Nuovi strumenti per il finanziamento delle infrastrutture europee

di Franco Bassanini e Edoardo Reviglio

1. Considerazioni introduttive

Non è difficile prevedere che la crisi economico-finanziaria del 2008-2009 modificherà radicalmente i termini della questione delle risorse e del bilancio dell'Unione europea, anche se in modi e in forme ancora non chiaramente immaginabili. Alcuni di questi mutamenti sembrano a noi fin da ora percepibili.

Sulla (o sulle) *exit strategy* da adottare per uscire dalla crisi, il dibattito è ancora in corso. Ma qualunque *exit strategy* da una crisi delle dimensioni di quella attuale richiederà in ogni caso azioni di promozione e stimolo della crescita destinate a durare per diverso tempo: una parte fra esse sono indubbiamente di esclusiva competenza degli Stati nazionali, anche se è auspicabile una adeguata azione di coordinamento europeo (se non anche internazionale) ; ma ve ne è anche una parte che darebbe risultati molto migliori se fosse oggetto di vere e proprie politiche europee, concernendo beni comuni europei nel senso già illustrato nei capitoli precedenti di questo libro.

Come è ben noto, la crisi sta tuttavia producendo effetti molto pesanti sulle finanze pubbliche di tutti i principali Stati membri dell'Unione europea (come di quasi tutti gli altri Paesi ad economia matura): il principale tra essi è l'accresciuto indebitamento delle pubbliche amministrazioni (in parte conseguenza automatica della crisi, in parte effetto degli interventi di salvataggio e stimolo delle economie e dei sistemi finanziari europei). L'accresciuto indebitamento renderà arduo aumentare l'ammontare delle attuali risorse proprie dell'Unione europea, improponibile imporre maggiori trasferimenti dai bilanci nazionali al bilancio dell'Unione, difficile prevedere l'istituzione di nuove risorse proprie di consistenti dimensioni. Per finanziare le politiche comuni europee (e in specie gli investimenti in grandi progetti infrastrutturali che costituiscono un capitolo fondamentale

di qualunque *exit strategy* dalla crisi[1]) sarà dunque ancor più difficile che in passato ricorrere a finanziamenti a fondo perduto dal bilancio dell'Unione.

Ma la crisi apre anche all'Europa interessanti prospettive: da una parte, spinge i Paesi emergenti con forti surplus monetari e finanziari a porsi il problema della diversificazione delle loro riserve e dei loro investimenti, e dunque a valutare l'opportunità di destinarne una quota più rilevante all'area europea. Dall'altra, la crisi ha consolidato la reputazione dell'Unione europea come un'area economica forte ed affidabile (grazie anche ai risultati del Patto di stabilità e crescita, e alla rigorosa politica antinflazionistica della BCE) e ha consolidato la reputazione dell'Euro come moneta solida e stabile. Se è vero che i debiti pubblici dell'area dell'euro si avvicineranno al 100% dei rispettivi PIL nel 2014, i debiti pubblici degli altri due maggiori paesi ad economia matura sono proiettati infatti a crescere ancora di più: il Giappone passerà dal 217% del 2009 al 245% del 2014, e gli USA dal 84,8% al 108%[2].

Nel prossimo futuro, i titoli emessi dagli Stati membri dell'Unione europea non partiranno battuti, nella concorrenza tra debiti sovrani dei maggiori Paesi del mondo che inevitabilmente si manifesterà. L'Europa sembra al contrario in condizione di aumentare il suo grado di leva per attirare capitali dai mercati globali e per finanziare così, in particolare, quelle politiche europee che implicano investimenti di lungo termine in infrastrutture "calde" (trasporti, energia, TLC) suscettibili di produrre ritorni certi ancorché differiti nel tempo[3].

In altri termini: dopo la crisi, per il finanziamento dei progetti infrastrutturali europei, più che far conto su improbabili risorse di bilancio, si dovrà (e si potrà) far ricorso a capitali privati europei o extraeuropei e a capitali pubblici di provenienza extraeuropea;

---

[1] ....come è peraltro dimostrato dalle politiche anticicliche di stimolo adottate dai principali Paesi extraeuropei, dagli USA alla Cina.

[2] Le stime sull'andamento dei rapporti debito pubblico/Pil sono contenute in IMF, *The State of Public Finances Cross-Coutry Fiscal Monitor: November 2009*, November 3, 2009. Si vedano anche, IMF, *The State of Public Finances: Outlook and Medium-Term Policies After the 2008 Crisis*, March 6, 2009, pp. 22-26; e IMF, *Fiscal Implications of the Global Economic and Financial Crisis*, Staff Position Note, 6 June 2009, pp. 22-30.

[3] E' appena il caso di sottolineare qui che, peraltro, opportune operazioni di "ingegneria istituzionale/finanziaria" possono rendere possibile l'estensione del *project financing* (e dunque degli strumenti analizzati in questo capitolo) anche ad alcuni interventi infrastrutturali di norma non considerati fra le infrastrutture *calde*. E' il caso, per esempio, del ricorso – da parte delle istituzioni pubbliche (in Italia, Comuni e Province) tenute a erogare i servizi di istruzione pubblica primaria e secondaria - al leasing o all' affitto di edifici scolastici realizzati o ristrutturati da privati, con eventuale gestione privata anche dei relativi servizi di manutenzione e gestione….

per farlo, occorrerà predisporre strumenti finanziari innovativi; i quali peraltro, per effetto della crisi, presenteranno interessanti possibilità di successo. Di ciò si occuperà questo capitolo del nostro libro.

2. Effetti della crisi economica e finanziaria globale

La crisi finanziaria avrà importanti conseguenze sulla finanza pubblica della maggior parte dei paesi del mondo. Lo sostiene il Fondo Monetario Internazionale in un recente Rapporto[4]. Il rapporto debito debito/Pil dei paesi del G-20 a "economia avanzata" ha raggiunto nel 2009 il 101,8% del PIL e potrebbe raggiungere nel 2014 il 121,7. A crescere oltremodo saranno soprattutto i debiti pubblici dei paesi industrializzati, mentre quelli dei paesi emergenti tenderanno a rimanere più o meno stabili intorno al 30% del Pil. Tra i primi: il Giappone (che passa dal 218% del 2009 al 245% del 2014), l'Italia (dal 115,3% al 128,5%), gli USA (dal 84,8% al 108), la Germania (dal 78,7% al 89,3%), la Francia (dal 78% al 96,3%) ed il Regno Unito (dal 68,7% al 98,3%). Tra i secondi: la Cina (dal 20,2% al 20%), il Brasile (dal 68,5% al 58,8%), l'India (dal 84,7% al 78,6%), il Messico (dal 47,8% al 44,3%) e la Russia (dal 7,2% al 7,2%). Nello scenario di lungo periodo, nel 2050 il rapporto debito pubblico/Pil dei Paesi ad economia matura potrebbe addirittura, a "bocce ferme", superare il 250%.

Un tale scenario significa non solo profonde trasformazioni strutturali, nei prossimi decenni, nei flussi di risparmio e di merci nell'ambito della mondializzazione dei mercati, ma anche una revisione, un vero e proprio cambio di paradigma, della teoria e della pratica dell'economia monetaria mondiale, così come l'abbiamo conosciuta fino ad oggi. Parlare di nuova Bretton Woods, o semplicemente cercare di immaginare cosa faranno i Paesi occidentali tanto "invecchiati", di qui a cinquant'anni, per mantenere il primato economico mondiale, richiede una ripensamento profondo dei valori e delle ragioni che dovranno tenere insieme il "nuovo mondo", in cui si troveranno i nostri figli e nipoti.

Le raccomandazioni finora avanzate dal Fondo Monetario Internazionale per affrontare questa situazione sono più che ragionevoli, ma sembrano da una parte di difficile attuazione, dall'altra forse sottodimensionate rispetto alla dimensione sistemica della crisi. Assicurarsi che gli stimoli fiscali siano temporanei; evitare ritorni a politiche protezionistiche; puntare su un forte rientro dei deficit dopo la crisi; fare riforme strutturali per rafforzare la crescita; e riformare pensioni e sanità. Tutto ciò ha senso. Ma

[4] *Ibidem*.

la "saggezza convenzionale" del Fondo monetario Internazionale deve fare i conti con nuove domande e nuovi problemi. In prospettiva si intravede una forte contrapposizione tra vecchio e nuovo mondo. Il vecchio mondo, potente e ricco, diventa sempre più vecchio e sempre più fortemente indebitato. Il nuovo mondo, ancora debole e povero, è giovane, con poco debito, in forte crescita e quindi con un altrettanto forte potenziale di accumulazione di risparmio. Dove andranno i flussi di risparmio nei prossimi venti-trent'anni? Quale moneta di riserva verrà scelta dalle banche centrali dei paesi del mondo? Quali titoli pubblici la nuova media borghesia cinese, indiana, brasiliana o russa deciderà di mettere nel proprio portafoglio? Ad oggi ancora circa l'80% del risparmio finanziario è detenuto dai Paesi occidentali. Tuttavia la crescita delle attività finanziarie delle economie emergenti è molto forte (2 o 3 volte la crescita del PIL). Quindi, nel lungo periodo ci dobbiamo attendere grandi trasformazioni strutturali, di cui alcuni vettori sono già in atto. Esse sono facilmente prevedibili alla luce dei dati che ci sono stati forniti, anche se essi risentono di un indirizzo macroeconomico tipicamente neo-keynesiano da parte degli economisti del Fondo (autori delle stime). Non è escluso che questi dati possano un domani venire smentiti dai comportamenti e dalle politiche dei Governi e da cambiamenti strutturali più profondi, che siamo incapaci ad oggi di prevedere. D'altra parte, i nuovi asset acquisiti dai governi durante la crisi potrebbero aumentare sensibilmente il loro valore, una volta che la tempesta finanziaria si sarà placata.

Il quadro appena delineato pone quindi domande a cui sembra difficile dare risposte certe. Ci si deve attendere un "gigantesco" riequilibrio dei flussi monetari dal vecchio mondo al nuovo mondo? Il vecchio mondo accetterà il suo inesorabile e lento declino senza reagire o, come ha sempre fatto nel passato, o deciderà di intervenire ancora una volta, magari *manu militari*? Oppure i "Mighty Hights" del capitalismo mondiale decideranno di somministrare una massiccia dose inflazionistica, per ridurre il peso del debito, con rischi seri che riemergano "nuove follie ideologiche" e pesanti conseguenze sociali? La BCE e la Federal Riserve lascerebbero che un tale nefasto scenario si realizzi? O piuttosto si riuscirà a governare questi fenomeni, grazie ad una ricomposizione di "interessi contrastanti", attraverso un "governo mondiale dell'economia" che sia in grado di realizzare grandi politiche di sostenibilità ambientale, sociale, demografica, commerciale e monetaria di lungo periodo?

