

Garanzie pubbliche sul debito privato: lezioni dalla pandemia in Europa

Marco Pagano

Università di Napoli Federico II

Seminario su “Il serpente in Paradiso”

Sadibaquarantotto

Bologna, 28 marzo 2025

Garanzie pubbliche sui prestiti: obiettivi, pro e contro

- **Obiettivo**: incoraggiano il credito spostando il rischio di insolvenza in capo al governo (senza pieno compenso del rispettivo costo)
- **Raffronto con credito erogato dallo Stato**:
 - **Pro**: far leva sulla capacità di selezione e sulla rete distributiva delle banche
 - **Contro 1**: necessario compensare le banche per i costi e i rischi sopportati ⇒ rischio di sovra-compensarle (rendite)
 - **Contro 2**: necessario incentivare le banche a fornire credito aggiuntivo, cioè, a non limitarsi a una mera sostituzione di credito non-garantito preesistente
 - **Contro 3**: necessario incentivare le banche a evitare rischi eccessivi, visto che li scaricano sul bilancio pubblico (*moral hazard*)
- **Raffronto con trasferimenti fiscali**:
 - **Pro**: idem come sopra *ma meno costose*, perché si recupera parte della spesa: Hong and Lucas (2023) stimano che in Europa e USA il credito garantito ha un tasso di sussidio medio del 37% (costo fiscale/fondi erogati), rispetto al 100% dei trasferimenti fiscali
 - **Contro**: come sopra

||| Eleggibilità e condizioni per limitare i “contro”

- **Eleggibilità**: quali imprese possono ottenere prestiti garantiti
 - Limitare la **selezione avversa**: l’incentivo delle banche a dare prestiti garantiti ai propri peggiori clienti, che sono quelli che ne trarrebbero massimo beneficio
- **Condizioni**: percentuale di copertura, tasso di interesse, scadenza, commissioni, massimo prestito garantito
 - Limitare la **sostituzione delle esposizioni preesistenti**: “Una banca esposta verso un’impresa potrebbe chiederle di utilizzare il debito garantito per rimborsare i suoi prestiti esistenti” (Blanchard, Philippon & Pisani-Ferry, 2020). Perché?
 - la banca può **non voler accrescere** la propria **esposizione totale verso le imprese più rischiose** ⇒ compensare il prestito garantito con un taglio del credito non garantito, specie se la copertura offerta dalla garanzia è parziale
 - La garanzia può anche indurre la banca a **ridurre il monitoraggio**, il che fa aumentare il rischio di insolvenza ⇒ spinge a ridurre il credito non garantito
 - La sostituzione del debito preesistente può esser **richiesta dalle imprese**, per ridurre il costo del loro indebitamento ⇒ banche e imprese si dividono il surplus derivante dalla garanzia in base al rispettivo potere contrattuale

||| Eleggibilità e condizioni: linee guida della UE

- **Eleggibilità**: le regole sono state disegnate per favorire le piccole e medie imprese (PMI) “in difficoltà ... a causa dello scoppio del COVID-19” ma anche escludere “imprese in difficoltà”, cioè quelle
 - con perdite oltre la metà del capitale, o
 - sotto procedura di insolvenza o che soddisfano i criteri di insolvenza, o
 - che hanno ricevuto aiuti per il salvataggio o la ristrutturazione non ancora restituiti
 - grandi imprese con leva > 7.5 e coverage < 1 negli ultimi 2 anni
- **Condizioni** a cui potevano esser offerti i prestiti garantiti:
 - **copertura**: tra il 70% e il 90% del prestito. Pochi programmi con copertura del 100%: KfW Instant Loans in Germania & Fondo di Garanzia per prestiti alle PMI ≤€30,000
 - **limiti ai tassi di interesse e alle scadenze**: più severi per le PMI, premi crescenti al crescere delle scadenze, tetto generalizzato di 6 anni alla scadenza
 - **commissioni**: da 25 a 200 punti base, minori per scadenze brevi e per PMI
 - **limiti alla grandezza dei prestiti**: doppio del monte salari annuo del beneficiario o 25% del suo fatturato nel 2019

