

## Finanziare le infrastrutture in Europa

Piano Juncker, *Golden Rule* e il ruolo delle National Promotional Banks<sup>1</sup>

Franco Bassanini

1. Qualcosa sta cambiando nella politica economica europea. Dopo sei anni di austerità e di politiche fiscali restrittive, abbiamo ora il Piano Juncker. Troppo poco e troppo tardi? Forse, ma se è l'inizio di una nuova politica europea per la crescita, possiamo considerarlo almeno un buon segnale. Il segnale di un cambiamento, che si deve in non piccola misura all'impegno della Presidenza Italiana della UE, che in questi mesi ha fatto del suo meglio per stimolare una nuova politica espansiva dopo anni di stagnazione e di recessione.

Siamo senza dubbio ancora lontani da quello di cui avremmo bisogno per cambiare davvero direzione. Gli USA nel 2009 hanno immesso nell'economia, in varie forme, oltre 900 miliardi di dollari per stimolare investimenti e crescita. E si è trattato di risorse aggiuntive – fondi pubblici per le infrastrutture e la ricerca, sistemi di garanzie, incentivi fiscali per le infrastrutture, il cambiamento climatico e le imprese (compreso un piano di Project Bond fiscalmente incentivati pari ad oltre 200 miliardi in soli due anni) - e molto altro ancora. Anche grazie al *Recovery Plan* di Obama, negli USA crescita e occupazione sono tornate dopo pochi anni ai livelli pre-crisi.

L'Europa dal 2009 al 2013 ha vissuto una delle più lunghe e pesanti recessioni della sua storia, con una crescita reale nell'area dell'Euro pari a solo lo 0,4% all'anno. E le previsioni per i prossimi anni sono tutt'altro che rassicuranti. La cura a questa "grande depressione" è stata quella del consolidamento fiscale e delle riforme strutturali.

Il consolidamento fiscale è necessario per ridurre debiti pubblici eccessivi. Ma il consolidamento fiscale senza crescita non è sostenibile nel tempo.

Le riforme di struttura sono importanti e certamente utili. In larga parte sono già state realizzate o avviate. Ma sono anche costose, almeno nei primi anni, e manifestano i propri effetti positivi solo nel medio e lungo periodo. Nel breve periodo, sono soprattutto indispensabili per convincere i mercati finanziari e gli

---

<sup>1</sup> Relazione introduttiva alla Conferenza su *Innovative Infrastructures for Growth*, organizzata dalla Presidenza Italiana dell'Unione europea e dal Parlamento europeo, Bruxelles, 3 dicembre 2014

investitori della sostenibilità del debito pubblico nazionali nel tempo e delle prospettive di ripresa della crescita e della competitività di ciascun Paese nel medio periodo; e sono peraltro una condizione *sine qua non* di credibilità per potere aprire, con qualche prospettiva di successo, il negoziato con le istituzioni europee per l'applicazione delle clausole di flessibilità previste dai patti europei. E' pacifico tuttavia che esse non sono di per sé sufficienti a innescare la ripresa durante fasi di bassa crescita, stagnazione e/o recessione prolungata. Non sostituiscono dunque politiche espansive e soprattutto il rilancio di investimenti nell'economia reale e nelle infrastrutture.

La letteratura economica – sia teorica che empirica – ha ampiamente dimostrato il ruolo degli investimenti, in particolare quelli infrastrutturali<sup>2</sup>, nello stimolare la crescita e la competitività dei sistemi economici. I principali studi concordano nell'attribuire agli investimenti un effetto positivo e significativo sulla crescita potenziale del PIL e sulla riduzione degli squilibri economico e finanziari che contraddistinguono alcune economie. Recentemente, il Fondo Monetario Internazionale (FMI) ha rilevato come sia arrivato il momento, in particolare per le economie avanzate, di incrementare decisamente gli investimenti, in ispecie in infrastrutture.

L'aumento degli investimenti sosterebbe, secondo il FMI, la domanda nel breve termine e aiuterebbe anche a migliorare il PIL potenziale nel lungo termine. Il FMI stima in un campione di economie avanzate che un aumento delle spese in investimenti pari all' 1% del PIL incrementerebbe la crescita del PIL di circa lo 0,4% nello stesso anno e dell' 1,5% nei quattro anni successivi. Per quanto concerne l'Eurozona è stato, parimenti, calcolato che per ogni punto percentuale di maggiore spesa pubblica si ottiene un effetto positivo sul Pil pari a circa 1,42% nel primo anno e 1,46% nei cinque anni successivi<sup>3</sup>, e si è anche sostenuto che l'evidenza empirica mostrerebbe anche che i moltiplicatori dipendono dal ciclo