Nel frattempo è necessario incominciare a considerare seriamente quali siano le possibili vie di uscita dalla "nuova crisi fiscale degli Stati" che guidano le economie

avanzate del G-20. La crisi ha fortemente indebolito i loro conti pubblici proprio nel momento in cui esse si preparavano ad affrontare le sfide dello shock demografico che le attende[5]. Ci si deve ora domandare quali sono i rischi di un aggiustamento così difficile. La crescita improvvisa dei debiti pubblici che la crisi ha provocato non ha precedenti nella storia dell'Occidente, almeno in tempi di pace. Anche considerando i costi degli interventi a sostegno dei sistemi finanziari (stimati dal Fondo monetario internazionale in circa il 5% del Pil delle economie avanzate), il problema, dovuto alla recessione ed alle condizioni fiscali, sarebbe comunque di una entità mai vista prima. La questione, quindi, non è meramente ciclica (il deficit aggiustato per il ciclo sarebbe comunque alto nel 2010, pari al 3,5 punti di Pil). Gli stimoli fiscali, una volta venuti meno, alleggerirebbero i conti pubblici di circa 1,5 punti di Pil; nel frattempo ci troveremo comunque con debiti pubblici eccezionalmente alti e con i tassi di interesse sul loro servizio che sono stimati salire dal 2014 in poi di almeno 2 punti percentuali. Infine, tra circa 5 anni le pressioni demografiche incominceranno a manifestare i loro effetti mettendo a serio rischio la stabilità fiscale degli Stati. Cosa fare dunque?

Come noto vi sono tre modi per ridurre il rapporto debito/Pil [6] : creare inflazione, produrre avanzi primari, e aumentare il Pil.

La prima strada è molto poco auspicabile, e comunque la BCE farà di tutto per contrastarla. Tuttavia, non è escluso che a livello mondiale (soprattutto da parte degli USA che hanno una politica monetaria molto più "flessibile") una dose di inflazione verrà comunque "somministrata" per contribuire a sgonfiare i debiti che si sono creati durante la crisi. È stato recentemente stimato che con una inflazione del 6% nei prossimi 5 anni il rapporto medio tra debiti pubblico e Pil delle economie avanzate si ridurrebbe di 8-9 punti, rispetto allo scenario di base (con inflazione al 2%)[7]. Ovviamente uno scenario di inflazione a due cifre avrebbe ben altri effetti. L'esperienza degli anni Settanta lo

---

[5] Si vda al riguardo, C. Cotarelli e J. Vinals, *A Strategy for Renormalization Fiscal and Monetary Policies in Advanced Economies*, IMF SPN/09/22, September 22, 2009.

[6] ….oltre, ovviamente, alle privatizzazioni, alla cessione di crediti e, indirettamente, all'alienazione di beni pubblici, nonché altre operazioni "straordinarie" che riguardano la c.d. "componente residuale" (*Stock Flow Adjustments).* Sul tema si veda, E. Reviglio, *Evoluzione delle determinanti del debito pubblico nel periodo 1992-2006 ed il ruolo della componente residuale*, in *Economia Pubblica*, febbraio 2008.

[7] La stima è di Ken Rogoff, docente di Public Policy ad Harvard e ex Capo economista del FMI, in vari recenti interventi. Per tutti, *Countries are so deep in debt, they risk drowning in red ink*, The Globe, 10 November 2009

sconsiglia. L'alta inflazione, infatti, produce forti distorsioni nell'allocazione delle risorse, riduce il tasso di crescita economica, colpisce i cittadini più poveri, crea instabilità sociali e politiche, una volta "liberata" è difficilmente contenibile ed i suoi effetti negativi difficilmente prevedibili. È quindi necessario riaffermare con forza la necessità di mantenere invariata la stabilità dei prezzi e di assicurarsi che le banche centrali facciano di tutto per favorirla.

La seconda strada per ridurre i debiti pubblici, ovvero la creazione di significativi avanzi primari per alcuni anni, sembra difficilmente praticabile, anche se sembrerebbe l'unica vera scelta disponibile. Negli ultimi quindici anni, infatti, nessun grande Paese occidentale è riuscito a ridurre la spesa corrente[8], e gran parte degli avanzi primari (o delle iniziative che hanno contribuito a ridurre direttamente i debiti pubblici) sono stati ottenuti grazie ad operazioni straordinarie, come privatizzazioni, condoni e operazioni di carattere contabile; al più, con una politica fiscale rigorosa, si riuscirà a mantenere il rapporto costante. Certo sarà molto difficile ridurlo. L'aggiustamento necessario medio sui bilanci pubblici delle economie avanzate del G-20 (nel periodo 2011-2020) per riportare i debiti ai livelli pre-crisi, è stimato dal Fondo monetario internazionale, in circa 8 punti di Pil, di cui 1,5 di minori costi per le misure di stimolo all'economia, 3,5 di tagli di spesa primaria (escluse sanità e pensioni), 3 di misure sul fronte delle entrate fiscali, attraverso riforme di razionalizzazione dei tributi, lotta all'evasione fiscale e eventuale aumento delle tasse. A questi interventi vanno aggiunti ulteriori 3-4 punti di Pil di aggiustamenti necessari sul fronte sanitario e pensionistico in seguito agli effetti della curva demografica. Si tratta in buona sostanza di un decennio di tagli o aumenti di imposte pari a circa 1-1,5 punti di Pil all'anno. Per rendere l'idea, nel caso della UE-27, la più grande area economica del mondo, si tratterebbe di 150-200 miliardi di euro di minori spese (o maggiori entrate) all'anno per i prossimi 10 anni. Un percorso politicamente molto difficile da gestire. I rischi di una progressiva disaffezione dei cittadini nei confronti di una politica che non ha più risorse da spendere (ma solo tagli o tasse da imporre) sono quindi reali.

Veniamo, infine, alla terza opzione, ovvero aumentare il tasso medio di crescita del Pil. La soluzione più auspicabile, ma anch'essa di facile dac realizzare. Va osservato innanzitutto che i Paesi ad economia matura hanno sistemi a crescita modesta, quando

[8] Si ricordi tuttavia che l'Italia ha diminuito di due punti di PIL, tra il 1994 e il 2000, la spesa per retribuzioni al personale delle pubbliche amministrazioni; e che l'Italia sembra tutt'ora offrire ampio spazio a politiche rigorose di riduzione della spesa corrente, in specie nel comparto dei consumi intermedi delle pubbliche amministrazioni.

non quasi stazionaria (negli ultimi quindici anni essa non ha superato il 2%, mentre nel trentennio precedente stava intorno al 5%). Le riforme tanto auspicate di liberalizzazione dei mercati, di aumento del grado di concorrenza, per dare maggiore spazio alle "libere forze del mercato", non hanno per ora dato i risultati sperati. La crescita va comunque considerata un forte alleato alla lotta contro il debito. Si consideri che con un debito al 100% del Pil, un aumento della crescita di 1% all'anno (ipotizzando di mantenere la spesa pubblica costante e la pressione fiscale al 40%) potrebbe ridurre in 10 anni il rapporto debito pubblico/Pil di ben 28 punti percentuali. Una strada sicuramente possibile per stimolare la crescita, è quella di veicolare grandi capitali di lungo periodo in iniziative europee con forte valenza ambientale, capaci quindi di dare un contributo significativo utilizzando al minimo le risorse pubbliche. Ne parleremo nelle pagine seguenti.

3. Declino del dollaro e ascesa dell'Euro?

La crisi finanziaria del 2007/08 – secondo l'interpretazione dominante - ha indebolito il dollaro ed ha aperto nuovi scenari nel futuro panorama monetario globale.

Per la verità, malgrado molte discussioni, il dollaro con la crisi sembra essersi per certi versi ulteriormente rafforzato. I flussi di risparmio intimoriti dalla crisi sono in gran parte andati a rifugiarsi nei titoli pubblici americani. Il mercato dei titoli americani è il mercato più liquido del mondo ed è quindi naturale che in un momento di crisi diventi il luogo dove mettere al sicuro i propri risparmi. Almeno fino ad ora, non si è assistito, dunque, ad una vera e propria perdita di fiducia nella stabilità del dollaro.

Sul fronte delle riserve delle banche centrali, dai dati del Fondo Monetario Internazionale (FMI) si osserva che ben il 64% delle riserve mondiali sono in dollari e che negli ultimi due anni esse hanno continuato ad aumentare[9]. Quindi se è vero che i risparmiatori americani durante la crisi sono passati dai depositi e dai titoli bancari ai titoli di Stato per poi gradualmente ritornare indietro, ciò non sembra essere avvenuto per le banche centrali del resto del mondo, che hanno invece continuato ad accumulare riserve in dollari a ritmi anche superiori a quelli del periodo precedente alla crisi, contribuendo così a finanziare il deficit USA. Ha del resto ancora senso mantenere le riserve nella stessa valuta in cui è denominato il proprio debito estero e con cui viene gestito il proprio commercio

[9] I dati sulle stime della composizione delle riserve delle banche centrali sono contenute in, IMF, *Currency Composition of Official Foreign Exchange Reserves (The COFER database),* September 30, 2009.

estero. Anche perché in questo modo le banche centrali usano quei fondi per alleggerire il debito ed i flussi di commercio e per intervenire sui mercati esteri delle valute.

Ma il rafforzamento del dollaro potrebbe essere soltanto congiunturale. Non è peregrina l'ipotesi che la elevata quantità di attivi a rischio emessi dal mercato finanziario americano abbia cominciato a intaccare la fiducia nel dollaro e nei titoli di Stato americani. Nei prossimi anni, gli USA saranno costretti ad emettere grandi quantità di debito, anche per finanziare gli imponenti piani di salvataggio e di stimolo approvati nel 2008-2009. In presenza di una evidente decelerazione della globalizzazione finanziaria, ciò potrebbe creare notevoli difficoltà alle crescenti esigenze di finanziare il deficit di bilancio pubblico e quello della bilancia commerciale USA. Dopo la seconda guerra mondiale il fatto che la maggior parte degli alleati e dei partner commerciali finanziassero il debito americano era anche legato a ragioni politiche: gli USA erano l'unica superpotenza di fronte al blocco sovietico e ciò la rendeva la potenza da sostenere, fosse anche solo per un meccanismo di scambio tra protezione militare ed economica a fronte di un dollaro dominante. Queste ragioni politiche si sono oggi alquanto indebolite.

