

# **La riduzione del debito pubblico e il rilancio degli investimenti: il caso italiano<sup>1</sup>**

*di Franco Bassanini*

1. Viviamo tempi difficili. Bassa crescita, alti debiti pubblici e costi per il welfare appesantiti dell'invecchiamento della popolazione caratterizzano l'Occidente e l'Europa in particolare. Tassi di crescita vigorosi, debiti pubblici generalmente bassi e popolazioni mediamente molto più giovani sono invece la cifra della gran parte dei paesi emergenti. La crisi del 2008 – che ancora perdura – ha reso queste asimmetrie più manifeste creando scenari di nuove e nascenti tensioni anche sul fronte geopolitico, oltre che economico e finanziario. I debiti pubblici saranno un elemento cruciale negli equilibri che caratterizzeranno l'evoluzione di medio e lungo periodo dell'economia mondiale. Che fare?

Come vedremo più avanti, rispetto alla crisi, le due grandi aree dell'Occidente (USA ed Europa) hanno reagito in modo differente.

2. Ma facciamo un passo indietro. Quando con il Trattato di Maastricht nel 1992 si è avviato il percorso verso l'Euro, l'Europa viveva la crisi dello Sistema Monetario Europeo (SME). In due anni 1992-94 gli effetti della speculazione sui titoli di Stato europei hanno portato i tassi di interessi a livelli eccezionalmente alti. Il Regno Unito, poi l'Italia sono state costrette a svalutare. Nel frattempo il rapporto debito pubblico/Pil è cresciuto in Italia, in soli due anni, di oltre 16 punti percentuali (a causa del c.d. effetto snow ball).

Malgrado la crisi dello SME, il livello medio dei debiti pubblici in Europa rimaneva comunque intorno alla soglia del 60% - fatta eccezione per alcuni paesi, in

---

<sup>1</sup> Relazione su *Come ridurre i debiti pubblici eccessivi nell'Eurozona: il caso italiano* tenuta al Convegno su *How Can We Govern Europe*, Firenze, 21-23 novembre 2014.

particolare l'Italia. I criteri di Maastricht sul deficit e sul debito – in presenza di tassi di crescita nominali mediamente superiori al 2% - avrebbero permesso la stabilità e/o riduzione dei debiti pubblici e l'avvio di riforme strutturali con il doppio obiettivo di ridurre la spesa pubblica e stimolare la crescita. Gli anni Novanta avrebbero avviato quel processo di convergenza necessario per l'introduzione dell'Euro. L'Euro avrebbe ridotto i tassi d'interesse sui titoli di Stato con vantaggi sulle finanze pubbliche e sui tassi di crescita.

Sul fronte dei tassi di interessi sui titoli di Stato le riforme degli anni Novanta hanno avuto risultati positivi sulle finanze pubbliche – tanto che con l'introduzione dell'Euro abbiamo assistito nel decennio successivo ad una convergenza tra i rendimenti sui titoli sovrani di tutti i Paesi dell'Eurozona.

Con la crisi del 2008 gli spread tra i diversi paesi dell'Eurozona – sotto la pressione della speculazione – hanno subito una forte divergenza. La recessione ha contribuito ad una impennata dei rapporti tra debito pubblico e Pil in tutti i paesi crescendo mediamente di 25 punti percentuali tra il 2008 e il 2013. Nel 2014 il debito pubblico dell'Eurozona sarà superiore al 95% del Pil – con punte del 132,2% in Italia, 175,5% in Grecia e 110,5% in Irlanda.

