

Le istituzioni europee alla prova della crisi: investire per crescere e per competere ¹

di Franco Bassanini e Edoardo Reviglio

L'Europa nella crisi: stabilità finanziaria, fiscal consolidation e crescita. Il ruolo degli investimenti

Come conciliare crescita ed austerità, nella costruzione di una *exit strategy* dalla crisi? Si confrontano, in estrema sintesi, due modelli.

Gli USA hanno scelto di intervenire, fin dall'inizio, su due fronti: la pulizia di bilancio delle istituzioni finanziarie e la ricapitalizzazione di banche, assicurazioni e industrie automobilistiche (attraverso il TARP²) e un piano straordinario di stimolo all'economia, comprensivo di strumenti di accelerazione degli investimenti in infrastrutture³, portando il debito pubblico oltre la soglia psicologica del 100% del PIL⁴.

L'Europa, che pure ha visto interventi nazionali a sostegno delle banche per 1.600 md. di euro (incluse le garanzie)⁵, ha imposto piani rigorosi di risanamento

¹ E' un capitolo della ricerca di ASTRID, *"Le istituzioni europee alla prova della crisi"*, a cura di G. Amato e R. Gualtieri, in corso di pubblicazione, Passigli ed., Firenze 2013.

² Col *Troubled Asset Relief Program (TARP)* il Governo USA ha acquistato attivi dalle istituzioni finanziarie (e non) colpite dalla crisi. In origine il Piano era di 700 md di dollari, ridotti a 475 dal *Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act*. Il *Congressional Budget Office (CBO)* ha stimato le risorse messe in campo dal TARP in 431 md di dollari, in buona parte già restituiti al Governo (dei 245 md destinati alle banche, 169 sono stati ripagati).

³ L'*American Recovery and Reinvestment Act (2009)*, noto come *Stimulus* o *Recovery Act* ha previsto interventi per 787 md di dollari poi saliti a 831, di cui 552 in infrastrutture, istruzione, sanità, energia, contributi alla disoccupazione e altre spese sociali, e 288 per incentivi fiscali. La priorità assegnata agli investimenti in infrastrutture rispondeva anche all'esigenza di recuperare il relativo handicap competitivo degli USA rispetto ai Paesi più avanzati nella infrastrutturazione del Paese.

⁴ Utilizzando i criteri Eurostat, il debito dell'intero settore pubblico USA supererebbe, secondo le stime più accreditate, il 130% del PIL.

⁵ Nel periodo 2008-2011, gli Stati membri della UE, hanno approvato aiuti alle banche per 4.500 md di euro (36,7 per cento del PIL UE) in aiuti alle banche. Cfr. *High Level Expert Group on*

delle finanze pubbliche e riduzione dei debiti sovrani, anche attraverso l'introduzione di regole e vincoli nelle Costituzioni degli Stati membri, rendendo di fatto impossibili significativi programmi di stimolo di tipo keynesiano; ha imposto al settore bancario un'accelerazione nell'applicazione delle più stringenti regole prudenziali di Basilea III⁶ e progetta l'introduzione di regole analoghe anche per le assicurazioni e i fondi pensione⁷, con una conseguente stretta sul finanziamento degli investimenti. Sul fronte della crescita, ha bensì mantenuto gli ambiziosi obiettivi dell'Agenda di Lisbona (2.000 md. di euro di investimenti in trasporti, energia e TLC), ma (scartata per il momento l'ipotesi di finanziarli con Eurobonds) prevede di realizzarli per lo più mediante investimenti privati e, per le infrastrutture, mediante la finanza di progetto. In sostanza, mentre l'attenzione degli USA è stata focalizzata soprattutto sulla ripresa della crescita e dell'occupazione, quella dell'Europa lo è stata principalmente su stabilità finanziaria, crisi dei debiti sovrani, riequilibrio delle finanze pubbliche.

È ancora presto per valutare l'efficacia di lungo periodo delle due diverse scelte di politica economica. Ma è evidente che gli USA non potranno non affrontare il problema del loro crescente debito pubblico⁸. E che l'Europa non potrà realizzare gli obiettivi di stabilità finanziaria e consolidamento fiscale che si è posti senza riprendere la strada della crescita e ridurre gli squilibri macroeconomici e di produttività tra Nord e Sud del continente: allo stato, la crisi finanziaria e le misure prese per la stabilità e il consolidamento fiscale hanno contribuito a generare recessione (in specie nei Paesi periferici), deindustrializzazione (Francia e Spagna) e allargamento delle disuguaglianze (tra Nord e Sud), con effetti di contrazione della crescita economica - come è stato

Reforming the Structure of the EU Banking Sector, Chaired by E. Liikanen, *Final Report*, ottobre, 2, 2012, box 2.2, p. 21.

⁶ Il riferimento non è solo alle regole dettate dall'EBA, ma anche al progetto di direttiva CRD IV (che ha respinto al mittente gli inviti a mantenere margini di flessibilità simili a quelli adottati negli USA nel recepimento dei vincoli di Basilea II). Gli USA hanno recentemente annunciato un rinvio nella applicazione delle regole di Basilea III.

⁷ Direttive Solvency II e IORP, entrambe ancora in discussione.

⁸ Ben Bernanke è stato il primo a usare il termine "fiscal cliff", sostenendo che "un precipizio di imponenti dimensioni composto di ingenti tagli di spesa e aumenti di imposte potrebbe colpire l'economia americana nel 2013", se il Congresso non riuscirà a raggiungere un accordo sulla soppressione o rimodulazione dei tagli fiscali del Governo Bush e dei tagli di spesa previsti dal Budget Control Act del 2011.

autorevolmente rilevato⁹ - maggiori delle aspettative degli esperti e degli operatori¹⁰.

E' pacifico in dottrina che per rilanciare la crescita e la competitività e per superare le *imbalances* sono essenziali gli investimenti. La letteratura sul tema è vasta, e concorde nelle conclusioni: gli investimenti nelle infrastrutture hanno un effetto positivo (e significativo) sul potenziale di crescita del PIL; altrettanto vale per gli investimenti delle imprese in innovazione, R & D, tecnologie e capitale umano; la discussione è, sostanzialmente, solo sulla misurazione e sull'entità di questo effetto.¹¹ Ma oltre all' effetto keynesiano di moltiplicatore per la crescita, gli investimenti sono anche tra i fattori decisivi della produttività dell'intera economia, nazionale ed europea.

