

FRANCO BASSANINI

Le infrastrutture strategiche tra Stato e mercato e gli effetti della crisi economico-finanziaria ¹

La qualità del sistema delle reti infrastrutturali strategiche, materiali e immateriali, e dei servizi di pubblica utilità a rete è uno dei fattori cruciali dello sviluppo e della crescita di ogni paese: incide in modo determinante sui costi della produzione di beni e servizi, sulla competitività delle imprese, sul loro accesso ai mercati, sugli scambi commerciali.

E' un fattore cruciale anche per la qualità della vita e per la coesione sociale: dalla qualità delle reti infrastrutturali e dei servizi di rete dipende la mobilità delle persone (trasporti), la fruizione di beni essenziali (l'acqua, l'energia elettrica, il gas), le relazioni interpersonali (telefono, poste), la diffusione delle informazioni e delle conoscenze (internet), il monitoraggio dei fattori di rischio ambientale e sociale, una crescente parte dei servizi sociosanitari (in attesa della telemedicina).

Ma la qualità delle reti infrastrutturali e dei servizi di rete è un fattore cruciale – non da ultimo – anche per l'indipendenza, la sicurezza e l'integrità nazionale e per la sicurezza e l'incolumità delle persone: basta pensare agli approvvigionamenti energetici, alle telecomunicazioni, alla navigazione aerea, ai trasporti di emergenza, ai servizi di pronto soccorso medico. O alla rilevanza di una capillare e moderna rete di infrastrutture per l'efficacia degli interventi di protezione civile, di controllo del territorio, di contrasto alla criminalità organizzata.

Dunque la regolazione, lo sviluppo, l'ammodernamento delle reti infrastrutturali e dei servizi di rete sono tra i problemi, tra le sfide fondamentali che gli Stati contemporanei devono affrontare. Ciò vale, ovviamente, anche per l'Italia.

* * *

Dei servizi di pubblica utilità la Fondazione Astrid si è già occupata, non molto tempo fa. Essi sono stati oggetto di alcune importanti ricerche, prevalentemente dedicate ai problemi della loro regolazione: valsero

¹ E', con qualche integrazione, il testo della prefazione a : ASTRID, *I nodi delle reti. Infrastrutture, mercato, interesse pubblico*, a cura di G. De Vincenti e P.M. Manacorda, Firenze, Passigli, 2010.

soprattutto per delineare un primo bilancio dei successi e dei fallimenti della stagione delle prime liberalizzazioni. I risultati di quelle ricerche sono stati pubblicati in un volume della collana dei “Quaderni di Astrid” per le edizioni del Mulino². Focalizzate com'erano sulla regolazione del mercato dei servizi, quelle ricerche dedicarono, necessariamente, un'attenzione minore ai problemi delle infrastrutture di rete; i quali, in quella sede, furono esaminati essenzialmente sotto il profilo della loro interrelazione o incidenza sulla concorrenza tra gli operatori dei servizi.

Ma i problemi della regolazione, dello sviluppo e dell'ammodernamento delle infrastrutture strategiche meritano un'attenzione dedicata in quanto non sono meno importanti e complessi di quelli dei servizi di pubblica utilità. Lo sono forse anche di più.

Più complesse sono le scelte di politica della regolazione, per la non duplicabilità di una parte delle infrastrutture, la non sempre facile delimitazione degli ambiti di monopolio naturale, l'interazione fra disciplina delle infrastrutture, tutela e promozione della concorrenza nei servizi liberalizzati, definizione degli ambiti e degli obblighi di servizio universale e loro garanzia.

Più impegnative e più complesse sono anche le scelte di politica industriale: se non altro perché il mercato non sempre garantisce – senza il concorso di regolazioni adeguate, incentivi efficaci e, talora, di una quota di risorse pubbliche – gli ingenti investimenti di lungo termine necessari per la realizzazione e l'ammodernamento di infrastrutture strategiche capaci di assicurare la competitività del sistema produttivo, la sicurezza degli approvvigionamenti, la universalità dell'offerta, la qualità dei servizi. Ma anche perché la disponibilità di reti infrastrutturali moderne e adeguate alle dimensioni della domanda potenziale di servizi anche nei periodi di punta è – come è noto – una condizione necessaria per lo sviluppo della competizione concorrenziale nel mercato dei servizi e per la parità di accesso di tutti i relativi operatori; ed è dimostrato che non di rado gli incentivi del libero mercato non bastano ad indurre il titolare della infrastruttura in regime di monopolio naturale a effettuare gli investimenti necessari.