È dunque probabile che tutto ciò concorra ad una graduale riduzione del dollaro come valuta dominante sia nelle riserve delle banche centrali e sia come moneta per gli scambi internazionali. Nel quadro del nuovo crescente multipolarismo mondiale, le economie emergenti, in forte crescita, tenderanno naturalmente ad aumentare le proprie riserve valutarie. Ma i paesi che hanno riserve in dollari potrebbero incominciare a considerare ipotesi alternative. L'Euro e l'Europa potrebbero essere i più naturali beneficiari di questo processo di diversificazione.

Nel 2008 il 45% dei titoli internazionali emessi erano denominati in dollari contro il 32% denominati in euro[10]. Secondo la Banca dei Regolamenti Internazionali (BRI)[11], nel 2007 l'86% di tutte le transazioni internazionali erano effettuate in dollari, contro il 38% in euro[12]. Nell'aprile 2008, secondo il Fondo Monetario Internazionale, 66 paesi usavano il dollaro come valuta di riferimento per le loro esportazioni, contro 27 che usavano l'euro [13].

Le banche centrali – come è noto - tendono a preferire monete che non si svalutino a causa dell'inflazione, ma ancor più valute facilmente monetizzabili per essere utilizzate in

[10] IMF, *Currency Composition, op. cit.;* Si veda al riguardo, R. Moghadam, *Reserve Currencies in the Post-Crisis International monetary System*, September 24, 2009 by iMFdirect; e L. Goldberg and C. Tille , *Vehicle Currency Use in International Trade*, in *Journal of International Economics*, Issue 76, Vol. 2, pp. 177-192, December 2008.

[11] BIS, *Triennial Survey of Annual Trade*, 2007.

[12] Il totale di tutte le valute è pari al 200% poiché ogni transazione coinvolge due valute.

[13] IMF, *Currency Composition, op. cit.*.

operazioni di mercato aperto. Questa ultima caratteristica dipende, come noto, dalla liquidità e profondità del mercato dei titoli di Stato emessi in quella moneta. Il mercato dei titoli americani è a tutt'oggi ancora il più grande mercato di titoli pubblici del mondo. Ed è anche per questa ragione che quasi due terzi delle riserve delle banche centrali del mondo sono detenute in titoli sovrani americani, mentre, per esempio, la sterlina inglese conta solo per il 2% e il franco svizzero per l'1%.

Nel prossimo futuro, dunque, l'alternativa al dollaro non può essere che l'Euro. L'Unione europea ha un Pil che supera quello degli USA. Ha una politica di controllo dell'inflazione molto severa ed efficace. Il Patto di stabilità e di crescita ha contribuito ad una forte stabilità dei conti pubblici. E' vero che, ad oggi, solo 16 Paesi membri della UE sono passati all'euro e che vi sono ancora differenze marcate tra titoli di Paesi membri diversi; i differenziali risentono dell'andamento non sempre sincrono delle economie e i mercati più ampi, come quello italiano, risentono di una certa instabilità economica e politica. Ma l''importanza dell'euro come valuta di riserva è comunque destinata a crescere, soprattutto nei paesi limitrofi al Continente europeo. Si pensi ai paesi dell'Area del Mediterraneo (UME) o alla stessa Russia. Allorché gli scambi commerciali si infittiscono e la valuta di scambio è l'euro, è anche probabile che crescano le riserve delle banche centrali dei paesi più vicini denominate in euro. Tra il 2008 ed il 2009 le riserve della banca centrale russa in euro sono passate infatti dal 42 al 47%, mentre quelle in dollari sono scese dal 47 al 41%[14].

Una diversificazione delle riserve cinesi sarebbe ovviamente un fatto di rilevanza assai superiore. Si stima che ad oggi circa il 60% delle riserve ufficiali della banca centrale cinese siano denominate in dollari. I cinesi incominciano a preoccuparsi del fatto di essere così fortemente sbilanciati sul dollaro. Tuttavia, un cambiamento repentino potrebbe fare crollare il prezzo dei titoli americani, con effetti negativi sia per la Cina che vedrebbe le proprie riserve svalutate, sia per gli USA che sarebbero costrette a rivalutarle. E' probabile dunque che la Cina adotti una strategia graduale di diversificazione che richiederà, molto probabilmente, alcuni decenni. Anche se graduale, date le dimensioni in gioco, si tratterà comunque di un grande cambiamento che produrrà effetti, parziali ma pur sempre significativi, anche nel breve-medio termine[15].

---

[14] L. Goldberg and C. Tille , *op. cit.*, p. 184.

[15] Non per nulla da qualche tempo si discute della possibilità di trasferire una parte delle riserve mondiali in titoli del Fondo Monetario Internazionale basati su quattro valute (dollaro, euro, yen e sterlina). È un ritorno all'idea del "bancor" proposto da Keynes dopo la prima guerra mondiale.

Quello che è certo è che nei prossimi anni la nascita di un mercato unico di titoli sovrani europei potrebbe creare un serio antagonista al mercato americano[16], e che vi sarà spazio sempre più ampio per l'euro e quindi per un debito europeo per finanziare le infrastrutture e lo sviluppo dell'Europa

Il mercato federale dei titoli di Stato americano è pari a circa 2,500 miliardi di dollari[17]. Un equivalente debito sovrano europeo varrebbe circa il 13,5% del Pil dell'Unione[18]. Una quota relativamente modesta rispetto al totale dei debiti pubblici nazionali UE-27, che è stato pari al 61,5% del PIL dell'UE nel 2008, ed è stimato dalla Commissione europea ascendere al 72% nel 2009 ed al 79,4% per il 2010 [19]: ma una quota sufficiente, tuttavia, per fare investimenti strategici davvero molto significativi.

4. Gli investimenti in infrastrutture ed il ruolo degli investitori istituzionali di lungo termine [20]

Una visione di lungo periodo è necessaria per affrontare le grandi sfide del futuro della nostra società: i problemi del cambiamento climatico, della scarsezza di risorse naturali, della protezione dell'ambiente, della guerra alla povertà, dell'immigrazione, dell'educazione e della ricerca. Anche le exit strategies dalla crisi economico-finanziaria dovrebbero essere costruite alla luce delle visioni e delle politiche di lungo periodo. Nell'ambito di queste politiche di lungo periodo, un ruolo rilevante lo hanno gli investimenti strategici nelle infrastrutture, nell'energia, nell'ambiente, nelle telecomunicazioni e nel capitale umano, capaci di generare forti esternalità positive per l'economia nel suo insieme, per la qualità della vita e per la coesione sociale.

---

[16] "L'attuale crisi globale ha riaperto la girandola delle proposte per la creazione di un'area europea di titoli denominati in euro, emessi da tutti i paesi membri, con al centro la Germania. Se ciò fosse fatto con una scala significativa e se tale debito potesse parzialmente sostituire i debiti pubblici nazionali, l'area dell'euro avrebbe un mercato di titoli di Stato comparabile per uniformità e liquidità a quello dei titoli del tesoro degli Stati Uniti. Ma un tale federalismo fiscale è ciò che la Germania, ed insieme a lei anche altri paesi europei, non sembra intenzionata ad accettare" (B. Eichengreen, *The Dollar Dilemma*, in *Foreign Affairs*, September/October 2009, p. 58).

[17] Il debito federale USA stimato a fine 2009 era pari a 2553 miliardi di dollari (*Economic Report of the President*, trasmesso al Congresso degli Stati Uniti nel gennaio 2009, Tab. B-78, p. 377), dunque a circa 1,670 miliardi di euro (al cambio del 4 novembre 2009).

18 Il Pil della UE-27 (2008) è pari a 12,506 miliardi di euro (dati Eurostat).

19 European Commission, *Public Finance in EMU 2009*, May 2009.

[20] Sul tema si veda: F. Bassanini e E. Reviglio, *New European Institutional Long Term Financial Instruments for a Sustainable and Balanced Growth*, ora in *Astrid Rassegna*, n. 17/2009, www.astrid-online.it/rassegna/06-10-2009/Bassanini_Reviglio_Goteborg_-riimpag.pdf); Id., *Tempi maturi per un debito sovrano europeo*, in *Il Sole 24 Ore*, Oct. 7th 2009(see www.astrid-online.it/Riforma-de/Rassegna-Bassanini_reviglio_Sole24Ore_prox_pubbl.pdf; Id., *Long Term Investments The European Answer to the Crisis Towards a New European Policy of Value Creation for Future Generations: the "Marguerite" Network*, paper presented to the *Paris Conference for Long-term Value & Economic Stability*, Parigi, giugno 2009, ora in *Astrid Rassegna*, n.12/2009.

Politiche indirizzate ad obbiettivi globali di lungo periodo - come la lotta ai cambiamenti climatici o il miglioramento della qualità della vita nelle (e dunque la infrastrutturazione delle) aree metropolitane - rappresentano una necessità, ma anche una opportunità. Passare ad economie a bassa emissione di carbonio e attrezzarsi alla rapida urbanizzazione richiederà grandi investimenti nel campo dell'innovazione tecnologica, delle energie rinnovabili, delle infrastrutture idriche, delle telecomunicazioni e dei trasporti; sono settori che possono generare interessanti ritorni economici e finanziari, stimolare « catene virtuose » di investimenti e stimolare la crescita economica e la creazione di posti di lavoro.

La domanda mondiale di investimenti nei settori dell'energia, dell'ambiente e delle infrastrutture sarà nei prossimi anni di straordinarie dimensioni[21]. Nel solo settore dell'energia, il capitale richiesto entro il 2030 è stato recentemente stimato in 26 trillioni di dollari (al valore del dollaro 2008), pari a 1,1 trillioni (l'1,4% del Pil mondiale) in media all'anno[22]. Il settore della produzione di energia ammonta a circa il 53% del totale degli investimenti richiesti. Circa la metà degli investimenti mondiali sarà concentrato nelle economie emergenti, nei quali la domanda e la produzione crescerà a ritmi più intensi.