**3.** Prima di passare alle politiche europee per uscire dalla crisi, consentitemi una breve parentesi sul caso italiano. Nel periodo 1992-2013 l'Italia dal punto di vista fiscale è stato il paese più virtuoso della UE. Negli ultimi vent'anni l'Italia ha realizzato avanzi primari di bilancio in media pari al 2,7% del Pil all'anno; la Germania mediamente pari allo 0,7% e la Francia un disavanzo primario intorno all'1% per cento. Ovviamente l'Italia è stata “costretta” a essere più virtuosa a causa dell'alto debito pubblico; mentre Germania e Francia hanno potuto utilizzare il minore debito pubblico come “buffer” per ridurre il peso del risanamento. Anche per questa ragione, una perdurante politica fiscale restrittiva, l'Italia nel periodo è cresciuta mediamente dello 0,8% in meno della media dell'Eurozona. Va detto, per inciso, che parte del risanamento è stato ottenuto, nel periodo 1992-2007, grazie ad operazioni straordinarie pari allo 1,6% all'anno. Queste hanno incluso:

privatizzazioni per circa 140 miliardi, cartolarizzazione di crediti previdenziali per 26 miliardi, alienazione di immobili per 20 miliardi, vendita licenze UMTS per 13,8 miliardi e condoni di vario genere per 36 miliardi. Un contributo molto notevole (quasi 2 per cento rispetto al PIL) è venuto però anche, negli anni dal 1993 al 2001, da una riduzione strutturale della spesa per il personale delle PPAA di quasi 2 punti di PIL. E una ancor più importante, negli stessi anni, dalla riduzione della spesa per interessi sul debito pubblico.

4. Contrariamente a quanto si pensa, i consistenti avanzi primari registrati negli ultimi anni sono stati favoriti maggiormente da una riduzione della spesa piuttosto che da un aumento delle entrate.

Nel periodo 2009-2013, il totale delle entrate del settore pubblico è aumentato in termini reali del 1,9%, con un peso relativo rispetto al PIL che è passato dal 45,9% al 47,7%. Nello stesso periodo, nella media dei paesi dell'Area Euro le entrate sono cresciute del 7,3%. I principali partner europei, Germania e Francia, hanno registrato un aumento delle entrate significativamente superiori rispetto all'Italia, rispettivamente pari all'8,5% e al 11,9%. La differenza nella dinamica delle entrate riflette chiaramente un diverso andamento dell'attività economica sottostante, ma anche una maggiore moderazione rispetto a politiche fiscali restrittive sul fronte delle entrate (ciò è particolarmente vero nel confronto con la Francia).

Nello stesso periodo, grazie alle politiche di consolidamento fiscale, la spesa si è ridotta in maniera più significativa. In particolare, la spesa pubblica primaria (al netto cioè della quota interessi) si è ridotta in termini reali di circa il 4,1%. Una riduzione abbastanza importante se si pensa che nello stesso periodo la spesa primaria è cresciuta in termini reali di circa lo 2,4% in Germania e del 5,7% in Francia. Tra i grandi partner europei solo la Spagna ha registrato una contrazione maggiore (-10,5%). In termini di PIL, il peso della spesa primaria è passato dal 46,9% del PIL al 45,7%, con un dato migliore rispetto a quello registrato nella media dei paesi dell'Area Euro (da 47,9% al 46,7%, rispettivamente).

La dinamica della spesa primaria è stata favorita principalmente dalla riduzione della spesa per stipendi del settore pubblico, seguito del blocco salariale confermato dai diversi Governi in carica. Come conseguenza, gli stipendi del settore pubblico si sono ridotti nel periodo 2009-2013 di circa l'8,5% in termini reali. Le restanti componenti della spesa primaria (consumi intermedi e spesa per investimenti) si sono sì ridotte, ma con una dinamica meno forte (-2,8%), nonostante le politiche di bilancio abbiano aggredito in maniera lineare diversi capitoli di spesa.

La politica fiscale restrittiva, che ha caratterizzato la politica economica italiana degli ultimi anni, è stata dunque prevalentemente concentrata nella riduzione della spesa per stipendi nel settore pubblico. Tale politica ha di fatto favorito, come detto, consistenti avanzi primari, ma dall'altro lato compresso in maniera significativa la domanda domestica soprattutto nella componente legata ai consumi.