A questi problemi, Astrid ha dedicato una nuova ricerca, anzi un grappolo di ricerche tra loro coordinate e interconnesse. Il metodo è stato quello tradizionale della Fondazione: riunire un ampio gruppo di esperti, proveniente tanto dall'accademia e dalle istituzioni di ricerca quanto dalle principali realtà imprenditoriali operanti nel settore; organizzare con loro e tra loro un confronto aperto e libero, senza pregiudizi né vincoli predeterminati; svilupparlo per tutto il tempo necessario a definire le

² ASTRID, *Le virtù della concorrenza. Regolazione e mercato nei servizi di pubblica utilità*, a cura di Claudio De Vincenti e Adriana Vigneri, Bologna 2006, pp. 440, con scritti di G. Napolitano, V. Termini, E. Cheli, A. Boitani, B. Spadoni, P. Ranci, M. Grillo, G. Coco, M. Ponti, C. Leporelli, M.R. Mazzola, A. Macchiati, L. Ammannati, A. Pezzoli, R. Matteucci, C. De Vincenti e A. Vigneri.

problematiche, analizzare le soluzioni, ricercare una convergenza nel raffronto fra i diversi punti di vista; costruire su questa base, e sempre con metodo collegiale, una serie di paper di analisi e di proposta, articolati per settore; sottoporli a una ulteriore verifica collegiale e poi al vaglio di *discussant* esterni, in una serie di seminari riservati. Un metodo di ricerca che valorizza dunque il confronto, il dialogo e la elaborazione collegiale di un ampio gruppo di esperti tra i più autorevoli e qualificati, assicura al massimo l'interdisciplinarietà e l'attendibilità delle analisi, il controllo dell'affidabilità dei risultati, ed anche l'equilibrio e la praticabilità delle proposte alle quali il gruppo di ricerca alla fine perviene³.

* * *

Nella introduzione di Paola Manacorda e Claudio De Vincenti il lettore può trovare un sintetico abstract della ricerca, una utile guida alla lettura dei paper settoriali, ma soprattutto una analisi dei problemi e una rassegna delle possibili soluzioni. I problemi, come si vedrà, sono spesso comuni a più settori. Le soluzioni, non di rado assai innovative, risultano tanto più significative in quanto, in molti casi, convalidate dalla comparazione e dal confronto fra le diverse realtà settoriali: i nodi delle reti, insomma, hanno spesso analogie non irrilevanti, e si prestano a riflessioni e rimedi in parte comuni.

Sul piano analitico, vengono ampiamente indagate le criticità del nostro sistema infrastrutturale, e ne vengono dunque confermate le ben note carenze, pur diversamente gravi da settore a settore, ma comunque sempre tali da limitare, quando non da pregiudicare, la competitività del nostro sistema economico e il perseguimento dei fondamentali beni pubblici sopra ricordati (coesione sociale, qualità della vita, sicurezza del paese e delle persone). In più d'un settore, per la ben nota stretta interrelazione fra la rete infrastrutturale e i servizi che dell'infrastruttura si avvalgono per raggiungere l'utenza, i ritardi e le carenze della rete finiscono per impedire o limitare di fatto l'apertura del mercato alla concorrenza fra gli operatori dei servizi. La limitata capacità della rete (o una capacità strettamente commisurata al fabbisogno in essere e dunque non sufficiente all'offerta competitiva di diversi servizi e soprattutto di nuovi servizi) rappresenta in tal caso di fatto una barriera all'accesso di nuovi competitori nel mercato dei servizi.

³ Il coordinamento generale della ricerca è stato assicurato da Paola Manacorda e Claudio De Vincenti, il coordinamento dei singoli sottogruppi da Mario Sebastiani (infrastrutture di trasporto), Pippo Ranci (infrastrutture energetiche), Mario Rosario Mazzola (infrastrutture idriche), Francois de Brabant, Paola Manacorda e Guido Vannucchi (infrastrutture di telecomunicazione), Vincenzo Visco Comandini (rete postale).

Sul piano propositivo, dunque sul piano delle soluzioni e dei rimedi, nella precedente ricerca dedicata ai servizi la stella polare era stata facilmente identificata nella realizzazione di ben costruiti processi di liberalizzazione e di un quadro regolatorio che consenta il pieno dispiegarsi delle “virtù della concorrenza”, a partire dal potenziamento dei poteri di efficienti autorità di regolazione e vigilanza e dal rafforzamento della loro indipendenza.

Nel caso delle reti infrastrutturali la tutela degli interessi generali non può essere affidata solo alla apertura dei mercati, e dunque a una concorrenza ben regolata. E’ vero che anche le infrastrutture, non di rado, “sono passate dall’essere gestite da monopoli pubblici in mercati protetti, all’essere gestite da aziende di diritto privato sottoposte a una regolazione pro-concorrenziale nel contesto di mercati, a monte e a valle, liberalizzati e quindi aperti al gioco competitivo tra una pluralità di aziende”, come si nota nella introduzione.