In Europa, nei prossimi anni dovranno essere investiti circa 40 miliardi all'anno in nuove infrastrutture, secondo le stime della Banca Mondiale. Altri 60 miliardi all'anno circa saranno necessari per i costi di manutenzione e sostituzione delle infrastrutture esistenti (principalmente nelle generazione di energia, nelle telecomunicazioni e nei trasporti). Il costo totale delle sole infrastrutture per i trasporti e l'energia necessarie per affrontare il problema dei cambiamenti climatici nella UE è stato stimato, in un recente studio del "Centre for European Policy Studies" [23], in circa 50 miliardi di euro all'anno per i prossimi 40 anni.

La Commissione europea ha a sua volta stimato il costo dei progetti ricompresi nei cosiddetti TEN-T e TEN-E in un recente rapporto [24]. Il costo totale dei Trans-European Transport Network (TEN-T) è valutato in circa 900 miliardi di euro (dal 1996 al 2020), di cui 400 miliardi di euro erano già stati spesi a fine 2007 e circa 500 dovranno essere spesi

[21] Salva diversa indicazione in nota, i dati contenuti in questo paragrafo sono ripresi, ed in parte rielaborati, da: Commissione europea, Working Group "2020 European Fund for Energy, Climate Change and Infrastructure (Marguerite)", *Report to the ECOFIN Council*, Bruxelles, 19 June 2009.

[22] EIA-OECD, *World Energy Outlook*, October 2009.

[23] Centre for European Policy Studies (CEPS), *Financial Impacts of Climate Change: What scale of required resources*, 2008.

[24] European Commission, *Trans European Networks: Towards an Integrated Approach*, Communication 135, of 21 March 2007.

entro il 2020. Il costo dei soli progetti prioritari è stimato in circa 400 miliardi di euro (dal 1996 al 2020), di cui circa 130 miliardi erano già stati investiti a fine 2007 e circa 270 miliardi di euro dovranno essere investiti entro il 2020. Quanto alle infrastrutture energetiche, la UE dovrà investire entro il 2013 almeno 30 miliardi di euro in infrastrutture (6 miliardi per la trasmissione di elettricità, 19 miliardi per i gasdotti e 5 miliardi per i terminali di gas naturale liquefatto) per raggiungere le priorità contenute nelle Linee Guida del Trans-European Energy Network (TEN-E). La connessione dei nuovi impianti di energia rinnovabile ha un costo stimato di 700-800 milioni all'anno[25].

E' del tutto evidente che investimenti di queste dimensioni potranno difficilmente essere finanziati con risorse pubbliche, in specie dopo che la crisi finanziaria ha accresciuto notevolmente i livelli di indebitamento dei bilanci europei. Dovrà quindi farsi largo ricorso a capitali privati europei ed extraeuropei, al risparmio delle famiglie europee, a capitali pubblici provenienti dai Paesi in surplus. Il tema delle forme e degli strumenti necessari per indirizzare questi capitali verso il finanziamento di infrastrutture mediante investimenti di lungo termine diventa dunque, in questo contesto, del tutto centrale nelle riflessioni che riguardano l'uscita dalla crisi e la ricerca di un modello di sviluppo sostenibile ed equilibrato per l'economia mondiale. Alla luce dei vincoli strutturali dei bilanci pubblici di molti paesi industriali, nuovi strumenti finanziari di lungo periodo capaci di attirare capitali privati avrebbero infatti il grande vantaggio di alleggerire le finanze pubbliche e le generazioni future di parte dei costi per investimenti pubblici diretti in capitale fisso ed umano.

La crisi sta cambiando il profilo di rischio degli investitori. E' probabile che nel futuro avremo una domanda crescente per prodotti di investimento a basso rischio e di lungo termine da parte dei grandi fondi pensione, delle assicurazioni, dei fondi sovrani e, in generale, dalle famiglie e del risparmio diffuso. Sull'altro versante, vi è – come abbiamo notato - una crescente domanda di infrastrutture.

Il punto di incontro tra la domanda di investimenti finanziari di lungo periodo e a basso rischio e la domanda di finanziamento di infrastrutture, con flussi di cassa stabili e certi, potrebbe rappresentare una opportunità per una uscita dalla crisi. Potrebbe sostenere la grande domanda futura di nuove infrastrutture e potrebbe dare un contributo

[25] Secondo uno studio di mercato commissionato alla società di consulenza McKinsey (maggio 2009), dal Gruppo di Lavoro che ha costituito il Fondo europeo "Marguerite, 2020 European Fund for Transport, Energy and Climate Change" (su cui v. *infra*), il mercato europeo dei settori di intervento del Fondo (infrastrutture di trasporto, reti energetiche e energie rinnovabili, climate change) ammonterebbe a circa 30 miliardi di euro all'anno.

alla stabilizzazione dei mercati finanziari globali[26]. Gli investitori di lungo periodo, inoltre, possono dare un contributo importante alla pianificazione economica e sociale di lungo periodo e diventare il migliore alleato dei policy makers di tutto il mondo nel tentativo di correggere le squilibri globali causati dalla crisi e riportare stabilità economica e finanziaria anche nel breve periodo, nel contempo creando valore per le generazioni future.

Al fine di rafforzare gli investitori di lungo periodo è necessaria tuttavia una nuova cornice regolamentare e prudenziale che includa specifici sistemi di incentivi, appropriate regole contabili, idonei sistemi di governo d'impresa e nuove norme sulla segmentazione dei mercati finanziari[27].

5. Gli effetti della crisi finanziaria ed il network "Marguerite"

Attualmente le fonti tradizionali di debito senior per le infrastrutture e per l'energia sono ancora fortemente ridotte a causa della crisi globale. Il mercato dei capitali fornisce insufficiente debito a questi settori a causa soprattutto alla mancanza di transazioni sottoscritte da assicuratori di garanzie *monoline* e a causa di uno scarso "appetito" per project bond non garantiti.

Inoltre, ottenere credito bancario a lungo termine è particolarmente difficile a causa dei vincoli di liquidità e di capitale dei maggiori gruppi bancari. Diminuisce il volume dei sindacati di prestiti e diminuisce la quantità minima con cui ciascuna banca è disposta a partecipare.

Come risultato della crisi, le istituzioni finanziarie sono diventate molto più avverse al rischio. Nello stesso tempo, le strutture di leva finanziaria, soprattutto in settori nuovi, come investimenti strategici in energie rinnovabili e infrastrutture ambientali, richiedono una quota molto maggiore di capitale di rischio rispetto al passato.

Questi fattori renderanno molto più impegnativo che nel passato riuscire a fare decollare grandi progetti infrastrutturali, a meno che non intervengano capitali di rischio

---

[26] V., *amplius,* F. Bassanini e E. Reviglio, *Long Term Investments The European Answer to the Crisis Towards a New European Policy of Value Creation for Future Generations,* cit

[27] Per maggiori indicazioni cfr.. Eurofi, *A specific treatment is required for long term investments,* working paper, giugno 2009, ora reperibile in http://www.astrid-online.it/Dossier--d1/DISCIPLINA/Note-e-con/EUROFI_Long-term-Investment_Working-paper_29_06_09.pdf; F. Bassanini e E. Reviglio, *New European Institutional Long Term Financial Instruments for a Sustainable and Balanced Growth,* cit.

pubblici o investitori istituzionali pubblici di lungo termine capaci di attirare capitale privato. D'altra parte, i settori dell'energia e delle infrastrutture dovrebbero comunque continuare a rappresentare una classe di attivi attraente per le banche e per i mercati dei capitali.

Sulla base di queste premesse - anche nell'intento di dare un contributo al Piano di Rilancio dell'Economia della UE - una importante proposta è stata avanzata dal Ministro italiano dell'Economia e delle Finanze nella riunione di Ecofin di Nizza del settembre del 2008: la istituzione di uno o più grandi fondi per il finanziamento delle infrastrutture strategiche europee, che consentano di uscire dall'impasse derivante dalla necessità di mobilitare per tali investimenti ingenti risorse, ma dalla difficoltà di reperirle nel bilancio della Unione. L'idea è di sostenere gli investimenti strategici europei mediante un fondo equity costituito non con risorse prelevate dal bilancio dell'Unione né dai bilanci pubblici dei singoli Stati europei (stressati dalla crisi), ma conferite da istituzioni finanziarie disposte ad investire con capitale in progetti con orizzonti di lungo periodo e con tassi di ritorno non speculativi, veicolando in questi impieghi capitali privati, risparmi delle famiglie ed eventualmente capitali pubblici di Paesi extraeuropei desiderosi di diversificare i loro investimenti.

Accogliendo la proposta, Ecofin ne ha affidato lo studio e la realizzazione a un gruppo di lavoro, coordinato dalla Commissione Europea e dalla BEI in collaborazione con alcuni investitori istituzionali europei di lungo periodo - Caisse des Dépôts et Consignations (CDC), Cassa Depositi e Prestiti (CDP) e Kreditanstalt für Wiederaufbau (KfW). Si tratta di istituzioni pubbliche (ancorché costituite per lo più in forma giuridica privata), orientate al mercato, dotate di significative competenze tecniche, con una missione fortemente indirizzata a progetti di interesse pubblico generale focalizzati sulle infrastrutture e con orizzonti di lungo periodo.

Il gruppo, dopo tre mesi di lavoro, ha presentato una proposta per la costituzione del Fondo Equity "Marguerite, 2020 European Fund for Transport, Energy and Climate Change". La proposta è stata accolta dal Consiglio Europeo il 20 dicembre 2008. Durante il 2009, un apposito Comitato operativo, composto da tecnici di BEI, CDC, CDP e KFW, ha lavorato alla costruzione del Fondo Marguerite. Parallelamente sono stati avviati contatti con altre istituzioni finanziarie europee per invitarle a partecipare al Fondo. Due ulteriori istituzioni hanno successivamente deciso di entrare nel progetto come soci fondatori, la spagnola ICO e la polacca PKO, allargando a sei il numero dei soci fondatori. Il Fondo è

stato costituito a Lussemburgo il 12 novembre e terrà la prima riunione dei suoi organi il 3 dicembre a Bruxelles. La Commissione Europea ha deciso di partecipare al Fondo con una quota di 80 milioni di euro, inferiore a quella degli altri soci fondatori, ma simbolicamente assai significativa (rappresenta anche l'unica quota finanziata con allocazione di risorse da un bilancio pubblico). Altri potenziali investitori hanno manifestato il proprio interesse a partecipare all'operazione. Tra questi, il Tesoro Britannico (sponsorizzando Fondi Pensione privati), la polacca Bank Polski (BGK), la Bulgarian Development Bank, una Istituzione slovena, la Portoghese Caixa, una Istituzione Irlandese. Questi investitori parteciperanno con quote minori e senza rappresentanza negli organi di governo del Fondo.

