

Fondo di garanzia PMI: l'ascesa dalla micro alla macro-politica economica

Marcello Esposito

Collana: Università Cattaneo Working Papers

ISSN: 2532-554X

Università Carlo Cattaneo - LIUC

Corso Matteotti 22, 21053 Castellanza (VA), Tel. 0331-572.282, email: biblio@liuc.it

Fondo di garanzia PMI: l'ascesa dalla micro alla macro-politica economica

Marcello Esposito*

Abstract

Il Fondo di Garanzia PMI è stato creato nel 1996 ed ha iniziato la sua operatività ad inizio anni 2000. Nell'ambito della politica economica del nostro Paese il suo ruolo ha assunto con il tempo una sempre maggiore rilevanza, ma è solo in seguito alla crisi pandemica che subisce una trasformazione strutturale, testimoniata dalla dimensione quantitativa dell'intervento: le garanzie complessivamente offerte negli anni 2020-2022 ammontano a 215 miliardi di euro. Da strumento dedicato al perseguimento di specifici obiettivi microeconomici si trasforma in uno strumento universale di sostegno e di stabilizzazione macroeconomica. In questo lavoro cercheremo di valutare, sulla base delle informazioni pubbliche disponibili, quali rischi potenziali si nascondano per le finanze pubbliche in uno strumento che consente di disaccoppiare temporalmente il momento del beneficio da quello della spesa. L'obiettivo non è solo quello di invitare ad una certa prudenza, ora che la fase ciclica sta cambiando e le condizioni congiunturali difficilmente potranno essere così favorevoli come quelle degli ultimi anni, ma anche stimolare una riflessione approfondita sulla governance di uno strumento così "potente". Se si vuole stabilizzare l'uso estensivo del Fondo di Garanzia per la promozione della competitività del sistema produttivo italiano, è doveroso chiedersi se sia strutturato per svolgere un compito di politica economica di tale portata.

Keywords: Public loan guarantees, Bank lending, Covid-19 pandemic

JEL codes: H81, G21, G28, H12, H50, H63

1. Introduzione

Il Fondo di Garanzia PMI è stato creato nel 1996 ed ha iniziato la sua operatività ad inizio anni 2000. Nell'ambito della politica economica del nostro Paese il suo ruolo ha assunto con il tempo una sempre maggiore rilevanza, ma è solo in seguito alla crisi pandemica che subisce una trasformazione strutturale, testimoniata dalla dimensione quantitativa dell'intervento: le garanzie complessivamente offerte negli anni 2020-2022 ammontano a 215 miliardi di euro. Da strumento dedicato al perseguimento di specifici obiettivi microeconomici si trasforma in uno strumento universale di sostegno e di stabilizzazione macroeconomica.

In questo lavoro, illustreremo l'intervento a sostegno delle PMI operato attraverso il Fondo di Garanzia durante e dopo la pandemia e cercheremo di valutare, sulla base delle informazioni pubbliche disponibili, quali rischi potenziali si nascondano per le finanze pubbliche in uno strumento che consente di disaccoppiare temporalmente il

* School of Economics and Management, Università Carlo Cattaneo - LIUC, Corso Matteotti 22, 21053 Castellanza, Italy.
Email: mesposito@liuc.it

momento del beneficio da quello della spesa. A tale proposito, è importante notare che nel dibattito economico non sembrano emergere particolari preoccupazioni al riguardo, mentre si tende a sottolineare l'indubbio aspetto positivo che tale strumento ha nel facilitare l'accesso al credito delle PMI e salvaguardare i *ratio* patrimoniali delle banche.¹

L'obiettivo non è solo quello di invitare ad una certa prudenza, ora che la fase ciclica sta cambiando e le condizioni congiunturali difficilmente potranno essere così favorevoli come quelle degli ultimi anni, ma anche stimolare una riflessione approfondita sulla *governance* di uno strumento così "potente". Non è un caso che in Europa l'intervento diretto nel mercato creditizio venga inquadrato, a causa delle distorsioni che può creare alla libera concorrenza, nell'ambito degli aiuti di Stato.² Se si vuole stabilizzare l'uso estensivo del Fondo di Garanzia per la promozione della competitività del sistema produttivo italiano, è doveroso chiedersi se sia strutturato per svolgere un compito di politica economica di tale portata.

2. Il Fondo di garanzia PMI come strumento di politica economica

Nei libri di testo, quando si parla di interventi rivolti alla gestione del ciclo economico, siamo abituati a distinguere gli strumenti di politica economica in "fiscali" e "monetari". La distinzione è soprattutto logica, visto che raramente la politica fiscale è in equilibrio e il margine di manovra effettivo dipende dai tassi d'interesse che la politica monetaria determina, ma rappresenta una buona approssimazione di quello che accade in regimi istituzionali in cui il governo della moneta è delegato ad una banca centrale formalmente indipendente dall'esecutivo.

Accanto alla categoria degli strumenti "macro" di gestione del ciclo economico esiste poi una categoria di strumenti di "micro" intervento volti a perseguire obiettivi di natura strategica, a migliorare l'efficienza di mercati specifici o a rispondere a crisi localizzate. In linea teorica, questa tipologia di interventi non dovrebbe avere nulla a che fare con lo stato della congiuntura, che al limite rappresenta un vincolo nello schema finanziario dello strumento prescelto.

¹ Si vedano, ad esempio, le dichiarazioni, in risposta all'allarme sull'impatto potenziale sui conti pubblici, del Presidente dell'ABI Patuelli (Serafini L., 2024) in supporto a quelle del Presidente della Confindustria in difesa di una prosecuzione dell'uso in forma estesa delle garanzie a sostegno delle PMI.

² Perlomeno, non ci sono informazioni pubbliche sulle condizioni applicate nei finanziamenti assistiti da garanzia, sui soggetti a cui il finanziamento è stato concesso o rifiutato, sulle garanzie accessorie richieste (fidejussioni, pegni ...), sui tassi applicati e via discorrendo. Nelle informazioni granulari messe a disposizione sul sito del Fondo, nella sezione Amministrazione Trasparente, sono indicati solo i soggetti beneficiari con alcune informazioni di sintesi, ma non gli enti creditizi eroganti e le condizioni applicate al finanziamento sottostante.

Il Fondo di Garanzia PMI apparteneva all'armamentario della politica microeconomica fino ai primi mesi del 2020, ma con lo scoppio della pandemia, cambia natura e diventa uno strumento di intervento macroeconomico. Diventa infatti il canale primario per assicurare liquidità al sistema produttivo ed evitare che i *lock-down* causino il collasso di interi settori economici, portandosi dietro il sistema bancario e con esso l'intero Paese. Una strategia che è stata adottata anche in altri Paesi europei ed approvata dall'Europa con la sospensione delle regole sugli aiuti di Stato. E che si è rivelata un successo: nel periodo 2020-2022 il Fondo offre garanzie per 215 miliardi, su un totale di 271 miliardi di finanziamenti.

Lo strumento viene usato in modalità totalmente emergenziale per circa due anni e mezzo. In questo periodo, il credito a favore di artigiani, famiglie produttrici, piccole o medie aziende è stato di fatto totalmente garantito dallo Stato. I *lock-down* finiscono ad aprile del 2021 e il 31 marzo del 2022 termina definitivamente lo stato di emergenza sanitaria. Nel frattempo, a febbraio del 2022 si verifica l'invasione dell'Ucraina e la nuova emergenza diventa la conseguente crisi energetica. Il regime straordinario per gli aiuti di Stato (il cosiddetto *Temporary Framework*) termina comunque il 30 giugno 2022 per tutti i Paesi europei.

Come spesso accade in economia quando si usano i *bazooka*, il sistema si assuefa.³ Bisogna aspettare il 2023 per osservare un lento ritorno ad un utilizzo più "normale" dello strumento, ma ad oggi non è ancora chiaro se e quando il rientro nell'alveo della politica microeconomica avverrà. Per quanto si modulino le percentuali di garanzia su un modello di *rating*, non è "normale" che in una economia di mercato un finanziamento venga garantito dallo Stato fino all'80% e per operazioni diverse dagli investimenti fino al 60%.

La questione della "normalità" o meno delle garanzie statali è tutto sommato degna solo di un dibattito accademico se il costo di tale intervento è nullo o limitato all'inefficiente allocazione delle risorse che la distorsione del meccanismo dei prezzi può causare e che eventualmente si mostra solo nel lungo periodo. La domanda che bisogna porsi nel caso del Fondo di Garanzia PMI post-Covid19 è se si tratta di un pasto gratis, ripetibile nel tempo con qualche mitigazione, oppure se il costo per i conti pubblici è solo rimandato e potrà concretizzarsi nell'immediato futuro, rendendo ancora più complesso il rispetto del Patto di Stabilità.

³ Si vedano, ad esempio, le dichiarazioni, in risposta all'allarme sull'impatto potenziale sui conti pubblici, del Presidente dell'ABI Patuelli (Serafini L., 2024) in supporto a quelle del Presidente della Confindustria in difesa di una prosecuzione dell'uso in forma estesa delle garanzie a sostegno delle PMI.

I *policy maker* non sembrano essere particolarmente preoccupati in proposito. Nel 2020, con il varo dei decreti emergenziali, c'erano state analisi approfondite sui rischi,⁴ ma alla luce delle informazioni disponibili sull'andamento molto favorevole delle escussioni nel periodo 2020-23, il dibattito è scivolato in uno stato che potremmo quasi definire di compiacenza.

In effetti, le riserve prudenziali appostate a fronte delle garanzie sembrano abbondanti e più che sufficienti ad assorbire le perdite attese. Il problema è che la contabilità pubblica ragiona sostanzialmente per cassa e, quindi, bisogna tenere conto non solo della possibilità che le perdite effettive siano superiori a quelle attese (e coperte dalle riserve prudenziali), ma anche dell'impatto sul fabbisogno e sul debito pubblici quando le garanzie vengono escusse.⁵ Visto che le riserve, secondo i ns calcoli, sono arrivate a sfiorare i 30 miliardi di euro e che i finanziamenti sottostanti alle garanzie sono a medio-lungo termine, la compiacenza dovrebbe lasciare il posto ad una seria riflessione su come evitare che il conto del pasto si rilevi troppo salato.

Come è noto, infatti, nel credito a medio-lungo termine, raramente i prenditori falliscono nel periodo immediatamente successivo al finanziamento. Non foss'altro perché all'inizio la stessa liquidità ottenuta può essere utilizzata per ripagare le rate di ammortamento. I problemi sorgono molti anni dopo l'erogazione della garanzia e proprio quando meno ce ne sarebbe bisogno, cioè durante le recessioni.

3. L'operatività del Fondo di garanzia PMI dal 2020 ad oggi

Nella Tavola 1 è riassunto l'andamento dal 2020 ad oggi delle garanzie a valere sul Fondo di Garanzia PMI gestito dal MCC. Bastano i numeri per capire il ruolo centrale svolto da tale strumento nella gestione della crisi Covid: nel 2020-21 sono state emesse garanzie per 172 mld di euro a valere su 217 miliardi di finanziamenti. Non è un'esagerazione affermare che in quegli anni lo Stato si sia addossato una parte estremamente significativa del rischio creditizio delle PMI italiane.

Come spesso accade con le misure emergenziali, passata l'emergenza il rientro verso i livelli di normalità è, per usare un eufemismo, molto graduale. Nel 2019 le domande (di garanzia) accolte erano state 124.950 per un importo garantito pari a 13,3 mld. Nei primi 5 mesi del 2024, a quasi 2 anni dalla fine dell'emergenza Covid, le domande accolte sono 93.853 per un importo garantito pari a 11,1 mld.

⁴ Si veda ad esempio Ufficio Parlamentare di Bilancio (2020).

⁵ Si veda l'appendice 2 sul trattamento contabile delle garanzie pubbliche.

Tavola 1: La dimensione delle garanzie offerte dal Fondo PMI nel periodo 2020-23

Data Delibera	Operazioni	Finanziamenti accolti (mln)	Importo Garantito (mln)	Garanzia %	Garantito Medio	Finanziamento medio
2020	1,585,344	€ 124,387	€ 105,921	85.2%	€ 66,812	€ 78,461
2021	999,064	€ 93,555	€ 67,642	72.3%	€ 67,705	€ 93,643
2022	283,056	€ 53,860	€ 42,136	78.2%	€ 148,861	€ 190,281
2023	235,893	€ 46,239	€ 34,801	75.3%	€ 147,530	€ 196,018
Totale	3,103,357	€ 318,042	€ 250,500	78.8%	€ 80,719	€ 102,483

Fonte: Fondi di Garanzia (2019-2024), tabella n. 2

Per comprendere la eccezionalità del supporto fornito al settore produttivo e al sistema bancario possiamo confrontare l'attività del Fondo con alcuni dati relativi all'attività economica (misurata attraverso le dichiarazioni IVA)⁶ e all'attività creditizia (finanziamenti alle società e alle famiglie produttrici, di seguito i "produttori")⁷.

