 50% al 55%.

Un'analisi condotta [18] sui principali gruppi bancari europei (riferita per quanto riguarda l'Italia a tre grandi gruppi Unicredit, Intesa San Paolo e Gruppo BPM che rappresentano circa il 50% al 2019 del totale degli asset bancari), consente di apprezzare quanto le TLTROs sia state importanti per il panorama italiano. Il peso delle operazioni sfiora il 9% degli asset.

**Figure 8: TLTRO III funding over total assets, 2020**

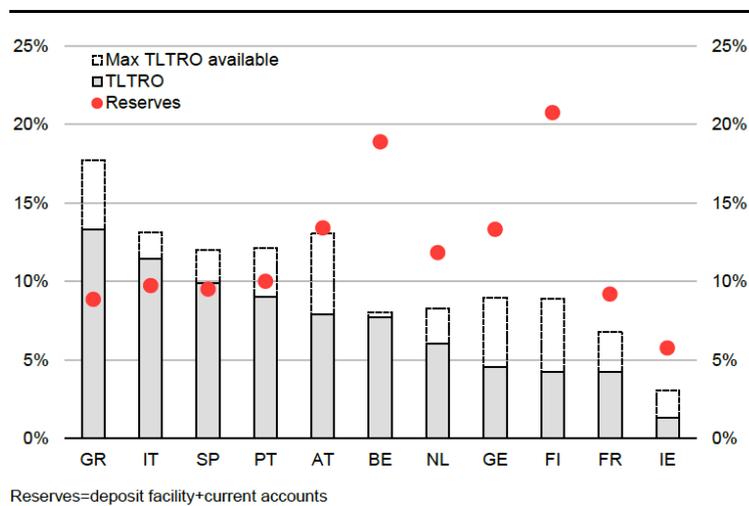


Source: Authors' own elaboration. Data from banks in the sample.

Note: Polish banks are not participating in TLTROs because the country is not part of the euro area.

La stessa informazione la si ritrova confermata nell'analisi della Unicredit Research [21].

**CHART 2: TOTAL TLTRO BY COUNTRY AS A % OF TOTAL ASSETS**



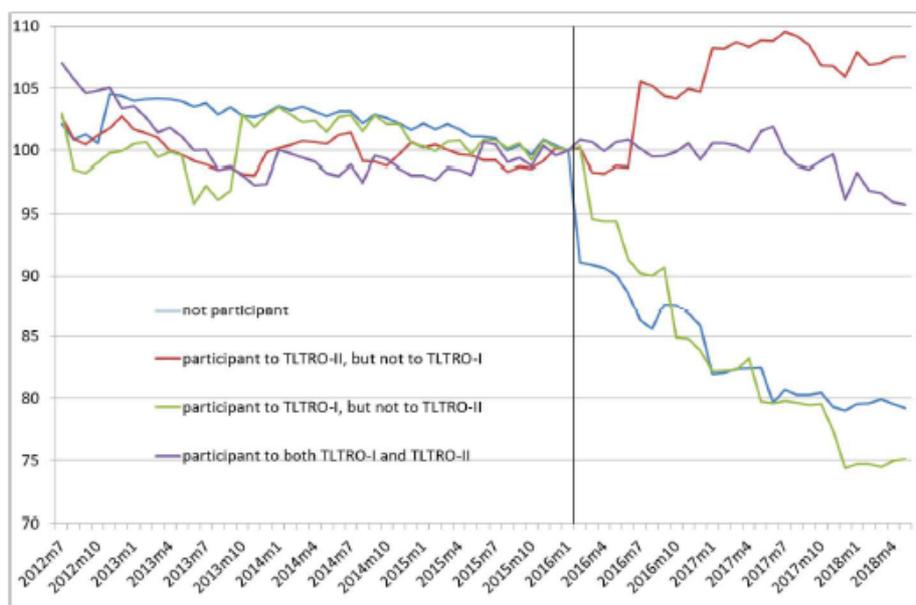
Reserves=deposit facility+current accounts

Source: ECB, UniCredit Research

Con le precedenti operazioni (I+II) [17] si era osservato un deciso crollo del costo di approvvigionamento: la differenza tra i tassi applicati da banche partecipanti e non, venne calcolata in 20bp e il costo per le prime si era attestato a metà del 2018 appena al di sotto dell'0,4%.

L'aumento dei finanziamenti alle imprese [17] si concretizzò con una crescita del 15% ma solo per quelle banche che parteciparono al TLTRO II senza aver aderito alla fase I (vedi grafico sottostante).

**Fig. 4: Credit dynamics and TLTRO2 participation**



Note: Total outstanding loans to firms and households excluding loans to household for house purchase purposes. Each series is normalized to be 100 in 2016 January.

Le banche italiane [15] poterono iniziare ad utilizzare i fondi per il sostegno del credito, solo parzialmente proprio perché la maggior parte di queste era ancora coinvolta nel superamento della crisi debito sovrano. Le condizioni dello scenario nazionale con un crollo del GDP del 9% e un calo della produzione industriale del 25%, non agevolavano il trasferimento all'economia reale.

L'unico aspetto positivo [15] fu rappresentato dalla raccolta dai privati che si mantenne stabile. La dipendenza del sistema europeo crebbe dall'1% al 6% ottenendo 57 miliardi con le prime due TLTROs (rispetto al complessivo ammontare di 212 miliardi).

L'effetto sui finanziamenti [17] è stato consistente (+39%) per le *maturity* comprese fra 1 e 5 anni, scarso invece al di sotto e al di sopra di questi limiti. Mediamente fino al 2018, ad essere privilegiate sono state le grandi imprese con un aumento che ha oscillato dal 10% al 14% e una riduzione dei tassi del 23-34%.

Evidenze econometriche della III operazione non sono ancora disponibili ma alcuni studi [22] [18] hanno evidenziato alcuni elementi interessanti.

Anche se risulta difficile stimare l'efficacia di una misura quando il parallelo ne vengono attivate, a livello europeo [18] si è potuto constatare su un campione di banche che circa il 50% della liquidità immessa a favore delle imprese può essere attribuito alle TLTROs e ai finanziamenti sostenuti da garanzia pubblica.

Uno studio condotto [22] solo sulle banche italiane ha dimostrato che queste sono sarebbero state in grado di partecipare alle diverse aste unicamente con il valore di attività idonee libere in bilancio A marzo 2021, ultima asta citata in precedenza tali attività ammontavano a 516 miliardi (circa il 105% del pool) distribuite equamente tra titoli e prestiti. Conclude lo studio segnalando che, l'insieme di alcuni elementi come la concomitante politica di espansione delle garanzie pubbliche e il meccanismo premiante delle TLTROs che ha di fatto incentivato ulteriormente il credito alle imprese, "ha consentito alle banche di disporre di una quota rilevante di attività idonee libere nei propri bilanci".