Ma è altrettanto vero che la condizione di monopoli naturali propria delle reti infrastrutturali o di gran parte di esse impone di affrontare problemi assai più complessi: innanzitutto, i problemi delle modalità e degli strumenti necessari per garantire la parità di accesso alle reti e la assenza di discriminazioni fra tutti i produttori o distributori di beni e servizi a monte e a valle che delle reti si avvalgono (separazione proprietaria, societaria, funzionale o contabile; regolazione delle condizioni e delle tariffe di accesso; determinazione di livelli e standard di qualità della infrastruttura; ecc.); ma anche i problemi della predisposizione di adeguati strumenti di controllo sul rispetto di regole, standard, obblighi, contratti di servizio e quant’altro (a partire dal completamento del sistema delle Autorità indipendenti e dall’adeguamento dei poteri e degli strumenti di intervento ad esse riconosciuti).

Si deve aggiungere che regolazione pro competitiva e concorrenza non sempre bastano, comunque, ad assicurare che gli ingenti investimenti necessari per lo sviluppo, l’ammodernamento e la manutenzione delle reti infrastrutturali siano effettivamente finanziati e realizzati: tanto più se si considera che la dimensione degli investimenti necessari è esaltata oggi dalla rapidissima evoluzione tecnologica e dalle carenze e ritardi accumulati dal sistema infrastrutturale italiano negli ultimi decenni (è appena il caso di ricordare i casi delle infrastrutture acquedottistiche, della banda larga e ultralarga e del digital divide nelle telecomunicazioni, delle connessioni con l’estero e tra aree regionali nelle infrastrutture energetiche, delle infrastrutture intermodali e di alta capacità per il trasporto delle merci). Si tratta di problemi che possono essere risolti solo con adeguate politiche pubbliche di lungo periodo richiedenti scelte impegnative: scelte che concernono tanto le politiche industriali, la programmazione e l’allocazione delle risorse pubbliche, quanto la definizione di regole ulteriori rispetto a quelle pro competitive, innanzitutto per la definizione degli obblighi (o degli “obiettivi”) di “servizio universale” e delle modalità di finanziamento degli stessi (in forme tali da non alterare i meccanismi concorrenziali: trasferimenti di risorse pubbliche o istituzione di fondi compensativi).

* * *

La funzione strategica delle grandi infrastrutture, la condizione di monopoli naturali di gran parte tra esse, la dimensione degli investimenti necessari, l'importanza che lo sviluppo e l'ammodernamento delle reti infrastrutturali riveste per la crescita e la competitività del Paese e per la garanzia di beni pubblici fondamentali (coesione sociale, sicurezza, qualità della vita, salute, ecc.) legittimano una riflessione sulla questione della proprietà pubblica delle reti e delle società di gestione delle reti, come è noto non vietata né scoraggiata dall'Unione europea. Il tema è affrontato in tutti i paper raccolti in questo volume e nella introduzione.

La proprietà pubblica (o a partecipazione pubblica) appare preferibile nei casi nei quali è evidente o comunque altamente probabile che gli strumenti di regolazione e le politiche pubbliche di contesto non siano sufficienti a garantire gli interessi pubblici in gioco: è probabilmente il caso, per esempio, della gestione dell'attività di dispacciamento che deve regolare l'immissione nella rete elettrica dell'energia prodotta dai vari impianti adattandosi in modo flessibile e continuo alle variazioni della domanda, dell'offerta e della tensione della rete, e assicurando parità di trattamento fra i produttori, i venditori e i distributori di energia.

La proprietà pubblica (o a partecipazione pubblica) può inoltre essere preferibile nei casi nei quali gli investimenti necessari per lo sviluppo e l'ammodernamento della infrastruttura appaiono, per dimensioni, profilo temporale e redditività (IRR), tali da non potere essere accollati ad un'impresa privata, neppure prevedendo adeguati incentivi tariffari, fiscali, monetari e/o regolatori (in specie se si tiene ferma l'inopportunità di scaricare sugli utenti oneri insopportabili in termini di prezzi e tariffe). E' il caso non soltanto, ovviamente, delle infrastrutture "fredde", ma anche di infrastrutture "calde", quando la redditività è differita nel tempo, e quando le politiche pubbliche ritengano utile promuovere la crescita e l'innovazione facendo leva sull'offerta di nuovi servizi ai quali non corrisponde ancora una domanda adeguata (si pensi, per esempio, ai grandi investimenti pubblici nelle NGN di telecomunicazione in Cina, Usa, Corea del Sud, Giappone).