In un contesto di bassa inflazione, tensioni sul mercato dei titoli del debito pubblico, e impossibilità di implementare politiche fiscali ulteriormente restrittive, è evidente come senza una crescita robusta (di almeno il 3% nominale) sarà molto difficile ridurre il debito pubblico italiano.

L'Italia, come detto, ha già vissuto un periodo di forte contenimento del debito pubblico. Tra il 1994 e il 2007 il rapporto Debito/Pil è passato dal 123% al 107, grazie al combinato disposto tra la riduzione dei tassi di interesse (favorito all'introduzione dell'Euro), consistenti avanzi primari, dovuti in primis alla riduzione della spesa per il personale delle PPAA, e operazioni straordinarie di dismissioni di *asset* patrimoniali e condoni. Nei sette anni successivi, per via della recessione e dei contributi al Fondo Salva Stati superiore a 80 miliardi di euro, il rapporto debito pubblico/Pil è cresciuto di quasi 30 punti percentuali. Nel futuro non saremo in grado di poter contare né su massicce privatizzazioni né su ulteriori condoni. L'unica strada che ci rimane è quella di ritrovare il sentiero smarrito che porta alla crescita economica, in parte grazie ad una significativa crescita degli investimenti.

5. Il recente dibattito che vede coinvolto il Governo italiano e la Commissione Europea nell'interpretazione degli strumenti di flessibilità previsti dai Trattati per il rispetto dei parametri europei è fondamentale per costruire un percorso comune che possa fare uscire l'Area Euro da una situazione contingente di "avvitamento" rispetto a scelte di politiche di bilancio che risultano particolarmente anti-cicliche in questa fase della congiuntura economica.

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 fundamentalmente e semplicemente di metterli in pratica, di renderli operativi.

Allorché 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.

6. La lettura restrittiva delle regole in materia di mancata flessibilità nell'applicazione dei Trattati può avere effetti perversi.

Un esempio di questo tipo di lettura dogmatica delle regole è quello che fa riferimento alla stima del PIL potenziale fatto dalla Commissione Europea.

Come noto, l'introduzione del saldo di bilancio strutturale corretto per il ciclo (che si ottiene appunto attraverso una stima del PIL potenziale) aveva l'obiettivo di mitigare alcune delle rigidità imposte dal Patto di Stabilità in funzione del rispetto dei limiti sul rapporto Deficit/PIL. Con questa innovazione, si cercava, quindi, di introdurre nuovi parametri che tenessero in considerazioni l'effetto di dinamiche pro-cicliche sui saldi di finanza.

Per calcolare il saldo di bilancio corretto per il ciclo bisogna stimare l'output gap, la differenza cioè tra il PIL corrente e il PIL potenziale. Il PIL potenziale tuttavia è una variabile non osservabile, e per stimarlo occorre pertanto lo sviluppo di una metodologia *ad hoc*.

Tuttavia, ogni stima, per quanto ben studiata, è soggetta a elementi di debolezza e aleatorietà. In particolare, come rilevato anche recentemente da più parti, la metodologia di stima adottata dalla CE sembrerebbe amplificare gli effetti pro-ciclici di alcuni stabilizzatori automatici che si attivano in fasi particolarmente lunghe di recessione. Se questo fosse vero, le implicazioni in termini di politica fiscale sarebbero importanti.

Infatti, la sottostima del PIL potenziale (e la conseguente sottostima dell'*output gap*) genera disavanzi “strutturali” mediamente più elevati. A parità di altre condizioni, in termini di rispetto dei parametri europei, questo significa che ogni Governo deve prevedere aggiustamenti fiscali eccessivi (o maggiori di quelli che sarebbero richiesti se la caduta del PIL potenziale fosse inferiore rispetto a quella stimata).

L'interpretazione stringente delle regole e delle metodologie (che dipendono da queste regole) porterebbe, quindi, ad un paradosso per il quale l'eccezionalità di un evento di crisi porta con se una maggiore contrazione del PIL potenziale e una conseguente eccessiva *austerity* richiesta al fine di mantenere i saldi coerenti con quelli previsti dai Trattati.