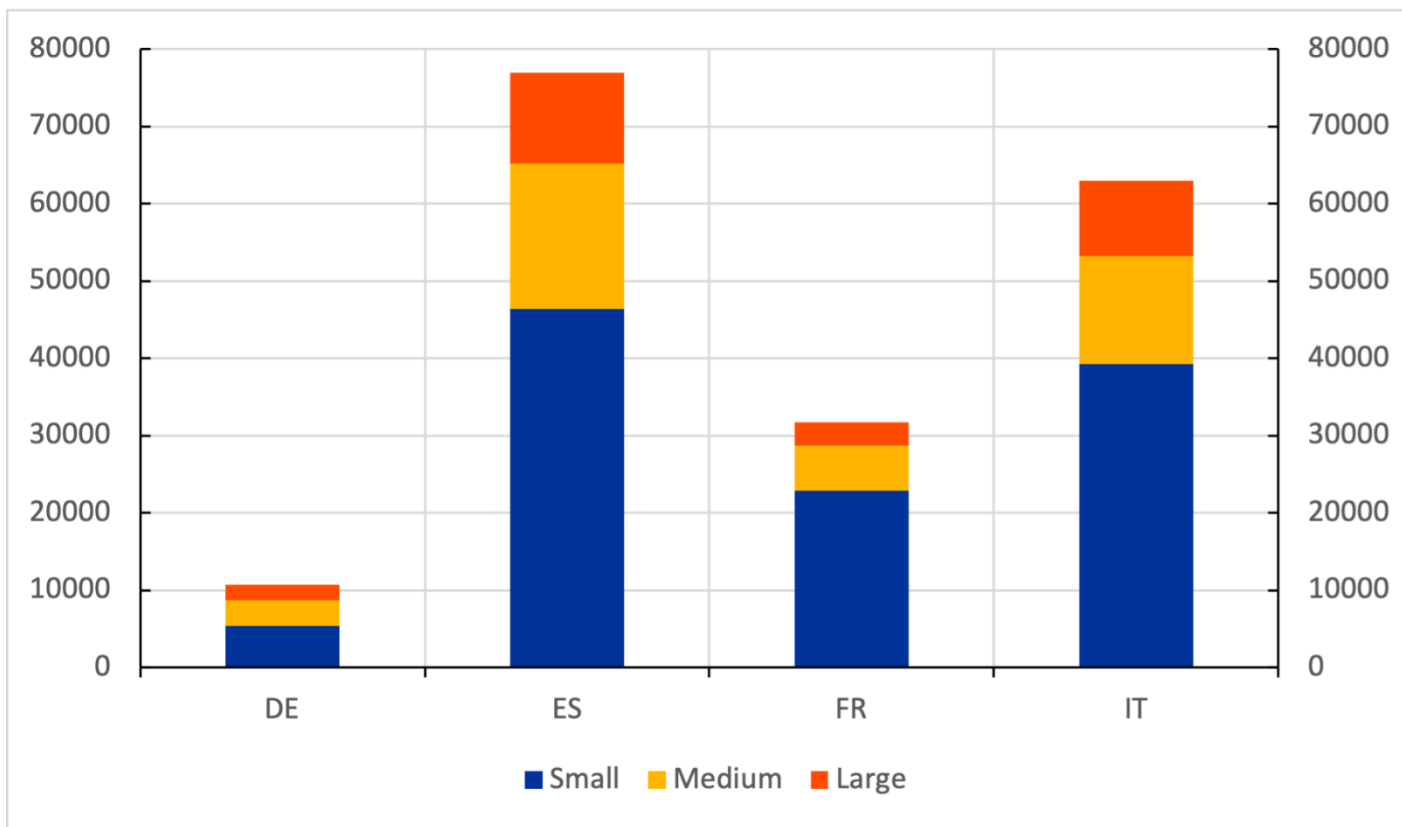
Evidenza su banche e imprese dell'eurozona