Dati gli stringenti vincoli del Fiscal Compact, in Europa è giocoforza che per questi investimenti, un tempo finanziati direttamente o indirettamente a carico dei bilanci pubblici, si faccia sempre più ricorso a capitali e finanziamenti privati. Ma il sistema bancario europeo versa in condizioni critiche e ha smesso di finanziare a medio e lungo termine. Se i bilanci pubblici e le banche europee non finanziano le imprese e le infrastrutture, l'economia non cresce; se l'economia non cresce, i conti pubblici non migliorano; se i conti pubblici non migliorano, l'Europa non esce dalla crisi e rischia di infilarsi in un pericoloso circolo vizioso.

⁹ FMI, World Economic Outlook, *Coping with High Debt and Sluggish Growth*, ottobre, 2012. Ma già L. Christiano, M. Eichenbaum, and S. Rebelo, *When Is the Government Spending Multiplier Large?*, in *Journal of Political Economy*, Vol. 119, 2011, pp. 78–121; G. B. Eggertsson, e P. Krugman, *Debt, Deleveraging, and the Liquidity Trap*, in *Quarterly Journal of Economics*, 2012, pp. 1469–1513. E, ora, O. Blanchard and D. Leigh, *Growth Forecast Errors and Fiscal Multipliers*, IMF Working Paper, January 2013.

¹⁰ Secondo le stime del FMI, *Coping with High Debt and Sluggish Growth*, cit., i moltiplicatori per tali effetti, nell'attuale fase, si attesterebbero tra lo 0,9 e 1,7 rispetto allo 0,5 delle stime utilizzate nei precedenti esercizi di previsione. Secondo Christiano, Eichenbaum e Rebelo, *When Is the Government Spending Multiplier Large?*, cit., con tassi di interessi nominali prossimi a zero i moltiplicatori potrebbero arrivare a 3. Secondo A. Auerbach, e Y. Gorodnichenko, *Measuring the Output Responses to Fiscal Policy*, in *American Economic Journal – Economic Policy*, Vol. 4, 2012, pp. 1–27, i moltiplicatori associati alla spesa pubblica si attesterebbero intorno a 2,5, in periodi di recessione. Secondo Blanchard e Leigh, *Growth Forecast Errors and Fiscal Multipliers*, cit., pag. 6, “multipliers were substantially above 1 in the early years of the crisis; the lower coefficients in recent years may reflect in part learning by forecasters and in part smaller actual multipliers than in the early years of the crisis”. E' peraltro ovvio che, quando politiche fiscali restrittive sono attuate congiuntamente da diversi paesi, gli effetti recessivi vengono accentuati per effetto della contrazione della componente estera della domanda aggregata degli altri paesi.

¹¹ Recentemente la Banca d'Italia ha pubblicato una *survey* della letteratura sul tema rilevando che le ricerche prodotte stimano un'elasticità media di 0,105, che, anche se inferiore rispetto a quella rilevata dagli studi pionieristici di Aschauer e Munnell, conferma la robustezza del legame positivo tra infrastrutture e PIL. Si veda al riguardo, Di Giacinto, G. Meucci e P. Montanaro, *L'impatto macroeconomico delle infrastrutture: una rassegna della letteratura e un'analisi empirica per l'Italia*, in Banca d'Italia, *Le infrastrutture in Italia: dotazione, programmazione, realizzazione*, pp. 21-56.

Se è vero infatti che stabilità finanziaria e disciplina fiscale sono condizioni *sine qua non* per una crescita duratura e sostenibile, è altrettanto vero che recessione e stagnazione minano a lungo andare la stabilità finanziaria e rendono insostenibili nel tempo le azioni di *fiscal consolidation*.

Solo recentemente l'Europa si è mossa su alcuni fronti su cui sarebbe stato utile intervenire prima, come l'armonizzazione dei criteri e delle azioni di vigilanza prudenziale e l'accelerazione della pulizia dei bilanci delle banche (norme EBA, Unione bancaria e Rapporto Liikanen). Ma la nuova regolamentazione bancaria e finanziaria, utile per prevenire nuove crisi e assicurare la stabilità finanziaria, rischia nel contempo di disincentivare gli investimenti nell'economia reale e nelle infrastrutture e, più in generale, di produrre effetti pro-ciclici.

L'Europa si trova dunque nella tipica situazione keynesiana della c.d. "trappola della liquidità". Continua a focalizzarsi su politiche di "supply side" (che in molti paesi, Italia inclusa, si sarebbero dovute attivare da decenni) quando il problema è ora la domanda. La BCE ne è consapevole, ma sa anche che la politica monetaria non basta, soprattutto quando i tassi sono vicini allo zero e i vincoli esterni dell'Euro sono fortissimi. I prossimi Consigli europei dovranno necessariamente porsi il problema di politiche efficaci di sostegno della crescita e dunque degli investimenti. Sarà altrimenti impossibile eludere alcune questioni di fondo, solo apparentemente provocatorie: ha una logica economica aumentare i debiti sovrani nazionali di oltre 500 miliardi¹² per finanziare l'ESM e contrastare una speculazione finanziaria che opera contro gli Stati periferici *in primis* perché non crescono (e non crescono anche a causa delle politiche fiscali restrittive)? Non sarebbe meglio usare queste risorse per stimolare l'economia o per abbassare il carico fiscale? Non sarebbe più logico dotare la BCE dei poteri della Fed o della Bank of England, legittimate a stampare moneta (o a minacciare di farlo) quando la speculazione alza troppo la testa?

Il finanziamento degli investimenti e la crisi dell'industria bancaria europea¹³

¹² Divisi tra: capitale su chiamata, nuove emissioni per far fronte ai programmi di salvataggio già avviati, e sottoscrizione della quota del capitale del ESM non "su chiamata" ("uncalled capital"). Solo per l'Italia, le emissioni aggiuntive per la quota di debito EFSF ammontano a 45,9 md di euro nel periodo 2010-2014, con un aumento del rapporto debito/Pil del 3,1% (DEF (2012) - nota di aggiornamento).

¹³ Cfr. F. Bassanini, *Innovative financial instruments to fostering long-term investment in infrastructure – Project bonds and beyond*, in *Astrid Rassegna* (www.astrid.eu), n. 16/2012; F. Bassanini, *Improving the financing of projects to favour growth in the context of deleveraging and fiscal discipline*, in *Astrid Rassegna* (www.astrid.eu), n. 17/2012; F. Bassanini, *The role of long-term investors to support growth, 8 October, 2012, Luxembourg*, http://www.astrid-online.it/Dossier--di/DISCIPLINA/Studi--ric/Bassanini_LTIC-Luxembourg-Conference-FB-keynote_DEF.pdf

In Europa le banche hanno avuto sempre un ruolo centrale nel finanziamento di medio e lungo periodo dell'economia. Negli USA, invece, è il mercato dei capitali che finanzia gran parte delle iniziative. Ciò è principalmente dovuto alle differenze strutturali tra i due sistemi. Dai dati della *European Banking Federation (EBF)* emerge che, nel 2010, il totale degli attivi di bilancio delle banche USA era pari a 8.600 md. di euro (l'80% del Pil), quelli delle banche europee a 42.900 md. (il 350% del Pil). Negli USA, durante il periodo 2008-2009, grazie all' *Obama Recovery Plan*, sono state finanziate opere pubbliche per circa 200 md di dollari mediante il collocamento sul mercato di *project bond* (i c.d. *Build America Bonds - BABs*).¹⁴ In Europa, come si vedrà, la crisi ha ridotto i finanziamenti bancari degli investimenti delle PMI e delle infrastrutture, e il mercato stenta a sostituirli.