---

<sup>2</sup> Recentemente, alcuni ricercatori americani, studiando la rischiosità delle banche americane tra il 1830 e il 1860, hanno evidenziato empiricamente come la probabilità di default e la solidità patrimoniale degli istituti creditizi fosse significativamente inferiore per quelle banche localizzate nei pressi d'importanti reti ferroviarie. La percentuale di banche localizzate non in prossimità di ferrovie che sono "fallite" è stata pari a circa 35% a fronte del 7% di quelle che operavano "più" vicine a reti ferroviarie. Inoltre, hanno anche mostrato come a seguito di un investimento infrastrutturale nel settore ferroviario, la stabilità delle banche localizzate nella zona di pertinenza dell'investimento tendeva a migliorare sensibilmente. Gli autori sostengono che le ferrovie hanno da un lato favorito la profittabilità delle banche creando un mercato più ampio di potenziali clienti, dall'altro ridotto il rischio complessivo permettendo alle stesse banche di diversificare sensibilmente il proprio portafoglio di impieghi anche grazie allo sviluppo di un crescente indotto manifatturiero.

<sup>3</sup> "This is significantly more – notano Valla, Brand e Doisy, 2013 - than the multipliers applicable to other fiscal instruments, 1.38 for government consumption, 0.92 for social transfers, 0.55 for VAT cuts, and only 0.37 for employees' social contributions".

economico e che sono più efficaci in tempi di recessione che in tempi di crescita (Cristiano et Al., 2011 e Valla, Brand e Doisy, 2013).

A parità di altre condizioni, è evidente che un siffatto incremento degli investimenti avrebbe effetti positivi anche sulla dinamica del rapporto debito/PIL e del rapporto deficit/PIL attraverso un aumento del denominatore più che proporzionale rispetto a quello del numeratore. Gli investimenti in infrastrutture non hanno dunque solo importanti moltiplicatori economici ma anche importanti “moltiplicatori fiscali”, in ispecie nelle fasi di congiuntura negativa, nelle quali possono svolgere un importante ruolo anticiclico.

2. Gli investimenti in infrastrutture hanno peraltro notevole importanza anche sotto un altro profilo, cruciale per la costruzione europea. Una delle idee fondanti dell'Europa è stata l'ambizione di realizzare un grande mercato unico nel quale la competizione aperta tra le imprese europee avrebbe prodotto innovazione, efficienza, produttività, dunque crescita e occupazione. Occorreva per ciò livellare il campo di gioco, al fine di costruire una virtuosa convergenza competitiva fra le economie europee. Per raggiungere questo obiettivo furono introdotte una rigida disciplina della concorrenza e una complessa normativa mirante ad evitare che politiche di aiuti di Stato potessero creare impropri vantaggi competitivi ad appannaggio di imprese di uno o più Paesi, dislivellando così il terreno di gioco.

Questo obiettivo resta valido. Ma non è stato raggiunto. Non si può non constatare infatti che oggi un'impresa del Sud Europa paga handicap competitivi rilevanti ai suoi concorrenti del Nord Europa, in termini di costo del denaro, dell'energia, della logistica, oltre che di costi regolatori, burocratici, “giudiziari” e fiscali. Il campo di gioco è ben lungi dall'essere livellato, assomiglia piuttosto a una grande città tedesca alla fine della seconda guerra mondiale, dopo tre anni di raid aerei alleati.

La stessa disciplina della concorrenza e la sua concreta implementazione richiedono una riflessione e una revisione. A partire dalla normativa sul divieto degli aiuti di Stato, che, conformemente alla sua *ratio* iniziale dovrebbe non vietare, ma al contrario incoraggiare gli interventi pubblici che tendano a ridurre gli svantaggi competitivi e quindi a ristabilire condizioni di parità tra le imprese che competono sui mercati mondiali. Ma occorre porci anche imbarazzanti domande come: siamo sicuri che i garanti della concorrenza e degli aiuti di Stato a Bruxelles siano davvero arbitri indipendenti capaci di trattare ogni caso con gli stessi criteri? E le lobby nazionali e quelle delle grandi imprese sono davvero senza potere di fronte alle scelte delle grandi burocrazie europee su ciò che riguarda la concorrenza e gli aiuti di Stato?

Per rendere effettivo il mercato unico è naturalmente necessario che gli Stati che ancora non lo hanno fatto, approvino e realizzino le riforme strutturali necessarie (liberalizzazione dei mercati, ammodernamento della PA, riforma del mercato del lavoro, ecc.). Ma ancora una volta, le riforme nazionali, pur indispensabili, non bastano: gli handicap competitivi in termini di costo dell'energia o della logistica, per esempio, richiedono importanti investimenti sulle reti infrastrutturali europee e,

più in generale, efficaci politiche europee dell'energia e delle infrastrutture. Ma altrettanto si dovrebbe dire della armonizzazione fiscale e regolatoria, non meno indispensabile per garantire una *fair competition* su un *levelled playing field*.