- In **Altavilla, Ellul, Pagano, Polo and Vlassopoulos (2023)**, usiamo dati sui singoli prestiti per l'eurozona per studiare
 1. l'**allocazione** delle garanzie tra imprese con caratteristiche diverse
 2. la **sostituzione** del credito non-garantito:
 1. quanto lo hanno ridotto banche che hanno erogato prestiti garantiti?
 2. e le altre banche, per imprese multi-affidate?
 3. è stata diversa a seconda delle caratteristiche di imprese e banche?
- Dati **armonizzati** da **Anacredit** (centrale dei rischi dell'eurozona) su prestiti oltre €25.000 per Francia, Germania, Italia e Spagna
- Dati di vigilanza a livello di banca
- Dati per **2,527,108 imprese**, di cui **500.013 hanno ricevuto prestiti garantiti** tra marzo e agosto del 2020

Allocazione delle garanzie

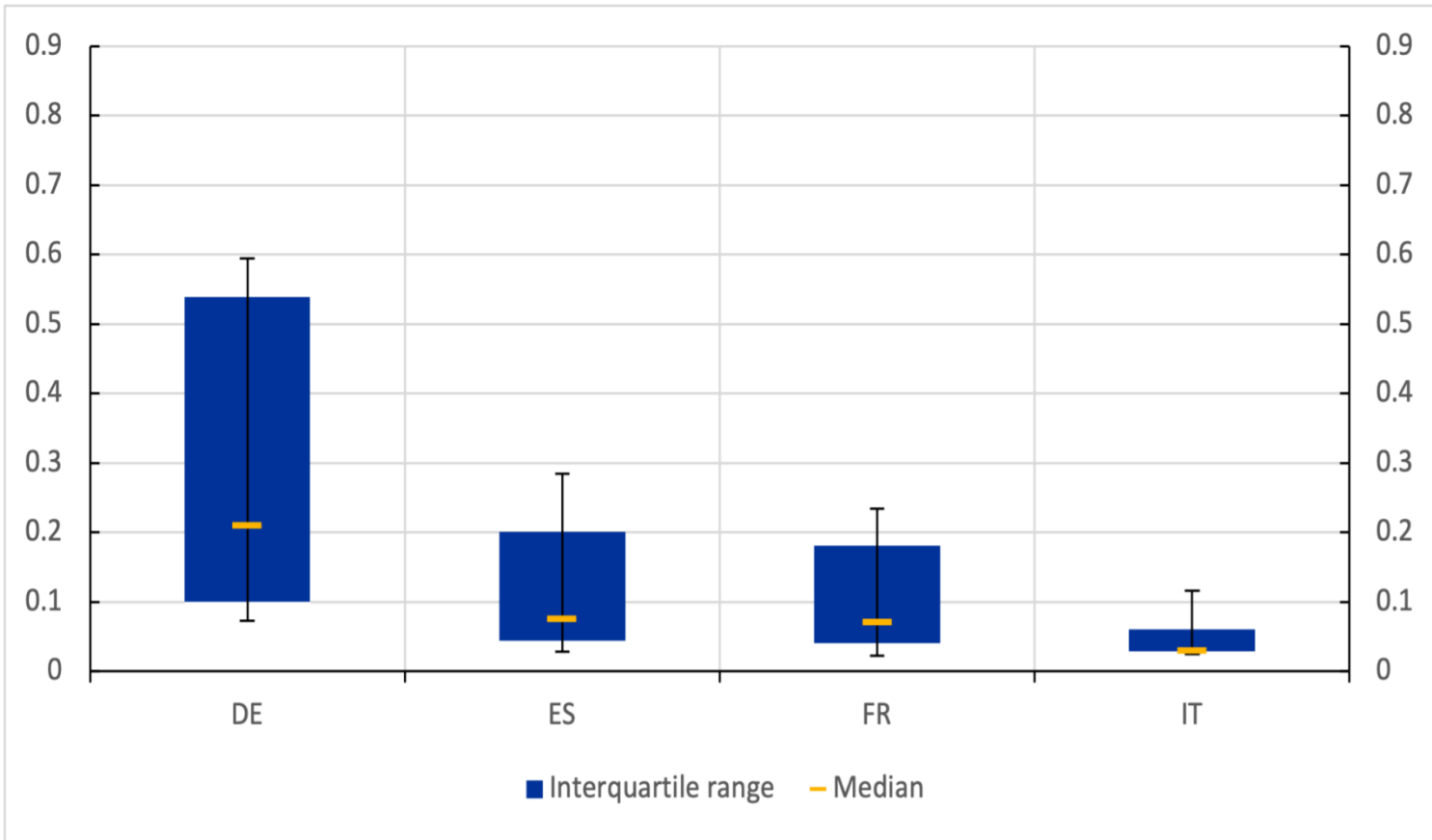


Prestiti garantiti per grandezza delle imprese (m. €)



- Maggior ammontare dei prestiti garantiti in Spagna e Italia
- Maggior parte dei fondi alle PMI in tutti a quattro i paesi


Prestiti garantiti per grandezza del prestito (m. €)



- Prestiti più grandi in Germania: più prestiti a grandi imprese
- Prestiti più piccoli in Italia: molti prestiti garantiti al 100% fino a €30.000 dati a piccole imprese

Allocazione delle garanzie

- Le **linee guida UE** sono state **(quasi) rispettate**
- In media, hanno ricevuto più prestiti garantiti le imprese
 - in **settori più colpiti dallo shock della pandemia** (cioè, con minor crescita del valore aggiunto tra febbraio e agosto 2020) **ma**
 - **meno rischiose ex ante** (cioè con minor rapporto tra pagamenti arretrati e debiti)
- Le condizioni a cui sono stati emessi i prestiti garantiti:
 - **copertura**: media e mediana pari a 80% ma 75° percentile pari al 100%
 - **tassi di interesse**: media pari al 2%, mediana pari a 1,34% (molti piccoli prestiti a PMI a tassi minori)
 - **scadenza**: in media 33 mesi, mediana di 26 mesi (molti prestiti più a breve termine)