Va peraltro sottolineato che la proprietà pubblica della rete non assorbe la necessità di una adeguata regolazione pro competitiva dell'accesso alla rete da parte dei produttori di beni o servizi che, a monte o a valle, della rete si avvalgono; né esime dall'obbligo di apprestare ed esercitare efficaci controlli sul rispetto dei piani di investimento e degli obblighi di servizio del gestore della rete, né dalla necessità di regole e controlli tendenti ad evitare una gestione inefficiente delle risorse pubbliche destinate allo sviluppo, all'ammodernamento e alla manutenzione dell'infrastruttura.

* * *

Rispetto all'epoca (2007-2008) nella quale la maggior parte delle ricerche qui pubblicate sono state impostate, realizzate e discusse, il contesto di fondo è in parte cambiato. Della crisi economico-finanziaria che ha sconvolto il mondo non erano allora ancora prevedibili le dimensioni e gli effetti⁴. Ciononostante, i risultati delle ricerche sulle reti infrastrutturali qui pubblicati non mi sembrano richiedere correzioni o aggiornamenti significativi. Ma la crisi consente di vederli e di valutarli sotto una luce diversa. Credo che meriti rilevarlo al termine di questa prefazione.

Come è noto, la crisi lascia un'eredità pesante per i conti pubblici di tutti i Paesi ad economia avanzata. Ai costi degli interventi per il salvataggio o il sostegno dell'economia e delle istituzioni finanziarie si sommeranno quelli prodotti dagli effetti automatici della crisi sulle entrate fiscali e sulla spesa pubblica. Secondo le stime del F.M.I. (novembre 2009)⁵, il rapporto debito/Pil dei paesi a "economia avanzata" raggiungerà nel 2009 il 101,8% del PIL; potrebbe arrivare nel 2014 al 121,7% e addirittura, a "bocce ferme", superare il 250% nel 2050. Una dimensione senza precedenti nella storia dell'Occidente, almeno in tempi di pace. L'Italia starà più o meno nella media.

Il consolidamento fiscale necessario per ridurre il debito pubblico non sarà facile, durerà molto tempo, metterà a dura prova i Governi. Sarà reso più difficile dall'invecchiamento della popolazione e dall'aumento delle spese per il servizio dell'aumentato debito pubblico. Sarà un percorso politicamente difficile: si rischia una progressiva disaffezione dei cittadini nei confronti di una politica che non ha più risorse da spendere, ma solo tagli o tasse da imporre. Comunque, il tema della "nuova crisi fiscale degli Stati" tornerà al centro del dibattito. Che cosa fare per affrontarla? Come noto (escluse le privatizzazioni), vi sono tre modi principali per ridurre il rapporto debito/Pil: creare inflazione, produrre avanzi primari con la riduzione delle spese e l'aumento della pressione fiscale, accelerare la crescita e dunque aumentare il PIL.

La prima strada è assai poco auspicabile e forse non risolutiva: se si innescassero aspettative di inflazione elevata, il costo al quale il debito può essere collocato sul mercato aumenterebbe notevolmente, vanificando in misura significativa la riduzione dello stock in termini reali. Del resto, l'esperienza degli anni Settanta sconsiglia di percorrere una simile strada; e

⁴ Astrid se ne è occupata con una serie di ricerche coordinate da Giuliano Amato, poi raccolte in *ASTRID, Governare l'economia globale*, a cura di Giuliano Amato, Firenze 2009, con scritti di F. Targetti, S. Andriani, L. Pennacchi, M. D'Alberti, P.C. Padoan, F. Saccomanni, M. de Cecco, P. Guerrieri, A. Lettieri, F. Onida, F. Cavazzuti, V. Termini, M. Bussani, M. De Andreis, M. Maré, C. Pinelli, R. Perissich e G. Amato.

⁵ Le stime sull'andamento dei rapporti debito pubblico/Pil sono contenute in IMF, *The State of Public Finances Cross-Country 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

comunque la BCE farà di tutto per contrastarla. L'alta inflazione, infatti, una volta "liberata", è difficilmente contenibile, produce forti distorsioni nell'allocazione delle risorse, riduce il tasso di crescita, colpisce i più poveri, crea instabilità sociali e politiche.