## 3. Le garanzie pubbliche

### 3.1 Le Politiche industriali

Le politiche industriali sono un insieme di interventi da parte dello Stato predisposti a sostegno dell'economia reale. La normativa europea determina con molta precisione il divieto che l'aiuto offerto da uno Stato membro possa essere di tale importanza da falsare la concorrenza negli scambi commerciali fra paesi<sup>6</sup>. E' necessario che tale aiuto sia rivolto a imprese o consumatori nel loro complesso e che ne sia preventivamente messa a conoscenza la Commissione europea.

La pandemia da Covid-19 ha obbligato a rilassare notevolmente i limiti alle concessioni rilasciate negli anni precedenti, consentendo in questo modo di rafforzare l'azione dei singoli Stati.

Possiamo distinguere 4 forme [23]:

- sovvenzioni dirette (*lump sum*) anche proporzionali al valore di uno specifico progetto
- incentivi fiscali, esenzioni e/o riduzioni delle imposte
- finanziamenti pubblici o sovvenzionati
- garanzie

La media europea degli aiuti di Stato è dell'0,81%, mentre in Italia è meno della metà; nel biennio 2018-2019 si sono registrati aiuti per lo 0,39% del PIL [24] per un numero pari a 1,1 milioni di richieste e un valore complessivo di 17 miliardi; un dato che si è potuto stabilire solo grazie alla recente istituzione del Registro nazionale degli aiuti di Stato avvenuta nel 2017 [24].

Il valore in euro degli aiuti non direttamente calcolabili, le garanzie per l'appunto, è stato valutato considerandolo in termini di ESL (equivalente sovvenzione lorda); nella fattispecie sono state erogate garanzie nelle diverse forme per l'11,6% del valore totale per una cifra di poco inferiore ai 2 miliardi.

### 3.2 La struttura delle garanzie pubbliche

L'importanza delle garanzie pubbliche quale strumento di sostegno per il credito alle imprese è opinione sufficientemente condivisa sebbene i risultati degli studi sull'argomento non abbiano ancora portato ad un giudizio univoco sull'efficacia e reale consistenza di tutti gli effetti sull'economia reale. Non c'è univocità sui risultati poiché esiste una difficoltà oggettiva nel realizzare

---

<sup>6</sup> Nozione di aiuto di Stato, Art. 107 paragrafo 1 del Trattato sul funzionamento dell'Unione Europea (2016/C 262/01)

uno studio comparato e anche per la ragione che i dati sono difficilmente comparabili e/o relativamente scarsi [25] [23] [26]<sup>7</sup>. In linea di principio generale, il loro utilizzo serve a contrastare l'effetto prociclico in caso di fallimento del mercato e a colmare quello che viene definito come *financing gap* cioè l'assenza di adeguate fonti finanziarie per l'impresa (Stiglitz and Weiss 1981).

L'OECD [27] ribadisce la necessità di implementare e rafforzare, in risposta alle diverse crisi globali, adeguate misure di intervento governativo, sia pure articolandone la forma in funzione dell'effetto necessario da ottenere. Ad esempio, un recente rapporto dell'organizzazione [5] sottolinea in riferimento alla situazione italiana, come il provvedimento relativo alle moratorie ex art.56 concesso dalle banche usufruisca di una copertura statale fin troppo limitata (33% della platea avente necessità), arrivando così ad esporre eccessivamente il sistema bancario.

Comunemente a livello internazionale si fa riferimento ai meccanismi di concessione come PGSs (*Public Credit Guarantee schemes*): da preferirsi al diretto finanziamento pubblico o ad altri interventi di Stato e quasi globalmente preferito nelle economie sviluppate quanto in quelle in via di sviluppo [25].



Il funzionamento di questi schemi prevede la presenza di almeno tre soggetti:

- Impresa che richiede il finanziamento (A)
- Banca che riceve una garanzia (C)
- Un fondo pubblico o privato di mutua garanzia che concedendo la garanzia (C), eroga un aiuto di stato (B) all'impresa

Se l'impresa e la banca ricorrono all'intervento di un fondo privato, è quest'ultimo che offrirà la garanzia diretta e richiederà a sua volta l'intervento del fondo pubblico a contro-garanzia del suo impegno (il quale pertanto è sempre presente nella struttura del rapporto). Questa ultima forma di relazione è comune nei paesi con redditi più elevati [23] sebbene si sia riscontrato in Italia una perdita di importanza del ruolo dei fondi privati (CONFIDI) negli ultimi anni a favore proprio del

---

<sup>7</sup> La letteratura sull'argomento delle garanzie pubbliche è molto vasta; in questa ricerca si riporta ad alcuni testi che hanno già sintetizzato gli esiti, evidenziando i risultati di maggiore interesse.

Fondo Centrale di Garanzia PMI (Fondo pubblico italiano per le piccole e medie imprese, di seguito anche FCG).

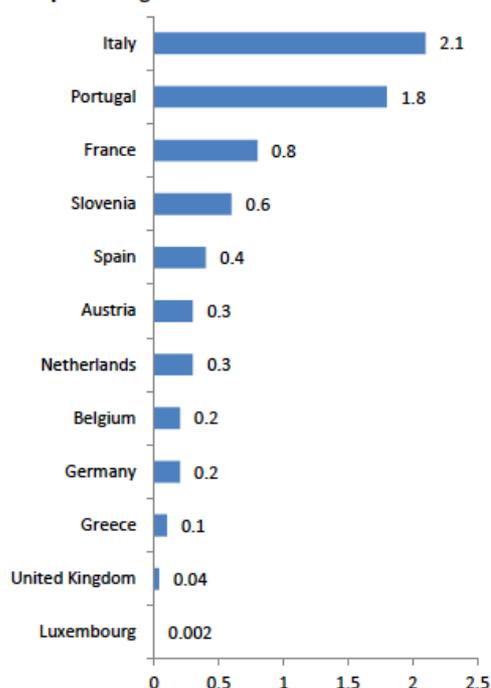
Il fondo pubblico emette a favore della banca una garanzia diretta e, in tale modo, facilita la concessione del finanziamento all'impresa riducendo anche il costo generale dell'operazione.

La garanzia diretta emessa a favore dell'istituto bancario è sempre a prima richiesta, cioè immediatamente escutibile (sia pure con le dovute differenze tra le diverse legislazioni), mentre il riscatto della contro-garanzia, nel caso di presenza di fondi privati, è spesso subordinato almeno ad un primo tentativo di recupero in caso di evento negativo. Oltre ad essere diretta, la garanzia deve essere esplicita, irrevocabile e incondizionata. Inoltre, la garanzia diretta e la contro-garanzia non sono mai emesse per l'intero importo del finanziamento, al fine di responsabilizzare tutti i soggetti coinvolti a svolgere il ruolo di controllo e monitoraggio.

La struttura di garanzie si è consolidata ovunque con questa caratteristica della parziale copertura per evitare che le banche, in caso di garanzia totale a copertura del finanziamento, non avessero nessun incentivo a recuperare le somme non rimborsate dalle imprese [26].