Occorre anche pensare a un'Unione economica e politica capace di promuovere la ripresa della crescita e della competitività europea, di rilanciare gli investimenti, di valorizzare le specificità dei singoli sistemi economici e giuridici nazionali. L'Europa si confronta oggi infatti, sui mercati globali, con grandi Paesi che non esitano a usare risorse pubbliche per sostenere la crescita quando necessario e che non rinunciano a definire e implementare efficaci politiche industriali e commerciali *ad hoc* (si pensi alla Cina, ma anche agli Stati Uniti d'America, patria del libero mercato). Si tratta di Paesi che hanno fortemente rilanciato gli investimenti strategici, non solo in infrastrutture, ma anche in innovazione, R&D, education, e tecnologie, e che hanno, anche per questo, ripreso rapidamente un ritmo di crescita non inferiore a quello degli anni precedenti la crisi.

L'Europa è invece ancora nelle secche. Ha ragione il Presidente del Consiglio italiano che pochi giorni fa – davanti ad un gruppo di Europarlamentari – si è congratulato della nuova direzione impressa dall'Europa grazie ad una politica più coraggiosa degli investimenti. Ma ha aggiunto – attenzione – questo è solo l'inizio e bisogna fare molto di più – altrimenti si rischia di diventare una “Europa dei ragionieri dove la politica si limita a discutere dello zero virgola dei parametri” e non del futuro di una delle più grandi regioni economiche del nuovo mondo globalizzato, che ha bisogno di investire molto di più in reti, conoscenza e infrastrutture sociali per crescere ed essere competitiva.

3. Sembra dunque non più rinviabile la necessità di un cambio di passo, che porti alla definizione e attuazione di una efficace politica europea per la crescita, concentrandosi sulle azioni capaci di attivare “direttamente” la domanda aggregata e dare respiro alla ripresa potenziale del ciclo economico. E in particolare sugli investimenti, in primis gli investimenti in infrastrutture.

Anche il FMI, nell'ultimo World Economic Outlook, ha rilevato come sia arrivato il momento di spingere in maniera decisa sugli investimenti (in particolare nel settore delle infrastrutture), anche pubblici, per sostenere la domanda aggregata.

E' ormai evidente che l'attenzione ossessiva al solo numeratore dei rapporti debito e deficit sul Pil non consente di realizzare nel tempo ambiziosi piani di consolidamento fiscale. E' ora di cambiare verso. Di passare con coraggio dal *Fiscal Compact* al *Growth Compact*, anche come condizione di sostenibilità del Fiscal Compact stesso. D'altra parte i Trattati lo consentono. Sono già previsti i necessari strumenti di flessibilità in condizioni economiche eccezionali, si tratta fondamentalmente e semplicemente di metterli in pratica, di renderli operativi.

Allorchè il Parlamento europeo ne discusse, tre esempi di circostanze eccezionali furono comunemente evocate e concordate: recessione o stagnazione prolungata nel tempo; deflazione o inflazione molto al di sotto del target del 2% all'anno;

calamità naturali eccezionali. In diversi Paesi europei queste condizioni sono presenti. Nel caso dell'Italia, sono chiaramente presenti tutt'e tre. Siamo in una situazione economica eccezionale, che gli storici economici ci dimostrano peggiore della crisi degli anni Trenta. E gli effetti del *climate change* rendono indifferibile la realizzazione di un piano di integrale rifacimento delle infrastrutture necessarie a prevenire i rischi idrogeologici e i disastri naturali. Il tasso d'inflazione è ben al di sotto del target del 2% e pericolosamente prossimo ad un livello di deflazione strutturale..

Pretendere di applicare i trattati europei ignorando le clausole di flessibilità equivarrebbe a applicare il codice penale per i reati di omicidio ignorando la disciplina della legittima difesa. L'applicazione delle regole di flessibilità previste dai Trattati europei è fondamentale per costruire un percorso comune che possa fare uscire l'Eurozona da una situazione contingente di "avvitamento" rispetto a scelte di politiche di bilancio che risultano particolarmente anti-cicliche in questa fase della congiuntura economica. Inoltre, il perdurare di un processo di consolidamento di bilancio senza l'applicazione delle clausole di flessibilità previste dai Trattati per circostanze eccezionali non solo prolunga la stagnazione ma ancor peggio mina profondamente la stabilità e coesione sociale con gravi ed intollerabili perdite umane, sia in termini di dignità che oggettive, e con inique ripercussioni in termini di solidarietà sociale. Tutto ciò è del tutto inaccettabile per un'idea di Europa dei popoli e dei cittadini, e soprattutto delle generazioni future.