Tavola 2: Dimensione relativa delle garanzie offerte dal Fondo PMI

Data Delibera	Beneficiari (*)	Numero Partite IVA	Beneficiari / Partite IVA (%)	Importo Finanziamenti garantiti (mln)	Finanziamenti a Produttori (mln)	Finanziamenti garantiti (%)	IVA: Valore aggiunto fiscale (mln)
2020	1,184,763	4,133,671	28.7%	131,399	709,039	18.5%	817,235
2021	573,083	4,145,886	13.8%	97,249	716,617	13.6%	723,978
2022	187,310	4,126,227	4.5%	53,871	704,059	7.7%	847,796
2023	152,045	n.d.	n.d.	48,160	667,996	7.2%	n.d.
2024 (fino a maggio)	70,242	n.d.	n.d.	16,262	612,625	6.4%	n.d.

(*) codici fiscali unici presenti nei file mensili relativi alle singole operazioni deliberate

Fonte: Dati granulari disponibili sul sito Fondi di Garanzia; Banca d'Italia per Finanziamenti; Ministero dell'Economia e delle Finanze per IVA

Come si può notare dalla tabella, nel 2020 un numero di codici fiscali pari al 28,7% di tutte le partite IVA italiane ha beneficiato delle garanzie offerte dal Fondo. Anche se il confronto con il numero di partite IVA può essere fuorviante, perché i dati contengono un certo numero di codici fiscali riferibili a persone fisiche (si veda la Tavola 3), bisogna ricordare che molte partite IVA non sono economicamente attive e, quindi, tale valore

⁶ Ministero dell'Economia e delle Finanze (2020-2024).

⁷ Banca d'Italia (2020-2023).

rimane sufficientemente informativo per comprendere la vastità della platea dei beneficiari finali.

Usando come unità di misura il totale dei finanziamenti erogati dal sistema creditizio ai “produttori”, quelli garantiti hanno rappresentato il 18,5% del totale nel 2020. Nel 2023 le percentuali scendono, ma rimangono su un livello (7,3%), ancora molto elevato per un’economia di “mercato”. Per una corretta interpretazione della Tavola 2 è bene ricordare che i dati relativi ai finanziamenti garantiti rappresentano un flusso, mentre il dato dei Finanziamenti ai Produttori è uno stock.

Al lordo dei rimborsi, che sono probabilmente iniziati nel corso del 2023 con il venire meno del periodo di preammortamento, si può notare come nel 2022 i finanziamenti garantiti nel corso dell’emergenza sanitaria (terminata a giugno 2022) abbiano raggiunto il 40% della consistenza complessiva dei prestiti al settore produttivo (grandi imprese comprese). Se ipotizziamo che circa 90 miliardi dei prestiti del periodo Covid⁸ siano stati rimborsati, mentre i successivi siano ancora in essere, la percentuale a maggio 2024 rimane praticamente invariata (41%).⁹

Tavola 3: Distribuzione beneficiari per partite IVA e codici fiscali di persone fisiche

Anno	Partite IVA	Codici Fiscali	% P. IVA
2020	961.208	623.504	60.65%
2021	710.135	283.168	71.49%
2022	222.173	57.569	79.42%
2023	200.454	43.815	82.06%
2024 (fino a maggio)	74.440	19.413	79.31%

Fonte: Ns. elaborazioni su dati granulari messi a disposizione sul sito del Fondo nella sezione “Amministrazione Trasparente”. Da notare che, a differenza del numero di beneficiari esposto nella Tavola 2, i dati si riferiscono alle singole operazioni e, quindi, conteggiano più volte lo stesso beneficiario se questi ha ottenuto diversi finanziamenti garantiti.

Da notare che nei finanziamenti totali non abbiamo la distinzione tra grandi e piccole-medie aziende e non abbiamo distinto tra prestiti a “breve” e “medio-lungo” termine. Ne deriva una sottostima dell’incidenza, quantitativa e qualitativa, delle garanzie sul credito erogato alle PMI.

Per quanto riguarda la distinzione dimensionale, ricordiamo che le grandi aziende hanno avuto accesso ad altre tipologie di garanzie pubbliche che non rientrano tra quelle erogate dal Fondo PMI. Ad esempio, il prestito da 6,3 miliardi erogato nel marzo 2020 a

⁸ Fotina C., Serafini L. (2024)

⁹ È interessante notare che le consistenze dei finanziamenti totali si riducono dal 2022 a maggio 2024 di circa 91 miliardi. La cifra è quasi identica a quella dei rimborsi anticipati dei prestiti garantiti.

Stellantis (nata dalla fusione tra FCA e il gruppo Peugeot) è stato garantito all'80% da SACE.

Per quanto riguarda la distinzione per durata, nella Tavola 17 abbiamo riportato la distribuzione per macrocategorie: breve-termine e medio-lungo termine. Da questa possiamo dedurre una suddivisione temporale da confrontare con quella disponibile per il complesso dei finanziamenti al settore produttivo. Si veda la Tavola 4 a tale proposito.

Tavola 4: Distribuzione per scadenze dei finanziamenti

	Finanziamenti Totali		Finanziamenti Garantiti		Garantiti/Totali	
	B/Termine	M-L/Termine	B/Termine	M-L/Termine	% B/T	%M-L/T
2020	182,293	479,802	8,597	97,324	4.7%	20.3%
2021	143,756	520,596	2,982	64,660	2.1%	12.4%
2022	151,466	514,878	2,802	39,334	1.8%	7.6%
2023	141,624	490,491	10,933	23,869	7.7%	4.9%

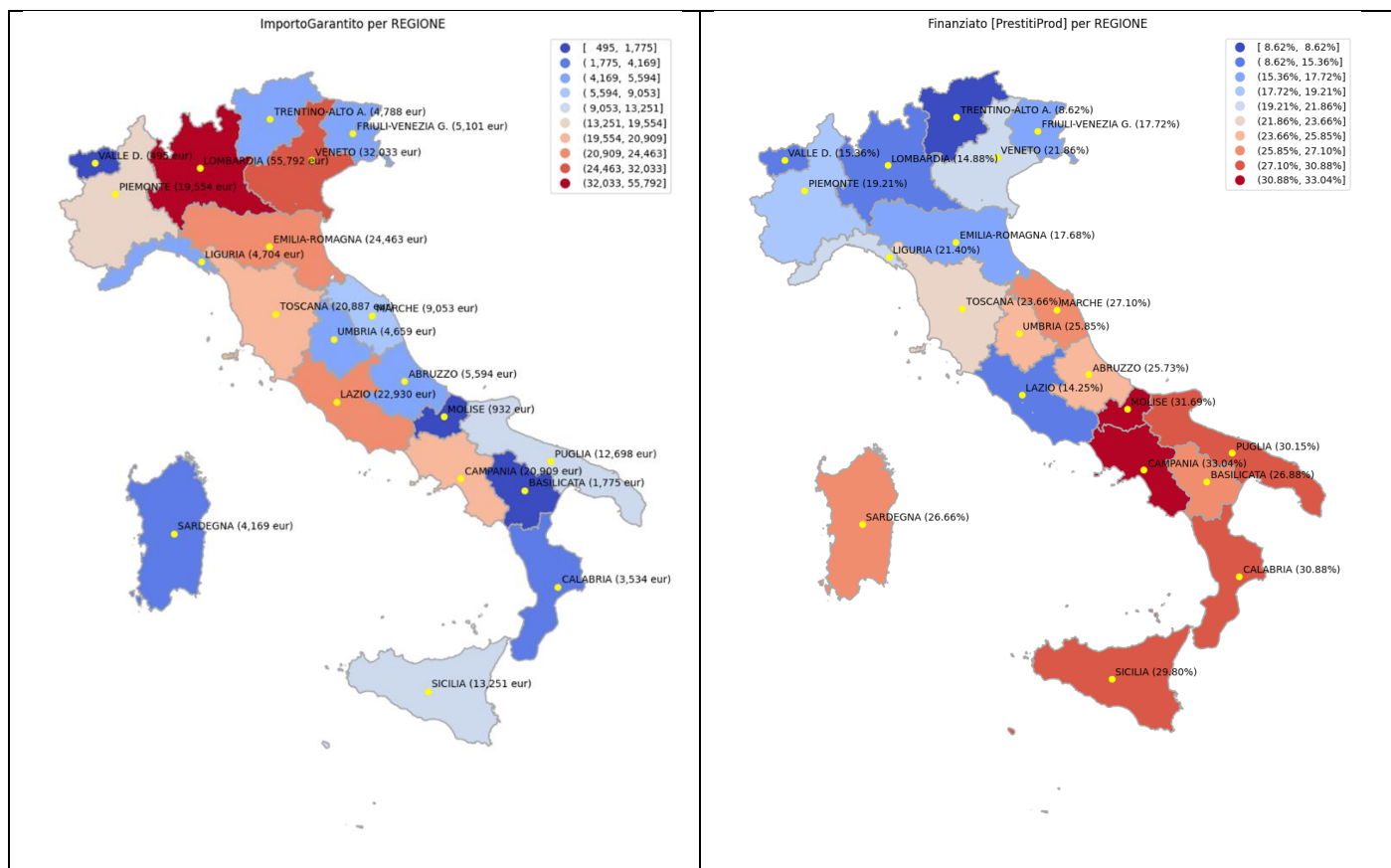
Fonte: Fondi di Garanzia (2019-2024)

La percentuale dei finanziamenti garantiti nel comparto del medio-lungo termine sul totale dei prestiti rimane decisamente più elevata per tutto il periodo della pandemia. Una avvertenza in relazione al 2023: nel caso del Fondo di Garanzia, la definizione di breve-termine si estende a 18 mesi, mentre per le statistiche Banca d'Italia rimane a 12 mesi. Questo può spiegare la maggiore incidenza percentuale delle garanzie a breve termine e il salto rispetto alla serie storica.

I dati granulari consentono di approfondire l'analisi a livello territoriale, fino all'unità amministrativa dei Comuni. Rimanendo a livello regionale, nella Figura 1 è rappresentata attraverso cartine geografiche la distribuzione regionale delle garanzie pubbliche: nella cartina di sinistra è riportato l'importo garantito (in milioni di euro) per ciascuna regione, mentre nella cartina di destra è riportato l'importo dei finanziamenti sottostanti alle garanzie in rapporto al totale dei finanziamenti erogati ai "produttori" (famiglie e imprese). La scala dei colori va dal blu, minore incidenza, al rosso, maggiore incidenza.

Si può notare come le maggiori beneficiarie a livello assoluto siano state le regioni del Nord, come era ragionevole aspettarsi in base al diverso livello di attività produttiva, mentre quelle del Sud a livello relativo, come era ragionevole aspettarsi in base ad una razionale politica di gestione del rischio creditizio da parte della banca finanziatrice.

Figura 1: Livelli assoluti e relativi dell'offerta di garanzie pubbliche a livello regionale



Fonte: Ns. elaborazioni su dati granulari messi a disposizione sul sito del Fondo di garanzia nella sezione "Amministrazione Trasparente".

Usando la macro-classificazione dei codici ATECO, si può ottenere una vista sui settori economici (le "sezioni" ATECO) che hanno maggiormente beneficiato del supporto del Fondo. Nella Tavola 5 abbiamo ordinato i settori in base alle garanzie ricevute su base annuale. Si può notare come con l'eccezione (positiva) dell'Istruzione e (negativa) dell'Agricoltura, i primi 6 settori beneficiari (colore rosso) sono rimasti gli stessi all'inizio e alla fine del periodo di osservazione.