Ci si avvita, quindi, ancora una volta in politiche pro-cicliche, anche se l'eccezionalità degli eventi suggerirebbe politiche anti-cicliche più coraggiose o quantomeno una maggiore flessibilità nella lettura di parametri che sono sostenibili in condizioni di ciclo “normale” o “favorevole”, ma che sono del tutto insostenibili in condizioni di profonda crisi come quella che sta sperimentando l'Italia, e l'Area Euro nel suo complesso.

**7.** La stagnante dinamica della domanda interna (soprattutto nella componente consumi) è stata una delle principali determinanti della lunga fase di recessione che ha colpito l'Italia.

In questi ultimi anni (2009-2013), come noto, il PIL si è ridotto dell'8,3% in termini reali. Il contributo della domanda interna è stato negativo, circa -2% annuo, compensato solo parzialmente dal contributo positivo della domanda estera (circa lo 0,7% annuo).

Solo a titolo di confronto, nel lungo periodo che va dal 1960 al 2013, il tasso reale di crescita medio annuo del PIL è stato pari al 2,6%, con un contributo della domanda interna pari 2.4% e quello della domanda estera dello 0.2% .

L'economia italiana è di fronte quindi a un cambiamento strutturale che la sta conducendo verso un modello maggiormente *export-led*, dove la domanda interna è

tenuta costantemente depressa. Il successo di questo nuovo modello dipende, tuttavia, anche dalle politiche intraprese dagli altri Stati dell'Unione. La storia di questi ultimi mesi, con lo spettro di una nuova recessione alle porte nell'Area Euro, ci insegna che, in un sistema fortemente integrato dal punto di vista commerciale, la sincronizzazione di politiche fiscali restrittive tende a creare esternalità negative per tutte le singole economie, soprattutto se queste, nel frattempo, hanno avviato un processo di cambiamento che affida esclusivamente alla componente dell' "export" ogni futura speranza per garantirsi una crescita economica sostenuta.

**8.** A differenza degli Stati Uniti che hanno realizzato un'imponente operazione di politica della domanda con il Piano di Rilancio pari a quasi 900 miliardi di dollari nel 2009, l'Europa ha concentrato gran parte delle politiche economiche sulle riforme strutturali. Su questo fronte in realtà molto è già stato fatto. Nei vari paesi europei, Italia incusa, non è mancata e non manca la disponibilità politica dei Governi; quello che manca, e parlo soprattutto dell'Italia, è l'implementazione delle leggi che è di competenza delle varie burocrazie coinvolte. Su questo fronte il Governo Renzi, forse più di tutti i Governi precedenti, sembra mostrare una più forte consapevolezza e decisione nell'affrontare le lentezze e resistenze delle burocrazie, ma anche delle varie corporazioni che tendono a rallentare o addirittura bloccare l'implementazione delle riforme.

**9.** 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.

**10.** Le politiche europee per la crescita dovrebbero essere riconsiderate, almeno in questa lunga fase di recessione, su due fronti: quello del costo, almeno nel breve periodo, delle riforme strutturali e quello delle politiche degli investimenti.

Sul fronte delle riforme strutturali non va dimenticato che esse hanno un costo nel breve ed esprimono tutte le proprie potenzialità solo nel medio e lungo periodo. Nel breve periodo, in altre parole, esse possono avere severi effetti recessivi. Si pensi alla *spending review*. Una rivisitazione attenta della spesa pubblica per evitare gli sprechi è certamente un obiettivo primario di ogni buon governo. Forse, anzi senz’altro, è possibile e necessario fare di più. Molto, tuttavia, su questo fronte è già stato fatto. Non va dimenticato che la spesa pubblica è anche un importante fonte di creazione di Pil. Tagli lineari pesanti possono avere effetti molto negativi sulla crescita.