La seconda strada dipende dalle riforme strutturali del fisco e della spesa pubblica che si riuscirà a realizzare. L'aggiustamento medio sui bilanci pubblici delle economie avanzate del G-20, da realizzare nel decennio 2011-2020 per riportare i debiti ai livelli pre-crisi, è stimato dal FMI in circa 8 punti di Pil, di cui 1,5 punti di minori costi per le misure di stimolo all'economia, 3,5 punti di tagli di spesa primaria e 3 punti di maggiori entrate fiscali, ricavate con la razionalizzazione dei tributi, la lotta all'evasione fiscale ed eventualmente con aumenti delle imposte. Vanno aggiunti ulteriori 3-4 punti di Pil di aggiustamenti sul fronte sanitario e pensionistico, in seguito agli effetti della curva demografica. Come hanno scritto Cottarelli e Vinals, mai nella storia i Paesi ad economia matura hanno affrontato simultaneamente un aggiustamento di queste dimensioni. Si tratterebbe, per i soli 27 paesi dell'UE, di 150-200 miliardi di euro su base annua di minori spese (o maggiori entrate) per i prossimi 10 anni. Un percorso difficile e impopolare: negli ultimi quindici anni nessun grande Paese occidentale è riuscito a ridurre in maniera significativa la spesa corrente con misure strutturali; gran parte degli avanzi primari è stato ottenuto con operazioni straordinarie (privatizzazioni, condoni, cartolarizzazioni) o di window dressing; per le quali tuttavia gli spazi sono ormai piuttosto ridotti⁶.

Rimane la terza opzione, l'accelerazione della crescita. Con un debito intorno al 100% del Pil, si è stimato che un'accelerazione della crescita dell'1% all'anno (ipotizzando di mantenere la spesa pubblica e la pressione fiscale costanti al 40%) ridurrebbe in 10 anni il rapporto debito/Pil di 28 punti percentuali. E' la soluzione più auspicabile, ma non è meno difficile delle altre: i Paesi ad economia matura hanno per lo più registrato negli ultimi anni una crescita modesta, in qualche caso addirittura stazionaria. Le riforme strutturali di liberalizzazione, per dare più spazio alle "libere forze del mercato", non hanno finora dato i risultati sperati: continuano ad essere raccomandabili, ma non esonerano dalla ricerca di altri strumenti. Uno di questi (forse il principale) è, senza dubbio il finanziamento di grandi programmi pubblici di sviluppo e ammodernamento delle infrastrutture strategiche: non a caso, importanti investimenti di lungo periodo in infrastrutture nei settori dell'energia, dell'ambiente e dei trasporti rappresentano una componente fondamentale delle *exit strategies* di diversi tra i maggiori Paesi (Cina, USA, Corea del Sud,

⁶ 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.

Giappone, Brasile, *in primis*); nel breve, essi sono parti essenziali di una politica anticiclica di rilancio della crescita, nel medio termine mirano a garantire ai Paesi che li hanno realizzati un miglior posizionamento negli scenari competitivi dei prossimi decenni.

La questione si pone anche per l'Unione europea e per i suoi Stati membri, tra i quali l'Italia. La domanda non manca: 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", in circa 50 miliardi di euro all'anno per i prossimi 40 anni⁷. La Commissione europea ha a sua volta stimato il costo dei progetti ricompresi nei cosiddetti TEN-T e TEN-E⁸: il costo totale dei 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 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. La Banca Mondiale, dal canto suo, stima che, nei prossimi vent'anni, almeno 40 miliardi all'anno dovranno essere investiti in nuove infrastrutture europee e altri 60 miliardi all'anno saranno necessari per la manutenzione e la sostituzione degli impianti. Il principale focus sarà sulla generazione di energia, sull'ambiente, sulle telecomunicazioni e sui trasporti (ma in Italia vi sono anche altre priorità: basti pensare alle infrastrutture carcerarie; o alle opere di ristrutturazione, messa a norma, consolidamento statico e sismico degli edifici scolastici e universitari, con costi stimati in poco meno di 50 miliardi).

* * *

La questione delle infrastrutture non è dunque spiazzata dalla crisi. Al contrario. Perciò le questioni affrontate in questo volume restano cruciali. Ma gli effetti della crisi inducono a focalizzare l'attenzione innanzitutto sui problemi del finanziamento dei progetti infrastrutturali. E forse a rivedere alcune delle conclusioni raggiunte nei paper e sopra brevemente sintetizzate,

⁷ Centre for European Policy Studies (CEPS), *Financial Impacts of Climate Change: What scale of required resources*, 2008

⁸ European Commission, *Trans European Networks: Towards an Integrated Approach*, Communication 135, of 21 March 2007

soprattutto per quanto riguarda i rapporti tra pubblico e privato nel finanziamento e nella gestione delle reti.

A prima vista, l'esigenza di finanziare grandi programmi pubblici di sviluppo o ammodernamento delle infrastrutture strategiche può determinare un brusco moto del pendolo verso il ritorno alla proprietà o al controllo pubblico delle grandi reti infrastrutturali. E' probabile che questo avverrà in alcuni dei grandi Paesi sopra ricordati, meno probabile che possa avvenire nei Paesi europei. I primi sono infatti in condizione di finanziare i loro programmi infrastrutturali con risorse di bilancio, i Paesi europei no. Cina, Corea, Brasile, Russia, India, Australia usciranno infatti dalla crisi con un rapporto debito pubblico/PIL sostenibile o addirittura modesto (intorno al 20% per la Cina, al 7% per la Russia, al 58% per il Brasile, secondo le stime IMF per il 2014); gli Stati Uniti godono ancora (per quanto?) dei privilegi del dollaro; gli Stati europei viceversa usciranno dalla crisi con livelli di indebitamento pubblico prossimi o superiori al 100% del PIL (98% il Regno Unito, 96% la Francia, 89% la Germania, 128% l'Italia, sempre secondo le stime IMF per il 2014), che li costringeranno – come già si è detto – a politiche di bilancio assai rigorose.