In Europa la presenza di PCGs è molto alta; nel 2015 circa 2 milioni di contratti per un valore erogato di 68 miliardi erano garantiti con garanzie pubbliche di cui 33,6 e 16,7 di questi rispettivamente in Italia e Francia con percentuali di incidenza sul PIL nazionale, in paesi come Italia e Portogallo, anche oltre la soglia del 2% [6] (immagine sottostante [6]).

**Figure 1: Outstanding volume of credit guarantees as a percentage of GDP**



Source: AECM (provisional statistics), Eurostat

Il 19 marzo 2020, la Commissione Europea<sup>8</sup>. ha deliberato una regolamentazione temporanea che ha notevolmente aumentato i limiti imposti in precedenza; pur sempre cercando di conservare lo spirito di coordinamento dei diversi provvedimenti nazionali e il rispetto delle regole principali<sup>9</sup>, ha concesso che questi potessero prevedere interventi, non condivisi con la Commissione, con caratteristiche adeguate alle diverse realtà tali da contrastare la crisi da pandemia Covid-19.

In generale sono stati fissati comunque il valore dei premi relativi alle garanzie con un range variabile da 25bp a 200bp (valore massimo previsto per le grandi imprese e durate fino a 6 anni).

Il massimo importo di prestiti erogabili coperti da garanzie pubbliche è stato calcolato come l'importo più alto tra il doppio del costo del lavoro dell'anno 2019 e il 25% del fatturato, con una soglia massima di 5 milioni di euro; la garanzia è stata estesa fino al 90% del valore mentre il limite massimo precedente era dell'80%.

La *ratio* sottostante per definire il criterio di accesso alle agevolazioni era che le imprese dovevano dimostrare di aver ricevuto un danno: *"In order to ensure access to liquidity to undertakings facing a sudden shortage, public guarantees on loans for a limited period and loan amount can be an appropriate, necessary and targeted solution during the current circumstances"* (vedi nota a piè pagina n.6).

### 3.3 Le caratteristiche della relazione Impresa – Banca – Fondo <sup>10</sup>

Il rapporto banca – impresa, normalmente preesiste alla concessione della garanzia pubblica e sappiamo essere influenzato da forti asimmetrie informative data la difficoltà della prima di conoscere le reali condizioni patrimoniali-economiche della seconda.

Le SMEs sono caratterizzate da un'opacità informativa che rende difficile la valutazione in merito al rischio di credito reale [26]. Una mancata trasparenza, ignorando quella intenzionale, dovuta alla mancanza di strumenti di comunicazione adeguati a rappresentare all'esterno il suo reale stato tale da rendere difficile costruire un'adeguata reputazione [23]. Un'influenza negativa anche dovuta alle caratteristiche intrinseche del settore industriale di appartenenza che inficiano all'origine la valutazione [24]. Altro aspetto deprimente il giudizio, è quello patrimoniale relativo al corretto equilibrio tra debiti a breve e lungo termine, spesso troppo sbilanciato a favore dei primi

---

<sup>8</sup> European Commission – 19 marzo 2020- C(2020) 1863 final - COMMUNICATION FROM THE COMMISSION Temporary Framework for State aid measures to support the economy in the current COVID-19 outbreak

<sup>9</sup> Commission Regulation (EU) No 651/2014 of 17 June 2014 declaring certain categories of aid compatible with the internal market in application of Articles 107 and 108 of the Treaty, OJ L 187 of 26.6.2014, p. 1.

<sup>10</sup> Gli effetti descritti nel paragrafo si riferiscono a studi condotti all'interno del contesto nazionale.

[28], a causa anche degli stessi istituti di credito, sottoposti a continue crisi globali, resi incapaci di offrire adeguati strumenti di finanziamento a lungo termine [23]. Una serie di dinamiche che affliggono l'offerta, il cui effetto è parzialmente compensato qualora la relazione tra i due soggetti sia forte e prolungata nel tempo, dove dunque la banca svolga la sua attività, anche territoriale, in modo importante [24].

In riferimento alla relazione tra banca e impresa, vedi grafico al paragrafo precedente, la garanzia pubblica ha una funzione di facilitare la costruzione della reputazione dell'impresa [28], perché azzerando quasi per intero il rischio da parte della banca, favorisce le ideali condizioni di dialogo. Le imprese che sembrano risultarne più agevolate sono quelle che mediamente avrebbero ricevuto comunque il finanziamento [23], a dimostrazione che la garanzia può svolgere una funzione di sostegno reale con un uso appropriato del modello di *scoring* adeguatamente calibrato [25].

La concessione di credito sostenuto da garanzia pubblica avviene a tassi migliori [23], consente di aumentare indirettamente il circolante [26] poiché agevolando l'erogazione a lungo termine, libera risorse finanziarie che alimentano direttamente la liquidità e le giacenze di magazzino e possono essere impiegate per concedere maggiore dilazione ai propri debitori [29].

Analizzando l'effetto sulle sole imprese, è opinione diffusa [23] [28] [25] che possono essere favoriti atteggiamenti di sottovalutazione del rischio reale in quanto coperti dalla garanzia e anche di spregiudicata volontà di ingannare il sistema di controllo; la maggiore facilità di accrescere la leva finanziaria nel lungo termine, porterebbe ad un accumulo di debiti tale da rendere l'impresa incapace di rispondere in modo efficace a fenomeni avversi, realizzando così le condizioni di una ben più seria crisi di liquidità in particolar modo per chi abbia usufruito del nuovo credito in ragione del rilassamento dei criteri di concessione [28] senza per questo essere necessariamente colpevole di alcuna particolare omissione.

Gli investimenti non sembrano beneficiare [29] dell'apporto di liquidità a basso costo in nessun caso, il livello rimane infatti praticamente inalterato, fatta eccezione per il primo anno dovuto ad un effetto sostituzione intertemporale [23].

La politica di lungo corso che andrebbe perseguita è quella di non far accrescere tra le imprese una cultura diffusa di deresponsabilizzazione e di combattere fortemente quella del 'non-pagare' (*moral hazard*) [28] poiché questo andamento potrebbe comportare gravi rischi anche in combinazione con gli effetti della recente moratoria [18].

Le banche, beneficiando della garanzia pubblica, sono autorizzate ad azzerare le riserve a bilancio previste dalla normativa [29] [6]. La concessione di una deroga alle regole di tutela del capitale bancario può divenire fonte di diversi comportamenti non costruttivi.