Le riforme strutturali significano cambiamenti strutturali complessi, spesso dolorosi, con effetti sui salari e sul potere d’acquisto e sulla stessa efficienza dei servizi - almeno, come abbiamo osservato, nel breve periodo. Esistono, inoltre, rigidità giuridiche che non sono facili da “sciogliere”. In breve il costo di molte delle riforme strutturali, nell’attuale fase recessiva, potrebbe essere troppo alto se non compensato da una forte ripresa degli investimenti.

Gli investimenti, anche quelli pubblici, producono importanti moltiplicatori economici. È forse arrivato il momento di rilassare tali vincoli e concentrandosi maggiormente su quelle azioni capaci di attivare “direttamente” la domanda aggregata e dare respiro alla ripresa potenziale del ciclo economico.

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

L'aumento degli investimenti pubblici nelle infrastrutture 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 il PIL di circa lo 0,4% nello stesso anno e dell' 1,5% nei quattro anni successivi. Ciò garantirebbe, a parità di altre condizioni, anche effetti positivi sulla dinamica debito/PIL attraverso un aumento del denominatore più che proporzionale rispetto a quello del numeratore.

Sarebbe utile, quindi, che i Governi intraprendessero politiche di stimolo di tipo keynesiano. Il passaggio ideale dal *Fiscal Compact* al *Growth Compact* dovrebbe rappresentare il punto di svolta per l'inizio di una nuova prospettiva di crescita per l'Europa.

**11.** *Ma come fare a finanziare gli investimenti quando nell'attuale quadro di finanza pubblica europeo?* Si consideri che solo il 10% delle infrastrutture in Europa sono realizzate con la finanza di progetto e quindi con capitali privati. Il restante 90% è finanziato per parti uguali dalla fiscalità generale e dalle imprese (soprattutto, ma non solo, utility). Una maggiore presenza dei privati è senz'altro auspicabile. Se non avviene non è perché c'è mancanza di finanza per le infrastrutture ma piuttosto perché mancano pipeline di progetto bancabili.

Le infrastrutture, in questa fase di transizione, esprimono alcune caratteristiche idiosincratiche tipiche dei mercati di nuova costituzione. L'offerta di finanza è tornata ad essere abbondante, ma la pipeline di progetti bancabili è ancora scarsa, anche nei mercati più avanzati come quello europeo.

Un esempio per tutti: uno dei maggiori fondi Greenfield che operano in Europa ha analizzato, negli ultimi due anni, circa 500 progetti nell'energia, nei trasporti e

nella banda larga nei 29 paesi membri della UE. Tra questi ha deciso di co-investire nell'equity di solo 9 di essi. Altri fondi Greenfield che operano in Europa hanno un rapporto tra progetti analizzati e progetti in cui si è deciso di investire è un po' più alto, anche se rimane comunque, nella media, ben al di sotto del 30%.

Questo preoccupa e sta a significare che molto resta da fare per far decollare il PPP in Europa. Mancano pipeline di progetti "investment grade", quindi non solo bancabili, ma anche adatti per le categorie di 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; ma anche i singoli paesi membri devono lavorare sul contesto regolamentare e sulla qualità tecnica delle strutture pubbliche coinvolte, con diversi ruoli, nelle iniziative di PPP.

Il modello di nuova generazione nel finanziamento delle infrastrutture che sta emergendo a livello globale rappresenta una vera e propria nuova frontiera nella realizzazione degli investimenti. Processi e modelli sono più complessi del passato, e pongono sfide continue a tutti gli attori coinvolti (settore pubblico, settore privato e comunità finanziaria).

Le Smart City del futuro, per esempio, saranno composte di sistemi di infrastrutture integrate, e potranno essere effettivamente realizzate soltanto attraverso delle strutture finanziarie innovative ad hoc.

Ma chi sono i potenziali finanziatori delle opere 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 ed 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.

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

In generale, perciò, il nuovo modello di finanziamento non bancario delle infrastrutture potrebbe avere bisogno della nascita di una nuova categoria di intermediari, in grado di fare da ponte tra gli investitori e gli investimenti.