Ma perché le grandi banche europee non finanziano più l'economia reale? Dal recente Rapporto Liikanen¹⁵ è emerso un eccesso di rischio nelle banche europee – prevalentemente nelle attività di trading, soprattutto nei prodotti più complessi e nel finanziamento al settore immobiliare – e un eccessivo affidamento a fonti di raccolta a breve. Il rischio non è stato protetto da sufficiente capitale. Inoltre, il rischio sistemico era fondato sui legami troppo stretti tra i vari attori del mercato finanziario. La quota dei ricavi da margine d'interesse, che rappresenta tipicamente l'attività d'intermediazione tra i depositi ed i prestiti, ha iniziato a scendere rispetto ad altre fonti di ricavo. Attualmente, le prime dieci banche europee hanno un rapporto tra prestiti ai clienti/totale attivi che nella media non supera il 30 per cento.¹⁶

In sintesi, il sistema delle grandi banche europee è cresciuto oltre misura prima della crisi e ha continuato a crescere anche dopo. Ma l'attività tradizionale

¹⁴ I BABs sono emessi da enti pubblici (Municipalities o Public Authorities). Il loro successo è dipeso anche dagli incentivi fiscali concessi, e dal fatto che esiste un ampio e profondo mercato dei "municipal bond" su cui essi vengono negoziati. Di solito una stessa entità pubblica finanzia varie opere che vengono poi raccolte ("bundled") in un unico bond bilanciando così il rischio dei flussi di cassa delle varie iniziative. I BABs non sono conteggiati nel debito pubblico, cosa che in Europa non sarebbe consentita dalle regole Eurostat. Per questa ragione i project bond europei verranno emessi direttamente dalle società di progetto e non dalle amministrazioni pubbliche.

¹⁵ La misura del rischio, basata su modelli interni consentiti da Basilea II, ha permesso di raggiungere livelli di ROE molto elevati, ma l'aumento della leva ha avuto come conseguenza una forte riduzione della capacità di assorbire gli *shock* negativi e le perdite. Nel frattempo, mentre la crescita dei depositi seguiva la crescita del PIL, le banche hanno incominciato a finanziare la loro forte espansione degli attivi (ben superiore alla crescita del PIL) utilizzando i mercati interbancari (non garantiti) ed i mercati dei repo (garantiti).

¹⁶ Il Rapporto Liikanen riporta due grafici che riguardano rispettivamente la prima e la quinta banca europea. Nel 1993 esse avevano un totale dell'attivo diviso equamente tra prestiti ed altre attività finanziarie. Negli anni successivi, il peso delle altre attività è cresciuto molto. Nel 2011, nel caso della Deutsche Bank, su un totale attivo pari a circa 2.200 md di euro, le altre attività erano pari a 1.800 md, mentre i prestiti a 400 miliardi; nel caso della Barclays, su un totale attivo pari a 1.900 md di euro, le altre attività erano pari a 1.400 md, mentre i prestiti a 500 md. E tutto ciò con un rapporto tra capitale totale/totale attivi pari al 2,3 per cento per la Deutsche Bank e del 4 per cento per la Barclays. Infine, in entrambi i casi la raccolta da depositi è inferiore al 30 per cento.

d'intermediazione del risparmio verso gli investimenti produttivi è diventata quasi "residuale" rispetto ad altre attività, tra le quali quella del *trading* è, tuttora, di gran lunga l'attività più ampia. A fronte di questa crescita di attività rischiose, remunerative e di breve periodo, la leva è aumentata a livelli abnormi. Le grandi banche del Continente per aumentare il capitale senza dover ricorrere al mercato tendono: (a) ad aumentare i ricavi di breve e speculativi in modo da portare ingenti utili a capitale, (b) a dismettere attivi patrimoniali (*deleveraging*)¹⁷, e (c) a forzare il rientro dei prestiti concessi senza concederne di nuovi (provocando così il fenomeno del *credit crunch*). Con un costo del denaro così basso, questa scelta è certamente "conveniente", soprattutto per le banche del nord Europa, ma mortifica il finanziamento a medio e lungo termine all'economia, cioè il finanziamento degli investimenti. Al riguardo, quattro aspetti vanno considerati: (1) gli effetti negativi sugli investimenti di lungo termine (ILT) dei requisiti di capitali e liquidità previsti da Basilea III; (2) il fabbisogno di liquidità del sistema finanziario europeo, (3) la necessità di "ripulire" i bilanci di alcune banche e infine (4) le differenze normative tra i sistemi nazionali, che sono spesso già "scontate" dal mercato, ma che non sono prese in debita considerazione dai regolatori internazionali ed europei.¹⁸

Recentemente l'Autorità Bancaria Europea (EBA) ha pubblicato il suo rapporto sulla ricapitalizzazione delle banche, stimando un fabbisogno per aumenti di capitale di 200 md di euro (che molti esperti pensano debba essere elevato a 350/400). A questi si potrebbero aggiungere i costi dell'armonizzazione dei criteri di supervisione e vigilanza imposti dall'Unione bancaria.¹⁹

¹⁷ La BRI ha recentemente stimato che circa un terzo del processo di *deleveraging* riguarderà la vendita o la cancellazione di attivi cartolarizzati di bassa qualità e altri impieghi rischiosi. Il FMI - nel suo ultimo *Global Financial Stability Report* (ottobre 2012) - ha stimato il grado di "deleveraging stress" delle banche europee - in tre diversi scenari - ottenendo un valore che va da un minimo di 2.800 md ad un massimo di 4.500 md di dollari.

¹⁸ Le differenze tra i vari sistemi nazionali di regolazione sono importanti e riguardano la valutazione del rischio, il costo della raccolta, e la qualità degli attivi. L'Unione Bancaria dovrebbe ridurle drasticamente, creando un meccanismo di supervisione unico basato su: (1) stesse regole nella definizione degli attivi problematici/incagli e per la classificazione dei pesi da assegnare agli attivi ai fini del calcolo dei *ratio* di capitale, (2) schemi armonizzati di protezione dei depositi e (3) un unico schema di salvataggio bancario. Ne deriverebbe un aumento del costo della raccolta per le grandi banche commerciali francesi e tedesche, che hanno maggiore leva. Ai fini del mercato unico, l'effetto sarebbe positivo, riequilibrando i maggiori costi di raccolta delle banche dei paesi periferici, che scontano un rischio Paese superiori e un costo del debito sovrano superiore. V. European Commission (2012), *Banking union: Commission proposals for a single supervisory mechanism*, http://ec.europa.eu/internal_market/finances/committees/index_en.htm#maincontentSec1.