Dovranno dunque i Paesi europei rinunciare a realizzare grandi progetti di sviluppo e ammodernamento delle loro infrastrutture e al contributo che ne deriverebbe per rilanciare la crescita, per migliorare la competitività del sistema economico-produttivo europeo, e per assicurare e tutelare i fondamentali beni pubblici della sicurezza, della coesione sociale, della qualità ambientale? La risposta non è necessariamente negativa. Ma impone di adottare una serie di misure, di riforme, di politiche e di strumenti che consentano di far ricorso in modo sistematico ed esteso a forme di partenariato tra pubblico e privato, al finanziamento di progetti infrastrutturali di interesse pubblico con capitali privati.

L'Europa, handicappata sul versante dei conti pubblici, può far leva – a ben vedere – su alcuni suoi importanti punti di forza: l'elevata propensione al risparmio delle famiglie (confermata anche in periodo di crisi dalle rilevazioni statistiche di fine 2009); la reputazione di stabilità e affidabilità dell'Euro e dell'economia europea, dovuta al Patto di stabilità (ancorché per qualche verso troppo rigido o perfino “stupido”) e alla politica prudente della BCE (pur da molti ritenuta eccessivamente conservatrice); la crescente esigenza dei Paesi in surplus (Cina, Arabia Saudita, Paesi del Golfo, Russia, Corea del Sud, Singapore, ecc.) di diversificare riserve, finanziamenti e investimenti, oggi troppo concentrati nell'area del dollaro⁹.

⁹ Nel 2008 il 45% dei titoli internazionali emessi erano denominati in dollari contro il 32% denominati in euro (IMF, *Currency Composition, op. cit.*; vedi anche 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.. Secondo la Banca dei Regolamenti Internazionali (BRI) BIS, *Triennial Survey of Annual Trade*, 2007 nel 2007 l'86% di tutte le transazioni internazionali erano effettuate in dollari, contro il 38% in euro (il totale di tutte le valute è pari al 200% poiché ogni transazione

L'Europa sembra insomma in condizione di aumentare il suo grado di leva per attirare capitali dai mercati globali e per finanziare così, in particolare, gli investimenti di lungo termine in infrastrutture "calde" (trasporti, energia, TLC) suscettibili di produrre ritorni certi ancorché differiti nel tempo. Con un sistema di regole ed incentivi adeguati, una quota crescente dei risparmi delle famiglie europee, di altri capitali privati europei e non, e di capitali pubblici extraeuropei può essere veicolata verso il finanziamento di investimenti infrastrutturali a lungo termine, capaci di garantire rendimenti di lungo termine sicuri e stabili nel tempo, ancorché a tassi di redditività non elevatissimi.

La crisi sta infatti cambiando il profilo di rischio degli investitori. E' probabile che nel futuro avremo una domanda crescente di 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 a fronte di una crescente domanda di infrastrutture¹⁰. 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 dare un contributo alla stabilizzazione dei mercati finanziari globali, potrebbe assicurare il finanziamento delle infrastrutture strategiche senza incrementare l'indebitamento delle pubbliche amministrazioni.

Occorreranno in primo luogo strumenti finanziari innovativi capaci di raccogliere e indirizzare i capitali privati verso gli investimenti di lungo termine in infrastrutture. Un ruolo rilevante, nell'architettarli, promuoverli e costruirli, può avere una "famiglia" di investitori istituzionali di lungo termine a partecipazione pubblica (la Banca Europea degli investimenti, la tedesca KfW, le Casse depositi e prestiti come la francese CDC, l'italiana CDP, la spagnola ICO e la polacca PKO, ma anche la neonata UK Infrastructures) che - grazie alla natura pubblica (Stati, enti locali) o "sociale" (per es. le Fondazioni bancarie) dei loro azionisti, all'esplicito endorsement pubblico spesso accompagnato da speciali strumenti di garanzia pubblica che ne

coinvolge due valute).. 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 (IMF, *Currency Composition*, op. cit.).