Tavola 5: Distribuzione settoriale delle garanzie offerte

ATECO [Sezione]	2020	2021	2022	2023	2020 [rank]	2021 [rank]	2022 [rank]	2023 [rank]
ATTIVITÀ DEI SERVIZI DI ALLOGGIO E DI RISTORAZIONE	8.6%	7.5%	2.7%	2.7%	1	2	3	2
ALTRE ATTIVITÀ DI SERVIZI	8.3%	4.9%	2.0%	1.7%	2	5	5	5
COSTRUZIONI	6.4%	5.3%	2.8%	2.4%	3	4	2	3
ISTRUZIONE	6.2%	3.5%	1.7%	1.3%	4	7	7	7
ATTIVITÀ IMMOBILIARI	5.7%	9.2%	4.2%	2.8%	5	1	1	1
ESTRAZIONE DI MINERALI DA CAVE E MINIERE	4.7%	5.4%	1.9%	1.7%	6	3	6	4
ATTIVITÀ PROFESSIONALI, SCIENTIFICHE E TECNICHE	4.1%	2.3%	1.1%	0.7%	7	11	12	14
ATTIVITÀ ARTISTICHE, SPORTIVE, DI INTRATTENIMENTO E DIVERTIMENTO	3.6%	2.7%	0.8%	0.8%	8	8	14	13
SANITÀ E ASSISTENZA SOCIALE	3.4%	2.2%	1.0%	0.8%	9	12	13	12
ATTIVITÀ MANIFATTURIERE	3.3%	2.1%	1.1%	0.9%	10	14	9	11
NOLEGGIO, AGENZIE DI VIAGGIO, SERVIZI DI SUPPORTO ALLE IMPRESE	3.1%	2.2%	1.1%	1.0%	11	13	10	10
COMMERCIO ALL'INGROSSO E AL DETTAGLIO; RIPARAZIONE DI AUTOVEICOLI E MOTOCICLI	2.7%	1.6%	0.8%	0.7%	12	15	15	15
TRASPORTO E MAGAZZINAGGIO	2.6%	2.4%	1.2%	1.1%	13	9	8	8
FORNITURA DI ACQUA; RETI FOGNARIE, ATTIVITÀ DI GESTIONE DEI RIFIUTI E RISANAMENTO	2.6%	2.4%	1.1%	1.0%	14	10	11	9
SERVIZI DI INFORMAZIONE E COMUNICAZIONE	2.4%	1.3%	0.6%	0.6%	15	16	16	16
AGRICOLTURA, SILVICOLTURA E PESCA	2.1%	3.9%	2.0%	1.5%	16	6	4	6
FORNITURA DI ENERGIA ELETTRICA, GAS, VAPORE E ARIA CONDIZIONATA	0.3%	0.3%	0.1%	0.1%	17	17	17	17
ATTIVITÀ FINANZIARIE E ASSICURATIVE	0.2%	0.2%	0.1%	0.0%	18	18	18	18

Fonte: Ns. elaborazioni su dati granulari messi a disposizione sul sito del Fondo di garanzia nella sezione "Amministrazione Trasparente".

4. Il costo ad oggi per le finanze pubbliche

Dal momento che la contabilità pubblica di fatto ragiona per cassa per gli aggregati di maggior interesse per il nostro Paese,¹⁰ l'onere delle garanzie emerge solo nel momento in cui il credito si deteriora e le garanzie vengono escusse. Se la garanzia è su un finanziamento a medio-lungo termine, i tempi possono essere molto lunghi e, come accade per ogni forma di debito pubblico, il costo di tali misure viene spostato su cicli “politici” futuri, rendendo questo tipo di intervento particolarmente opaco e potenzialmente pericoloso per gli equilibri di finanza pubblica.

Pur non essendo disponibili informazioni sufficientemente complete e dettagliate sui crediti deteriorati assistiti da garanzia pubblica, l'ultima relazione Banca d'Italia sulla Stabilità Finanziaria parla di un *“tasso di deterioramento su base annua associato alle imprese che avevano fatto ricorso ai prestiti Covid-19 (diversi da quelli riconducibili al ‘cura Italia’) che si è mantenuto attorno al 2 per cento, mostrando una lieve tendenza all’aumento nell’ultimo trimestre”*.¹¹ Da notare che il “cura Italia” incide in maniera minore sul totale delle garanzie concesse durante il periodo emergenziale (si veda la Tavola 10).

Sempre Banca d'Italia fa sapere che *“a marzo del 2024 le escussioni dei prestiti garantiti sono cresciute rispetto a dicembre, ma rimangono inferiori agli andamenti osservati prima della pandemia.”*¹² La situazione non appare altrettanto tranquilla sul fronte delle operazioni di cartolarizzazione di crediti deteriorati: alcune di quelle effettuate nel periodo precedente il Covid iniziano ad avere problemi nel grado di copertura delle Note senior. E non è di grande conforto apprendere che invece le operazioni originate dal 2020 non hanno *“invece dato ancora segnali di possibili default sulle note senior, ma registrano un rallentamento degli incassi.”*¹³

Dalla Relazione del settembre 2023 redatta dal Ministero delle Imprese e del Made in Italy (MIMIT) è possibile ricavare qualche ulteriore informazione numerica che ci consente perlomeno di comprendere il numero (non l'importo o le tempistiche

¹⁰ Appendice 2.

¹¹ Banca d'Italia (2024).

¹² Banca d'Italia (2024).

¹³ Banca d'Italia (2024). Si ricorda che il Fondo è stato utilizzato anche per operazioni di cartolarizzazione di crediti deteriorati (46 operazioni per un gross book value di 118 miliardi) prima e dopo il 2020. Nel rapporto si legge: “con specifico riferimento alle operazioni assistite dalla Gacs (garanzia sulla cartolarizzazione delle sofferenze), si è rilevato un peggioramento del grado di copertura delle note senior (ossia la classe di titoli meno rischiosa) dovuto principalmente al pagamento degli interessi (in genere a tasso variabile); gli interessi sono rimborsati prima del capitale e quindi hanno assorbito una quota dei recuperi altrimenti destinata al rimborso. Al 30 giugno 2023 le proiezioni degli incassi attesi effettuate dai servicers hanno evidenziato per 11 operazioni – tutte originate prima del rinnovo della garanzia nel 2019 – la possibilità che la Gacs potesse essere effettivamente escussa.”

dell'escussione) prima del Covid e durante i primi anni dell'emergenza. Nella Tavola 6 abbiamo riportato la percentuale di operazioni accolte in sofferenza dal 2016 al 2022. Come si può notare dalla Tavola 6, se è vero che le operazioni in sofferenza (per il periodo 2020-22) sono su un livello percentuale pari al 2%, inferiore a quello pre-Covid, è altrettanto vero che la percentuale nel 2022 ritorna in linea. In ogni caso, mancando i dati del 2023 ed essendo assenti altre informazioni è impossibile estrapolare un *trend*.

Tavola 6: Operazioni garantite in sofferenza

Periodo pre-Covid				Periodo post-Covid			Valori medi	
2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	pre-Covid	post-Covid
4.90%	3.36%	4.42%	5.78%	0.47%	0.90%	4.78%	4.62%	2.05%

Fonte: Urso A. (2023), Figura 4.8

Un altro frammento di informazione viene da un recente intervento al Parlamento da parte del Ministro Adolfo Urso, in vista della proroga al 2025 delle attuali regole per l'accesso alle garanzie.¹⁴ Sono riferiti alcuni dati relativi ai soli finanziamenti garantiti nel periodo dell'emergenza pandemica che riportiamo sinteticamente nella Tavola 7.

Tavola 7: Andamento operazioni "Covid" (maggio 2024)

	Finanz. "Covid"	Garanzie "Covid"	Finanz. rimborsati	Garanzie escusse	Finanz. residui	Garanzie residue
Totale	253 mld	200 mld	146 mld	3,3 mld	107 mld	91 mld
Garanzia 100%	23 mld	23 mld	9 mld	0,6 mld	14 mld	14 mld

Fonte: Fotina C., Serafini L. (2024) e Spada D. (2020)

Dalla Tavola 7 si evince che il tasso di escussione cumulativo è stato (fino ad ora) pari al 1,65% per il totale delle garanzie emesse durante il periodo "Covid". Per il sottoinsieme delle garanzie al 100% dell'importo finanziato, il tasso di escussione cumulativo è stato leggermente superiore, ma su livelli comunque contenuti: 2,6%.

I dati di contabilità pubblica consentono di aggiungere qualche ulteriore informazione a conferma di quanto sopra riportato. In una pubblicazione mensile¹⁵ della Ragioneria generale è possibile rinvenire un conto (denominato "MEDCEN L.662-96 GARANZIA PMI") dove vengono messe a disposizione del MCC le somme necessarie a coprire le perdite attese. Nella Tavola 8 ne abbiamo riportato l'andamento.

¹⁴ Fotina C., Serafini L. (2024)

¹⁵ I dati sono stati tratti dai documenti messi liberamente a disposizione dal MEF, Ministero dell'Economia e delle Finanze, Dipartimento della Ragioneria generale dello Stato.

Tavola 8: Andamento del conto “MEDCEN L.662-96 GARANZIA PMI”

	Saldo	Entrate	Uscite	Entrate/Garantito
6/30/2024	29,315,267,786	5,579,626,042	380,800,935	49.96%
12/31/2023	24,116,442,679	6,831,944,692	866,340,872	18.85%
12/31/2022	18,150,838,860	1,481,778,769	397,227,023	3.53%
12/31/2021	17,066,287,114	4,062,431,582	478,353,504	5.88%
12/31/2020	13,482,209,036	7,616,573,273	499,942,167	7.00%
12/31/2019	6,365,577,931	1,664,336,381	597,804,388	
12/31/2018	5,299,045,938	367,809,040	560,045,338	
12/31/2017	5,491,282,236			

Fonte: cfr. tra diverse mensilità del Conto Riassuntivo del Tesoro¹⁶

La colonna delle Entrate rappresenta i versamenti effettuati dal Tesoro a copertura degli accantonamenti che il MCC deve effettuare quando eroga garanzie. La colonna delle Uscite dovrebbe rappresentare le escussioni delle garanzie.¹⁷ Solo queste ultime dovrebbero entrare nel computo del fabbisogno (vedi Appendice 2). Se ci fosse perfetta sincronia tra il momento dell'erogazione e il momento della costituzione della riserva, l'ultima colonna della Tavola 6 dovrebbe rappresentare le perdite attese. Tuttavia, la volatilità del dato ed il notevole aumento del rapporto percentuale suggerisce un certo *lag* temporale. Pertanto, useremo i dati pluriennali per dedurre una stima delle probabilità di *default* implicite nel calcolo della riserva.

Prima di passare all'interpretazione dell'andamento del conto, bisogna premettere che non abbiamo informazioni circa il modo in cui i finanziamenti rimborsati impattano sul conto. In teoria, dovrebbero liberare risorse e determinare una riduzione del saldo, con uscite a favore dello Stato. Ma non sappiamo se tale riduzione sia mai avvenuta e come venga contabilmente registrata. In base alle dichiarazioni rilasciate dal Ministro, è probabile che fino ad ora il saldo del conto non sia mai stato toccato a tale scopo, ma utilizzato per rifinanziare prolungamenti o estensioni dell'operatività del Fondo.

Pur con queste limitazioni, possiamo notare che, dal 2020 a oggi, i 250 mld circa di garanzie erogate hanno portato ad un aumento del saldo di circa 23 miliardi. Ne deduciamo che le perdite attese sono state stimate al 9,2% (un valore molto diverso dall'ipotetico 2% annuale, ma spiegheremo tra poco il perché).

¹⁶ Ragioneria Generale dello Stato (2025)

¹⁷ Se non esistono altri conti utilizzati allo scopo dal MCC di cui noi non siamo a conoscenza.

Le uscite dal conto sono decisamente inferiori: dal 2020 in poi, il totale ammonta a 2,6 miliardi. Tenendo conto che una parte di esse è imputabile alle garanzie pre-COVID, il tasso di *default* osservato è stato decisamente inferiore a quanto era plausibile ritenere dopo una crisi come quella generata dalla pandemia e in linea con i frammenti di informazione sopra riportati.

Quindi, volendo interpretare le poche informazioni disponibili, la situazione appare in generale sotto controllo e decisamente migliore rispetto alle ipotesi di “*default*” implicite nel modello di *rating* adottato dal MCC per valutare l'ammissibilità delle richieste ed utilizzato per calcolare le riserve da apporre.