La lettura restrittiva delle regole e la mancata applicazione della flessibilità prevista dagli stessi Trattati può avere, infatti, effetti perversi. L'Europa si trova infatti 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 Banca Centrale Europea (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 miliardi 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?

4. Il Piano Juncker prevede di incentivare oltre 300 miliardi di investimenti, in gran parte finanziati da risorse private. Se *ce n'est qu'un début*, non si può che salutarlo come una svolta. Ma le risorse di cui è dotato sono, al momento, davvero poca cosa. È vero che parte del piano è composto di garanzie che hanno importanti fattori moltiplicativi. Ma le garanzie non bastano quando si registrano importanti carenze anche dal lato dell'equity.

Queste carenze vengono spesso sottovalutate, avanzando il problema della mancanza di buoni progetti. Il problema della qualità dei progetti è reale, e va affrontato, ma non di rado si dimentica che la redditività, e quindi in ultima analisi la qualità e finanziabilità stessa, dei progetti infrastrutturali in giro per il mondo è spesso incrementata da una quota di finanziamento a fondo perduto a carico dei bilanci pubblici. Questo intervento pubblico si giustifica in ragione delle rilevanti esternalità positive che gli investimenti in infrastrutture (come quelli in innovazione, R&D, education e tecnologie) producono per tutta l'economia di un paese. Ma anche per gli effetti positivi che nel medio e nel lungo termine producono sugli aggregati di finanza pubblica. In un'ottica pluriennale, che ridia la corretta importanza al ruolo che ha il denominatore (la crescita) nel processo di fiscal consolidation, gli investimenti dovrebbero essere incentivati, ammettendo che possano essere finanziati a debito, mediante ricorso al mercato. In ispecie quando le risorse finanziarie reperite sul mercato hanno costi di finanziamento assai modesti, come avviene nella presente congiuntura. Ciò è oggi impedito in Europa dal Patto di stabilità e dalla sua asfittica logica annuale che per giunta non contempla l'effettiva applicazione della flessibilità nemmeno nelle attuali circostanze eccezionali.

Si consideri che solo il 10% delle infrastrutture in Europa sono realizzate con la finanza di progetto mentre il restante 90% è finanziato per metà dalle imprese (soprattutto, ma non solo, dalle utility più o meno grandi e dalle imprese high tech) e quindi con capitali prevalentemente privati. L'altra metà è finanziato ancora dalla fiscalità generale. Una maggiore presenza dei privati nel finanziamento delle infrastrutture è senz'altro auspicabile. Ed è un obiettivo cruciale nel medio e lungo periodo. Non solo in Europa, ma anche nel resto del mondo. Ma è una frontiera. Per raggiungerla ci vorrà tempo. E oggi di tempo ne abbiamo davvero poco. Abbiamo invece bisogno di interventi sugli investimenti che siano in grado di partire rapidamente e poter esprimere tutto il loro potenziale su crescita e occupazione fin da subito. Inoltre, in una fase di tassi di interesse storicamente bassi sui debiti di alcuni Stati sovrani, sarebbe estremamente difficile, utilizzando come da *best practice* il PSC (*Public Sector Comparator*) come parametro di valutazione economica e di efficacia ed efficienza della spesa, giustificare l'incremento di costo nella realizzazione di infrastrutture strategiche derivante dall'impiego (ingaggio) di capitali privati.

Perciò è necessario che la "Golden Rule", che il Piano Juncker propone di applicare ai contributi che gli Stati verseranno nel fondo comune nel senso di non conteggiarli nel deficit e nel debito ai fini del Patto di stabilità europeo, venga estesa almeno ai cofinanziamenti nazionali dei progetti che saranno stati selezionati come meritevoli di utilizzare le *financial facilities* previste dal Piano..

Non si tratterebbe, in tal caso, della introduzione di una Golden Rule per tutti gli investimenti pubblici, ma solo per quelli selezionati come eleggibili nel quadro del Piano Juncker. Da un lato dunque non si giustificerebbe la tradizionale obiezione basata sul rischio di contrabbandare per investimenti spese correnti; dall'altra, la

conseguente attenuazione del percorso di fiscal consolidation stabilito dal Patto di stabilità avverrebbe in via temporanea ed eccezionale, come eccezionale deve ritenersi il Piano Juncker. La *ratio* del Piano deve necessariamente essere quella di contrastare con investimenti anticiclici le minacce di stagnazione e deflazione: troverebbe dunque una base giuridica, a trattati invariati, nella clausola di flessibilità rappresentata dal richiamo alle “circostanze eccezionali”, sopra ricordate. La “Golden Rule” nacque del resto nel Regno Unito proprio per far fronte a lunghe fasi di recessione, che contribuì a contrastare con indubbio successo. E soltanto estendendo la Golden Rule ai cofinanziamenti nazionali dei progetti approvati nell’ambito del Piano si potrà riuscire ad ottenere una qualche tempestività di azione ed operatività strutturale che risulta oggi impellente.