Nel progetto originario il Fondo avrebbe dovuto essere di grande dimensione, fino a 10 miliardi di euro. I soci fondatori hanno deciso all'inizio dei lavori di scegliere una linea di prudenza, partendo così da un primo closing molto inferiore ed indicando – per il momento - la dimensione massima in 1,5 miliardi di euro. Tuttavia, con il passare dei mesi è maturata la convinzione che la dimensione possa crescere anche sensibilmente fino ad arrivare a quella ipotizzata al momento della sua concezione. Parallelamente è cresciuta la consapevolezza che la domanda, in termini di finanziamenti per progetti infrastrutturali strategici di interesse europea, potrebbe essere anche maggiore dei circa 30 miliardi di euro all'anno stimati dallo studio commissionato dal Fondo alla società di consulenza McKinsey; la necessità di un ulteriore allargamento della dimensione del Fondo (o della creazione di fondi analoghi modellati sul primo) potrebbe diventare presto irresistibile, se il prototipo avrà successo.

I gruppo di lavoro ha anche esplorato la possibilità di attivare altri strumenti finanziari suscettibili di potenziare l'azione del fondo e accrescerne le risorse, sempre nell'ambito di strumenti "conformi al mercato". Due di questi strumenti – i Project Bonds e i Sistemi di Garanzie - sono illustrati nei paragrafi successivi.

Si stima che, nei prossimi anni, il Fondo sarà in grado di mobilitare, grazie al suo effetto moltiplicatore e di sostegno ai fondi privati, investimenti, nei settori dell'energia e delle infrastrutture europee, nell'ordine dei 30-50 miliardi di euro. L'area geografica degli investimenti includerà i 27 paesi membri della UE e i settori prioritari saranno: 1) i TEN-T e le altre infrastrutture di trasporto collegate; 2) i TENs-E (incluse elettricità, gas, LNG e oleodotti, trasmissione, sistemi di interconnessione e stoccaggio; 3) la produzione di energie rinnovabili (incluso fotovoltaico, solare ed eolico). Il Fondo investirà

prevalentemente in equity, principalmente in nuovi progetti (*Greenfield*), ma avrà anche – come già si è accennato - *debt facilities* collegate, gestite direttamente da ogni singola istituzione, potenzialmente in grado di mobilitare diversi miliardi di euro di risorse aggiuntive.

In breve, il Fondo sarà a tutti gli effetti un "fondo di mercato" ma si distinguerà per alcune elementi che lo caratterizzeranno come uno strumento "unico" nel panorama dei fondi di private equity tradizionali: (1) avrà un target di ritorno sull'investimento "non speculativo"; (2) avrà orizzonti di lungo periodo nei suoi investimenti; e (3) godrà di un forte *endorsement* istituzionale, assicurato dalla presenza della Commissione europea tra i soci fondatori.

Il Fondo Marguerite è – a ben vedere – uno dei primi esempi di "cooperazione rafforzata" nel settore finanziario in Europa. Può essere considerato il primo "prodotto" di un nuovo "laboratorio". Se avrà successo, potrebbe diventare il prototipo di una "famiglia di Fondi europei per la crescita", con il compito di sostenere il mercato per finanziare gli ambiziosi obbiettivi dell'Agenda di Lisbona; e potrebbe favorire l' emergere – dapprima in forme non istituzionalizzate – di una sorta di nuovo grande soggetto finanziario istituzionale europeo, basato sulla collaborazione tra un ampio gruppo di *long term institutional investors* – una sorta di "SuperCassa" Europea – in grado di dare un importante contributo al finanziamento delle infrastrutture strategiche dell'Unione.

6. I Single Project Bonds europei[28]

Il Fondo (o i fondi) equity non esauriscono il quadro degli strumenti per il finanziamento delle infrastrutture europee. Pur con i limiti sopra segnalati nella attuale congiuntura, si può naturalmente far ricorso alle forme tradizionali di finanziamento tramite debito. Una interessante alternativa può consistere nel finanziare le infrastrutture direttamente dal mercato finanziario attraverso l'emissione di obbligazioni: obbligazioni di progetto (*Single Project Bond*) per iniziative nell'energia e nei trasporti potrebbero infatti rappresentare un'interessante opportunità di investimento di lungo periodo per fondi

28 Il 25 settembre del 2008 il Vice-Presidente della Commissione europea per i Trasporti Antonio Tajani si è incontrato con il Presidente della BEI Philippe Maystadt e con i due Vice-Presidenti italiano e greco per discutere di possibili strategie per massimizzare l'utilizzo della BEI nel finanziare grandi progetti infrastrutturali nei trasporti. In quella sede fu decisa la formazione di un Gruppo di Lavoro informale costituito da rappresentanti del Gabinetto del Vice-Presidente, della Direzione generale per i trasporti e per l'energia della Commissione europea e della BEI, con l'obbiettivo di studiare nuovi strumenti per finanziare i progetti del TEN-T e di facilitare la partecipazione degli investitori privati. Le proposte presentate in questo e nel successivo paragrafo sono in gran parte riprese (in alcune parti anche *verbatim*) da una *Nota informale* prodotta da questo Gruppo di Lavoro nell'estate 2009.

pensione, compagnie di assicurazione, fondi sovrani e per il risparmio delle famiglie. I Project Bond individuali possono assumere notevole importanza, in particolare, in tempi in cui sia il debito che il capitale di rischio (e la leva) sono fortemente ridotti, soprattutto dopo il collasso delle assicuratori di garanzie *monoline* e la successiva chiusura del mercato di tali titoli intorno alla fine del 2007.

I project bond potrebbero essere promossi da grandi investitori istituzionali o da istituzioni simili. Un particolare interesse potrebbero avere project bond promossi dal Network Marguerite. Il "premio di reputazione" che deriva dalla partecipazione della Commissione, dalla qualità degli azionisti e dal prestigio di cui godono le istituzioni finanziarie fondatrici del Network, quali promotori dei progetti, contribuirebbe ad abbassare il costo del finanziamento, ad aumentare il merito di credito dei titoli, e a creare una classe di attivi che potrebbe attirare i grandi investitori istituzionali (in grado di bilanciare le proprie passività con attività di lungo periodo e a reddito fisso), il risparmio delle famiglie europee ed anche i fondi sovrani extraeuropei alla ricerca di una adeguata diversificazione dei loro investimenti. Grazie a progetti "ben montati", questi finanziamenti sarebbero direttamente contratti sul mercato finanziario, senza apparire nei bilanci dell'Unione europea né degli Stati membri [29]. In ogni caso, il "Network Margherite" potrebbe quanto meno giocare un ruolo importante nel provvedere di garanzie e nel fornire assistenza tecnica e consulenza ai promotori nella emissione dei Project Bonds.

In passato, alcuni Stati membri hanno proposto che la Commissione accettasse una maggior coinvolgimento nella proprietà dei progetti TEN-T e TEN-E ed, a tal fine, emettesse obbligazioni per aumentare il livello del budget UE per tali progetti (titoli chiamati Eurobonds). Tale soluzione, come discuteremo oltre, richiederebbe una revisione dei Trattati europei intesa a permettere alla Commissione di indebitarsi sul mercato dei capitali: un ostacolo non insormontabile, ma comunque tale da rendere il ricorso a questo strumento non praticabile nell'immediato futuro. [30]

I Single Project Bond europei, emessi direttamente dai promotori dei progetti, sono invece strumenti di debito immediatamente utilizzabili. Al momento non esistono sul mercato titoli di tal fatta. La ragione di questa assenza va ritrovata primariamente nelle

29 Se il finanziamento viene emesso da una "unità di mercato", anche se posseduta al 100% dallo Stato o da un'altra entità del settore pubblico, e se grazie alla struttura del finanziamento almeno due dei tre rischi che caratterizzano un progetto di PFU (costruzione, traffico e tariffe) sono trasferiti al mercato, allora secondo i principi contabili ESA-95, tale debito non viene incluso nel debito pubblico nazionale, valido per il rispetto dei criteri del Trattato di Maastricht e del Patto di Stabilità e di Crescita europeo.

30 Al riguardo si rimanda al capitolo di M. T. Salvemini, *Debito e bilancio dell'Unione europea*, in questo volume.

difficoltà recenti degli assicuratori di garanzie *monoline*. Una quota significativa del mercato dei project bonds, prima della crisi, veniva "impacchettata", cioè dotata di una garanzia *monoline* Tripla-AAA sul debito, che gli permetteva di innalzare il suo rating. Tali strutture rendevano i pacchetti di titoli attraenti per gli investitori istituzionali alla ricerca di attivi con rating AA/AAA, in grado cioè di combinare le proprie passività (di lungo periodo, a reddito fisso).

7. Schemi di garanzia e Project Bonds

Il Network potrebbe anche fornire garanzie a favore del debito per coprire i Project Bonds. Le garanzie secondo l'attuale contesto regolamentare sono alternative al debito e possono coprire lo stesso profilo di rischio. I Project Bonds garantiti dal Network verrebbero emessi dalla società di progetto, in relazione a singoli progetti, ma sponsorizzati dalla Supercassa Europea, assumendo così lo stesso merito di rischio del Network.