Purtroppo, come già detto, non sono disponibili dati sulle percentuali e le tempistiche di escussione, il deterioramento attuale e prevedibile dei crediti sottostanti, le percentuali di recupero ... Incrociando i dati della Tavola 8 con quelli della Tavola 7 emerge ad esempio una distonia. Le escussioni registrate sulle erogazioni “Covid” sono state pari a 3,3 mld di euro (a maggio 2024), maggiori rispetto alle uscite dal Conto MEDCEN sullo stesso periodo, i cui 2,6 mld dovrebbero risentire anche dello stock di garanzie erogate prima del 2020. Non abbiamo purtroppo contezza di come riconciliare i due dati e di quanto lungo sia il ritardo con cui le escussioni registrate da MCC si riflettano in uscite per il Conto MEDCEN. È evidente che una tale informazione è importante ai fini della previsione dell'impatto delle escussioni sui fabbisogni degli anni futuri.

Tuttavia, prima di ipotizzare che le probabilità di *default* usate per calcolare le perdite attese siano da rivedere (e non di poco), sarebbe necessario avere contezza dei *trend* in atto nelle escussioni e considerare la peculiare situazione congiunturale che si è venuta a creare con gli straordinari stimoli fiscali e monetari messi in campo allo scoppio della pandemia. Non a caso la probabilità di *default* usata per il calcolo delle perdite attese non è “puntuale” ma è un valore medio sul ciclo economico, come vedremo nel prosieguo.

Illustreremo, quindi, le ragioni congiunturali che possono spiegare un livello così basso delle escussioni nel corso degli ultimi anni. Se, come temiamo, non c'è stato un cambiamento strutturale nella solidità patrimoniale delle aziende italiane, riteniamo opportuno non abbassare la guardia sullo strumento ed usare quest'ultima coda di una congiuntura estremamente favorevole per prepararsi ad un ritorno dei tassi di *default* verso i livelli stimati dal modello MCC. D'altro canto, i prestiti garantiti sono in larga parte a medio-lungo termine e, date le regole di contabilità pubblica, non è necessario che i “*default*” eccedano il livello stimato perché le escussioni su una massa così rilevante

possano nei prossimi anni condizionare i già stretti margini di manovra imposti dal rispetto del Patto di Stabilità.

5. Tassi di *default* e congiuntura macroeconomica

Come è noto nella teoria economica e provato dalla storia finanziaria, i tassi di *default* variano nel corso del ciclo economico. Fatto salvo per effetti di trascinamento più o meno lunghi a seconda del contesto istituzionale, è quasi tautologico affermare che le fasi espansive sono caratterizzate da bassi tassi di *default* mentre quelle recessive da elevati.¹⁸ Non a caso gli *stress test* a cui le banche sono regolarmente sottoposte, prevedono ipotesi di scenari recessivi per valutare la capacità di resistere ad un significativo peggioramento del ciclo economico. Ed è per questo motivo che si tende ad usare come stima per le perdite attese a fronte di rischi creditizi a lungo termine un valore medio che tenga conto dell'alternanza delle varie fasi cicliche a cui l'economia può andare incontro nel corso della vita del prestito.

Se osserviamo i dati di crescita del PIL dal 2021 ad oggi, è immediato notare l'eccezionalità del periodo. Se i tassi di crescita potessero mantenersi su quei livelli, è indubbio che il rischio creditizio delle PMI italiane potrebbe rimanere ben al di sotto dei livelli storicamente osservati prima del Covid. Il problema è che già nel 2023 si è registrato un ridimensionamento fortissimo della crescita e le previsioni per il 2024 e gli anni successivi non mostrano alcun miglioramento significativo. Il motivo che sta dietro la crescita eccezionale del biennio 2021-2022 è in larghissima parte dovuto alle politiche monetarie e fiscali estremamente espansive che sono state adottate per fronteggiare la pandemia. Il fatto che il crollo del PIL del 2020 non si sia tradotto in un aumento delle sofferenze paragonabile a quello successivo alla crisi finanziaria del 2008 è in parte dovuto alla diversa natura dei fattori alla base della contrazione e in parte allo stesso Fondo di garanzia. Basti pensare all'ammontare di liquidità che attraverso di esso è stato dirottato verso le PMI nel 2020-21 rispetto al 2022-23.

¹⁸ Si veda Bofondi M., Ropele T. (2011), dove tra l'altro è possibile trovare riferimenti bibliografici sul tema delle determinanti macroeconomiche della qualità creditizia.

Tavola 9: Contesto macroeconomico prima e dopo il Covid

	Periodo Post-Covid					2023-2019	Media
	2019	2020	2021	2022	2023		
PIL Nominale (*)	€ 1,804,067	€ 1,670,012	€ 1,842,507	€ 1,997,055	€ 2,128,001		
Crescita Nominale		-7.43%	10.33%	8.39%	6.56%	17.96%	4.21%
Crescita Reale (1)		-8.47%	8.90%	4.70%	0.70%	5.09%	1.25%
Inflazione (Deflatore)		1.14%	1.31%	3.52%	5.82%	12.25%	2.23%
Inflazione media (HICP) (**)		-0.15%	1.96%	8.72%	6.02%	17.34%	4.08%
Tassi a L/Termine medi (**)		1.17%	0.81%	3.16%	4.28%		2.36%
Tassi a L/Termine reali-HICP		1.32%	-1.15%	-5.56%	-1.73%		-1.78%
	Periodo Pre-Covid					2019-2015	Media
	2015	2016	2017	2018	2019		
PIL Nominale (*)	€ 1,663,278	€ 1,704,857	€ 1,744,493	€ 1,777,744	€ 1,804,067		
Crescita Nominale		2.50%	2.32%	1.91%	1.48%	8.46%	2.05%
Crescita Reale (1)		1.14%	1.94%	0.60%	0.65%	4.39%	1.08%
Inflazione (Deflatore) (***)		1.35%	0.38%	1.30%	0.83%	3.90%	0.96%
Inflazione media (HICP) (**)		-0.05%	1.33%	1.26%	0.65%	3.22%	0.79%
Tassi a L/Termine medi (**)		1.49%	2.11%	2.61%	1.95%		2.04%
Tassi a L/Termine reali		0.14%	1.73%	1.31%	1.12%		1.08%

Note: (*) ISTAT revisione 2024; (**) ECB; (***) IMF; (1) per gli anni 2021-23 i tassi di crescita reali sono quelli contenuti nel comunicato stampa ISTAT relativo alla revisione del PIL, negli anni rimanenti sono dedotti dalla variazione percentuale sull'anno del deflatore GDP riportata da IMF.

Fonte: Antilici P. et al. (2020) e Spada D. (2020).

Rimanendo nell'ambito più tradizionale della politica monetaria, non possiamo dimenticare l'effetto della politica dei tassi a zero (o negativi per i prenditori di più elevato standing). Con tassi a zero, per non parlare di tassi negativi, qualunque livello di debito è sostenibile indefinitamente. Ma si tratta di situazioni necessariamente temporanee. A livello macroeconomico, infatti, questo comporta un'enorme redistribuzione di reddito dai creditori ai debitori, con conseguenze disastrose per l'inflazione e la produttività, consentendo tra le altre cose la moltiplicazione di *zombie companies* la cui unica possibilità di sopravvivenza sta nella repressione finanziaria *ab libitum*.

Per memoria, riportiamo nella Tavola 10 il livello dei tassi d'intervento della BCE dal 2019 ad oggi e il corrispettivo valore del tasso d'inflazione al momento della variazione. Il valore reale del tasso d'intervento, che misura il grado di restrizione (se positivo) o di espansione (se negativo), mostra il livello di quasi "sudamericano" delle condizioni monetarie in Europa nel 2022. Non sorprende che l'inflazione, monetaria e finanziaria, sia esplosa. Bisogna aspettare il 2024 prima che i tassi a breve reali tornino in territorio positivo.

Tavola 10: La politica monetaria in Europa

	2019	2022				2023						2024	
dd/mm	18/9	27/7	14/9	2/11	21/12	8/2	22/3	10/5	21/6	2/8	20/9	12/6	18/9
Deposit Facility	-0.5%	0%	0.75%	1.5%	2%	2.5%	3%	3.25%	3.5%	3.75%	4%	3.75%	3.5%
HICP Euro A.	0.8%	8.9%	9.9%	10.1%	9.2%	8.5%	6.9%	6.1%	5.5%	5.2%	4.3%	2.5%	2.2%
Tassi reali	-1.3%	-8.9%	-9.15%	-8.6%	7.2%	-6%	-3.9%	-2.85%	-2%	-1.45%	-0.3%	1.25%	1.3%

Fonte: European Central Bank (2025b)

Le banche centrali hanno commesso nel 2021 l'errore di sottovalutare la ripresa inflazionistica, rimanendo ferme quando l'inflazione ha rialzato la testa. Non è tuttavia prudente ipotizzare che la tolleranza nei confronti di un'inflazione sopra il target (2%) possa essere tollerata una seconda volta.

D'altro canto, già nel 2024 i tassi reali sono tornati ad essere positivi e, per quanto la BCE abbia già effettuato un paio di tagli nei propri tassi d'intervento, possiamo essere sufficientemente certi che, fatto salvo per eventi straordinari, non si faranno più trovare impreparati di fronte ad un'eventuale nuova fiammata inflazionistica.

E allo stesso modo non è prudente ipotizzare che l'economia italiana possa proseguire su un sentiero di crescita accelerata come nel 2021-22. Oltre al dato del 2023, le

previsioni più recenti per il PIL e l'inflazione (si veda Tavola 10) mostrano un quadro decisamente più simile alla situazione pre-Covid. Con l'aggravante (per i debitori) di tassi d'interesse nominali e reali più elevati e positivi.

Anche la politica fiscale è stata eccezionalmente espansiva nel periodo post-COVID e non solo durante la fase emergenziale. Se si tiene conto che l'impatto di misure come il Super-Bonus (170 mld secondo UPB) o le garanzie pubbliche sono solo in parte conteggiate, la spinta della politica fiscale è stata ancora maggiore di quella esposta nella Tavola 11.

Tavola 11: La politica fiscale in Italia

	Post-Covid				
	2020	2021	2022	2023	2024 (***)
Deficit (*)	-155,845	-159,169	-167,958	-154,124	-92,328
Deficit/GDP (**)	-9.33%	-8.64%	-8.41%	-7.24%	-4.30%
Debito (*)	2,574,153	2,680,558	2,758,225	2,863,438	2,927,858
Debito/GDP (**)	154.14%	145.48%	138.11%	134.56%	136.36%
	Pre-Covid				
	2015	2016	2017	2018	2019
Deficit (*)	-42,248	-40,765	-42,010	-38,353	-27,004
Deficit/GDP (**)	-2.54%	-2.39%	-2.41%	-2.16%	-1.50%
Debito (*)	2,239,679	2,285,989	2,330,227	2,381,981	2,410,940
Debito/GDP (**)	134.65%	134.09%	133.58%	133.99%	133.64%

Fonte: European Central Bank (2025a)

Anche nel caso della politica fiscale, bisogna notare che, a meno di eventi drammatici, la sospensione del Patto di Stabilità non è ripetibile e l'Italia, come tutti gli altri Paesi dell'Area euro dovrà ritornare ad una situazione di finanza pubblica più simile a quella del quinquennio precedente il Covid. Nessuno crede alle regole di rientro del Debito pubblico verso il 60% di Maastricht, che non sono mai state rispettate prima e non lo saranno certo adesso che l'Europa si trova ad affrontare un contesto drammaticamente peggiorato. Tuttavia, superata una breve fase di transizione, livelli superiori al 5% rimarranno un ricordo per tutti i Paesi sul fronte del deficit.

L'unica speranza di sfiorare i limiti del Patto di Stabilità in maniera significativa è riposta nell'adozione della proposta di un debito comune europeo, contenuta nel Rapporto Draghi sulla competitività europea. Con una spesa annua di 800 miliardi di euro in deficit, se si usassero i criteri di ripartizione basati sulle *capital keys* della BCE, all'Italia spetterebbero 90 mld di euro circa. Ma non bisogna cullarsi in questa illusione: la

possibilità che ciò possa avvenire senza un cambiamento nei Trattati è pari a zero. E la possibilità di sottoporre a referendum la trasformazione dell'Europa in uno Stato federale è, ad oggi e nel futuro immaginabile, pari a zero.

Nella Tavola 12 abbiamo riportato le previsioni macroeconomiche per l'anno in corso e quello successivo. Il quadro non è neanche lontanamente paragonabile a quello osservato negli ultimi anni.