Parallelamente va aperta una riflessione anche sul ruolo degli investimenti in infrastrutture delle imprese. Se esse realizzano circa il 45% delle infrastrutture in Europa perché non prevedere speciali strumenti fiscali o di altro genere per agevolare e incentivare le grandi e meno grandi corporation che fanno investimenti in infrastrutture materiali ed immateriali? Perché non pensare di “collateralizzare” le infrastrutture realizzate dalle imprese magari al fine di cartolarizzarle o di farne dei *covered bond* da trasferire sul mercato dei capitali? Perché non cercare nuove forme di collaborazione e di *blending* tra la finanza di progetto, gli investimenti delle grandi corporation e il finanziamento pubblico (l’Europa e gli Stati Membri) tramite nuovi strumenti finanziari e garanzie pubbliche e pubblico/private? Perché non unire le forze tra le grandi imprese europee che gestiscono energie, trasporti e reti creando speciali JV o “Imprese Comuni Europee” – tra l’altro previste dai Trattati europei?

5. Nel frattempo è necessario proseguire nell’ampliamento della quota di infrastrutture realizzate con la finanza di progetto e con il PPP. E’ innanzitutto necessario definire e implementare quelle politiche europee di promozione e sostegno degli investimenti di lungo periodo, la cui necessità ed urgenza, sottolineata dal rapporto de Larosière e dal rapporto Monti, nonché da una dozzina di comunicazioni della Commissione europea, è ormai oggetto di un quasi unanime consenso, non seguito peraltro da alcun fatto concreto.

Fanno parte di queste politiche:

- (A) La definizione di un quadro regolatorio internazionale ed europeo più “favorevole” agli investimenti di lungo termine. Attualmente, le principali regole contabili e prudenziali (Basel III-CRD IV, Solvency II, IORP, IFSR) tendono ancora a favorire gli impieghi finanziari di breve termine e a penalizzare gli investimenti di lungo termine nelle infrastrutture e nell’economia reale. CRD IV è passata al varo del Parlamento europeo. Qualche miglioramento è stato fatto a favore delle PMI. Eventuali ricalibrature (soprattutto sul fronte dei ratio di liquidità e di assorbimento di capitale per certe classi di attivi) per favorire soprattutto le banche nella fase di costruzione delle opere sono ancora necessarie. Potranno essere introdotte solo in un secondo tempo? Forse. Ma non dimentichiamoci che potremmo non avere un “secondo tempo”. Bisogna agire subito con prontezza e con decisione. E la nuova legislatura europea deve esserne consapevole che la

regolazione deve tornare, almeno in parte e con tutta la saggezza e prudenza del caso, nella mani della politica. Non si tratta di ignorare la necessità di regole rigorose a presidio della stabilità finanziaria, ma di ricalibrarle con un appropriato *fine tuning* al fine di renderle compatibili con la necessità di finanziare gli investimenti in infrastrutture, innovazione, R&D e tecnologie, necessari per rilanciare crescita e competitività, che sono a loro volta condizioni abilitanti della sostenibilità nel lungo termine dei processi di consolidamento dei bilanci pubblici.

Su Solvency II, nei decreti delegati, c'è ancora uno spazio, anche se ristretto, per ottenere un trattamento più favorevole per gli investimenti di lungo periodo. I Fondi pensione potranno, ci si augura, capitalizzare sul lavoro fatto dalle assicurazioni per ottenere qualche significativa modifica. Sul fronte degli IAS in rapporto al business model e alla filosofia del *mark to market*, il tema è all'attenzione del FSB dopo il G 20 di San Pietroburgo, ma la strada sembra essere per ora ancora piuttosto "in salita".

(B) Sul fronte degli incentivi fiscali molto può essere fatto. Ovviamente con grande attenzione ai rischi di "moral hazard". Il che significa evitare che l'incentivo fiscale contribuisca a distorcere la valutazione del rischio. L'introduzione di incentivi fiscali è giustificata soprattutto in quei casi nei quali possono essere utilizzati per correggere esternalità che provengono da fallimenti di mercato, come nel caso della finanza di progetto. La tassazione sulle imprese nella maggioranza dei paesi tende a favorire il debito verso il capitale di rischio, creando così incentivi a utilizzare rapporti di leva generalmente troppo alti. Gli interessi sul debito sono, infatti, deducibili, mentre non lo sono i ritorni sul capitale reinvestito. La riduzione della leva finanziaria dovrebbe essere un importante obiettivo di politica economica dei governi. Gli incentivi fiscali possono inoltre incoraggiare il PPP. Da una parte, infatti, permettono di realizzare investimenti che altrimenti non si sarebbero realizzati perché necessitavano di risorse pubbliche; dall'altra questi investimenti contribuiscono positivamente alla crescita e quindi al consolidamento di bilancio. Si tratta di un fatto incontrovertibile, almeno in tutti quei casi in cui l'incentivo è strettamente indirizzato a ri-bilanciare il piano finanziario di un'opera che aveva subito un effetto negativo dalla cancellazione dei sussidi o dall'aumento dei costi dei prestiti bancari. Deve essere limitato a una porzione delle maggiori imposte introitate, generate dall'investimento, al netto dei fattori di sostituzione.