Primo tra questi, data la possibilità di spostare il rischio del credito su altro soggetto, pubblico in questo caso, è la tentazione di ridurre di fatto l'implementazione di adeguati controlli sulla reale solvibilità del soggetto richiedente [23] che potrebbero, in condizioni 'normali', impedire la concessione all'origine della stessa garanzia. Uno studio [26] che analizza i finanziamenti concessi da Unicredit con garanzia del FCG nel periodo 2013-2014 (che rappresentano una quota del 15% del valore totale in quel biennio), ha evidenziato come il modello di rating del fondo avrebbe concesso la copertura a imprese vulnerabili e rischiose, rispettivamente per un 20% ed un 15%, rispetto a quello bancario che, potendo agevolarsi anche di una valutazione soggettiva del cliente, avrebbe operato una migliore selezione. A questo proposito è importante sottolineare che in ragione dell'emergenza, il FCG è stato autorizzato a concedere automaticamente la garanzia a chi rientrasse nei parametri previsti (vedi paragrafo precedente) senza una vera valutazione concernente il rischio di credito.

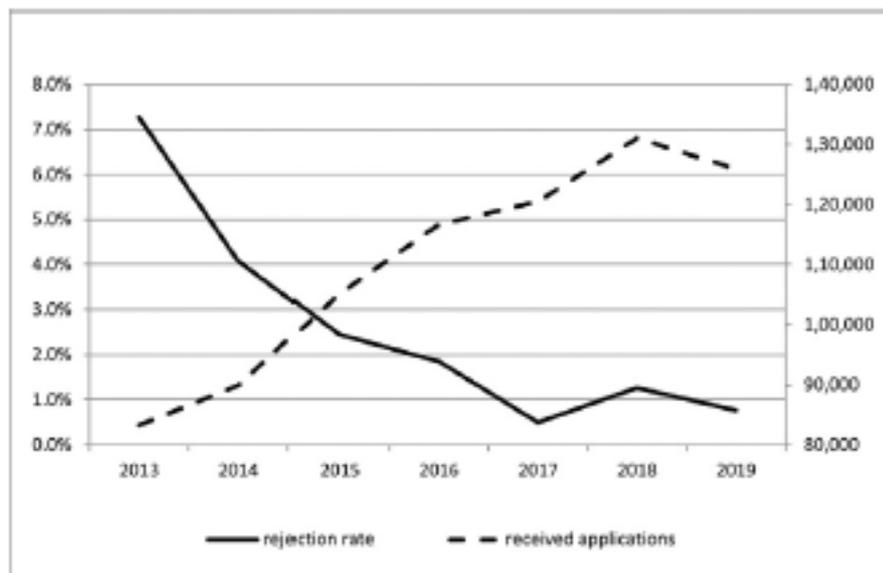
Secondo comportamento che le banche potrebbero mettere in atto, è quello di dichiarare con velocità e senza adeguate verifiche lo stato di insolvenza dell'impresa [28]. La banca potrebbe già prima dell'insolvenza non operare adeguati controlli durante la fase di restituzione, ignorando così la possibilità di anticipare la deriva in termini di solvibilità del soggetto e agire per ridurre il danno [23], e in ultima istanza preferire conveniente escutere la garanzia vista la non obbligatorietà di esperire un vero tentativo (ricordiamoci che la garanzia è a prima richiesta).

La consapevolezza di aver concesso un finanziamento ad un soggetto insolvente legato da relazione di lungo corso, unita alla necessità di consolidare il capitale bancario dopo le ultime due crisi (globale e del debito sovrano), ha sempre spinto gli istituti a rinnovare la fiducia a tali clienti (i c.d. *evergreen loans*) [28]; tale comportamento è strettamente connesso con quello appena descritto di ricorso alla dichiarazione dello stato di insolvenza, segnale di una capacità mancata di gestire adeguatamente il proprio portafoglio.

Il Fondo Centrale di Garanzia, che assiste la relazione banca – impresa fornendo uno strumento essenziale in certe fasi storiche per il credito, può attendersi, solo dallo strumento di valutazione e dalla norma che prevede sempre solo una parziale copertura della garanzia [25], la

garanzia che non avvengano comportamenti riconducibili alla selezione avversa e al rischio morale sopra descritti.

In Italia [28], quello che si può osservare è in larga misura una crescita delle richieste (vedi capitolo successivo per maggiori approfondimenti) e un crollo del tasso di rifiuto delle domande; un fenomeno bene rappresentato dal grafico sottostante che si spiega con il progressivo rilassamento dei criteri adottati dal 2013 in avanti. A causa della crisi del debito sovrano vennero eliminati due importanti due indici di valutazione come il rapporto EBITDA/SALES e quello ASSET/TURNOVER.



**Fig. 1.** Number of applications to the CGF and rejection rate (2013–2019). The Figure shows the dynamics of the number of applications to the Italian PGS (right axis) and the rejection rate (left axis) from 2013 to 2019. Source: our elaboration of the Mediocredito Centrale SpA's data.

## 4. Il ruolo del Fondo Centrale di Garanzia PMI

### 4.1 Il Fondo Centrale di Garanzia PMI

Il Fondo è stato aperto nel 2020 ed è gestito per conto del Ministero dello sviluppo economico da un raggruppamento temporaneo di imprese (Intesa San Paolo, Unicredit, MPS, Gruppo BPN Paribas e BFF) avente come mandataria il Mediocredito Centrale.

Nel corso degli anni, il Fondo Centrale di Garanzia ha assicurato una funzione necessaria allo sviluppo del credito alle imprese, sostenendo l'offerta alle imprese contribuendo all'ampliamento della platea degli aventi diritto e progressivamente alla riduzione del costo delle garanzie.

Nonostante la sua importanza, lo studio di questa come di altre politiche industriali adottate dal governo italiano non è mai stato oggetto di grande attenzione; congiuntamente è da sottolineare che nel corso del tempo non sono stati resi dati disponibili microdati tali da poter essere utilizzati e al contempo anche considerabili affidabili [24].

I provvedimenti legislativi ricordati nel primo capitolo hanno consentito di disporre per il fondo circa 200 miliardi di euro esclusivamente al solo fine di sostenere la liquidità delle imprese.

Oltre al provvedimento già citato per le PMI che è stato esteso anche alle *midcaps*, è stato concesso un credito al 100% fino ad un valore di 25.000 euro (poi incrementato a 30.000) per raggiungere con l'azione del fondo anche le microimprese.

In ragione dell'emergenza, al fondo è però stato impedito di procedere alla valutazione del merito di credito delle imprese ed è stata adottata la linea di accogliere tutte le richieste che sarebbero pervenute. Con proroghe successive, tale deroga rimarrà operativa fino al 31/12/2021.

Il nuovo modello di valutazione, che era entrato peraltro in vigore quest'anno, viene utilizzato al solo scopo di quantificare le riserve utili necessarie in funzione appunto del rischio di credito.

Al 5 novembre<sup>11</sup> ai sensi dell'art.13 del D.L. Liquidità erano pervenute un numero di domande pari a 1, 85 milioni, con un tasso di accettazione delle richieste fermo al 94% relative ad un valore di finanziamenti pari a 165 miliardi di euro.

Il tasso risulta più basso di quanto osservabile nel grafico al paragrafo precedente poiché le domande per finanziamenti fino a 25.000 hanno registrato un tasso di rigetto molto elevato.