Tavola 12: Italia: contesto macroeconomico futuro prossimo

	2024	2025
PIL reale (*)	0.8%	1.1%
Inflazione (*)	1.3%	2.2%
BTP 10y (25/9/24)	3.5%	3.5%
Tasso 10y reale	2.2%	1.3%

(*) Fonte: OECD (2024)

D'altro canto, dietro tali scenari previsivi c'è l'ipotesi che i prossimi anni dovranno essere dedicati al rimettere in sesto i conti pubblici, non foss'altro per il ritorno alle regole di equilibrio del Patto di Stabilità. Con tutta la gradualità del caso, ma di certo la stagione dei super-bonus e del finanziamento monetario del deficit sembra definitivamente alle spalle. E, viste le sfide della transizione "green" e i rischi geopolitici così ben delineati nel rapporto Draghi¹⁹ sulla (declinante) competitività europea, è probabile che i poco confortanti numeri contenuti nella Tavola 12 siano destinati a ripetersi anche nel futuro più distante.

Non stupisce quindi che il tasso di *default* sui prestiti garantiti alle PMI sia rimasto su livelli così bassi e lontani da quelli storicamente osservati. La domanda che bisogna porsi è quindi doppia. È plausibile ritenere che, in assenza di stimoli fiscali e monetari dell'entità osservata per affrontare la pandemia, l'Italia possa replicare tassi di crescita come nel 2021-23? Se la risposta è negativa, è plausibile ritenere che i tassi di *default* ritornino (per lo meno) verso la media ciclica osservata in passato (e riflessa nel *rating* MCC)?

6. Un modello per la previsione delle escussioni future

Le garanzie concesse variano nelle condizioni e nell'importo in base alle tipologie di intervento, che nella terminologia del Fondo vengono definite con il termine di

¹⁹ The future of European competitiveness, September 2024

“processo”. Nella Tavola 13 abbiamo raggruppato gli importi delle garanzie per i principali processi, usando i dati granulari forniti dal Fondo.

Tavola 13: Distribuzione delle garanzie per processo di concessione

Processo	2020	2021	2022	2023	2024(*)	Totale
ModelloRating	81,635	53,510	37,844	33,694	9,554	216,236
Senza ModelloRating	27,127	15,537	4,179	2,548	1,616	51,007
<i>CuratItalia</i>	3,217	7,711	0	-	-	10,928
<i>Liquidità</i>	20,456	2,573	102	-	-	23,132
<i>StartUp</i>	2,726	4,590	3,254	1,662	665	12,967
<i>ImportoRidotto</i>	342	339	256	344	420	1,701
<i>Portafoglio</i>	199	181	415	379	466	1,639
<i>Altro</i>	118	143	152	163	64	639
Totale	108,762	69,047	42,024	36,241	11,169	267,243

Fonte: Ns. elaborazioni su dati granulari messi a disposizione sul sito del Fondo di garanzia nella sezione “Amministrazione Trasparente”.

La maggiore differenza tra i processi riguarda l'applicazione o meno del Modello di *Rating* elaborato dal MCC.²⁰ Tra i processi a cui non viene applicato il modello di *rating* vale la pena evidenziare quelli creati eccezionalmente per l'emergenza sanitaria, i cosiddetti “Cura Italia” e “Liquidità”. Nella Tavola 13 si nota chiaramente il loro spegnimento, avvenuto nel 2022 con il venir meno dello stato emergenziale. È bene comunque ricordare che lo stato emergenziale ha determinato una variazione anche nelle condizioni a cui le garanzie sono state concesse nelle altre tipologie di processo. Solo in questi ultimi anni si è ritornati a regole simili a quelle del periodo pre-Covid.

Il processo “modello *rating*” è importante non solo quantitativamente, ma anche perché consente di avere un'idea del rischio creditizio dei beneficiari. Il modello di *rating* presenta un modulo “andamentale” che dovrebbe servire a monitorare l'evoluzione del rischio creditizio nel tempo, ma non abbiamo trovato informazioni sulla dinamica del *rating* sulle garanzie in essere. L'unica informazione disponibile è la fotografia statica del *rating* al momento della concessione della garanzia. I Report annuali²¹ del Fondo negli anni 2021-23 riportano tale informazione a livello aggregato. Nella Tavola 14 per il 2020 e il 2024 abbiamo inserito ns stime.

²⁰ Appendice 1.

²¹ Fondi di Garanzia (2019-2024).

Tavola 14: Distribuzione per *rating* delle garanzie concesse ("modello *rating*")

MCC rating		Composizione garanzie processo "modello rating"				
rating	PD	2020 (*)	2021	2022	2023	2024 (**)
1	0.12%	15.46%	15.46%	15.86%	14.00%	14.00%
2	0.33%	6.48%	6.48%	7.46%	9.17%	9.17%
3	0.67%	4.76%	4.76%	6.72%	9.87%	9.87%
4	1.02%	11.55%	11.55%	10.55%	8.87%	8.87%
5	1.61%	16.83%	16.83%	16.33%	15.48%	15.48%
6	2.87%	11.94%	11.94%	11.23%	11.49%	11.49%
7	3.62%	13.77%	13.77%	12.14%	10.49%	10.49%
8	5.18%	7.65%	7.65%	7.58%	8.60%	8.60%
9	8.45%	7.23%	7.23%	6.72%	5.17%	5.17%
10	9.43%	3.69%	3.69%	3.88%	3.45%	3.45%
11	16.30%	0.64%	0.64%	1.29%	2.72%	2.72%
12	22.96%	0.00%	0.00%	0.25%	0.70%	0.70%

Fonte: (*) Ns. stima (pari a 2021); (**) ns. stima (pari a 2023)

Ai fini del calcolo delle perdite attese, i tre elementi fondamentali sono la Probabilità di *Default* (PD), la Esposizione al momento del *Default* (EAD) e la Perdita attesa in caso di *default* (LGD). Purtroppo, nel materiale pubblico a disposizione ci sono informazioni (incomplete) per quel che riguarda la PD attesa e nulla o quasi circa la EAD e la LGD.

A - Ipotesi sulla PD

Abbiamo inserito nella seconda colonna della Tavola 14 la PD associata da MCC a ciascuna classe di merito. Nella Tavola 15 abbiamo semplicemente elaborato la PD media derivante, anno per anno, dalla distribuzione delle garanzie per *rating*.

Tavola 15: *Rating* aggregato delle garanzie concesse con "modello *rating*"

Modello di Rating						
	2020	2021	2022	2023	2024	2020-24
PD media	2.76%	2.76%	2.81%	2.97%	2.97%	2.81%
Rating Implicito	6	6	6	7	7	6

Fonte: Ns. stime

Va notato che, ai fini della determinazione dinamica delle perdite attese, bisognerebbe disporre di un modello che tenga conto dell'effetto del ciclo economico sulla PD. La PD

pubblicata da MCC è rimasta invariata da quando, nel 2017, è stato creato il nuovo sistema MCC quindi è plausibile ritenere che essa corrisponda ad un valore medio indipendente dal ciclo economico (PD *Through-the-Cycle*, TCC). Questo tende a sovrastimare le perdite in fasi del ciclo espansive e caratterizzate da bassi tassi d'interesse. Viceversa, in fasi di recessione o di alti tassi d'interesse reali. Inoltre, quando gli interventi di politica economica sono di dimensioni straordinarie, come nel caso in questione, bisognerebbe tenere conto dell'impatto che gli stessi interventi possono generare a livello sistemico (positivi in fase di attuazione, negativi in fase di "normalizzazione").

Un'altra informazione di cui bisognerebbe disporre riguarda le determinanti dimensionali, settoriali e geografiche della PD. Non solo perché il ciclo economico può colpire diversamente i vari settori economici e le aziende di piccola o grande dimensione, ma anche perché nel caso italiano il divario Nord-Sud si riflette anche sulla robustezza patrimoniale delle aziende. L'enorme numero di aziende che sono state assistite dal fondo per le PMI attenua solo parzialmente la mancanza di informazioni disaggregate.

B - Il rischio nelle garanzie erogate attraverso gli altri processi

Infine, esiste una certa percentuale di garanzie che sono state erogate senza la procedura "modello di *rating*" e per le quali non è pubblicamente disponibile il *rating*. Ipotizzeremo (ottimisticamente) una distribuzione analoga a quella mediamente osservata per la procedura "modello di *rating*". Anche se ci preme sottolineare che per le StartUP e le imprese innovative, la PD andrebbe innalzata al 22% (l'ultimo livello delle classi di merito MCC), in base a quanto normalmente stimato in letteratura (si veda Tavola 16).

Tavola 16: Probabilità di *default* per le Start-Up

Startup PD	1y	2y	4y	5y	8y
Gupta et al (2020)	22%			46%	
Puri and Zarutskie (2012)	17%	25%			
Robb and Robinson (2014)			27%		38%

Fonte: Ns. stime

Non sappiamo se questo venga fatto per il calcolo delle perdite attese e la costituzione delle Riserve. Comunque, in assenza di informazioni specifiche e per evitare inutili complessità, assumeremo che la distribuzione del *rating* sia la stessa delle aziende

sottoposte al processo “modello di *Rating*” e che il prestito-tipo abbia le stesse caratteristiche sopra illustrate.

Un discorso a parte invece va fatto per il processo di Portafoglio, che riguarda operazioni di cartolarizzazioni di crediti dove le garanzie pubbliche sono concesse in modo completamente diverso. Per questo motivo le escluderemo dalle ns simulazioni.

C - Ipotesi sulla LGD

Nel materiale pubblico non esistono indicazioni sulle perdite registrate da MCC in caso di escussione della garanzia. La nostra opinione è che, in caso di *default*, esse si avvicinino al 100% del capitale garantito, soprattutto per i finanziamenti successivi al 2020, o comunque molto superiore a quella su finanziamenti bancari non assistiti da garanzia. Se per un finanziamento bancario si può assumere un *recovery rate* del 30-40%, ipotizzeremo (ottimisticamente) un *recovery rate* del 10% per le garanzie offerte da MCC.

Le motivazioni di quello che può apparire un valore di recupero troppo basso sono essenzialmente legate ad un fattore comportamentale e ad un fattore operativo. Il fattore comportamentale rientra nell'alveo del cosiddetto *moral hazard*: è plausibile ritenere che, a fronte di garanzie estremamente elevate (durante il periodo emergenziale pari al 100%), le banche erogatrici non abbiano applicato gli stessi criteri o non abbiano richiesto le stesse garanzie accessorie (pegni, fidejussioni ...) dei finanziamenti senza garanzia pubblica. Il fattore operativo riguarda la numerosità delle posizioni aperte e l'importo medio relativamente basso: i costi e le risorse necessarie per effettuare un'operazione capillare di recupero crediti appaiono spropositati.

D - Ipotesi sulla EAD

La Esposizione al momento del *default* (EAD) dipende dal tipo di finanziamento concesso e dalla sua durata. I report annuali offrono qualche informazione sulla suddivisione tra finanziamenti a breve termine (quelli con durata inferiore ai 12 mesi, prima del 2023, e 18 mesi dopo il 2023) e a medio-lungo termine. La tabella sottostante mostra la suddivisione per importo garantito, in base a nostra ricostruzione.

Tavola 17: Distribuzione delle garanzie per durata finanziamento sottostante

	2020	2021	2022	2023	2020-2023
	Importo Garanzia				
Totale	105,920,714,829	67,641,839,908	42,136,102,180	34,801,298,194	250,499,955,111
Breve termine	8,596,546,142	2,982,171,829	2,801,995,030	10,932,590,554	25,313,303,555
Medio-lungo termine	97,324,168,687	64,659,668,079	39,334,107,150	23,868,707,640	225,186,651,556
% BR termine	8.12%	4.41%	6.65%	31.41%	10.11%
% M-L termine	91.88%	95.59%	93.35%	68.59%	89.89%
	Durata media finanziamento sottostante				
Breve termine	12	12	12	18	14.6
Medio-lungo termine	68.8	72.3	72.1	67.5	70.2
Media ponderata	64.2	69.6	68.1	51.9	64.6

Fonte: Ns. stime

Vista la relativa complessità della procedura per ottenere la garanzia, è plausibile ritenere che i finanziamenti a breve-termine siano stati tutti di durata pari a 12 mesi fino al 2022 e durata pari a 18 mesi dal 2023. Per i finanziamenti a medio-lungo termine, la durata è all'incirca di 5-6 anni. Vista la pratica di erogare finanziamenti con ammortamento alla francese e un periodo (breve) di preammortamento, assumeremo come finanziamento rappresentativo per il medio-lungo termine un mutuo di durata 6 anni, con preammortamento di 1 anno.