¹⁹ Gli effetti dell'Unione Bancaria sull'armonizzazione della definizione di "sofferenze bancarie" (*Non Performing Loans - NPLs*) potrebbe richiedere altri 80 md di euro di extra capitale, soprattutto nei paesi meno rigidi su questo fronte, come Germania, UK e i Paesi Bassi. Altri effetti, ancora da stimare, potrebbero avere le diverse regole di misura del rischio degli attivi bancari, che Basilea III ha lasciato ai regolatori nazionali. Sul tema, Mediobanca Securities, *Harmonising EU banks' asset quality*, ottobre 2012 e *Banking union clouds*, ottobre 2012.

E' noto che tanto i *capital* quanto i *liquidity ratio* previsti da Basilea III (e dalla Direttiva UE CRD IV che ne recepirà le regole in Europa), penalizzano il finanziamento bancario degli ILT, innanzitutto imponendo alle banche di prevedere margini più alti sulla loro raccolta. Così le banche europee stanno progressivamente riducendo i loro *risk-weighted asset* (che rappresentano il denominatore nei loro *capital ratio*) piuttosto che aumentare l'*equity* (il numeratore). Alcuni analisti finanziari²⁰ hanno stimato che il deficit di liquidità di breve periodo per le banche europee arriva così a 1.300 md di euro e quello di medio-lungo periodo a 2.300.²¹

Anche le condizioni per la raccolta delle Banche si sono fortemente deteriorate nel 2011. Le due operazioni della BCE di rifinanziamento straordinario a tre anni (LTRO) hanno contribuito ad alleviare la crisi di liquidità. Ma non potevano ovviamente avere effetti sul finanziamento a medio-lungo termine²². In più, molte grandi banche europee devono "pulire" i propri bilanci. La BIS stima che un terzo del processo di *deleveraging* riguarderà la vendita o la cancellazione di asset cartolarizzati di bassa qualità e altri impieghi rischiosi.

Ciò vale in particolare per le infrastrutture in finanza di progetto (la quale, come si è detto, diventa cruciale quando la crisi fiscale obbliga a ridurre gli investimenti pubblici). Prima della crisi, il sistema bancario europeo finanziava oltre il 90 per cento della componente di debito di queste iniziative (e oltre i due terzi a livello globale). Gli investitori istituzionali (*in primis*, fondi pensione e assicurazioni) coprivano intorno al 40% del finanziamento bancario di medio e lungo termine per le infrastrutture, acquisendo nel proprio portafoglio i *corporate bond* bancari o i prestiti cartolarizzati delle iniziative. Le assicurazioni *monoline* garantivano il rischio legato all'eventuale instabilità (temporanea) dei flussi di cassa generati dalle opere finanziate. Con la crisi, questo modello ha smesso di funzionare. Le assicurazioni *monoline* sono quasi scomparse; la nuova regolamentazione ha disincentivato le assicurazioni vita ed i fondi pensione dall'investire in attivi infrastrutturali; le banche europee, che già devono fare i conti con la crisi e con i nuovi più stringenti *ratios*, incontrano (nei paesi periferici) costi di raccolta elevati, e hanno incominciato a non fidarsi più le une delle altre: è diventato così difficile sindacare prestiti, soprattutto se a medio e lungo

²⁰ McKinsey, *Basel III and European banking: Its impact, how banks might respond, and the challenges of implementation*, McKinsey Working Papers on Risk, N. 26, Nov. 2010.

²¹ Va osservato, inoltre, che i nuovi *ratio* costringerebbero le banche a detenere nel finanziamento dei primi anni delle opere (fase di costruzione) una liquidità eccessivamente elevata (in relazione ai rischi). Ciò potrebbe fortemente disincentivare le banche dal partecipare alle iniziative di finanza di progetto.

²² La BIS ha stimato che un terzo del trilione di euro cumulato delle due LTRO è stato ridepositato presso la BCE a copertura dei bond in scadenza nei prossimi anni, un terzo è stato usato per "carry-trade" (compreso l'acquisto di titoli di Stato) e solo poco meno di un terzo per il finanziamento dell'economia reale e delle infrastrutture.

termine²³. Sommandosi alla riduzione dei contributi pubblici a fondo perduto e all'aumento del costo dei finanziamenti, tutto ciò ha prodotto il blocco di un gran numero di investimenti infrastrutturali.

Un analogo effetto negativo ha riguardato anche il finanziamento degli investimenti delle imprese, determinanti per la competitività e la crescita (come gli investimenti in R&D, innovazione, tecnologie e capitale umano). I requisiti di capitale previsti dal nuovo quadro regolatorio colpiscono in particolare il finanziamento bancario delle PMI. Dagli ultimi dati della BCE emerge che nell'ultimo anno circa il 20% delle PMI ha visto peggiorare le proprie condizioni di accesso al credito, mentre solamente il 4% delle grandi imprese sarebbe stato colpito da fenomeni di *credit crunch*. Le grandi imprese in più continuano a poter far ricorso diretto al mercato dei capitali emettendo obbligazioni industriali.

La crisi dell'industria bancaria europea ha dunque forti ripercussioni sulla sua capacità di finanziamento degli ILT. Siamo in presenza di un cambiamento strutturale del sistema economico-finanziario europeo? E in particolare del modello europeo del finanziamento degli investimenti, con l'entrata in campo di altri investitori istituzionali in sostituzione delle banche o con il diretto ricorso al mercato dei capitali? Difficile dirlo. Ma in ogni caso, un cambiamento strutturale di questa portata, che avvicinerrebbe l'Europa al modello anglosassone, non si potrà realizzare in un periodo breve. Troppe sono le differenze culturali, normative e strutturali tra i sistemi economici e finanziari delle due sponde dell'Atlantico. Più probabilmente il sistema europeo diventerà un modello misto, nel quale il settore bancario continuerà ad avere uno spazio importante ma non più quasi esclusivo nel finanziamento dell'economia reale.