---

<sup>11</sup> Comunicato stampa Banca d'Italia - <https://www.bancaditalia.it/focus/covid-19/task-force/>

Alla politica di concessione automatica del prestito, si è affiancato l'azzeramento del costo delle garanzie incrementando pertanto anche il valore dell'aiuto di stato.

Per coordinare con più efficacia l'azione del fondo visto la crescita esponenziale delle richieste, nel 2020 è stata creata una task force comprendenti il Ministero dell'Economia e delle Finanze, il Ministero dello Sviluppo Economico, la Banca d'Italia, l'Associazione Bancaria Italiana, il Mediocredito Centrale (MCC) e Sace.

## 4.2 Il modello di valutazione

Il 14 febbraio 2020, a seguito dell'annuncio del 10 maggio 2017, è stato introdotto il nuovo modello di rating che ha sostituito il precedente strumento di *credit scoring*. Rispetto al passato l'intento è quello di dotarsi di un "*modello più fine di valutazione del merito creditizio delle imprese, simile ai modelli di rating utilizzati dalle banche*" [30]. Per validare le effettive prestazioni del modello è stato eseguito un test su 250.000 PMI e i risultati hanno confermato tale similitudine.

La *rating scale* prevede 5 categorie (sicurezza, solvibilità, vulnerabilità, pericolosità e rischiosità) ampliando pertanto la precedente tripartizione ma anche prevedendo la modulazione dell'ampiezza della garanzia concessa (sia essa diretta o contro-garanzia) in funzione della collocazione dell'impresa e della durata del finanziamento richiesto.

Il modello di rating è composto da tre aree informative:

- un modulo economico-finanziario
- un modulo andamentale
- un blocco informativo relativo alla presenza di eventi pregiudizievoli

Nella prassi operativa [31], i due moduli vengono integrati con un approccio a matrice: le informazioni pregiudizievoli, con un meccanismo di *notching down*, vengono così integrate nella valutazione complessiva. In questo modo è associata a ciascuna classe di valutazione una probabilità di inadempimento e non viene concesso di completare il processo se non vengono inserite tutte le informazioni richieste, aspetto questo che garantisce una coerenza di trattamento per ogni soggetto richiedente.

A tal proposito è richiesto di inserire le informazioni riferite al modulo andamentale utilizzando informazioni provenienti da due banche date CRIF o CERVED (una esclude l'altra).

Scopo del provvedimento [30] è di attuare un triplice scopo:

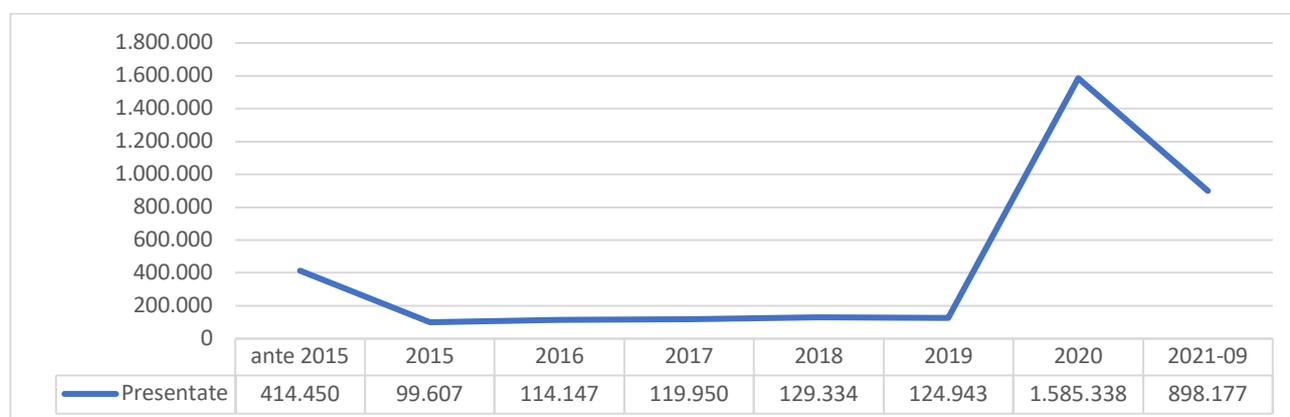
- maggiore focalizzazione su imprese a rischio razionamento grazie a misure di copertura più elevate per le imprese, comunque sane, maggiormente esposte a rischio di razionamento sul mercato del credito
- maggiore sostegno agli investimenti
- maggiore integrazione / addizionalità al fine di attrarre risorse regionali e/o comunitarie per il cofinanziamento degli interventi, in un'ottica di efficace integrazione

### 4.3 Osservazione delle serie storiche

Il reporting ufficiale al momento disponibile è fermo al 30 settembre<sup>12</sup>

Seguono una serie di elaborazioni delle informazioni delle richieste pervenute dal 2015 in avanti. Si è scelto di rappresentare il numero delle richieste dall'anno 2000 all'anno 2014 in modo cumulativo per evidenziare anche la scarsa attività del fondo nei primi 14 anni.

Il grafico "Domande presentate" illustra bene l'enorme crescita della domanda nel corso del 2020 e la riduzione nell'anno in corso; un trend di riduzione già osservato a giugno 2021 nella misura del 7,4% rispetto al primo semestre dell'anno precedente.



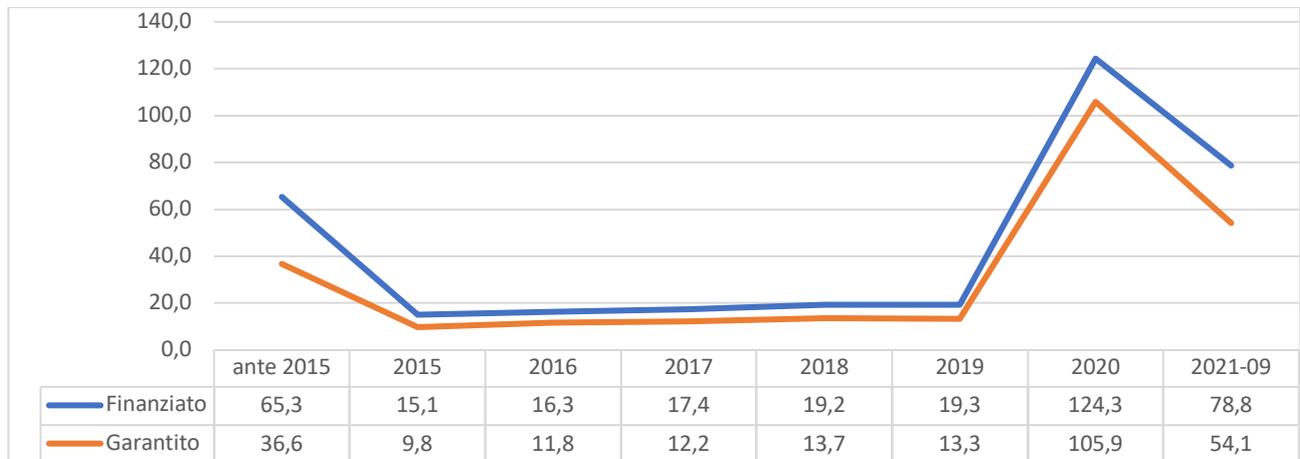
#### Domande presentate

Il valore dei finanziamenti erogati da gennaio 2020 al 30 settembre 2021 era di 203 miliardi contro i 152 erogati in tutto il corso degli anni di attività del fondo (vedi g. Valore finanziato/garantito).