La frequenza di pagamento nei mutui erogati a favore di piccole e medie imprese è in genere mensile o trimestrale, ma per semplicità di calcolo assumeremo in prima battuta che la frequenza sia annuale. Per quanto riguarda, invece, il livello dei tassi d'interesse applicati (che determina a sua volta la rata interessi e la rata capitale) aggiungeremo al tasso BTP a 5 anni (mediamente prevalente nell'anno) uno spread fisso pari al 2%.

Ricapitolando le ipotesi semplificatrici, alla scadenza dell'anno di preammortamento del prestito-tipo, il debitore paga solo la rata interessi. Alla scadenza del secondo anno, paga la seconda rata interessi e la prima rata del capitale. Se il debitore fallisce entro i primi due anni, quindi, l'EAD (per il MCC) è pari all'intero importo garantito. Se il debitore fallisce dopo il secondo anno ma prima della conclusione del terzo, l'EAD sarà pari alla percentuale garantita applicata al capitale residuo e così via per gli anni successivi.

Abbiamo riportato nella Tavola 18 le ipotesi relative al caso "benchmark" di zero *default* e di zero rimborsi anticipati che rappresenteremo anche nella Figura 2. Abbiamo assunto per semplicità che tutti i finanziamenti a m/l termine abbiano un anno di preammortamento e durino complessivamente sei anni. Per i finanziamenti a breve

termine, abbiamo assunto durata pari a 12 mesi (fino a 18 per quelli erogati a partire dal 2023).

Tavola 18: Evoluzione delle garanzie in essere (caso “benchmark”)

	Garanzie (Hyp: 0 rimborsi anticipati, 0 default)				
	Concesse	Concesse Cum.	Restituite	Restituite Cum.	Residue
2020	105,921	105,921	-	-	105,921
2021	67,642	173,563	(8,597)	(8,597)	164,966
2022	42,136	215,699	(21,684)	(30,280)	185,418
2023	34,801	250,500	(34,303)	(64,583)	185,917
2024		250,500	(46,977)	(111,560)	138,940
2025		250,500	(48,447)	(160,007)	90,493
2026		250,500	(45,828)	(205,835)	44,665
2027		250,500	(26,233)	(232,067)	18,432
2028		250,500	(13,182)	(245,249)	5,251
2029		250,500	(5,251)	(250,500)	-

Fonte: Ns. stime

È da notare che rispetto a simulazioni analoghe presenti in forma grafica in Banca d'Italia (2023b), il tasso di restituzione è un po' più veloce. Questo è in parte dovuto al fatto che noi assumiamo un preammortamento di 12 mesi, più corto di 3 mesi rispetto a loro assunzione.

La probabilità che il debitore fallisca entro N anni è abbastanza semplice da calcolare in maniera recursiva: $PD(1) = PD$, $PD(2) = (1-PD)*PD$, ... $PD(N) = ((1-PD)^{(N-1)})*PD$.

E - Stima sui rimborsi anticipati

Per determinare le escussioni potenziali sui finanziamenti a medio-lungo termine bisogna considerare anche la possibilità che essi vengano rimborsati anticipatamente, in misura parziale o totale. Visto che i costi di estinzione anticipata per un mutuo a tasso variabile non sono in genere molto elevati,²² questa possibilità può essere valutata dalle aziende che hanno deciso di fare provvista in misura superiore al necessario durante fasi caratterizzate da tassi d'interesse particolarmente bassi. Quando i tassi si rialzano e se le condizioni macroeconomiche non sono critiche, ha finanziariamente senso estinguere il mutuo.

Osservando l'andamento dei tassi d'intervento della BCE, si può notare come fino a quasi tutto il 2022 i tassi a breve nominali si siano mantenuti su un livello estremamente

²² I costi si aggirano attorno all'1%, talvolta lo 0.5% per il numero di anni residui.

basse. È solo a partire dalla fine del 2022 che l'aumento dei tassi è stato sufficientemente elevato da rendere conveniente l'estinzione del finanziamento da parte di chi lo aveva contratto durante la fase pandemica a scopi puramente precauzionali.

Non sappiamo a partire da quale data le estinzioni anticipate sui prestiti garantiti contratti durante il periodo emergenziale siano iniziate, ma non sorprende che a maggio 2024 circa il 50% sia stato anticipatamente rimborsato (vedi Tavola 7):²³ il tasso BCE è salito da -0,5% (giugno 2022) a 4%. È plausibile ritenere che lo stesso tasso di estinzione anticipata si applichi nei prossimi due anni anche a chi non ha ancora rimborsato?

La risposta a nostro parere è negativa e non solo per una questione temporale o di *adverse selection*. Innanzitutto, a giugno 2024 la BCE ha iniziato a tagliare i tassi d'interesse e in occasione del successivo taglio a settembre 2024 ha chiaramente comunicato che i tagli proseguiranno se l'inflazione continua a scendere come previsto. Il fatto che tutte le principali banche centrali e *in primis* la FED abbiano comunicato la stessa cosa rende ancora più improbabile un'inversione di rotta nei prossimi anni. E poi bisogna considerare la situazione congiunturale e il venire meno dei sostegni eccezionali del periodo Covid: uno dei motivi per cui le banche centrali hanno iniziato il ciclo dei tagli è per evitare una recessione e cercare un "atterraggio morbido". In altre parole, se in un periodo di alti tassi e alta crescita un'azienda non ha rimborsato anticipatamente un prestito a medio-lungo termine, riteniamo altamente improbabile che rinunci alla liquidità durante un periodo di tassi in diminuzione e di recessione o crescita frazionalmente positiva.

7. Stima dell'evoluzione delle escussioni sulle garanzie erogate dal 2020 in poi

In base alle ipotesi discusse nelle sezioni precedenti abbiamo elaborato un modello per stimare l'evoluzione nel tempo dell'escussione delle garanzie erogate nel periodo 2020-2023. Abbiamo aggiunto un paio di ipotesi semplificatrici in relazione al flusso di erogazione mensile delle garanzie e all'emergere temporale dell'evento di *default*. Abbiamo infatti adottato come intervallo temporale base quello mensile e abbiamo diviso le erogazioni annuali per 12.

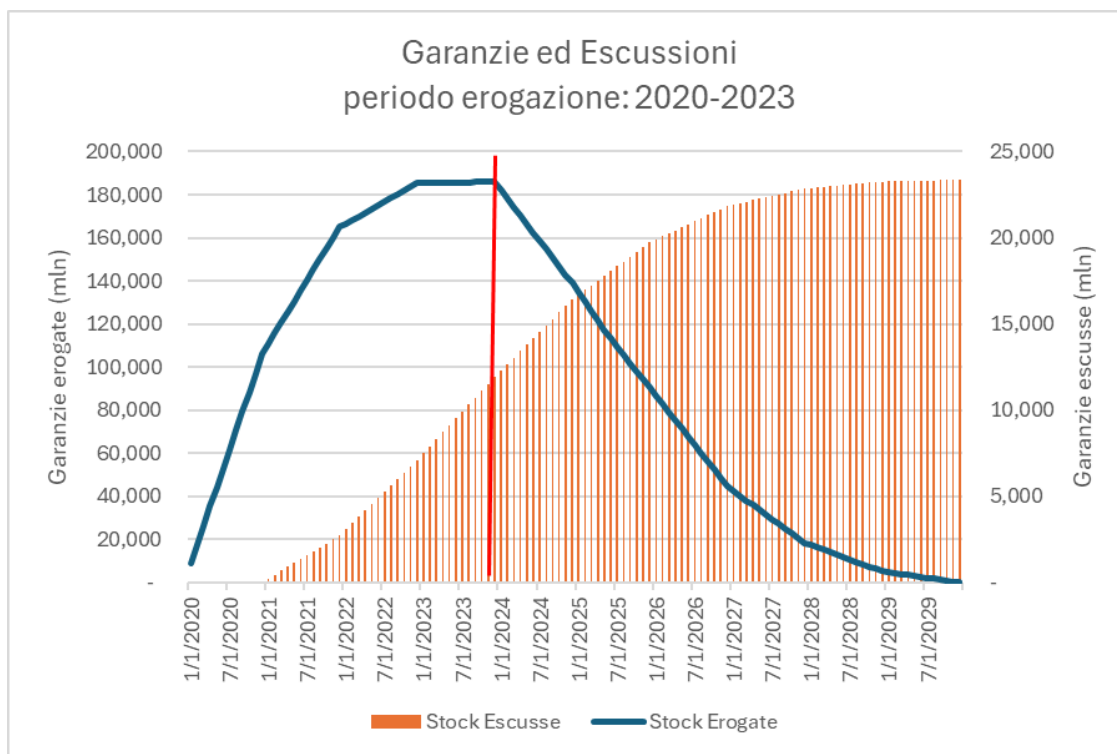
²³ Ricordiamo che dei 200 mld di garanzie erogate nel cosiddetto periodo "Covid", in base a nostre stime circa 18 mld sono relativi a finanziamenti a breve termine (inferiori a 12 mesi). Se i 91 miliardi di garanzie residue si riferiscono al finanziamento originale, questo implica una percentuale di rimborso anticipato pari al 50% dei prestiti a medio-lungo termine. Se, invece, si riferissero al capitale residuo garantito (dopo quindi il pagamento delle rate capitale e i rimborsi anticipati), la percentuale di rimborso anticipato sarebbe più bassa e pari, in base a nostre stime, al 21% circa.

Per quanto riguarda l'emersione dell'evento di *default* abbiamo assunto che esso si verifichi al momento del pagamento di una rata capitale nel caso di finanziamenti a medio-lungo termine, quindi successivamente rispetto al periodo di preammortamento. In base alle ns ipotesi precedenti, questo implica che il *default* si manifesti non prima di un anno dall'erogazione della garanzia. Abbiamo ipotizzato che il *default* rate sia pari a zero sui finanziamenti a breve termine.

L'evento di *default* genera l'escussione della garanzia che nel ns modello abbiamo assunto avvenga istantaneamente. In realtà, è plausibile ritenere che tra il momento dell'inadempienza e il momento dell'escussione passino parecchi mesi, così come tra il momento in cui l'inadempienza inizia a manifestarsi e il momento in cui il debito viene dichiarato in "*default*" e la banca inizia la procedura di escussione. In ogni caso, si nota come la prevalenza di finanziamenti a medio-lungo termine determini un significativo spostamento della curva delle escussioni nel tempo.

Nella Figura 2 abbiamo rappresentato il caso "benchmark" in cui la PD è pari a quella implicita nel *rating* MCC e dove non si verifichino rimborsi. Non si tiene conto del periodo precedente e di quello successivo. E non si tiene conto delle garanzie su operazioni di cartolarizzazione. Visto che rimborsi ci sono stati e che la PD è stata molto più bassa, potremmo considerarla una rappresentazione dello scenario "peggiore".

Figura 2: Simulazione evoluzione stock garanzie ed escussioni: scenario benchmark



Fonte: Ns. stime

Nel grafico rappresentato nella Figura 2, si può notare come la campana dello stock di garanzie in essere raggiunga il picco a fine 2023 e poi inizi a discendere a mano a mano che le rate capitale vengono pagate (ipotizzando che la garanzia MCC segua il piano di ammortamento).

In realtà, sappiamo (vedi informazioni relative alla Tavola 7) che ci sono stati rimborsi e che il tasso di *default* è stato molto inferiore a quello implicito nel *rating* MCC. Abbiamo pertanto elaborato tre scenari alternativi, che definiremo “minimo” e “medio”. In tutti e tre abbiamo preso come riferimento per il periodo ante maggio 2024 i dati di rimborso anticipato ed escussione derivabili dall’articolo del Sole24Ore. E per tutti e tre abbiamo ipotizzato che i rimborsi sui finanziamenti assistiti da garanzia accesi nel periodo post-emergenziale (2022/7-2023) siano pari a zero.