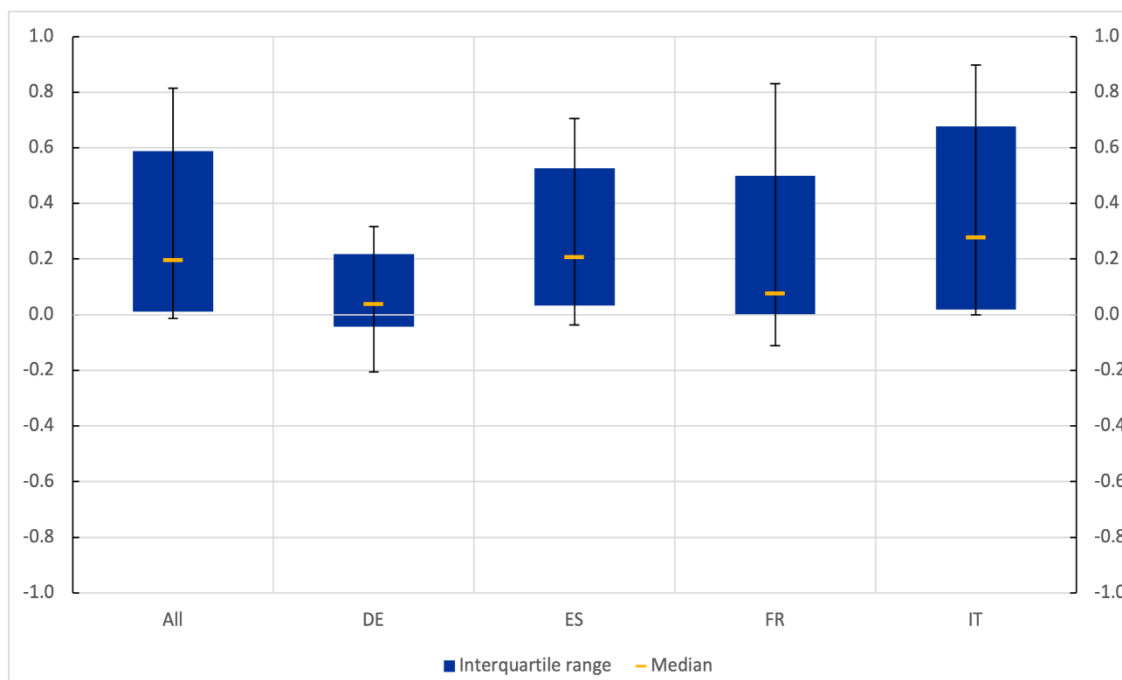


Sostituzione dei prestiti non garantiti

Misura della sostituzione

- Di quanto ha ridotto il credito non garantito all'impresa i la banca j che le ha concesso un prestito garantito tra febbraio e agosto 2020?

$$s_{i,j} \equiv - \frac{\text{variazione del credito non garantito della banca } j \text{ all'impresa } i}{\text{credito totale iniziale dell'impresa } i}$$

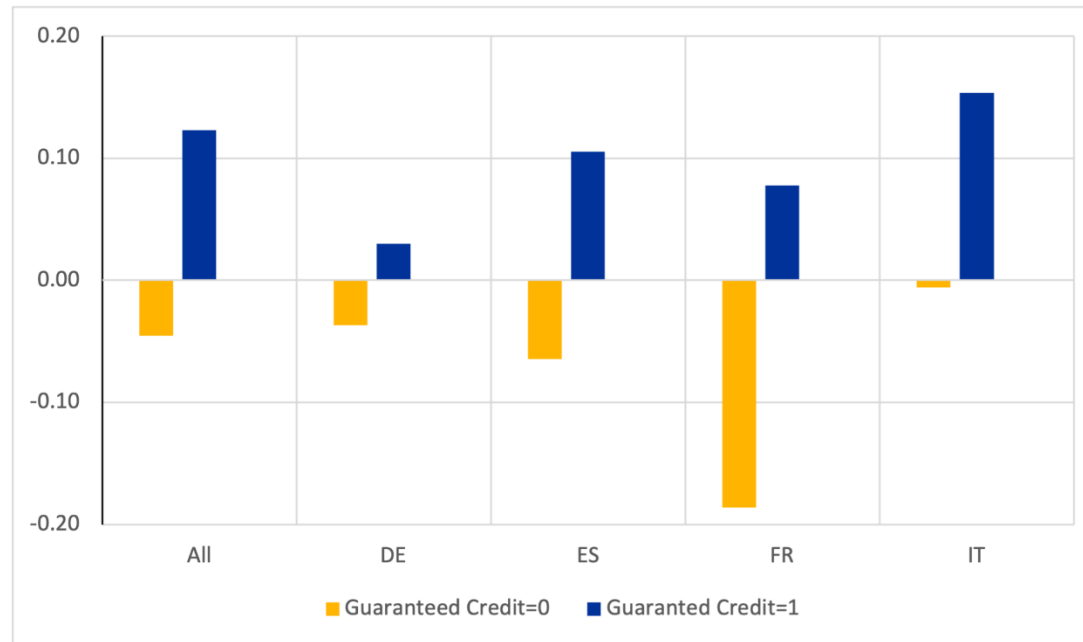


In Italia e Spagna, $s_i > 0$ per oltre l'80% delle imprese con prestiti garantiti. In Francia e Germania $s_i > 0$ per oltre il 50% di queste imprese.