Lo sponsor offrirebbe tutta la sua reputazione e competenza tecnica per "montare" i progetti di PPP; e offrirebbe anche una garanzia monoline al titolo, consentendogli di avere un rating AAA (con minor costo del debito e maggiore attrattiva per i risparmiatori). Per la parte dell'investimento non coperta dai Project Bonds si potrebbe far ricorso al mercato bancario. Così i Single Project Bonds a) non peserebbero sui bilanci pubblici nazionali, ma neanche molto sui bilanci delle Casse (giusto il costo delle garanzie); b) favorirebbero temporalità estese, che il mercato da solo non è disposto a garantire; c) sarebbero strumenti "conformi al mercato", come tali ben accolti dagli operatori privati; d) non avrebbero effetti di spiazzamento, poiché parte del debito viene lasciata al mercato bancario. Sarebbero la variante europea dei "Save America Project Bonds", previsti dal Piano di rilancio di Obama. [31]

[31] Anche negli USA, come nell'a UE, la nuova Amministrazione sta tentando di combattere la recessione con stimoli economici che includono un ingente impegno in nuovi investimenti in infrastrutture pubbliche. Il Piano di stimolo include l'emissione di nuovi tipi di titoli denominati i "Save America Project Bonds", con forti incentive fiscali direttamente sugli interessi netti maturati dai titoli. Per esempio, i "Recovery Zone Economic Development Bonds" verranno emessi per finanziare progetti di infrastrutture pubbliche o per la costruzione di progetti finalizzati a servizi pubblici, ma anche per progetti legati alla crescita dell'occupazione e per la formazione professionale. I "Qualified Energy Conservation Bonds" stabiliscono una somma ulteriore pari a 2.4 miliardi di dollari per progetti legati alle energie rinnovabili e la manutenzione degli edifici con criteri ambientali e di efficienza energetica. Il nuovo piano di stimolo include anche l'emissione di project bonds per i trasporti ferroviari; esso include inoltre l'emissione di 1.6 miliardi di "New Clean Renewable Energy Bonds" per finanziare le generazione di elettricità da biomasse e centrali idroelettriche.

I progetti finanziati con emissione di titoli sui mercati dei capitali e così garantiti dovrebbero essere ben costruiti ed essere capace di garantire flussi di cassa stabili e regolari. Perciò la garanzia sembra più adatta a progetti i cui flussi dipendono dalla disponibilità di pagamenti, piuttosto che dall'utilizzo dell'opera, soprattutto se essa pone questioni di costruzione tecnologicamente complesse.

8. Le Imprese Comuni europee[32]

Tra gli strumenti previsti dal quadro legislativo europeo per realizzare gli obbiettivi dell'Agenda di Lisbona, sia pure limitatamente alla attuazione dei programmi di ricerca e sviluppo tecnologico, ve ne è uno di cui si è fatto finora poco uso, e di cui poco si è discusso: le "Imprese Comuni" ("Joint Undertakings"). Secondo l'articolo 187 del Trattato sul Funzionamento dell'Unione "l'Unione può creare imprese comuni o qualsiasi altra struttura necessaria alla migliore esecuzione dei programmi di ricerca, di sviluppo tecnologico e dimostrazione dell'Unione". Le relative decisioni sono adottate dal Consiglio su proposta della Commissione e previa consultazione del Parlamento europeo e del Comitato economico e sociale, secondo l'articolo 188 del medesimo TFUE. E' possibile costituire "Imprese Comuni Europee" anche attraverso il meccanismo della "cooperazione rafforzata". [33] Un esempio recente nell'utilizzo di queste disposizioni da parte della UE e dell'ESA è stato la creazione di una Joint Undertaking" per la realizzazione e la gestione del programma Galileo. Mentre la prima volta che una "Impresa comune" è stata costituita è stato il caso di Euratom (1957), successivamente rafforzato nel Trattato ECC (1987 e 2001).

Il caso della nascita di Galileo è di grande interesse per capire il funzionamento e le potenzialità di questa forma societaria europea.[34] Essa nasce dopo il 1999 quando l'Europa durante il bombardamento nella guerra contro la Serbia di Slobodan Milosevic, insieme agli americani, dovettero prendere atto di non avere un sistema satellitare integrato europeo e si dovettero quindi affidare, quasi totalmente, al sistema GPS americano, nato

[32] Si veda al riguardo, Domenico Moro, *L'impresa comune (ex art. 171, Trattato CE) come strumento di una politica europea di investimento nelle reti trans europee*, in *L'Europa dei progetti – Imprese, innovazione, sviluppo*, 2007, pp. 201-249, e riferimenti *ivi* contenuti.

[33] Per un'analisi del meccanismo della "cooperazione rafforzata" anche in termini del calcolo dei peso e delle ponderazioni relative, si veda l'Allegato al lavoro di T. Moro sopra citato dal titolo "La maggioranza qualificata dopo l'allargamento", pp. 245-249.

[34] Si veda al riguardo, Moro, *ibidem*, pp. 214-216.

per scopi militari. In tempi molto rapidi si decise dunque di creare un sistema europeo per scopi primariamente civili (e che, in un secondo tempo, sarebbe potuto essere utilizzato anche per motivi di difesa). Per realizzare tale sistema venne costituita nel 2007 l'Impresa Comune Galileo. L'obbiettivo dell'iniziativa era quello di sviluppare, entro il 2013, un sistema GPS capace di fornire cinque principali servizi civili per la sicurezza dei cittadini europei. La decisione politica presa dal Parlamento Europeo e dal Consiglio includeva l'allocazione di un budget per il periodo 2007-2013 pari a 3,4 miliardi di euro e la definizione di una sistema di governance e struttura per la realizzazione del programma. Il programma è finanziato da fondi europei. La Commissione Europea agisce come *project manager* e *contracting authority* e l'ASI (Agenzia Spaziale Europea) agisce come il suo *procurement and design agent*. I soci fondatori sono la Commissione europea e l'Agenzia spaziale europea, che fornisce il supporto tecnico all'IC Galileo. I potenziali futuri soci possono essere la BEI, società private europee ed extra europee e Paesi terzi. La Cina, l'India e Israele sono stati i primi Paesi extraeuropei a dichiarare interesse a partecipare all'iniziativa.

L'Impresa comune europea ha un precedente storico nelle "federal governement corporation" americane[35], nate quando fu necessario inventarsi strumenti capaci di raccogliere ed unire capitali pubblici e capitali privati per promuovere la crescita nazionale, oppure la crescita di economie regionali depresse, oppure ancora per la fornitura di servizi che il privato da solo non sarebbe riuscito a fornire [36]. Tra le varie forme assunte da queste organizzazioni, vanno ricordate soprattutto le "federally chartered corporation", costituite per svolgere un'attività economica di interesse pubblico in settori fondamentali dell'economia (per es., *Tenessee Valley Authority*, per la produzione e distribuzione di energia elettrica, la navigazione, il controllo delle acque, fertilizzanti e sviluppo economico, l'*American Track*, per i servizi di trasporto ferroviario, e la *US Postal Service*, per i servizi postali). Tutte opera del New Deal di Roosevelt, esse possono essere a capitale interamente o parzialmente pubblico. Va osservato che i bilanci delle "federally chartered corporation", anche se interamente a capitale pubblico, non vengono consolidati nel bilancio pubblico federale.

[35] Si veda al riguardo, D.. Moro, op. cit., pp. 223-225, e riferimenti *ivi* contenuti.

[36] Sul tema si veda, S. Primavera, *L'esperienza americana della Federal Government Corporation. Spunti di riflessione per la grande impresa federale europea*, in *L'Europa dei progetti – Imprese, innovazione, sviluppo*, 2007, contributo citato in D. Moro, *ibidem*, p. 224.

"Se si volesse stabilire un parallelo tra la realtà americana e quella europea che si sta affermando – scrive al riguardo Domenico Moro – potremmo assimilare la *federally chartered corporation* interamente pubbliche alle "agenzie esecutive" del diritto comunitario e quelle a partecipazione mista pubblico-privata all'"imprese comuni" e che, volendo adeguarla al contesto normativo europeo, si potrebbe chiamare "union corporation" o "community corporation". In ogni caso, ai fini che interessano le autorità di politica economica europea, lo stato patrimoniale di queste società non verrebbe conteggiato nei conti dei singoli Stati nazionali, né, salvo ulteriore approfondimento delle norme Eurostat, neppure nei conti dell'Unione"[37] .

Il ricorso alle imprese comuni è limitato dal Trattato sul funzionamento dell'Unione europea – come si è visto – alla "migliore esecuzione dei programmi di ricerca, di sviluppo tecnologico e dimostrazione dell'Unione". E' dunque evidente che – senza una modifica dell'art. 187 TFUE - lo strumento può essere sicuramente impiegato per il finanziamento e la realizzazione di progetti infrastrutturali strategici solo quando essi abbiano forti contenuti di ricerca o di innovazione e sviluppo tecnologico. Nel caso dell'energia e della lotta al climate change, lo spazio può essere rilevante. Energie rinnovabili, risparmio energetico, riduzione della dispersione nel trasporto e nella distribuzione dell'energia, stoccaggio di risorse energetiche, sviluppo dei generatori nucleari di quarta generazione e via dicendo richiedono forti investimenti nella ricerca di base, nella ricerca applicata, nella sperimentazione e nella innovazione tecnologica, che sovente neanche le grandi multinazionali del settore sono in grado di finanziare. Una nuova Impresa Comune Europea per l'Energia (una "European Energy Union Corporation") potrebbe diventare il veicolo per questo progetto; potrebbe essere promossa da Euratom – che è già una Impresa Comune – ed essere in grado di attrarre capitali privati, sia di natura industriale che si natura finanziaria.

Nel settore dei trasporti, lo spazio – ad articolo 187 TFUE invariato – é probabilmente più limitato, salvo interpretazioni estensive di dubbia affidabilità. Secondo D. Moro vi rientrerebbero quei progetti che "per la loro complessità tecnica, tecnologica, organizzativa,finanziaria e, in una certa misura, di ricerca applicata si configurino oggettivamente come progetti innovativi, ancorché appartenenti ad un settore comunemente considerato "maturo"[...] progetti ad alto contenuto tecnico e tecnologico, di grande complessità organizzativa, e soprattutto di opere non ripetibili, se non in altre parti

[37] D. Moro, *op. cit.*, pp. 224.225.

del mondo, dove le imprese europee potranno capitalizzare il know-how accumulato"[38]. Al di là di questi limiti, il ricorso all'Impresa comune sembra al momento impraticabile: ma meriterebbe di avviare una riflessione su una minimodifica dell'art. 187 che non dovrebbe incontrare – ragionevolmente – serie opposizioni; o, in alternativa, su un impiego in forme innovative degli istituti del GEIE (Gruppo europeo di interesse economico) o della Società per azioni europea in connessione e nel quadro di una cooperazione rafforzata ex artt. 329 e segg. TFUE .