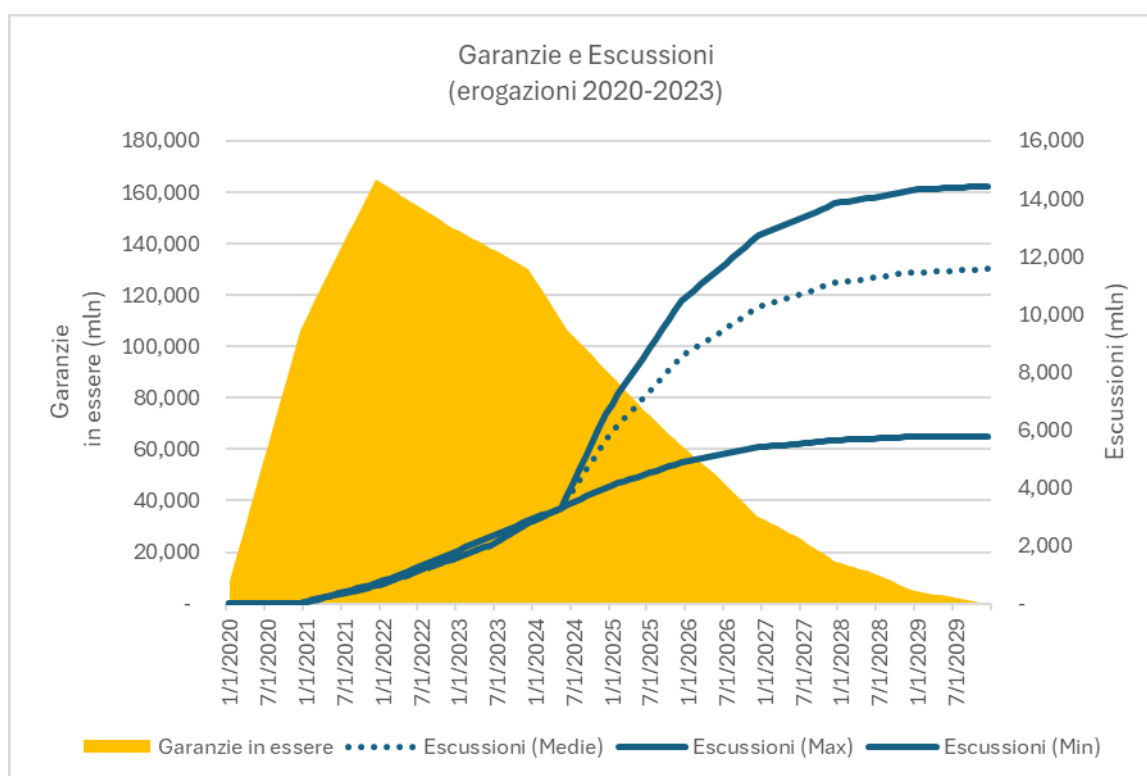
Gli scenari differiscono per quel che riguarda il tasso di *default*. Nel più favorevole abbiamo ipotizzato che esso rimanga sempre pari a quello osservato per i finanziamenti erogati nel periodo “Covid” (circa pari ad 1/3 rispetto a quello medio implicito nel *rating* MCC).²⁴ In quello intermedio abbiamo ipotizzato che per i prossimi 6 anni esso risulti pari

²⁴ Ipotizzando che i dati di cui all’articolo del Sole24Ore ripreso nella Tavola 7 si riferiscano al capitale iniziale garantito.

al livello medio implicito nel *rating* MCC (2.8%) con la fine dell'emergenza Covid. In quello peggiore abbiamo invece ipotizzato che esso sia pari al 4%, che è quello rilevato da Banca d'Italia a fine giugno 2023 sui prestiti garantiti.²⁵

I risultati della simulazione sono presentati nella Figura 3. Come si può notare, il totale delle garanzie escusse nello scenario intermedio si aggira su poco meno di euro 12 mld, con un minimo pari a circa 6 mld nello scenario migliore ed un massimo di 15 mld in quello peggiore.

Figura 3: Simulazione evoluzione stock garanzie ed escussioni: scenario peggiore, intermedio e migliore



Fonte: Ns. stime

Guardando al periodo successivo al 2023, in entrambi gli scenari i volumi di escussione maggiore si concentrano negli anni 2024-27. Successivamente, vanno a scemare fino ad azzerarsi nel 2029.

Il totale delle garanzie che saranno presumibilmente escusse (rispetto a maggio 2024) è pari a circa 11, 8 e 3 miliardi nei tre scenari. Rispetto alle somme implicite nelle riserve appostate all'interno del conto MEDCEN,²⁶ anche nello scenario peggiore siamo su livelli

²⁵ Banca d'Italia (2023b), pag. 23.

²⁶ Il saldo, ricordiamo, è aumentato di oltre 20 miliardi dal 2020 in poi.

decisamente inferiori. Ovviamente, lo scenario peggiore che abbiamo delineato rientra nell'ambito di quanto noto oggi: se il ciclo economico dovesse sfociare in una crisi come quella che abbiamo vissuto dopo il crack della Lehman, bisognerebbe ricalcolare tutto.

Tuttavia, queste cifre non devono lasciare spazio ad una eccessiva compiacenza. In primo luogo, una fase congiunturale così favorevole per il credito come quella degli scorsi anni è, come abbiamo cercato di dimostrare, irripetibile. In secondo luogo, il ritorno in vigore del Patto di Stabilità impone una disciplina di bilancio estremamente rigorosa. Abbiamo già da dover affrontare l'onda lunga dei bonus per l'edilizia. Anche "pochi" miliardi di extra-fabbisogno e debito possono generare criticità nei piani fiscali di espansione della spesa pubblica. Il fatto di avere appostato riserve superiori a quanto si è rivelato poi necessario non rileva ai fini degli aggregati di finanza pubblica sotto il controllo dell'Europa. Infine, il Fondo di Garanzia PMI continua ad erogare aiuti, in misura inferiore agli anni dell'emergenza ma superiori agli anni precedenti. Indipendentemente dal costo più o meno elevato che in una fase ciclica recessiva seria potrebbe generarsi dall'esposizione al rischio creditizio di finanziamenti a medio-lungo termine, l'uso estensivo e prolungato delle garanzie pubbliche richiederebbe una riflessione approfondita sul governo di uno strumento che dovrebbe essere indirizzato al raggiungimento di obiettivi strategici specifici e non per abbassare genericamente il costo del denaro per i produttori e gli assorbimenti di capitale per le banche.

8. Conclusioni

Il basso tasso di deterioramento dei crediti garantiti dal Fondo PMI durante la crisi pandemica è indubbiamente un segnale positivo non solo sulla resilienza del sistema produttivo italiano ma anche sulla serietà con cui il sistema bancario ha utilizzato questa leva, il cui ruolo per mantenere aperto il canale creditizio e superare i momenti più difficili dei *lock-down* è stato fondamentale.

Tuttavia, le informazioni pubblicamente disponibili sulla dinamica delle escussioni sono troppo frammentarie e incomplete per arrivare alla conclusione che si tratti di un pasto (quasi) gratis per le finanze pubbliche e per il sistema economico nel suo complesso. Il sottostante, ricordiamo, è costituito in larga parte da finanziamenti a medio/lungo termine e la fase ciclica che ha caratterizzato gli ultimi anni è stata incredibilmente favorevole per il credito. Il fatto che il tasso di *default* in tale fase sia stato notevolmente inferiore a quello implicito nel sistema di *rating* adottato dal MCC è in buona parte spiegabile ricordando che la sua stima è ottenuta *through the cycle*.

Se l'ipotesi di una PD bassa per fattori congiunturali fosse corretta, bisognerebbe prestare particolare attenzione ai prossimi anni. Il ritorno in vigore del Patto di Stabilità rende impossibile replicare politiche fiscali ultra-espansive come quelle degli anni passati e la ECB non sembra più disponibile a finanziare monetariamente i deficit pubblici. Tassi d'interesse reali positivi e tassi di crescita del PIL più in linea con quelli storici potrebbero pertanto innalzare la PD e modificare radicalmente il profilo delle escursioni osservate nel recente passato. Se ciò dovesse accadere, l'impatto sul fabbisogno e sul debito pubblico non sarebbe trascurabile, restringendo ulteriormente lo spazio di manovra fiscale a disposizione del Governo nella cornice del Patto di Stabilità.

Ma non ci sono solo motivazioni di finanza pubblica nell'invito, implicito nell'analisi svolta, a considerare con maggiore prudenza l'uso prolungato ed estensivo di uno strumento ideale per interventi ben focalizzati di natura strategica, ma trasformatosi con la crisi pandemica in una leva di stabilizzazione macroeconomica. Nel dibattito economico ci sembra mancare una riflessione approfondita sul perché venga catalogato tra gli "aiuti di Stato" e sul perché questa tipologia di interventi sia così attentamente monitorata. In questa breve nota, abbiamo accennato alla necessità di valutare le distorsioni che un intervento così profondo nei meccanismi creditizi può creare in una economia di mercato e di porsi, tra le altre cose, la domanda se il dimensionamento delle strutture che ne governano il funzionamento e ne controllano l'impatto sul sistema economico e creditizio siano adeguate a un compito di tale portata.

APPENDICE 1 – IL RATING MCC

Il *rating* MCC si esprime in una scala di valutazione che va da 1 a 12, dove 1 indica il massimo merito e 12 il massimo demerito. Nella tabella sottostante abbiamo riportato nelle prime tre colonne le cinque fasce (prima colonna) in cui sono suddivisi i 12 *rating* utilizzati da MCC (seconda colonna) e la corrispondente probabilità di *default* (PD), come indicata da MCC.²⁷ Nella quarta colonna abbiamo riportato il corrispondente *rating* S&P, usando sempre le indicazioni di MCC. Nella quinta e sesta colonna, invece, abbiamo riportato il corrispondente *Credit Quality Step* (CQS) usato nel *Eurosystem Credit Assessment Framework* (ECAF)²⁸ per la valutazione del collaterale nelle operazioni di politica monetaria della ECB: nella quinta colonna abbiamo usato come variabile “pivot” il *rating* S&P, mentre nella sesta colonna abbiamo usato come pivot la variabile PD.²⁹

Fascia MCC	RATING MCC	PD MCC	S&P	ECAF (1)	ECAF (2)
1	1	0.12%	AAA-A	CQS1-CQS2	CQS1-CQS2
2	2	0.33%	BBB+	CQS3	CQS3
	3	0.67%	BBB		CQS4
	4	1.02%	BBB-		CQS5
3	5	1.61%	BB+	CQS4	
	6	2.87%	BB	CQS5	CQS6
	7	3.62%	BB-	CQS6	CQS7
4	8	5.18%	B+	CQS7	
	9	8.45%	B		
	10	9.43%	B-		
5	11	16.30%	CCC		
	12	22.98%	C		

Fonte: Ns. elaborazioni su Fondi di Garanzia (2019-2024) e Banca d'Italia (2020)

²⁷ Da notare che nel materiale MCC non viene esplicitato l'orizzonte temporale di riferimento per la PD, anche se possiamo ipotizzare che sia stato convenzionalmente utilizzato quello annuale.

²⁸ Per i CQS1-CQS3, si veda European Central Bank (2015).

²⁹ In base a Banca d'Italia (2020) per i prestiti bancari alle imprese (conferiti individualmente), la PD associata ai vari CQS è:

CQS 1&2	CQS 3	CQS 4	CQS 5
PD<0.1%	0.1%<PD<0.4%	0.4%<PD<1%	1%<PD<1.5%

Per quanto riguarda CQS 6 e CQS 7, possiamo implicitamente dedurre da Giovannelli et al. (2020) che la PD si collochi negli intervalli 1.5%<PD<3% e 3%<PD<5%, rispettivamente.

In base al *rating*, le richieste (dove il processo di concessione della garanzia lo preveda) vengono valutate ed eventualmente accettate, in base alla seguente tabella.