Nell'attesa di una ritrovata stabilità del sistema bancario europeo, il ruolo degli investitori istituzionali di lungo termine diventerà comunque sempre più importante. Per quanto concerne le c.d. banche pubbliche di sviluppo (BEI, KfW, CDC, CDP, ecc), il cambiamento è già evidente. Come si vedrà, sono stati disegnati nuovi strumenti finanziari; sono state mobilitate risorse aggiuntive per sostenere l'economia durante la crisi, *in primis* mediante il finanziamento delle infrastrutture e delle PMI, direttamente o attraverso l'intermediazione del sistema bancario; e sono stati lanciati nuovi fondi equity di lungo periodo, europei e nazionali, con l'obiettivo di investire in progetti infrastrutturali e di rafforzare la capitalizzazione delle imprese. La cooperazione fra queste istituzioni potrà produrre nuove iniziative e nuovi strumenti. Ma è evidente che non potranno, da sole, far fronte alle esigenze di finanziamento della gran mole di investimenti previsti dall'Agenda 2020 e comunque dalla necessità di rilanciare la

²³Secondo gli ultimi dati della BIS, nell'ultimo trimestre del 2011 i prestiti rivolti alla Finanza di Progetto sono diminuiti di circa il 39% per le banche europee più deboli e di circa il 18% per le altre. BIS (2012), *European bank funding and deleveraging*, *BIS Quarterly Review*, Marzo.

crescita e recuperare competitività nell'economia globale. Ancor meno potranno farlo gli altri investitori istituzionali di lungo termine, come le assicurazioni e i fondi pensioni, se prevarranno regolazioni procicliche penalizzanti per gli ILT nell'economia reale e nelle infrastrutture. E' dunque ineludibile il problema di politiche pubbliche, nazionali ma anche europee, per la crescita e gli investimenti.

Le prime risposte delle istituzioni europee

Dopo l'approvazione del *Fiscal Compact* e delle misure della BCE per contrastare interventi speculativi sui mercati secondari dei titoli sovrani dei Paesi periferici dell'Eurozona, il confronto sulle politiche europee per la crescita ha conquistato il proscenio. Il Consiglio europeo del 28-29 giugno 2012 ha definito le linee portanti di un *Compact for Growth and Jobs*, rivelando, forse per la prima volta, la consapevolezza della necessità di armonizzare la disciplina fiscale con il sostegno della crescita e degli investimenti. Accanto al riconfermato impegno per la realizzazione degli obiettivi dell'Agenda 2020, per il completamento del mercato unico dei prodotti, dei servizi e dell'energia, per la realizzazione del *Digital Single Market* e per l'alleggerimento dei carichi burocratici e regolatori, emerge l'impegno a orientare il bilancio europeo e il nuovo quadro finanziario pluriennale al sostegno della crescita, dell'occupazione, della innovazione, della ricerca, della competitività e della convergenza.

Ma le misure concrete già definite sono poche. La ricapitalizzazione della BEI (per 10 md.) potrebbe essere in buona parte assorbita dall'esigenza di rafforzare i suoi *capital ratio*. La *reallocation* dei fondi strutturali, pur da non sottovalutare, incontra in concreto limiti e restrizioni rilevanti. La maggiore novità è rappresentata dalla *Connecting Europe Facility* (CEF)²⁴, proposta dalla Commissione nell'ambito del nuovo quadro finanziario pluriennale 2014-2020²⁵. Il nuovo strumento integrato europeo dovrebbe essere dotato di 50 md di euro per investimenti nelle reti infrastrutturali trans-europee dell'energia (TEN-E)²⁶, del trasporto (TEN-T)²⁷ e dell'ICT (soprattutto le reti digitali)²⁸. Il relativo

²⁴ Si veda la Comunicazione della Commissione europea COM(2011)665/3 da leggere in combinato con la Comunicazione COM(2011) 676 del 19 ottobre 2011 *Un pacchetto di crescita per infrastrutture europee integrate*"

²⁵ Si veda la Comunicazione della Commissione europea, COM(2011)500 del 29 giugno 2011, *A budget for Europe 2020* e la Comunicazione COM(2011) 398 del 29 giugno 2011 *Proposta di regolamento che stabilisce il quadro finanziario pluriennale per il periodo 2014-2020*.

²⁶ La Commissione europea stima che entro il 2020, un fabbisogno complessivo di investimenti di 1.000 md per le infrastrutture di trasporto dell'energia. Nell'ambito della CEF, circa 9,1 md sono destinati agli investimenti nell'infrastruttura trans-europea nel settore energia.

²⁷ La Commissione europea stima che entro il 2020, saranno complessivamente necessari investimenti nelle reti TEN-T per circa 500 md. La Facility può contare su 31,7 md destinati specificamente ai progetti TEN-T, di cui 21,7 miliardi sono messi a disposizione da tutti gli Stati membri, mentre 10 miliardi provengono dal Fondo di Coesione.

²⁸ La Commissione europea stima che entro il 2020 occorreranno 270 md d'investimenti per le reti NGN, di cui 9,2 sarebbero finanziati dalla CEF.

regolamento, proposto dalla Commissione europea²⁹, dovrebbe entrare in vigore l'1 gennaio 2014, dopo la procedura legislativa di co-decisione. Il regolamento identifica i corridoi prioritari, le tipologie di infrastrutture finanziabili con risorse europee e le forme di assistenza finanziaria con una particolare attenzione per gli strumenti finanziari innovativi idonei ad attrarre investitori privati. Risorse importanti saranno destinate a strumenti di mitigazione dei rischi in modo da produrre un effetto moltiplicatore delle risorse provenienti dal bilancio UE (che potrebbe arrivare fino a 1:20).

Si colloca in quest'ambito la *Project Bond Initiative*. Essa tende ad attirare addizionale capitale finanziario privato mediante meccanismi volti a migliorare il rating del debito senior delle società che emettono bond per finanziare le infrastrutture Ten-T, Ten-E e NGN in finanza di progetto. La Commissione comparteciperà al rischio insieme alla BEI (o altri partner finanziari) mediante garanzie o debito subordinato (fino al 20 per cento del totale della componente di debito).³⁰

Questo strumento non è una panacea, ma potrà rappresentare una valida alternativa per quegli investitori istituzionali, anche a livello internazionale, che vogliono aumentare la loro quota di attivi infrastrutturali. Tra questi, un ruolo importante potrebbe essere rivestito dai fondi pensione e dalle assicurazioni sulla vita. Gli attivi infrastrutturali generano, infatti, flussi di cassa stabili e duraturi e garantiscono un'equilibrata distribuzione degli impieghi rispetto a un modello di business fondato principalmente su passività a lungo termine.