Il costo dei progetto TEN-T ancora da finanziare è di circa 500 miliardi, di cui 280 per i progetti prioritari. L'ipotesi a suo tempo avanzata in un noto studio della Federazione dell'Industria europea delle Costruzioni[39] era di un finanziamento a 30 anni, al tasso fisso del 6%, a fronte di un contributo comunitario del 10%, di interventi del settore privato del 20% e di un prestito europeo che può variare dal 50 al 70%, a seconda che gli Stati membri partecipino o meno con una loro quota del 20%. Una così ingente mole di investimenti potrebbe essere finanziata da una o più Imprese comuni, se una minimodifica dell'articolo 187 rendesse l'ipotesi praticabile o da una Società europea per azioni promossa dalle istituzioni del Network Marguerite. Si potrebbero creare così una o più grandi imprese europee dei trasporti simili alla American Track nata anch'essa durante il New Deal[40] o anche una Impresa comune per ciascun Corridoio Europeo, avvalendosi delle norme sulle cooperazioni rafforzate. Si potrebbe anche decidere di cominciare con i "missing links" (i trafori alpini), considerando che si tratta dei progetti più in ritardo sulla tabella di marcia (anche perché di più difficile realizzazione), lasciando alle compagnie ferroviarie nazionali una parte dei corridoi. Le compagnie ferroviarie nazionali potrebbero essere azioniste (insieme alla UE, alla BEI, ed altri investitori di lungo periodo) della nuova o delle nuove Imprese comuni europee per i "missing links".

---

[38] D. Moro, *L'impresa comune (ex art. 171, Trattato CE) come strumento di una politica europea di investimento nelle reti trans europee,* cit.,, pp. 228-229, che cita ad esempio i tunnel di base del Brennero e della Lione-Torino.

[39] Fédération de l'Industrie Européenne de la Construction (FIEC), *Propositions de la FIEC pour le financement des infrastructures ferroviaires en Europe*, Bruxelles, settembre 2002, sul quale ampiamente D. Moro, *L'impresa comune (ex art. 171, Trattato CE) come strumento di una politica europea di investimento nelle reti trans europee,* cit.,, pp. 209 e segg.

[40] "La scelta di optare per una *European track* – scrive ancora Domenico Moro - ha un'altra importante implicazione che, pur non avendo carattere industriale, può concorrere fortemente ad influenzare le aspettative dell'opinione pubblica europea e quindi delle forze economiche e sociali europee. Infatti, come la narrativa americana ha saputo rendere celebre la "route 66" o la stessa Amtrack, contribuendo al rafforzamento dell'identità americana, l'Unione europea, attraverso un grande pian o europeo di lavori pubblici ambientalmente sostenibile, dovrebbe avere l'ambizione di suscitare analoghe suggestioni presso le giovani generazioni di cittadini europei.", *op.cit.,* p. 227.

Il già citato Studio della FIEC [41] proponeva che una parte del costo del pagamento del debito fosse finanziato da una speciale tassa di scopo sul gasolio usato per il trasporto su gomma. Del tema delle imposte europee di scopo si occupa un altro capitolo di questo volume. Basterà ricordare qui che gli attuali Trattati europei richiedono l'unanimità per l'istituzione di imposte europee. Per quanto ragionevole, si tratta dunque di un'ipotesi al momento difficilmente praticabile. Se tale tassa fosse nell'ordine dei 2 centesimi al litro, essa potrebbe coprire – in un periodo di 30 anni – da 8 a 11 miliardi di euro all'anno del costo di finanziamento delle opere. Nel caso dei tunnel transalpini la durata potrebbe anche estendersi a 50 anni, riducendo significativamente il costo annuale del ripagamento del debito[42] . La FIEC stimava che il costo dei "missing links" da finanziare fosse nell'ordine dei 15,4 miliardi di euro all'anno[43].

La creazione di Imprese Comuni europee (insieme all'applicazione ad ampio raggio del concetto della "cooperazione rafforzata) avrebbe numerosi evidenti vantaggi. Primo, la procedure richiederebbero una maggioranza qualificata. Ciò potrebbe rendere il processo molto più rapido. Un "gruppo qualificato" di Paesi membri potrebbe decidere di partecipare fin da subito (come nel caso dell'euro), e altre Nazioni potrebbe decidere di entrare in una seconda fase. Secondo, le Imprese Comuni Europee sono veicoli in forma di società di capitali (o di quasi capitali) – con la partecipazione della UE, della BEI, delle banche pubbliche o pubbliche-private europee e delle grandi società di trasporti e di energia: il che significa che la quota parte di ogni "contributo" può essere nell'ordine di alcuni miliardi di euro, ma anche meno. Gran parte del finanziamento potrebbe essere fornito in forma di debito, che, a sua volta, potrebbe attirare banche pubbliche e banche private, ma anche grandi investitori istituzionali di lungo periodo (come Fondi pensione, Società di assicurazione, Fondi sovrani, ecc.).

---

[41] Fédération de l'Industrie Européenne de la Construction (FIEC), *Propositions de la FIEC pour le financement des infrastructures ferroviaires en Europe*, cit.

[42] D. Moro, *L'impresa comune (ex art. 171, Trattato CE) come strumento di una politica europea di investimento nelle reti trans europee*, cit.,, p. 227.

[43] Che includono: Priority Project 1. Tunnel di base del Brennero(4.3 bn); Priority Project 6. Tunnel di base Torino-Lione; e Priority Project 24. Terzo Valico (4.5 bn). D. Moro, *L'impresa comune (ex art. 171, Trattato CE) come strumento di una politica europea di investimento nelle reti trans europee*, cit.,, p. 228. dimostra anche che il costo del pagamento dell'opera su 50 anni ad un costo annuale del 6% sarebbe inferiore ai fondi che la UE stima di spendere nel Trans-European Transport Network.

E' evidente, peraltro, che questi progetti potranno avere successo solo se una parte significativa delle risorse necessarie sarà fornita da speciali fondi europei o da tasse di scopo, o da debito pubblico europeo, ovvero da un mix degli strumenti innovativi indicati in questo capitolo. Imprese ed istituzioni pubbliche e private, da sole, senza un sostegno pubblico, non sarebbero assai probabilmente in grado di sostenere i rilevanti costi di questi grandi progetti strategici.

9. Gli Eurobonds

Gli strumenti finanziari fin qui illustrati hanno il vantaggio di utilizzare risorse al di fuori dai bilanci pubblici. Non impegnano, se non in misura marginale, risorse del bilancio dell'Unione né dei bilanci degli Stati membri, non aumentano l'indebitamento delle pubbliche amministrazioni degli Stati stessi, impiegano risorse provenienti dai mercati dei capitali privati ed istituzionali globali raccolte da soggetti e istituzioni al di fuori del perimetro della PA. Fanno leva sul consistente risparmio delle famiglie europee e sulla consistente disponibilità di capitali privati e pubblici extraeuropei in cerca di investimenti di lungo termine affidabili, anche al fine di realizzare programmi di razionale diversificazione dei loro impeghi.

Il quadro degli strumenti utilizzabili per il finanziamento delle infrastrutture strategiche europee sarebbe incompleto, tuttavia, se non considerassimo l'emissione di "Eurobonds" o "Union Bonds", dei quali già si è discusso in un precedente capitolo.

A differenza dei Projects Bonds, gli Eurobonds sono veri e propri titoli di debito "sovrano" europeo. Proposti da Delors[44], riproposti da Tremonti, hanno incontrato forti resistenze. Ma i tempi stanno cambiando. I debiti pubblici dei Paesi europei stanno convergendo verso l'alto, come si è visto. Diventa più difficile presentare gli eurobonds come uno strumento "asimmetrico", col quale i Paesi più indebitati scaricano il loro debito sulle spalle dei Paesi più virtuosi. In più, se usati per finanziare solo investimenti strategici

[44] "Se Delors è stato il primo a parlare di un piano di investimenti europeo nel settore delle comunicazioni, nella ricerca e nelle grandi reti trans europee e degli "union bond" come strumento di finanziamento di questi progetti, la prima proposta di emissione di "union bond" risale in realtà a Jean Monnet e al momento della costituzione della CECA. Il riferimento a quest'ultima non era casuale in quanto il rimborso dei prestiti obbligazionari emessi dalla CECA, istituzione dotata di personalità giuridica, era garantito dalle imposte sui prodotti carbo-siderurgici europeo. Infatti , l'art. 49 del Trattato istitutivo della CECA afferma: "La Commissione ha il potere di procurarsi i fondi necessari per il compimento della sua missione: stabilendo imposizioni sulla produzione di carbone ed acciaio; contraendo prestiti". Nel caso delle Imprese Europee, il rimborso del prestito europeo potrebbe essere garantito direttamente dalle tariffe praticate agli utenti delle opere realizzate, oppure dai canoni di concessione derivanti dall'affidamento della gestione dell'infrastruttura": D. Moro, *op. cit.*, pp. 236-7.

dell'Agenda di Lisbona (e per lo più investimenti "caldi"), gli Eurobonds si ripagherebbero da sé (in tutto o in gran parte), non pesando sulle generazioni future.

Emettere Eurobonds potrebbe dunque essere un'altra modalità per creare una classe di attivi in grado di attirare i grandi investitori globali. Le ragioni a favore della proposta di emettere Eurobonds sono note. L'Unione europea ha bisogno di attirare grandi risorse finanziarie dai mercati globali per sostenere i suoi investimenti strategici cruciali per fare dell'Europa un'area del mondo tra le più avanzate in termini di sapere, tecnologia, ambiente, cultura, coesione sociale e civiltà. Come abbiamo già avuto modo di osservare, negli anni a venire, i mercati finanziari mondiali saranno caratterizzati da una crescita probabilmente straordinaria di offerta di risparmio da parte delle economie emergenti. Si assisterà ad una intensa concorrenza tra i debiti pubblici, che a causa della crisi, sono cresciuti soprattutto nelle economie più avanzate. Quelle aree del mondo che più sapranno dare fiducia ai risparmiatori di tutto il mondo grazie alla solidità della propria economia e della propria civiltà, anche in termini di coesione sociale e di avanguardia tecnologica ed ambientale, saranno anche in grado di attirare maggiori risorse dal resto del mondo. Gli USA grazie alla forza del dollaro hanno potuto finanziare la loro crescita prendendo a prestito denari dal resto del mondo. Perché l'Europa non dovrebbe incominciare a fare lo stesso?