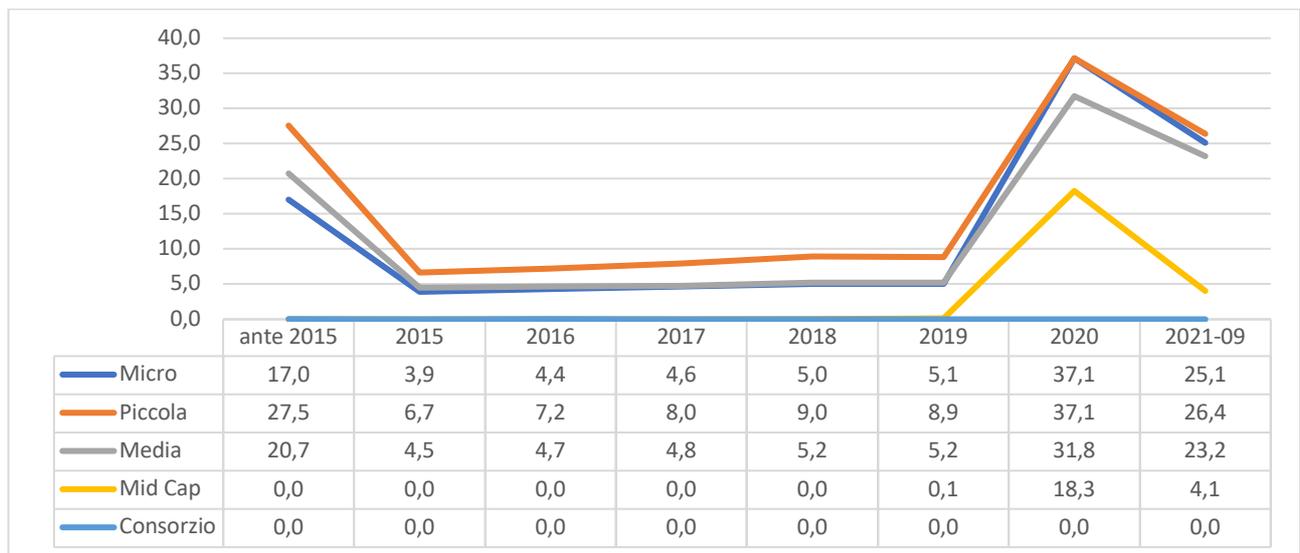
Micro, piccole e medie imprese hanno usufruito nel 2020 erogazioni per quote intorno al 30% ciascuna, lasciando solo un 14% alle *midcaps*. Nel 2021 queste ultime non hanno fatto richieste al fondo orientandosi verso altri strumenti quali la garanzia Sace. Nel corso di quest'anno le quote si possono dire equamente distribuite nelle tre fasce (vedi g. Valore finanziato per fascia).

<sup>12</sup> I dati sono provenienti dal sito istituzionale del FGC <https://www.fondidigaranzia.it/numeri-del-fondo/>

Volendo ricondurre i valori al segmento SMEs la quota pertanto nel 2020 è stata del 55% per quasi 70 miliardi mentre nel 2021 è cresciuta al 61% per ulteriori 50 miliardi di erogazioni.



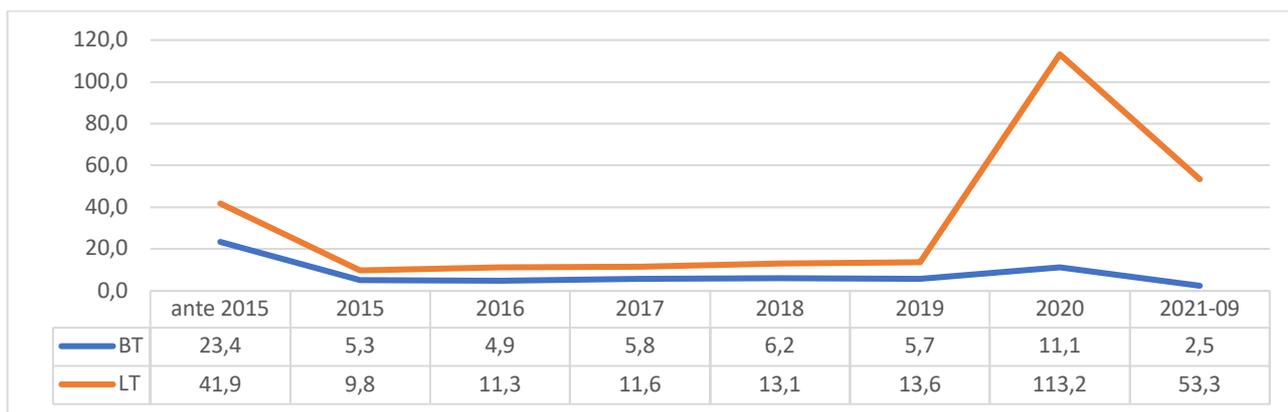
#### Valore finanziato / garantito (miliardi di €)



#### Valore finanziato per fascia (miliardi di €)

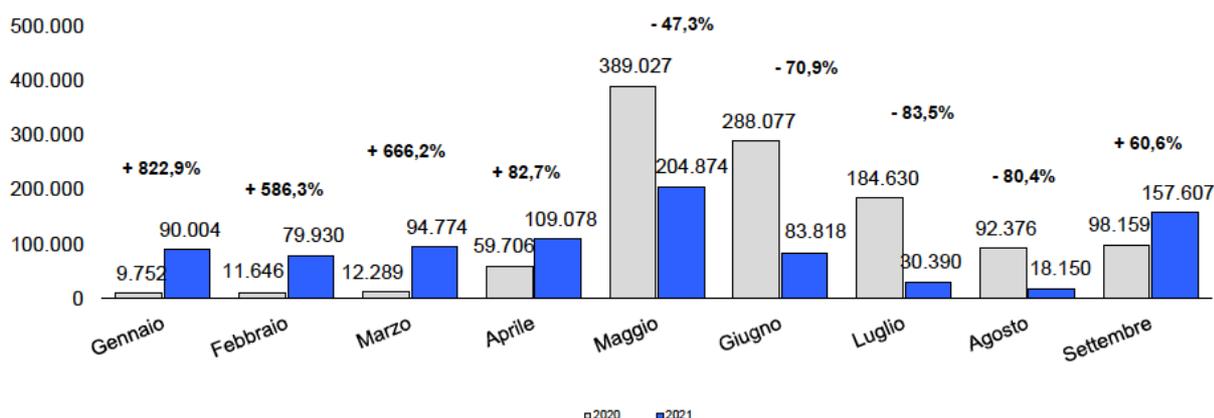
Le domande relative alle microimprese sono state circa 1,7 milioni nel biennio 2020-2021 (quasi il 70%) pur rappresentando sul valore complessivo solo un 30%.