Quanto alla focalizzazione del quadro finanziario pluriennale e del bilancio europeo sul sostegno degli investimenti, si è invece ancora in alto mare. Un aumento finalizzato delle risorse proprie incontra una diffusa resistenza tra i Paesi membri, impegnati al rispetto delle regole del *Fiscal Compact*. Il ricorso, per finanziare gli investimenti, ai proventi di imposte europee di nuova istituzione come la *Tobin tax*³¹ e la *Carbon tax*, pur suggestivo, ha già trovato la

²⁹ Si veda la Comunicazione della Commissione europea COM(2011)665/3 da leggere in combinato con la Comunicazione COM(2011) 676 del 19 ottobre 2011 *Un pacchetto di crescita per infrastrutture europee integrate*

³⁰ La fase pilota è stata avviata a novembre del 2012. Sarà finanziata da UE con circa 230 ml per una decina di progetti. Considerando un moltiplicatore pari a circa il 15-20 potrebbe mobilitare investimenti fino a 4.6 md. L'obiettivo è quello di creare in 5-7 anni un mercato ampio, profondo e liquido di titoli europei di progetto. Si vedano al riguardo, Bassanini F., del Bufalo G. e Reviglio E., *Financing Infrastructures in Europe: Project Bonds, Solvency II and the «Connecting Europe Facility»*, in *Astrid Rassegna*, n. 16/2011; Bassanini F e Reviglio E., *Financial Stability, Fiscal Consolidation and Long-Term Investments after the Crisis*, in *OECD Journal of Financial Trends*, 1/2011.

³¹ Undici governi (tra cui Germania, Francia e Italia) hanno annunciato il 9 ottobre del 2012 l'intenzione di procedere all'introduzione della tassa sulle transazioni finanziarie avvalendosi dello strumento della cd. cooperazione rafforzata. La Commissione ha proposto un'aliquota dello 0,1% sugli scambi di azioni e obbligazioni e dello 0,01% sui contratti derivati. La nuova imposta potrebbe, secondo stime UE, fruttare oltre 10 md di euro all'anno. In Italia si discute di una

resistenza dei Paesi che vorrebbero utilizzarli invece per ridurre le contribuzioni nazionali al bilancio europeo. Uno spiraglio resta tuttavia aperto, anche in relazione alla proposta del Presidente del Consiglio europeo Van Rompuy di utilizzare questi proventi per alimentare una autonoma “capacità di bilancio” dell'Eurozona, o almeno un fondo per il finanziamento di progetti comuni (subordinata, quest'ultima, meno ambiziosa, ma politicamente e istituzionalmente più praticabile).

Elementi per una politica europea di sostegno degli investimenti

Le misure di promozione e sostegno degli investimenti necessari per raggiungere gli obiettivi dell'Agenda 2020 e del *Compact for Growth and Jobs*, non possono evidentemente limitarsi a quelle or ora ricordate. Una politica europea di sostegno degli investimenti strategici per la crescita e la competitività dell'Unione dovrebbe, pare a noi, intervenire anche in altre direzioni, e comprendere almeno cinque principali gruppi di azioni: 1) la definizione di un *regulatory framework* meno penalizzante per gli ILT e più attraente per gli investitori privati; 2) il reperimento di nuove risorse finanziarie pubbliche per gli ILT; 3) lo sviluppo di strumenti finanziari innovativi per gli ILT e di strumenti di mitigazione dei rischi non-regolatori; 4) l'introduzione di incentivi fiscali e infine 5) un intervento straordinario della BCE per contrastare il *liquidity crunch* sugli ILT (VLTRO).

1) *La ricalibratura del quadro regolatorio (Basilea III-CRD IV, Solvency II, IORP, IFSR)*. Oggi, esso favorisce gli impieghi finanziari a breve termine, anche speculativi, e penalizza gli ILT, disincentivando quegli investitori (soprattutto fondi pensione e assicurazioni), che, considerato il loro tipico *business model*, potrebbero detenere attivi di lungo periodo. Non si tratta di diminuire l'efficacia delle misure di prevenzione di nuove crisi e di tutela della stabilità finanziaria, ma di studiarne un *fine tuning*, che consenta di ridurre gli effetti recessivi, adattando le regole agli specifici *business model* delle istituzioni finanziarie diverse dalle banche commerciali. Può essere un'operazione *win-win*, se si considera che, se è vero che la stabilità finanziaria e l'equilibrio delle finanze pubbliche sono prerequisiti della crescita, è altrettanto vero che nessuna stabilità finanziaria e nessun consolidamento fiscale sono sostenibili nel tempo in condizioni di recessione o stagnazione economica.

La definizione di un nuovo quadro di regolamentazione più favorevole agli ILT è stata caldeggiata dai noti rapporti di Jacques de Larosière e Mario Monti³², così

ipotesi di anticipazione della sua entrata in vigore (anticipazione suscettibile, peraltro, di generare effetti non raccomandabili di delocalizzazione delle transazioni finanziarie).

³²*The High-Level Group of Financial Supervision in the EU*, Chaired by Jacques de Larosière, Bruxelles, 2009; and *A New Strategy for the Single Market. At the Service of European*

come da diverse comunicazioni della Commissione Europea (come quelle su *A New Single Market Act*³³, *"A Comprehensive European international Investment Policy"*³⁴, e *"The EU Budget Review"*³⁵). Ma il largo consenso sulla necessità di modifiche del quadro regolatorio vigente non si è ancora tradotto in azioni concrete. I regolatori internazionali ed europei sembrano al contrario ancora prigionieri di una cultura finanziocentrica corto-termista e pro-ciclica.

Di un *regulatory framework* più favorevole agli ILT, e dunque capace di attrarre investitori privati, non fa parte solo il *fine tuning* della regolazione prudenziale e contabile. A livello europeo e nazionale, molto resta da fare per avere una regolazione *investment friendly*, e per ridurre rischi e costi regolatori. Stabilità politica e legislativa, procedure amministrative snelle e rapide, carichi regolatori e burocratici contenuti, un sistema giudiziario rapido e affidabile, una pubblica amministrazione efficiente e tecnicamente preparata, sono notoriamente fattori decisivi nelle decisioni di investimento, che oggi hanno come orizzonte l'intero globo. In non pochi Paesi europei, la qualità della regolazione e gli elevati rischi regolatori restano, nonostante qualche recente progresso, tra i maggiori ostacoli agli ILT. Nello spazio amministrativo europeo, che ha trovato finalmente una base giuridica nel Trattato di Lisbona³⁶, è oggi possibile pensare ad una politica europea di *better regulation*, mirante ad assicurare la convergenza delle regolazioni europea e nazionali verso modelli *investment friendly*.