Del resto, se il debito pubblico viene utilizzato per finanziare investimenti di lungo periodo in infrastrutture, queste dovrebbero (in larga parte) essere in grado di ripagare i finanziamenti impiegati. Questa, nella teoria del debito pubblico, è conosciuta come la Regola Aurea. Significa che nuovo debito sovrano europeo per finanziare investimenti fissi, e non per finanziare spesa corrente, non rappresenta un peso per il bilancio e per le generazioni future.

10. Conclusioni

L'Europa può stimolare la crescita nei prossimi anni facendo grandi investimenti in energia, ambiente, trasporti e telecomunicazioni,[45], attraverso strumenti finanziari di lungo periodo ed innovativi che non pesino sui bilanci pubblici (e sulle generazioni future). I principali risultati che si potranno ottenere su questo fronte quale contributo alla strategia di uscita dalla crisi sono: (1) uno stimolo alla crescita del Pil in settori che la

[45] ….ma anche, beninteso, a sostegno dell'economia "reale" (manifattura, agricoltura e turismo) come ha da ultimo suggerito Marco Fortis M. Fortis, *Un maxi prestito europeo per la ripresa*, in *Il Messaggero*, 20 ottobre 2009.

rendano "forte sostenibile ed equilibrata" (secondo le indicazioni del G-20 di Pittsburgh): si tratta, infatti, di settori che "riducono" le emissioni di CO2, che sono ad alta intensità di manodopera, e che sono a forte innovazione tecnologica); (2) una riduzione delle spese per investimento che gravano sui bilanci pubblici; (3) forti esternalità positive per l'economia, l'ambiente e la coesione sociale; e (4) un contributo al riequilibrio e risanamento dei conti pubblici derivante dalla ripresa della crescita del PIL e conseguentemente del gettito fiscale.

Nel medio e lungo periodo le economie avanzate dovranno competere per attirare risorse dal resto del mondo. E' possibile, se non probabile, che l'Euro gradualmente acquisti nei confronti del dollaro il ruolo che gli compete in relazione alla sua stabilità e affidabilità e alla forza dell'economia europea. Ciò rafforzerà anche i titoli emessi da istituzioni europee sui mercati del risparmio globale. È quindi arrivato il momento di "incassare" il dividendo della politica di stabilità dell'Europa per intercettare capitali da investire in iniziative per la crescita e lo sviluppo di un modello di sviluppo sostenibile, eco-compatibile e socialmente avanzato. È evidente, d'altra parte, che quei paesi che avranno "eccessi" di risparmio (Cina, India, Russia, Brasile, Messico) avranno anche bisogno di grandi investimenti ed infrastrutture e tecnologie, a cui l'Europa dovrà e potrà partecipare. La relazione tra paesi avanzati e paesi emergenti, nei prossimi decenni, sarà inevitabilmente "in due direzioni", di "dare ed avere". Se questo rapporto "relazionale" (come ogni rapporto di potere) sarà ben impostato, se l'Europa saprà attuare una forte politica pro-attiva di cooperazione con le economie emergenti, da una parte attirando capitali e dall'altra offrendo tecnologie e competenze per uno sviluppo sostenibile allora entrambi i mondi ne avranno da guadagnare, e "insieme cospireranno per i bene comune".

Ciò può essere ottenuto aumentando le potenzialità di leva dell'euro attraverso una migliore combinazione di fondi europei e di strumenti finanziari (di capitale e di debito) di lungo termine, emessi da istituzioni finanziarie come le grandi "casse" europee ed altri simili investitori di lungo periodo, anche privati, e attraverso la costituzione di Imprese comuni europee capaci di raccogliere capitali pubblici e privati, finanziari e industriali, per realizzare i grandi progetti strategici dell'Agenda di Lisbona e contribuire, anche simbolicamente, a rafforzare l'unione dei popoli europei; ed anche riconsiderando l'emissione di debito pubblico sovrano europeo, non solo per finanziare gli investimenti pubblici europei, ma anche per rafforzare l'unità politica dell'Unione.

Il Trattato di Maastricht aveva promesso una crescita equilibrata e sostenibile. Abbiamo invece assistito a quindici anni di crescita bassa e di qualità piuttosto modesta, almeno in alcune aree dell'Unione. La creazione del Mercato interno europeo e dell'Unione monetaria, gli importanti processi di liberalizzazione dei mercati dei beni, dei capitali, dei servizi e del lavoro, lo smantellamento di buona parte dei monopoli pubblici nei settori chiave dell'energia, delle telecomunicazioni e dei trasporti pubblici, la consistente riduzione dell'intervento pubblico nell'economia non hanno prodotto i risultati attesi in termini di crescita. Si usa dire che la bassa crescita è stata in parte responsabile del ritardo nella realizzazione degli obbiettivi dell'Agenda di Lisbona. Ma si può anche rovesciare l'argomento: i ritardi nella realizzazione dei programmi di Lisbona, ed in specie degli investimenti in infrastrutture, ricerca e innovazione tecnologica aono stati, a loro volta, tra i principali responsabili della mancata crescita di questi anni. Come è stato amaramente notato, "con l'abbassamento dell'indebitamento e del deficit pubblico a livelli storicamente bassi, la "mano invisibile" di Adam Smith avrebbe dovuto dare all'Unione europea il tasso di crescita più elevato a livello mondiale, ma così non è stato. Chi a livello mondiale, viceversa, si è sviluppato di più lo ha fatto con il ricorso a una gestione discrezionale dell'economia (Cina), o valorizzando la disponibilità di risorse naturali riportate sotto il controllo pubblico (Russia), o ancora aumentando le spese pubbliche soprattutto militari (USA)"[46]. Anche prescindendo da giudizi etico-politici, si tratta di tre ricette non praticabili in Europa. La via europea (convergente per altro con i nuovi indirizzi degli Stati Uniti della presidenza Obama) passa attraverso la promozione e lo stimolo alla crescita trainati da grandi programmi nel settore delle infrastrutture strategiche, della ricerca e della formazione, dell'ambiente e della lotta al cambiamento climatico. Passa attraverso la concreta realizzazione di una riedizione aggiornata della Agenda di Lisbona.

Se negli anni passati l'operazione non è riuscita, lo si deve in buona misura a due gruppi di ragioni: il primo nasce dalla debolezza delle istituzioni europee (Parlamento, Commissione) e dalla insufficiente legittimazione democratica del processo decisionale dell'Unione. L'entrata in vigore del Trattato di Lisbona permetterà di fare qualche importante passo in avanti nel rafforzare il potere delle istituzioni democratiche europee,

---

[46] D. Moro, *op. cit.*, p. 242; per una analisi ampia e piuttosto critica dei dati "promessi" (e non realizzati) dai documenti economici a sostegno al Libro Bianco di Delors ed al Trattato di Maastricht ed la Patto di Stabilità e di Crescita, si veda G. Guarino, *Eurosistema*, Giuffré, Milano, 2002

dando al Parlamento europeo reali poteri di codecisione (compresa, per la prima volta, una effettiva partecipazione alla approvazione del bilancio), ma anche liberando l'altra fondamentale istituzione democratica, il Consiglio espressione della dimensione federale intergovernativa dell'Unione, dal paralizzante impedimento derivante dalla eccessiva estensione dell'ambito di applicazione della regola della unanimità. La presidenza stabile del Consiglio europeo, le "passerelle" per la ulteriore riduzione della unanimità, la nuova disciplina delle cooperazioni rafforzate, concorreranno probabilmente a rafforzare la capacità di decisione e la legittimazione democratica delle istituzioni europee, e dunque anche la possibilità che essi siano in condizione di definire e varare progetti sostegno alla crescita di rilievo e importanza strategica.

La seconda ragione sta nella sostanziale impossibilità di reperire nel bilancio dell'Unione le risorse necessarie per finanziare i grandi progetti europei nel settore delle infrastrutture, della ricerca e dell'innovazione tecnologica ipotizzati dall'Agenda di Lisbona. Apparentemente, nulla è cambiato a questo proposito. Sul versante dei processi decisionali, l' aumento delle "risorse proprie" dell'Unione rimane - come si è visto in un precedente capitolo - una decisione inter-governativa di competenza del Consiglio. Oggi più che mai, con le finanze pubbliche dei Paesi membri appesantite dal finanziamento delle azioni di salvataggio e di stimolo e dagli effetti automatici della recessione, pare altamente improbabile che il Consiglio possa decidere di aumentare le risorse proprie per finanziare i grandi progetti comuni di investimento. Ma oggi più che mai, come si è visto nelle pagine precedenti, le condizioni dell'economia e dei mercati finanziari globali sembrano rendere possibile il ricorso, ai medesimi fini, a strumenti alternativi, come i fondi europei per il finanziamento a lungo termine delle infrastrutture, gli Eurobonds, i titoli emessi dalle grandi "Casse" europee, e da investitori europei di lungo periodo le nuove Imprese Europee.

La convergenza verso l'alto dei debiti pubblici dei paesi europei, rende oggi più difficile presentare strumenti di questo genere (compresi gli eurobond) come espedienti "asimmetrici", con i quali i Paesi più indebitati tenterebbero di scaricare i loro debiti sulle spalle dei Paesi più virtuosi. In più, se usati per finanziare solo investimenti strategici dell'Agenda di Lisbona (e per lo più investimenti "caldi"), strumenti siffatti avrebbero un buon livello di sostenibilità, si ripagherebbero da sé (in tutto o in gran parte), non peserebbero sulle generazioni future. Da una parte, è dunque probabile che le resistenze alla emissione di eurobond, finora invincibili, possano essere gradualmente superate.

Dall'altra, gli altri strumenti ipotizzati presenterebbero valenze "sistemiche" interessanti: partendo "dal basso", ma con un ruolo diretto della UE, potrebbero rappresentare "nuove forme istituzionali europee di iniziative pubbliche-private", operanti con strumenti "di mercato", con "logo" UE, capaci di attirare risparmio privato europeo e capitali anche pubblici extra-europei e di coinvolgere grandi imprese private nel finanziamento e nella realizzazione di fondamentali progetti pubblici di interessasse strategico per l'Europa intera.

Per il Parlamento europeo (e per la Commissione), emettere titoli europei e promuovere Fondi di investimento europei può essere, nei prossimi anni, l'unica strada per sostenere la crescita attraverso il finanziamento dei grandi progetti infrastrutturali europei e per fare in modo che l'Europa dia il suo contributo a quella crescita globale, forte, sostenibile ed equilibrata che il G20 di Pittsburgh ha progettato.