(C) Il terzo elemento della nostra nuova cornice a favore degli investimenti in finanza di progetto e in PPP è la mitigazione dei rischi non finanziari e dei 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 d'investimento, che oggi hanno come orizzonte l'intero globo. Nello spazio amministrativo europeo, che ha trovato finalmente una base giuridica nel Trattato di Lisbona, è oggi possibile pensare a una



politica europea di *better regulation*, mirante ad assicurare la convergenza delle regolazioni europea e nazionali verso modelli *investment friendly*.

6. Le infrastrutture, in questa fase di transizione, infatti, esprimono alcune caratteristiche idiosincratice tipiche dei mercati di nuova costituzione. Come ho appena ricordato, l’offerta di finanza è tornata a essere abbondante, ma la pipeline di progetti bancabili è ancora scarsa, anche nei mercati più avanzati come quello europeo. Mancano pipeline di progetti “investment grade”, quindi non solo bancabili, ma anche adatti per le categorie d’investitori più prudenti sul mercato dei capitali, come i fondi pensione e le assicurazioni vita. La complessità della costruzione e finanziamento di una grande opera, soprattutto nei settori ad alto contenuto tecnologico oppure ad alto rischio regolamentare o macro-economico, richiede un complesso concerto tra diversi soggetti; e non per un periodo breve di tempo, ma in molti casi per 30 o 50 anni. Il settore pubblico, per esempio, in vari paesi della UE, non sembra essere sempre all’altezza dei suoi compiti, sia tecnicamente che dal punto di vista politico, regolamentare ed amministrativo. La UE può e deve fare molto su questo fronte; le misure e le politiche sopra delineate possono infatti contribuire ad elevare il rendimento atteso da molti progetti oggi considerati non investibili; ma anche i singoli Stati membri devono lavorare sul contesto regolamentare e sulla qualità tecnica delle strutture pubbliche coinvolte, con diversi ruoli, nelle iniziative di PPP.

Con regolazioni meno penalizzanti e con adeguati incentivi, le nuove infrastrutture possono essere finanziate dalle infrastrutture esistenti. Esse generano, infatti, importanti redditività, che possono e devono finanziare lo sviluppo. Naturalmente, affinché le infrastrutture esistenti possano finanziare nuove opere, esse devono avere dimensioni consistenti e non essere frammentate. Superare la frammentazione del settore infrastrutturale, creare nuovi strumenti di investimento, privati ma istituzionali, per aggregare le infrastrutture esistenti in filiere, in modo da assicurare efficienza operativa, gestione finanziaria equilibrata, evitando l’impoverimento delle società con indebitamenti e dividendi straordinari eccessivi; reinvestire buona parte dei cash flow generati nel potenziamento degli asset e delle reti gestite. Sono alcuni dei principi che dovrebbero guidare il processo di rilancio degli investimenti in infrastrutture.

In un periodo in cui la finanza pubblica è una risorsa estremamente scarsa, il gap infrastrutturale – quantitativo e tecnologico – può essere colmato con il moderno modello di finanza istituzionale: utilizzare le risorse derivanti da una gestione efficiente delle infrastrutture esistenti per finanziare lo sviluppo di nuove opere; attrarre capitali e finanziamenti privati garantendo rendimenti adeguati e rischi ridotti o adeguatamente mitigati.

7. Ma chi sono i potenziali finanziatori delle opere in PFI e in PPP? E quali i prodotti finanziari più adatti?

Nel finanziamento di progetti Greenfield di media e grande dimensione, gli strumenti utilizzabili da fondi istituzionali di lungo periodo (fondi pensione, assicurazioni, ecc.) sono limitati, al momento, ai seguenti: (i) quote di capitale di rischio nei singoli progetti (“unlisted equity”), possibilmente a fianco di fondi di private equity di grande reputazione, che giocano un ruolo di anchor investor; (ii) project bond garantiti dalla BEI (in questo caso la garanzia e il premio di illiquidità giustificano un rendimento più alto); e (iii) attraverso la partecipazione diretta al debito dell’opera, da soli (“shadow banking”) o a fianco di altri intermediari, e (iv) indirettamente attraverso la partecipazione in fondi dedicati in equity o debito.