2) *I nuovi strumenti finanziari*. Dal lato dell'*equity*, si potrebbe far leva, replicandola e sviluppandola sull'esperienza di successo dei fondi di lungo periodo, europei (come *Marguerite*, *InfraMed*, e l'*Energy Efficiency Fund*³⁷) e nazionali (come i Fondi strategici francese e italiano, F2i e FII). Essi dovrebbero rappresentare dei "prototipi" di ampie "famiglie" di fondi di lungo termine per gli investimenti in infrastrutture, tecnologie, R&D, PMI, *start up*, *local utilities*, energia, sviluppo urbano, salute (sia nella forma dell'*equity* che del mezzanino,

Economy and Society, Report to the President of the European Commission by Mario Monti, May 2010

³³EUROPEAN COMMISSION COMMUNICATION - COM 608 (2010), *Towards a new Single market Act*, 27 Ottobre,.

³⁴EUROPEAN COMMISSION COMMUNICATION - COM 343 (2010), *Towards a comprehensive European international investment policy*, 7 Luglio.

³⁵EUROPEAN COMMISSION COMMUNICATION – COM 700 (2010), *The EU Budget Review*, 19 Ottobre 2010.

³⁶ Cfr. Astrid, *Lo spazio amministrativo europeo*, a cura di M.P. Chiti e A. Natalini, Bologna, Il Mulino, 2012.

³⁷ In *Marguerite* e nell'EEEF la Commissione europea ha una partecipazione diretta utilizzando risorse proprie dell'Unione. Per una descrizione del Fondo *Marguerite (2020 European Fund for Infrastructure and Climate Change)* si veda il sito www.margueritefund.eu, per il Fondo *InfraMed* il sito www.inframed.com e per il Fondo EEEF il sito www.eeef.eu; v. anche Bassanini F e Reviglio E., *Financial Stability, Fiscal Consolidation and Long-Term Investments after the Crisis*, cit.

come nel caso dell'*European Energy Efficiency Fund - EEEF*), suppiendo alla carenza generalizzata di capitale di rischio prodotta dalla crisi.

Dal lato del debito, si dovrebbero sviluppare le iniziative lanciate negli ultimi anni³⁸; ma, in più, si potrebbero creare uno o più fondi europei partecipati congiuntamente dalle banche pubbliche di sviluppo (BEI, KfW, CDC, CDP, ecc.), volti a mobilitare risorse per il finanziamento delle infrastrutture, degli investimenti a medio termine delle imprese e dell'esportazione verso paesi non-UE.

Le stesse istituzioni potrebbero dar vita a strumenti di garanzia comuni, intesi a mitigare i rischi connessi alla lunga durata degli ILT, anche con il parziale coinvolgimento di risorse europee e nazionali, in specie per quanto concerne i rischi regolatori. Per ridurre questi ultimi, si dovrebbe anche valutare l'ipotesi di una specifica direttiva europea che vieti la *reformatio in pejus* retroattiva delle disposizioni che incidono in maniera rilevante sulla redditività degli investimenti, o che imponga forme di indennizzo, almeno parziale.

Nello stesso ambito, la sfera di applicazione della garanzia europea sui project bonds (ad oggi prevista solo per i Ten-T, Ten-E e NGN) andrebbe estesa ad una gamma più ampia di investimenti come la sanità, le R&D, le public utility, lo sviluppo urbano, l'efficienza energetica.

3. *Le risorse pubbliche.* Per quanto oggi imprescindibile, il ricorso a capitali e finanziamenti privati non può essere di per sé sufficiente. Restano infatti investimenti – come quelli nella ricerca teorica, o nelle infrastrutture su ferro – che, per quanti sforzi si facciano nell'immaginare soluzioni innovative³⁹ per rendere possibile il *project financing*, non consentono di produrre ritorni sugli investimenti sufficienti ad escludere la necessità di contributi pubblici a fondo perduto, almeno parziali (PPP).

La via maestra è, ovviamente, quella di severe e rigorose politiche di ricalificazione della spesa pubblica (spending review) che consentano di

38 Come la *High-Growth and Innovative SME Facility (GIF)*, la *SME Guarantee Facility (SMEG)*, la *Risk-Sharing Finance Facility (RSFF)* e gli altri progetti di finanziamento più tradizionali nell'ambito dei *Research, Development and Innovation (RDI)*. Nel febbraio del 2011, la UE ha lanciato un dibattito pubblico per tracciare le nuove linee e strumenti finanziari per il futuro degli investimenti europei in ricerca ed innovazione per il prossimo Multi-annual Financial Framework : *The Green paper, Towards a Common Strategic Framework for EU Research and Innovation funding*. COM(2011)48.

39 Un esempio è costituito dalla recente introduzione nella legislazione italiana dello strumento del canone di disponibilità che consente di affidare a privati il finanziamento, la realizzazione e la gestione di infrastrutture destinate ad uso pubblico (scuole, ospedali, carceri), a fronte di contratti pluriennali di locazione della struttura, della quale il privato deve assicurare la corretta realizzazione, manutenzione e gestione.

spostare risorse da spese correnti non essenziali agli investimenti pubblici. Nelle presenti condizioni di molti degli Stati europei (inclusa l'Italia), questa strada è tuttavia poco praticabile, stante l'esigenza di destinare i risparmi di spesa corrente alla riduzione del debito pubblico e alla riduzione della pressione fiscale. E tuttavia, una destinazione parziale di queste risorse a investimenti pubblici qualificati potrebbe essere giustificata, considerando le esternalità positive che questi investimenti produrrebbero sui deficit e sui debiti pubblici sia dal lato del numeratore (maggiore gettito fiscale) sia dal lato del denominatore (aumento del PIL). E' su questa base che si ripropone a livello europeo una rimodulazione del Fiscal Compact che ammetta il ricorso alla c.d. golden rule (ovvero lo scomputo degli investimenti dal calcolo del debito pubblico in fase di ciclo economico negativo con evidenti effetti anti-ciclici). La "regola aurea" nella UE ha finora incontrato insormontabili resistenze per il timore che venga di fatto estesa a molte spese di parte corrente⁴⁰. Mario Monti ha perciò proposto di limitarla ai soli investimenti previsti dalla Agenda digitale europea. Nella stessa linea, suggeriamo di proporre una applicazione della Golden rule limitata ai cofinanziamenti nazionali dei progetti infrastrutturali finanziati dalla UE (CEF, Fondi strutturali) o dalla BEI.