Lo stesso tipo di schema vale per le opere medie e grandi nel Brownfield. Le competenze richieste in quest’ambito sono, tuttavia, diverse ed 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 ed ammodernare le opere esistenti.

**12.** 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) 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 in portafogli dedicati. Questo pone alcune sfide che dovrebbero essere al centro delle azioni di policy della UE nella prossima legislatura.

Può forse essere utile un accenno alla nuova struttura di costruzione dell'edilizia scolastica nel Regno Unito che utilizza gli schemi di nuova generazione in un paese dove il PPP è nato e si è sviluppato con un certo successo.

In breve, lo schema è il seguente. Il processo è centralizzato e gestito per il settore pubblico direttamente dal Governo. Viene affidata a ciascuna SPV la realizzazione un gruppo di circa 9 scuole, che vengono chiamati batches. Il Governo paga un canone di disponibilità per trent'anni a ciascuna SPV (una sorta di leasing finanziario). I batches vengono poi raccolti (bundled) in portafogli che emettono titoli più grandi del valore di 2-3 miliardi ciascuno, che a quel punto vengono acquisiti dal mercato dei capitali, entrando nei portafogli degli investitori istituzionali.

L'Unione europea spinge anche gli altri Stati membri a finanziare gli investimenti con questo tipo di strutture. Ma il processo stenta a decollare.

Perché in molti paesi dell'Unione si fanno ancora così poche operazioni di PPP standardizzate e raccolte in singoli portafogli?

Le ragioni sono molte e alcune di esse differiscono da paese a paese. Un problema abbastanza comune è la mancanza di capacità tecniche delle amministrazioni pubbliche rispetto a schemi di contratti di grande complessità. Sono state generalmente poco efficaci le agenzie ad hoc che molti governi hanno costituito per dare assistenza tecnica alle amministrazioni pubbliche.

Nell'agenda europea di politica degli investimenti il PPP, va ripensato e rilanciato con azioni di policy più coraggiose. Ma quale deve essere il nuovo modello per avere successo? Cosa bisogna fare? Innanzitutto è fondamentale centralizzare la gestione e standardizzare gli schemi di PPP. Vanno, inoltre, investite risorse umane ingenti (team di esperti) per fare partire un processo che sembra, al momento, l'unica soluzione al problema dell'equazione: alti debiti pubblici/alta spesa sociale/bassa crescita/alta domanda di investimenti, che caratterizza oggi, e continuerà molto probabilmente a caratterizzare le economie europei per i prossimi decenni.

**13. Conclusioni.** La riduzione degli livelli di indebitamento pubblico è una delle maggiori sfide che devono affrontare i Governi europei, soprattutto nei paesi periferici. Per l'Italia quest' obiettivo rappresenta una priorità inderogabile, se si vuole garantire la sostenibilità del sistema e l'equità intergenerazionale.

Il rapporto Debito/Pil – è stato recentemente osservato - non si “incontra per strada”. Non è cioè un'identità, o meglio, una variabile economica direttamente osservabile. È appunto un rapporto, formato da un numeratore – il debito – e un denominatore – il Pil. Per governare la sua dinamica si può agire su entrambi. Sul fronte del numeratore, come si è detto, l'Italia ha già fatto e continuerà a fare molto, mantenendo fede agli obiettivi di consolidamento dei parametri fiscali. È arrivato, tuttavia, il momento di agire sul denominatore ricercando gli strumenti più efficaci per stimolare la crescita economica.

In questa prospettiva è così necessaria maggiore “flessibilità” trovando nuovi spazi d'azione per la politica economica. In ambito europeo, maggiore flessibilità non deve significare “maggiore discrezionalità”, ma bensì un percorso comune e concertato di rilancio del progetto europeo a partire da quelle azioni che possano garantire crescita economica, occupazione e benessere per tutti i cittadini europei.