Questo tipo d’investimento è limitato ai fondi pensione o alle compagnie assicurative di grandi dimensioni che sono le uniche in grado di creare internamente o di acquisire dal mercato “capacità di valutazione indipendente” di questi strumenti.

I numerosi fondi pensione e assicurazione di minore dimensione, hanno invece difficoltà ad avere capacità di valutazione interna del rischio infrastrutturale.

In generale, perciò, il nuovo modello di finanziamento non bancario delle infrastrutture potrebbe avere bisogno della nascita di una nuova categoria d’intermediari, in grado di fare da ponte tra gli investitori e gli investimenti. Ma anche di una maggiore standardizzazione dei progetti e dei prodotti finanziari per le infrastrutture.

Lo stesso tipo di schema vale per le opere medie e grandi nel Brownfield. Le competenze richieste in quest’ambito sono, tuttavia, diverse e i rendimenti mediamente inferiori in quanto tendenzialmente minori dovrebbero essere i rischi. Attualmente, la domanda di opere Brownfield da parte degli investitori è di gran lunga superiore a quello di opere Greenfield. Tuttavia, in generale, nei prossimi decenni, soprattutto nelle economie emergenti, ma non solo, la necessità di costruire opere nuove sarà superiore al fabbisogno richiesto per gestire e ammodernare le opere esistenti.

8. Il mercato mondiale dell’equity per le infrastrutture vale poco meno di 500 miliardi di dollari (dati Dialogic, 2013), di cui 2/3 in Europa. Quello del debito circa 2.000 miliardi di dollari. A titolo meramente esemplificativo, questo ammontare può essere messo a confronto con i circa 90.000 miliardi di asset gestiti a livello globale da fondi pensione, assicurazioni e fondi sovrani.

Le potenzialità di crescita di questi strumenti a livello globale è quindi eccezionale. Così come eccezionale sarà la domanda d’infrastrutture nei prossimi decenni a livello europeo e globale. Quindi la competizione nell’attrazione di finanza per le infrastrutture si giocherà sui paesi e le aree regionali che sapranno offrire le migliori cornici regolamentari per gli investimenti.

Si badi bene, non si chiede ai fondi pensione e ad altri investitori istituzionali di lungo termine di diventare i principali finanziatori delle infrastrutture. Si tratta di favorire la nascita di un nuovo modello in cui questo tipo d'investitori sia messo nelle condizioni di aumentare di almeno due o tre volte la propria capacità d'investimento nella asset class infrastrutturale. Incentivando una maggiore allocazione da parte degli investitori istituzionali in investimenti in infrastrutture, passando per esempio dall'attuale 3% fino a puntare a raddoppiarlo nel prossimo quinquennio si fornirebbe un importante contributo aggiuntivo al finanziamento delle infrastrutture. Il debito per le infrastrutture ha un tasso di default inferiore a quello del debito corporate, cioè un tasso di default pari allo 0,5%. Inoltre, il debito per le infrastrutture presenta anche un recovery rate migliore di quello corporate (Standard & Poor's, 2013). Esso potrebbe quindi diventare un'eccellente nuova "asset class" da "inserire" nei bilanci di fondi pensione e assicurazioni tra i titoli pubblici e le obbligazioni industriali e bancarie.

Come noto, i fondi canadesi ed australiani investono già attualmente circa il 15% in infrastrutture. Non credo sia possibile arrivare a tanto in altri paesi in tempi brevi, ma avvicinarsi a quella soglia dovrebbe essere l'obiettivo di una "nuova" politica finanziaria europea delle infrastrutture.

9. Diverso – ma non di minore importanza – è il caso di opere in PPP di minore dimensione, come ad esempio, le infrastrutture sociali (ospedali, scuole, asili nido, edilizia sociale, carceri, edifici pubblici, opere per la tutela del territorio ed ambientale) o come le infrastrutture energetiche o di altra natura, ma sempre di dimensione media e piccola.

Se vogliamo che anche questo tipo di opere possano essere finanziate, almeno parzialmente, dagli investitori istituzionali di lungo periodo, è necessario che siano standardizzate e raccolte – per creare maggiore massa critica - in portafogli dedicati. D'altra parte opere finanziate con canoni di disponibilità (sull'esempio inglese) danno certezza agli investitori perfino maggiore di strumenti legati a concessioni di lungo periodo dove il rischio regolamentare, politico e di mercato è decisamente maggiore. Questo pone alcune sfide che dovrebbero essere al centro delle azioni di policy della UE nella prossima legislatura.