¹⁰ V., *amplius*, 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; Id., *Tempi maturi per un debito sovrano europeo*, in *Il Sole 24 Ore*, 27 ottobre 2009; 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.

agevola l'attività di raccolta - possono finanziare impieghi con rendimenti sicuri ma differiti nel tempo e con IRR non speculativi, possono distribuire i rischi fra le generazioni, possono mantenere anche a lungo i loro asset in portafoglio in tempo di crisi assolvendo a un ruolo anticiclico. Sono, non a caso, le stesse istituzioni che nel 2009, raccogliendo un invito del Consiglio europeo di Bruxelles del dicembre 2008, hanno dato vita al primo fondo equity per il finanziamento delle infrastrutture europee ("Marguerite"), prototipo di una famiglia di fondi internazionali che vedrà a breve la nascita di un secondo fondo per le infrastrutture nell'area mediterranea ("Inframed").

Ma numerosi altri soggetti sono in grado di svolgere il ruolo di investitori di lungo termine: per esempio, i cosiddetti fondi perpetui, come i fondi sovrani, i fondi pensione del settore pubblico e alcune compagnie di assicurazione con passività a lungo termine vincolanti. In condizioni ideali di regolamentazione, questi investitori possono assumere un ruolo complementare rispetto a quello svolto dagli investitori di breve termine. La coesistenza di investitori di breve e di lungo termine può attenuare l'impatto di nuovi shock finanziari, poiché gli investitori di lungo termine hanno la capacità di smussare l'oscillazione dei profitti e delle perdite nel tempo, favorendo un approccio anticiclico. Inoltre, l'impegno degli investitori di lungo termine, in termini sia di importo sia di durata dell'investimento, consente investimenti in know-how e capitale umano complessi e costosi, attenuando i rischi di penalizzazione connessi alla volatilità di breve termine.

Ma i sistemi di regolamentazione finanziaria nazionali e internazionale non favoriscono oggi lo sviluppo di questa categoria di investitori. Il rapporto de Larosière¹¹ mostra come le attuali norme contabili e prudenziali, fedeli al principio mark-to-market, siano sistematicamente orientate alle performance a breve termine e incoraggino quindi effetti pro-ciclici¹². Nella riforma dei sistemi di regolamentazione, è dunque auspicabile che i policy maker operino una chiara distinzione tra investitori di lungo termine, capaci di mantenere in portafoglio i loro asset anche in periodo di crisi finanziaria, e le banche e i fondi comuni, che devono rendere conto in qualsiasi momento ai loro azionisti e sottoscrittori e creare per essi valore a breve termine¹³. Gli investitori di

¹¹ THE HIGH-LEVEL GROUP ON FINANCIAL SUPERVISION IN THE EUROPEAN UNION, *Report*, febbraio 2009, reperibile in *Astrid Rassegna*, n. 5/2009

¹² Non risolvono il problema le nuove norme proposte dallo IASB alla fine del 2009, come nota opportunamente A. De Romanet, *Les enjeux politiques insoupçonnées des règles comptables*, in *Le Figaro*, del 22 gennaio 2009, p. 14.

¹³ 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.

lungo termine dovranno sottostare a regolamentazioni più rigide per quanto concerne i requisiti di capitale e le responsabilità e obblighi nei confronti degli azionisti, delle autorità pubbliche o di altri stakeholder. Ma, in compenso, le forti esternalità positive per l'economia nel suo insieme, per la coesione sociale e per la qualità della vita generate dagli investimenti di lungo termine, oltre che il loro contributo al rilancio della crescita e alla competitività dell'economia europea, giustificano la previsione di regole e incentivi intesi a favorire la raccolta a tal fine di capitali privati e a compensare la minore redditività degli investimenti a lungo rispetto a quelli a breve (ma anche con profili di rischio più elevati).

Penso innanzitutto alle regole prudenziali e contabili: per esempio prevedendo una valutazione degli investimenti di lungo periodo in grado di tenere conto sia del valore di mercato che del valore futuro dei flussi di cassa attesi nel lungo periodo; e sviluppando un sistema di regolamentazione basato su una più chiara e definita segmentazione dei rischi, in modo da attenuare la tendenza ad esacerbare l'arbitraggio temporale tra breve e lungo termine, tipica degli operatori a breve, e da rafforzare l'individuazione di punti di equilibrio ben definiti tra attività e passività di lungo periodo. Specifiche regole prudenziali dovrebbero garantire che le passività vengano onorate quando raggiungono la loro naturale scadenza e che l'orizzonte di lungo periodo venga protetto in modo appropriato da contingenze di varia natura legate a passività, quali inattesi disinvestimenti, venuta meno di fonti di finanziamento di particolari classi di maturità rilevanti, ecc.