Nota: $s_i = 1$ (sostituzione totale) \Rightarrow nessun credito aggiuntivo.
 $s_i = 0 \Rightarrow$ il credito garantito è interamente aggiuntivo.

Sostituzione a livello di relazione banca-impresa

- Ci concentriamo su **imprese multiaffidate** che hanno ricevuto prestiti garantiti: la banca che ha emesso il prestito garantito sostituisce i propri prestiti non-garantiti di **più delle altre** banche che prestano **alla stessa impresa**?



Sì, specie in Italia e Spagna: la sostituzione nei prestiti è fatta dalla banca che emette il prestito garantito. Le altre banche hanno accresciuto il proprio credito non-garantito all'impresa \Rightarrow hanno ridotto la sostituzione.

Interessante perché raffronta la sostituzione **tra banche che prestano alla stessa impresa**, quindi **a parità di caratteristiche** dell'impresa.

Analisi di regressione: stima della sostituzione

- Nelle stime che confrontano la banca che emette il prestito garantito con altre banche che prestano alla stessa impresa:
 - €1 di prestito garantito è associato a una riduzione **tra 28 e 32 centesimi** di credito non-garantito dalla banca che emette il credito garantito (31 centesimi in Italia)
 - la sostituzione è significativamente **maggiore** per
 - le **imprese più piccole, rischiose ed esposte alla pandemia**
 - le **banche più solide** in termini di capitale, NPL e liquidità
- **Interpretazione:** banche più restie ad aumentare l'esposizione verso imprese più rischiose, specie se più attente alla propria solidità
- Nelle stime a livello di impresa, che considerano anche la risposta delle banche che non emettono il prestito garantito, la sostituzione è **tra 9 e 12 centesimi** (16 per l'Italia): attenuata dalle altre banche!

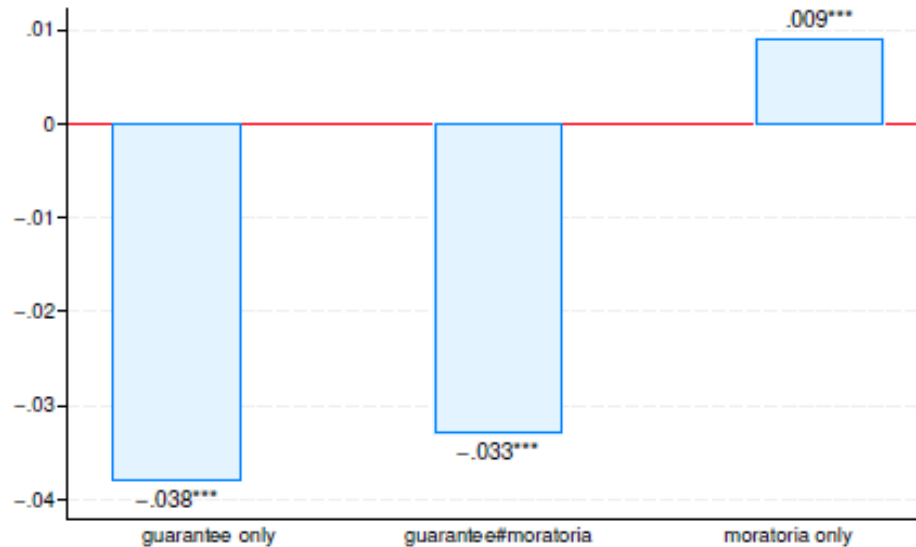
Analisi di regressione: effetto su tassi e scadenze

- Nelle stime che confrontano la modifica dei tassi e delle scadenze da parte della banca che emette il prestito garantito con altre banche che prestano alla stessa impresa, troviamo che:
 - le imprese che ricevono prestito garantito ricevono una **riduzione del costo del credito di 17 punti base** da parte della banca che emette il prestito garantito rispetto alle altre banche
 - la riduzione è significativamente **maggiore** per le **imprese più piccole, rischiose ed esposte alla pandemia**
- Risultati simili per le scadenze: **aumento di 9 mesi** della scadenza media rispetto alle altre banche che prestano alla stessa impresa
- **Interpretazione:** le imprese più rischiose ottengono maggiori riduzioni del costo del credito e allungamenti delle scadenze in cambio di una maggior sostituzione tra credito garantito e non-garantito