Fascia	Area	Descrizione	
1	Sicurezza	Soggetto caratterizzato da un profilo economico e da una capacità di far fronte agli impegni molto buoni. Il rischio di credito è basso	Ammessa
2	Solvibilità	Soggetto caratterizzato da un'adeguata capacità di far fronte agli impegni finanziari. Il rischio di credito è contenuto.	
3	Vulnerabilità	Soggetto caratterizzato da tratti di vulnerabilità. Il rischio di credito è accettabile.	
4	Pericolosità	Soggetto caratterizzato da elementi di fragilità. Il rischio di credito è significativo.	
5	Rischiosità	Soggetto caratterizzato da problemi estremamente gravi, che pregiudicano la capacità di adempiere alle obbligazioni assunte, ovvero già in stato di default. Il rischio di credito è elevato.	Non Ammessa

Fonte: Fondi di Garanzia (2019-2024)

Non siamo a conoscenza di materiale che descriva il modello statistico usato da MCC per elaborare il proprio sistema di *rating*, ma riteniamo plausibile che esso sia derivato dal modello BI-ICAS sviluppato da Banca d'Italia. Anche di quest'ultimo non abbiamo documentazione tecnica dettagliata, se non descrizioni generiche della metodologia sottostante³⁰, ma in base ai risultati di stima della PD al 31 ottobre 2018 (data molto vicina a quella di pubblicazione del *rating* MCC) riportati nel più volte citato paper di Giovannelli et al (2020) e basati sul database di BI-ICAS, possiamo notare come le PD dei primi otto *rating* MCC interpolino molto bene i valori Bankit.³¹

CQS	Numero Aziende	Default attesi	Default osservati	PD attesa	PD osservata
1&2	7412	7	4	0.09%	0.05%
3	73128	293	164	0.40%	0.22%
4	66339	663	457	1.00%	0.69%
5	33272	499	369	1.50%	1.11%
6	51562	1547	1216	3.00%	2.36%
7	27457	1373	1345	5.00%	4.90%

Fonte: Ns. stime

³⁰ Giovannelli et al (2020).

³¹ Table 2, pag 25 di Giovannelli et al (2020).

APPENDICE 2 – LA CONTABILITA' DELLE GARANZIE PUBBLICHE

In base a quanto previsto nel SEC2010 e recepito da Eurostat (2020), le garanzie pubbliche si distinguono in “standardizzate” e “non standardizzate”. Le prime sono quelle in cui è possibile calcolare statisticamente le perdite attese e tra queste rientrano le garanzie del Fondo di Garanzia PMI. Le seconde sono invece quelle dove non è possibile calcolare una perdita attesa.

Nel caso delle garanzie standardizzate, le perdite attese vengono calcolate al momento della concessione della garanzia ed entrano nel computo dell'indebitamento netto dell'amministrazione pubblica come una passività. Il fabbisogno non viene impattato al momento della concessione garanzia, ma solo in un momento successivo qualora si verifichi l'escussione.

Come fatto notare dall' Ufficio Parlamentare di Bilancio (2020), la passività registrata nel debito netto della PA al momento della concessione della garanzia “non è però inclusa nel più ristretto aggregato del debito delle Amministrazioni pubbliche considerato ai fini della procedura per disavanzo eccessivo”. Sempre UPB (2020) fa notare che le Riserve costituite per fronteggiare eventuali escussioni future sono registrate in una voce ad-hoc, utile a fini di raccordo tra le due definizioni contabili di debito della PA.

Nel caso delle garanzie non standardizzate, di regola il debito e il fabbisogno sono invece impattati solo al momento dell'eventuale escussione.

BIBLIOGRAFIA

- Antilici, P. et al. (2020), Le misure di espansione delle attività a garanzia delle operazioni di politica monetaria dell'eurosistema. Note Covid-19, 10 giugno. <https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/note-covid-19/2020/Nota-Covid-collaterale-10062020.pdf> (consultato il 27 giugno 2024)
- Banca d'Italia (2020), Banche e istituzioni finanziarie: finanziamenti e raccolta per settori e territory. <https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/finanziamenti-raccolta/index.html> (consultato il 27 giugno 2024)
- Banca d'Italia (2023), Rapporto sulla Stabilità Finanziaria 2/2023. Roma: Banca d'Italia. https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/rapporto-stabilita/2023-2/RSF_2_2023.pdf (consultato il 27 giugno 2024)
- Banca d'Italia (2024), Rapporto sulla Stabilità Finanziaria 1/2024. Roma: Banca d'Italia. https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/rapporto-stabilita/2024-1/RSF_1_2024.pdf (consultato il 27 giugno 2024)
- Bofondi M., Ropele T. (2011), Macroeconomic determinants of bad loans: evidence from Italian banks. Questioni di Economia e Finanza (Occasional Papers), n. 89. https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/qef/2011-0089/QEF_89.pdf?language_id=1 (consultato il 27 giugno 2024)
- Briscolini, D. et al. (a cura di) (2023), La qualità del credito. Guida ai dati pubblicati dalla Banca d'Italia. Metodi e fonti: approfondimenti, 28 febbraio. https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/metodi-e-fonti-approfondimenti/metodi-fonti-2023/Metodi_e_Fonti_La-qualita-del-credito.pdf (consultato il 27 giugno 2024)
- European Central Bank (2015), The financial risk management of the Eurosystem's monetary policy operations. Francoforte: Banca centrale europea. DOI: 10.2866/493464
- European Central Bank (2025a), Data by geograophical areas: Italy, In: ECB Data Portal https://data.ecb.europa.eu/data/geographical-areas/italy?reference_area_name%5B0%5D=Italy (consultato il 12 marzo 2025)
- European Central Bank (2025b), Key ECB interest rates, In: ECB Data Portal https://www.ecb.europa.eu/stats/policy_and_exchange_rates/key_ecb_interest_rates/html/index.en.html (consultato il 12 marzo 2025)
- European Commission (2024), The future of European competitive. A competitiveness strategy for Europe, Part A, In: European Commission https://commission.europa.eu/document/download/97e481fd-2dc3-412d-be4c-f152a8232961_en?filename=The%20future%20of%20European%20competitiveness%20_%20A%20competitiveness%20strategy%20for%20Europe.pdf
- Eurostat (2019), Manual on Government Deficit and Debt. Implementation of ESA 2010 – 2019 edition. Bruxelles: Ufficio delle pubblicazioni dell'Unione europea. DOI: 10.2785/844106
- Eurostat (2019b), Manual on Government Deficit and Debt, recuperato da Eurostat <https://ec.europa.eu/eurostat/documents/3859598/10042108/KS-GQ-19-007-EN-N.pdf/5d6fc8f4-58e3-4354-acd3-a29a66f2e00c?t=1564735784000> (consultato il 12 marzo 2025)
- Fondi di garanzia (2019), Il Fondo di garanzia per le PMI. Report 31 dicembre 2018. In: Fondi di garanzia https://www.fondidigaranzia.it/wp-content/uploads/2019/02/Relazione-Dicembre-2018_Sito.pdf
- Fondi di garanzia (2021), Il Fondo di garanzia per le PMI. Report 31 dicembre 2020. In: Fondi di garanzia https://www.fondidigaranzia.it/wp-content/uploads/2021/02/Relazione-Dicembre-2020_Sito.pdf

- Fondi di garanzia (2022), Il Fondo di garanzia per le PMI. Report 31 dicembre 2021. In: Fondi di garanzia https://www.fondidigaranzia.it/wp-content/uploads/2022/02/Relazione-Dicembre-2021_Sito.pdf
- Fondi di garanzia (2023), Il Fondo di garanzia per le PMI. Report 31 dicembre 2022. In: Fondi di garanzia https://www.fondidigaranzia.it/wp-content/uploads/2023/02/Relazione-Dicembre-2022_Sito.pdf
- Fondi di garanzia (2024), Il Fondo di garanzia per le PMI. Report 31 dicembre 2023. In: Fondi di garanzia https://www.fondidigaranzia.it/wp-content/uploads/2024/02/Relazione-Dicembre-2023_Sito.pdf
- Fotina C., Serafini L. (2024), 'PMI, Fondo di garanzia verso la proroga nel 2025', Il Sole 24Ore
- Giovannelli F. et al. (2020), The in-house credit assesment system of Banca d'Italia. Questioni di Economia e Finanza (Occasional Papers), n. 586. https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/qef/2020-0586/QEF_586_20.pdf?language_id=1 (consultato il 12 marzo 2025)
- Istat (2022), Classificazione delle attività economiche Ateco. In: ISTAT <https://www.istat.it/classificazione/classificazione-delle-attività-economiche-ateco/> (consultato il 27 giugno 2024)
- Jarrow R., Lando D. e Turnbull, S. (1997), A Markov Model of the Term Structure of Credit Spreads. *The Review of Financial Studies*, 10(2), 481-523. DOI: 10.1093/rfs/10.2.481
- Merton R. C. (1974), On the Pricing of Corporate Debt: The Risk Structure of Interest Rates. *The Journal of Finance*, 29(2), 449-470. DOI: 10.1111/j.1540-6261.1974.tb03058.x
- Ministero dell'Economia e delle Finanze (2020), Osservatorio Partite IVA: sintesi dei dati annuali. In: MEF <https://www1.finanze.gov.it/finanze/osiva/public/index.php> (consultato il 27 giugno 2024)
- Ministero dell'Economia e delle Finanze (2021), Osservatorio Partite IVA: sintesi dei dati annuali. In: MEF <https://www1.finanze.gov.it/finanze/osiva/public/index.php> (consultato il 27 giugno 2024)
- Ministero dell'Economia e delle Finanze (2022), Osservatorio Partite IVA: sintesi dei dati annuali. In: MEF <https://www1.finanze.gov.it/finanze/osiva/public/index.php> (consultato il 27 giugno 2024)
- Ministero dell'Economia e delle Finanze (2023), Osservatorio Partite IVA: sintesi dei dati annuali. In: MEF <https://www1.finanze.gov.it/finanze/osiva/public/index.php> (consultato il 27 giugno 2024)
- Ministero dell'Economia e delle Finanze (2024), Osservatorio Partite IVA: sintesi dei dati annuali. In: MEF <https://www1.finanze.gov.it/finanze/osiva/public/index.php> (consultato il 27 giugno 2024)
- OECD (2024), OECD Economic Outlook, Interim Report September 2024: Turning the Corner, OECD Publishing, Paris. DOI: 10.1787/1517c196-en
- Panizzolo D. (2014), Il modello di scoring del Fondo Centrale di Garanzia: un'analisi d'impatto, DEM Discussion paper, n. 7. <https://www.economia.unitn.it/alfresco/download/workspace/SpacesStore/d8c54e44-408a-45c6-b9ad-e944fc503216> (consultato il 27 giugno 2024)
- Puri M. e Zarutskie R. (2012), On the Life Cycle Dynamics of Venture-Capital- and Non-Venture-Capital-Financed Firms. *The Journal of Finance*, 67(6), 2247-2293. DOI: 10.1111/j.1540-6261.2012.01786.x
- Ragioneria Generale dello Stato (2025), Conto Riassuntivo del Tesoro: anno 2024, In: MEF https://www.rgs.mef.gov.it/VERSIONE-I/attivita_istituzionali/previsione/contabilit _e_finanza_pubblica/conto_riassuntivo_del_tesoro/ (consultato il 12 marzo 2025)

- Robb A.M. e Robinson D.T. (2014), The Capital Structure Decisions of New Firms, *The Review of Financial Studies*, 27(1), 153-179. DOI: 10.1093/rfs/hhs072
- Serafini L. (2024), 'Il dibattito: nessuna minaccia per I conti pubblici, Covid coperto dal Fondo PMI', *Il Sole 24 Ore*
- Spada D. (2020), Fondo Centrale di Garanzia: processi valutativi pre e post Covid-19 [Tesi di laurea magistrale, Università Politecnica delle Marche].
- Ufficio Parlamentare di Bilancio (2020), Memoria del Presidente dell'Ufficio parlamentare di bilancio sul DDL AC 2461 di conversione del DL 8 aprile 2020, n. 23 recante misure urgenti in materia di accesso al credito e di adempimenti fiscali per le imprese, di poteri speciali nei settori strategici, nonché interventi in materia di salute e lavoro, di proroga di termini amministrativi e processuali. Roma: Ufficio parlamentare di bilancio. https://www.upbilancio.it/wp-content/uploads/2020/04/Memoria-UPB-su-DL-23_2020.pdf (consultato il 27 giugno 2024)
- Urso A. (2023), Relazione annuale al Parlamento sullo stato di attuazione delle policy in favore delle startup e PMI innovative, Recuperato da MIMIT https://www.mimit.gov.it/images/stories/documenti/20240119_-_Relazione_annuale_DEF.pdf

Biographical note

Marcello Esposito

Graduated with honors in Economic and Social Disciplines from Bocconi University in Milan; thesis recommended for publication. He holds a M.Sc. and a M.Phil. from the London School of Economics. He was an economist at the Study Office of Banca Commerciale Italiana and later held various positions in some leading Italian financial institutions. He currently runs some start-ups and teaches asset management at Carlo Cattaneo - LIUC University.