Occorreranno anche regole di governance in grado di assicurare processi di decisione capaci di proteggere le imprese dall'influenza di interessi speculativi o individualistici di breve periodo, sia da parte del management che da parte degli azionisti. E' noto, infatti, che il modello di corporate governance del c.d. *shareholders' value*, attraverso i meccanismi di incentivi impliciti nel sistema delle stock options, che influenzano anche le scelte strategiche imprenditoriali e finanziarie del management, hanno avuto un ruolo negativo nel favorire orizzonti di breve periodo a scapito di orizzonti di lungo periodo.

Accanto a una 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, accanto a ben costruiti strumenti finanziari e ad adeguati sistemi di garanzia anche pubblici, un ruolo potrebbero e dovrebbero giocare, nel favorire la mobilitazione di capitali privati negli investimenti infrastrutturali di lungo termine, anche idonee regolazioni fiscali. Già oggi molti Paesi europei (*quorum* l'Italia) prevedono incentivi fiscali rilevanti per gli investimenti in energie rinnovabili (impianti fotovoltaici, eolici, solari termici, ecc.), e diversificano la tassazione dei capital gains immobiliari a seconda della durata del possesso (nonostante in quest'ultimo caso si producano anche effetti negativi, per esempio in termini di ingessamento del mercato immobiliare). Una legislazione intesa a premiare, in generale, anche mediante agevolazioni fiscali, l'impiego di capitali privati nel finanziamento di progetti di

investimento di lungo periodo con forti esternalità positive potrebbe dunque rappresentare, per i decisori politici, una seria alternativa all'impiego di risorse di bilancio sempre più scarse.

* * *

Il finanziamento mediante capitali privati favorirà la privatizzazione delle reti infrastrutturali o, quanto meno, dei soggetti societari concessionari della loro costruzione e gestione, contrastando la recente tendenza a una loro ripubblicizzazione: ma la presenza pubblica, cacciata in tal modo dalla porta, potrebbe rientrare dalla finestra dato che non di rado i capitali privati saranno raccolti, impiegati e gestiti da investitori istituzionali pubblici magari assistiti da specifici strumenti di garanzia degli Stati, come nel caso del risparmio postale italiano e francese (“modello Terna”).

Occorrerà anche apprestare architetture istituzionali e strumenti finanziari capaci di allargare lo spettro dei progetti infrastrutturali “caldi”, cioè dei progetti capaci di assicurare rendimenti accettabili agli investitori, sia pure nel lungo termine e con *internal rate of return* (IRR) non elevatissimi (compensati per altro da rischi assai moderati). Per molti progetti infrastrutturali considerati oggi “freddi”, cioè incapaci di assicurare ritorni sul capitale in essi investito, o “tiepidi”, cioè suscettibili di produrre IRR troppo modesti da poter remunerare adeguatamente perfino gli investitori istituzionali di lungo termine, è possibile trovare soluzioni che li rendano capaci di remunerare quanto meno gli investimenti di questi ultimi¹⁴; si possono, in altri termini, con innovative operazioni di ingegneria istituzional-finanziaria, “riscaldare” molte infrastrutture “fredde”, e dunque estendere l'area dei PPP e del project financing molto al di là dei confini finora conosciuti, sgravando i bilanci pubblici di gran parte dell'onere del finanziamento dei progetti infrastrutturali.

In ogni caso, la questione delle regole, delle forme e degli strumenti necessari per indirizzare capitali privati verso il finanziamento di infrastrutture mediante investimenti di lungo termine diventa, in questo contesto, del tutto centrale: per accelerare l'uscita dalla crisi, per promuovere la competitività dell'economia europea, per la costruzione di un modello di sviluppo sostenibile ed equilibrato. Alla luce dei vincoli strutturali dei bilanci pubblici di molti paesi industriali, nuove regole e nuovi strumenti finanziari di lungo periodo capaci di attirare capitali privati rappresentano la strada

¹⁴ 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....

obbligata per rispondere alla forte domanda di infrastrutture senza accollare alle finanze pubbliche (e alle generazioni future) oneri insostenibili.

Ciò vale, del resto, anche per le istituzioni europee appena rinnovate dal Trattato di Lisbona. Nel momento nel quale sta per avviarsi il lungo negoziato intergovernativo per la definizione del nuovo quadro finanziario europeo (2013-2017), già si delinea infatti il rischio di una insuperabile impasse, tra la necessità di reperire risorse per finanziare i grandi progetti infrastrutturali europei (la nuova “Agenda di Lisbona”) e l'impossibilità di chiedere agli Stati membri maggiori trasferimenti dai loro bilanci appesantiti dalla crisi, o un aumento dei carichi tributari gravanti sulle famiglie sotto forma di un incremento delle risorse proprie comunitarie. L'impiego, opportunamente incentivato, di capitali privati è l'unica via di uscita, l'unica strada praticabile. Quanto meno finché perdura l'annosa diffidenza verso il ricorso al debito sovrano europeo mediante l'emissione di *eurobonds*...