Un altro aspetto che trova conferma nella letteratura presa in analisi è il netto ricorso al prestito a lungo termine che sul totale ha rappresentato oltre il 90% (vedi g. Valore finanziato per maturità).



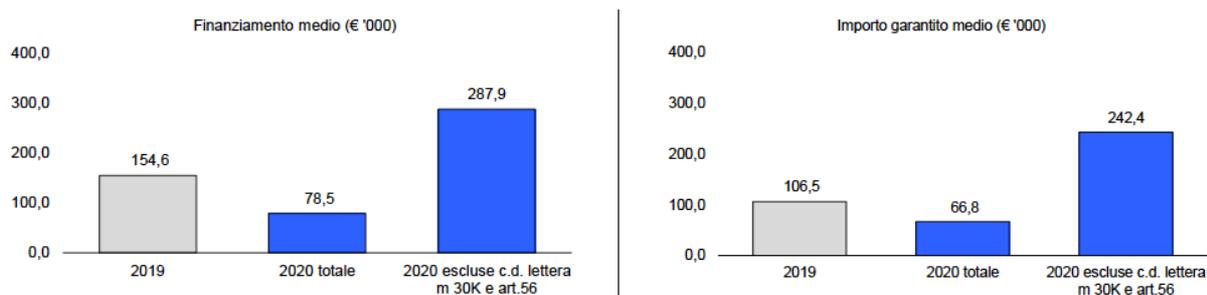
Valore finanziato per maturità (miliardi di €) (BT entro 18 mesi, classificazione 2020)

Le analisi condotte direttamente dal Mediocredito [32] [33], evidenziano un andamento stagionale caratterizzato da un picco nel secondo trimestre del 2020 che si è replicato nel 2021 in misura decisamente inferiore.



Fonte: Mediocredito Centrale 2021

Il valore medio del finanziamento, escludendo le operazioni fino a 30.000 euro (lettera m) e delle moratorie, è cresciuto notevolmente rispetto al 2019, soprattutto per l'estensione del massimale fino a 5 milioni di euro. Il valore nel 2021 scende a 195,6 di erogato e 163,0 di garantito.



Fonte: Mediocredito Centrale 2021

Valori in milioni di €

La crescita del valore medio, congiunto con la buona liquidità di cui godono al momento le imprese italiane, è una conferma dell'uso del finanziamento a lungo termine ai fini di trasformarlo in capitale circolante senza cogliere eventuali opportunità di crescita.

Se le operazioni nel 2020 legate al modello di rating sono state 299.989 (18,9%), nel 2021 crescono in quota percentuale al 24,89% del totale riducendosi a 223.803 unità.

Il report provvisorio a settembre 2021 (tabella non disponibile per il 2020), indica una percentuale importante di imprese in quarta fascia, cosiddetta di pericolosità, per un valore prossimo al 23% del totale importo erogato per 9,259 miliardi e per 7,642 di garanzie concesse.

Un valore importante che potrebbe potenzialmente rappresentare, al termine del periodo di un eventuale moratoria richieste e del periodo di preammortamento dei finanziamenti concessi, a concretizzare per molte imprese una situazione di insostenibilità del debito [28].

**Tabella 2 – Distribuzione per fascia e classe di rating delle domande accolte con procedura modello di rating sulla base del modulo economico-finanziario in termini di n. operazioni, importo finanziato e garantito, 1° gennaio-30 settembre 2021**

Fascia	Classe di rating	Pd Modello di valutazione	N. Operazioni		Finanziato		Garantito	
			n	%	€	%	€	%
1	1	0,12%	15.486	6,9%	7.116.688.145,42	14,5%	5.988.119.009,46	14,7%
	2	0,33%	8.175	3,7%	3.066.617.719,95	6,3%	2.563.885.499,59	6,3%
2	3	0,67%	6.955	3,1%	2.315.634.022,25	4,7%	1.940.607.239,06	4,8%
	4	1,02%	19.108	8,5%	5.703.207.016,74	11,6%	4.777.484.105,99	11,7%
3	5	1,61%	38.249	17,1%	8.336.867.920,31	17,0%	6.946.083.517,07	17,0%
	6	2,87%	35.803	16,0%	5.980.313.984,12	12,2%	4.976.542.114,73	12,2%
	7	3,62%	47.056	21,0%	6.894.754.114,24	14,1%	5.722.972.139,59	14,0%
4	8	5,18%	22.013	9,8%	3.897.012.141,49	8,0%	3.221.926.435,26	7,9%
	9	8,45%	20.261	9,1%	3.571.655.961,23	7,3%	2.949.207.877,42	7,2%
	10	9,43%	9.157	4,1%	1.791.196.732,98	3,7%	1.472.073.417,98	3,6%
5	11	16,30%	1.537	0,7%	305.351.885,64	0,6%	250.182.471,28	0,6%
	12	22,98%	3	0,001%	2.440.000,00	0,005%	1.952.000,00	0,005%
<b>Totale</b>			<b>223.803</b>	<b>100,0%</b>	<b>48.981.739.644,37</b>	<b>100,0%</b>	<b>40.811.035.827,43</b>	<b>100,0%</b>

Fonte: Mediocredito Centrale 2021

Le comunicazioni periodiche della Banca d'Italia<sup>13</sup>, indicano che al 5 novembre dei 270 miliardi di moratorie inizialmente concesse, erano ancora attive una quota di circa il 22% per un importo prossimo ai 60 miliardi di cui 46 direttamente riconducibili alle PMI (il resto famiglie e altri soggetti).

<sup>13</sup> Comunicato stampa Banca d'Italia - <https://www.bancaditalia.it/focus/covid-19/task-force/>

## Conclusioni

Lo scopo di questo lavoro di tesi era di appurare la presenza di una sinergia tra le TLTROs e le garanzie pubbliche e se questa sia stata utile nel favorire la crescita del credito alle imprese per superare la crisi di liquidità dovuta alla pandemia da Covid-19.

L'analisi delle imprese italiane, nonostante l'evidente crollo del fatturato genericamente distribuito in quasi tutti i settori, ha dimostrato che presentano un livello di liquidità più alto di tutto il precedente decennio. Si è riscontrato una riduzione del costo e un aumento del volume dei finanziamenti per tutte le tipologie di imprese. La *maturity* di questi finanziamenti è tutta a lungo termine e mediamente coperta da garanzia pubblica emessa dal Fondo centrale di garanzia PMI.