Vivo è poi il dibattito sull'uso di strumenti di debito sovrano dell'Unione per il finanziamento di investimenti strategici europei: i c.d. "Eurobond per la crescita". Proposti per la prima volta dal Jacques Delors agli inizi degli anni novanta, hanno finora incontrato resistenze politiche insormontabili, esasperate dai recenti tentativi di utilizzarli per mutualizzare i debiti sovrani degli Stati Membri, dopo lo scoppio della crisi. Ma gli Eurobonds per la crescita, in ispecie se usati per finanziare (o garantire) investimenti a redditività sicura, ancorché differita nel tempo, non comporterebbero in realtà alcun rischio di azzardo morale, o di accollo ai Paesi "virtuosi" dei debiti dei Paesi "viziosi", mentre rappresenterebbero uno straordinario strumento di promozione della crescita e della competitività dell'intera Unione europea.⁴¹

La questione resta dunque aperta. E potrebbe trovare soluzione, dopo le elezioni politiche tedesche dell'autunno 2013, se nel frattempo si saranno realizzati gli importanti passi avanti nella costruzione dell'Unione fiscale,

⁴⁰ Da ultimo, il 14 maggio 2012, la commissione Affari economici e monetari del Parlamento europeo ha bocciato l'emendamento, proposto da Roberto Gualtieri, per scorporare dal calcolo del deficit i due quinti degli investimenti importanti per la crescita europea. L'emendamento ha comunque raccolto un consenso superiore alle aspettative.

⁴¹ Al riguardo si vedano A. Favero and A. Missale (*EU Public Debt Management and Eurobonds in Euro Area Governance – Ideas from Crisis Management Reform*, DG Internal Policies, Brussels, 2010) e l'ampia bibliografia contenuta nel sito di Astrid alla pagina . Si v. inoltre, F. Bassanini e E. Reviglio, *Union bond per finanziare una crescita sostenibile*, *Il Sole 24 Ore*, 16 febbraio 2010, e A. Quadrio Curzio, *On the Different Types of Eurobonds*, in *Economia Politica*, a. XXVIII, n. 3, 2011.

economica e politica che sono delineati nell' *issue paper* del Presidente Van Rompuy ⁴²e che il Consiglio europeo discuterà nelle sue prossime sessioni.

4. *Gli incentivi fiscali.* Sono stati decisivi per il successo del piano di stimolo dell'amministrazione USA e dei relativi BABs⁴³. Se utilizzati per incentivare la finanza di progetto e i PPP essi sembrano avere una forte razionalità: da una parte consentono di realizzare investimenti che altrimenti richiederebbero l'impiego di risorse pubbliche; dall'altro, tali investimenti contribuiscono alla crescita e quindi al consolidamento fiscale (dal lato del numeratore e del denominatore).

Ciò è incontestabile, quanto meno nei casi in cui l'incentivo è rigorosamente finalizzato al ribilanciamento dei piani finanziari squilibrati per effetto del venir meno di previsti finanziamenti pubblici a fondo perduto o per l'aumento del costo dei finanziamenti bancari; ed è limitato ad una quota delle maggiori entrate fiscali generate dall'investimento stesso, al netto però di eventuali effetti di sostituzione, come di recente previsto dalla normativa italiana sul finanziamento delle infrastrutture mediante defiscalizzazione.

Dal lato della raccolta, incentivi fiscali andrebbero previsti per promuovere il risparmio di lungo periodo e la sua destinazione agli ILT.

5. *Una VLTRO della BCE.* Per contrastare il credit crunch sul medio-lungo termine, la BCE potrebbe prendere in considerazione un'operazione straordinaria di rifinanziamento sul modello delle due recenti LTRO, ma con tre significative differenze: una maggiore durata (6-9 anni), un minore importo (basterebbero 150-200 md) e un preciso vincolo al finanziamento degli ILT (infrastrutture e investimenti produttivi)⁴⁴.

A certe condizioni, potrebbero essere ammessi come collaterali gli stessi progetti di investimento, se dotati di un cofinanziamento della BEI (e dunque tecnicamente e finanziariamente validati) e se assistiti da garanzie pubbliche (o da un sistema di garanzie costruito congiuntamente dalle banche di sviluppo europee insieme alla BEI).

Condizione per l'accesso a questa *very long-term refinancing operation* (VLTRO), dovrebbe essere il deposito presso la BCE dei contratti di

⁴² EU, *Strengthening Economic Governance in the EU. Report of the Task Force to the European Council*, Brussels, 21 October 2010

⁴³ V. sopra, note 3 e 14.

⁴⁴ V. già F. Bassanini, *Financing long term investment in Europe: the case of project financing*, 2012 OECD Forum *Policies for a new infrastructure investment model*, Paris, 23 May 2012, ora in *Astrid Rassegna*, n.11/2012

finanziamento a medio-lungo termine, alle quali la provvista BCE sarebbe destinata.

Conclusioni.

In conclusione: gli investimenti hanno un ruolo fondamentale per sostenere la crescita, accrescere la competitività e assicurare le condizioni per la stabilità finanziaria e il consolidamento delle finanze pubbliche. Nella congiuntura attuale, le risorse per finanziare gli ILT non possono più provenire prevalentemente dai bilanci pubblici (stretti dalla morsa fiscale) e dalle banche (in via di ristrutturazione e sotto la pressione di Basilea III). Occorre creare le condizioni favorevoli per i capitali privati. In particolare, gli investitori istituzionali possono avere un ruolo crescente ed importante. Modifiche sostanziali delle politiche pubbliche e di regolamentazione, e nuovi strumenti finanziari sono tuttavia necessari sia a livello europeo sia a livello nazionale per favorire, o quantomeno non penalizzare gli ILT..

La Commissione sta predisponendo un “*Green Paper*” volto ad individuare regole, condizioni e strumenti per favorire l’afflusso di capitali privati nel finanziamento degli ILT. A livello internazionale, la presidenza russa del G20 proporrà di indicare il tema del finanziamento degli ILT fra le priorità dell’agenda per il 2013. Potrebbe rappresentare una svolta. Nel primo summit del G20 (Washington 2008), nel discutere le linee guida della riforma del sistema finanziario, il tema degli ILT non fu infatti preso in considerazione. Nelle conclusioni del G20 di Pittsburgh, l’obiettivo della crescita (forte, equilibrata e sostenibile) divenne – è vero - centrale e prioritario. Ma in concreto ciò non valse a modificare l’ approccio bancocentrico, cortotermista e prociclico, dominante nella cultura dei regolatori internazionali. Regole e misure mirate esclusivamente a garantire la stabilità finanziaria hanno contribuito a trasformare la crisi in una *double-dip recession*, vanificando, almeno in una buona parte dell’Europa, gli sforzi di risanamento finanziario e consolidamento fiscale. Il prolungarsi della crisi obbliga ormai tutti a comprendere che, in una moderna economia di mercato, stabilità finanziaria, crescita e coesione sociale sono inestricabilmente interrelate; e che dunque gli investimenti sono un fattore decisivo non solo per la crescita e la competitività, ma anche per la stabilità delle istituzioni finanziarie e per il riequilibrio delle finanze pubbliche. Sarebbe stato meglio comprenderlo prima. Ma, come sempre, meglio tardi che mai.