10. Nuovi strumenti e nuove agenzie pubbliche/private sono necessarie per mitigare il rischio e coprire i fallimenti di mercato. In Europa, il ruolo delle grandi banche promozionali nazionali e multi-laterali (EIB, KfW, CDC, CDP, etc.) è cresciuto con la crisi e resterà per anni cruciale. Hanno in questi anni svolto una importante azione anticiclica. Hanno creato nuovi strumenti finanziari, e nuovi schemi di garanzia; hanno messo a disposizione importanti risorse addizionali per sostenere l'economia durante la crisi.

Possono svolgere un ruolo di catalizzatori nella partecipazione degli investitori istituzionali nel finanziamento delle infrastrutture, e attivare strumenti di *credit enhancement*, lasciando agli investitori istituzionali la parte senior del debito o attraendo co-investimenti nell'equity dei progetti. La Project Bond Initiative può

generare moltiplicatori importanti. Il Fondo Greenfield Marguerite può essere utilizzato come prototipo per una più larga famiglia di Fondi per gli investimenti in infrastrutture, tecnologia, R&D, PMI, start-ups, energia, sviluppo urbano, sanità, ecc. Tra i nuovi strumenti che queste Agenzie governative potranno rafforzare (anche nell'ambito del Piano Juncker) vi sono meccanismi di credit enhancement, come monoline per la mitigazione del rischio, che possono includere garanzie sul credito e sul rischio, first-loss provision, e/o la fornitura di finanza ponte attraverso prestiti diretti.

I mercati finanziari globali stanno attraversando grandi trasformazioni. In questo processo le banche sono costrette dalla crisi e dalle nuove regolazioni internazionali a ridurre il finanziamento a lungo termine delle infrastrutture e dell'economia reale. Le banche promozionali sono nelle condizioni di riempire parzialmente questo fallimento; utilizzando ancora di più la propria capacità di assorbire il rischio e agendo da broker nello sviluppo/trasformazione dei finanziamenti.

Le banche promozionali hanno di fronte a sé un'importante occasione e opportunità di reinventare se stesse. Esse hanno la credibilità per agire come catalizzatore e "anchor investor" di importanti flussi finanziari grazie a: una lunga storia (ed un track record di successo); comportamenti prevedibili (e non volatili); sono indenni dagli abusi che hanno portato alla crisi; sono rinomate per l'attenzione e la qualità utilizzata nello strutturare operazioni finanziarie; godono di un merito di credito preferenziale; hanno peso politico e sono istituzioni policy- piuttosto che profit-oriented privilegiando un ritorno economico sociale di lungo periodo (interesse generale), nonostante abbiano sempre ottenuto ritorni sugli impieghi consistenti con i rischi (ed il mercato).

**Conclusioni.** Sono passati parecchi anni da quando il tema degli investimenti di lungo periodo è entrato nel dibattito sulla crisi e sui fallimenti del modello di sviluppo che ha portato alla crisi. Da allora molta strada è stata fatta, almeno nella individuazione delle soluzioni politiche e normative. Non solo in Europa, ma in tutto il mondo. La necessità di promuovere gli investimenti di lungo periodo nelle infrastrutture, nell'innovazione e nella educazione per costruire una crescita sostenibile è condivisa dai governi, dalle grandi organizzazioni internazionali, dal G 20, dal mercato e dall'Unione europea. In Europa, in particolare, la Commissione ha prodotto un "Action Plan" che contiene la road map per la prossima legislatura europea con parecchie indicazioni importanti. Alcune su cui c'è ampio consenso, altre meno. Alcune tecnicamente più facili, altre più difficili. Ma i regolatori internazionali ed europei sembrano ancora dominati da un approccio puramente finanziario, e, ignorando o forse tralasciando di considerare che la stabilità finanziaria è inevitabilmente precaria in tempi di stagnazione, finiscono per perpetuare comportamenti prociclici ed in questo modo tendenzialmente favoriscono le logiche speculative che hanno generato la crisi. Come se non bastasse, i decisori politici stentano a passare dalle parole ai fatti.

La Presidenza italiana del semestre europeo ha avuto un ruolo significativo nel traghettare il processo da una legislatura europea all'altra. Dopo sei anni di parole ha dimostrato con forza e coraggio che è arrivato il momento di passare ai fatti.

Oggi l'Europa ha molto da fare per recuperare il terreno perduto: è necessario riprendere ad investire in maniera significativa e colmare il gap delle infrastrutture, che rappresentano il tessuto connettivo di ogni economia moderna. Per funzionare correttamente, le infrastrutture devono essere realizzate e gestite come reti. Devono, cioè, svilupparsi ed essere coordinate tra loro in modo razionale: la loro gestione deve essere effettuata in ottica europea invece che di "campanile" o di speculazione finanziaria. Nel caso delle infrastrutture, la priorità deve essere data quindi alle reti: alle reti europee dell'energia, dei trasporti, delle comunicazioni.