Le TLTROs III hanno rappresentato per il sistema bancario italiano un mezzo ideale per completare un percorso di risanamento e riposizionamento nel quadro europeo.

Il meccanismo del fondo si è dimostrato in grado di rispondere in modo efficace ad un volume di domande quasi 13 volte superiore a quelle del 2019 e le misure a sostegno hanno consentito a oltre il 94% delle domande di essere accolte.

La liquidità garantita alle banche dalle TLTROs III senza le misure rese possibile dal temporary framework del marzo 2020 (vedi nota pagina 35), che ha allentato le restrizioni all'intervento dei singoli governi, non sarebbe stata in grado da sola di produrre un tale incremento dell'offerta. Si è realizzato [34] un circuito virtuoso fra governo, banche e imprese che ha saputo sfruttare al meglio la politica monetaria e fiscale. Il nesso per il sistema bancario italiano tra TLTROs e le misure di *collateral easing*, alle quali molto hanno contribuito le politiche del fondo, è stato messo bene in evidenza dal lavoro di Annino e altri [22].

A livello temporale si può anche evidenziare come l'aumento del credito più consistente che si è registrato nel periodo giugno-dicembre 2020 sia in stretta correlazione con la partecipazione alla quarta asta del TLTROs (la più importante per le banche italiane [22]) e con la messa a regime del sistema di concessione delle garanzie grazie anche al lavoro congiunto di banche e governo.

## Bibliografia

- [14] V. V. Acharya, T. Eisert, C. Eufinger e C. Hirsch, «Whatever it takes: The Real Effects of Unconventional Monetary Policy,» 2016.
- [24] G. Albanese, R. Greco, L. Lavecchia e M. Manile, «Nuove evidenze sugli aiuti alle imprese in Italia (Q.di Economia e Finanza n.640),» Banca d'Italia, 2021.
- [13] Altavilla, Lemke, Linzert, Taping e Landesberg, «Assessing the efficacy, efficiency and potential side effects of the ECB's monetary policy instruments since 2014 (OP series n.278),» ECB, 2021.
- [12] D. C. Andreeva e M. García-Posada, «The impact of the ECB's targeted long-term refinancing operations on banks' lending policies: the role of competition (WP series n.2364),» ECB, 2020.
- [22] A. Annino, P. Antilici e G. Mosconi, «Le TLTRO e la disponibilità di garanzie in Italia,» Banca d'Italia, 2021.
- [4] Banca d'Italia, «Indagine sulle imprese industriali e dei servizi,» 2020.
- [10] Banca d'Italia, «Rapporto sulla stabilità finanziaria 01/2021 Aprile,» 2021.
- [9] Banca d'Italia, «Rapporto sulla stabilità finanziaria 2/2020 Novembre,» 2020.
- [3] Banca d'Italia, «Relazione annuale anno 2019,» 2020.
- [1] Banca d'Italia, «Relazione annuale anno 2020,» 2021.
- [34] T. Beck, B. Bruno e E. Carletti, «When and how to unwind COVID-support measures to the banking system?,» 2021.
- [15] M. Benetton e D. Fantino, «Competition and the pass-through of unconventional monetary policy: evidence from TLTROs (WP n.1187),» Banca d'Italia, 2020.
- [18] B. Brunella e F. De Marco, «European Banks' Response to COVID-19 "Quick Fix" Regulation and Other Measures,» Policy Department for Economic, Scientific and Quality of Life Policies (European Parliament), 2021.
- [6] G. L. T. Chatzouz, «Credit Guarantee Schemes for SME lending in Western Europe,» European Investment Bank, 2017.
- [26] E. Ciani, M. Gallo e Z. Rotondi, «Public credit guarantees and financial additionalities across SME risk classes (WP N.1265),» Banca d'Italia, 2020.
- [23] A. D'Ignazio e C. Menon, «The Causal effect of Credit Guarantees for SMEs: Evidence from Italy,» 2012-2018.
- [29] G. De Blasio, S. De Mitri, A. D'Ignazio e P. Finaldi Russo, «Public guarantees to SME borrowing. A RDD evaluation,» Journal of Banking and Finance, 2018.
- [7] A. De Socio, S. Narizzano, T. Orlando, F. Parlapiano, G. Rodano, E. Sette e G. Viggiano, «Gli effetti della pandemia sul fabbisogno di liquidità, sul bilancio e sulla rischiosità delle imprese (Note Covid-19),» Banca d'Italia, 2020.
- [16] ECB, «Economic Bulletin (Issue 6),» 2021.
- [20] ECB, «Non-bank financial intermediation in the euro area: implications for monetary policy transmission and key vulnerabilities (OP series n.270),» 2021.
- [17] L. Esposito, D. Fantino e Y. Sung, «The impact of TLTRO2 on the Italian credit market: some econometric evidence (WP series n.1264),» 2020.
- [2] European Central Bank, «The euro area bank lending survey - First quarter of 2020,» 2020.
- [35] FABI, «LE ANALISI DELLA FABI,» 25 09 2021. [Online]. Available: <https://www.fabi.it/2021/09/25/le-analisi-della-fabi-il-60-delle-sofferenze-riguarda-prestiti-superiori-a-500-000-euro/>.
- [25] L. Gai, F. Ielasi e M. Rossolini, «SMEs, public credit guarantees and mutual guarantee institutions,» 2016.
- [11] IMF, «IMF Country Report 20/81,» 2020.

- [19] G. Jiménez, S. Ongena, J.-L. Peydró e J. Saurina, «Credit Supply and Monetary Policy: Identifying the Bank Balance-Sheet Channel with Loan Applications,» *American Economic Review*, 2012.
- [28] C. Lagazio, L. Persico e F. Querci, «Public guarantees to SME lending: Do broader eligibility criteria pay off?,» 2021.
- [36] L. Lavecchia, L. Leva e D. Loschiavo, «Accesso diretto e indiretto delle PMI alle garanzie pubbliche: un esercizio di valutazione delle normative regionali (Q. di Economia e Finanza, OP n. 558),» Banca D'Italia, 2020.
- [31] Medio Credito Centrale, «Specifiche tecniche per il calcolo della probabilità di inadempimento ai sensi del nuovo modello di valutazione del Fondo,» Febbraio 2020. [Online].
- [33] Mediocredito, «Report al 30 settembre 2021».
- [32] Mediocredito, «Report al 31 dicembre 2020».
- [30] Ministero dello Sviluppo Economico, «La riforma del Fondo di Garanzia per le PMI,» 2017.
- [8] OCSE, «Studi economici dell'OCSE: Italia 2021,» 2021.
- [27] OECD, «Financing SMEs and Entrepreneurs 2017 - An OECD Scoreboard,» 2017.
- [5] OECD, «Financing SMEs and Entrepreneurs: An OECD Scoreboard. Special edition: The impact of COVID-19,» 2020.
- [21] UniCredit Research, «Strategy Flash - Rates 6 may 2021,» 2021.