Garanzie e insolvenze dopo il COVID

- Fin qui: le garanzie (i) non sono state date alle imprese peggiori, (ii) se date a imprese rischiose, hanno generato più sostituzione \Rightarrow minor crescita del credito
- Coerentemente, Bonaccorsi di Patti et al. (2024) trovano che le garanzie correlano con **minori insolvenze dopo il COVID**:

FIGURE 2: MARGINAL EFFECTS OF UPTAKE OF DIFFERENT SUPPORT MEASURES ON PROBABILITY OF LOAN DEFAULT



Complementarietà tra garanzie e altre politiche?

- Altre politiche attuate durante il COVID possono in parte “spiegare il successo” delle garanzie pubbliche durante la pandemia
- I programmi di sostegno ai lavoratori in congedo temporaneo e i finanziamenti statali a fondo perduto hanno implicitamente patrimonializzato le imprese nel momento in cui le garanzie pubbliche consentivano loro di indebitarsi di più ⇒ mitigato i problemi di indebitamento eccessivo (“*debt overhang*”)
- Sappiamo poco su questa “complementarità”. Ma Huneus et al (2024) mostrano che in Cile i programmi di sostegno ai lavoratori in congedo durante il COVID hanno **mitigato l’espansione dell’indebitamento dovuta ai programmi di garanzie pubbliche**, sostenendo le imprese e spingendo le banche a fare una selezione più attenta dei rischi

Conclusioni

- Nell'insieme, c'è stata una **buona selezione** dei beneficiari:
 - soprattutto PMI nei settori più colpiti dalla pandemia, ma non quelle che già prima dello shock avevano i livelli più alti di rischio
 - per l'Italia, ciò è confermato dalla correlazione negativa tra garanzie e insolvenze dopo il COVID
- Le banche che hanno dato prestiti garantiti hanno attuato una **considerevole sostituzione** del credito non-garantito, specie per le imprese più rischiose, ma offrendo loro minor costo del credito e scadenze più lunghe
 - **Possibili benefici anche dalla sostituzione?**
 - La sovra-compensazione delle banche per il rischio aggiuntivo può averle messe in grado di fornire più credito dopo il COVID
 - Meno "*debt overhang*" dopo il COVID, perché alle imprese più fragili non è stato dato debito eccessivo con le garanzie

Riferimenti bibliografici

- Altavilla, C., A. Ellul, M. Pagano, A. Polo and T. Vlassopoulos (2023), “Loan Guarantees, Bank Lending and Credit Risk Substitution” SSRN Working Paper No. 3963246.
- Blanchard, O., T. Philippon and J. Pisani-Ferry (2020), “A New Policy Toolkit Is Needed as Countries Exit COVID-19 Lockdowns.” Bruegel Policy Contribution n. 12.
- Bonaccorsi di Patti, E., R. Felici, D. Moretti and F. Rinaldi (2024), “The Allocation of Public Guaranteed Loans to Firms during Covid-19: Credit Risk and Relationship Lending,” Bank of Italy.
- Chiappori, P.-A. and Salanié, B. (2000), “Testing for Asymmetric Information in Insurance Markets’, *Journal of Political Economy* 108(1), 56–78.
- Hong, G. and D. Lucas (2023), “COVID-19 credit policies around the world: Size, Scope, Costs, and Consequences,” *Brookings Papers on Economic Activity*, Spring: 289–333.
- Huneus, J. P. Kaboski, MM. Larrain, S. Schmuckler and M. Vera (2024), “Crisis Credit, Employment Protection, Indebtedness, and Risk”, NBER Working Paper No. 29774.