

Investimenti di lungo periodo, stabilità e crescita in Europa

di

Franco Bassanini

pubblicato in *Italianieuropei* maggio 2011

La dura fiscal consolidation imposta dalla crisi richiede politiche di bilancio rigorose, ma anche l'accelerazione della crescita, dunque investimenti in capitale umano e fisico (education, ricerca, infrastrutture, energia, ambiente). Non potendo aumentare la spesa pubblica, occorre rendere tali investimenti attraenti per il risparmio e i capitali privati. Con nuove regole e nuovi strumenti. E anche con gli eurobonds.

La crisi ha lasciato un'eredità pesante per i conti pubblici italiani, come per quelli di quasi di tutti i Paesi ad economia avanzata. Secondo le stime del F.M.I., il rapporto deficit/PIL dei 33 Paesi "ad economia avanzata" è passato in media dall'1% del 2007 al 9% del 2009. E il rapporto debito/Pil dei Paesi ad "economia avanzata" del G-20 è precipitato nel 2010 al 102,7%. Una dimensione senza precedenti nella storia dell'Occidente, almeno in tempi di pace. Il consolidamento fiscale necessario per ridurre il debito pubblico sarà reso più difficile dall'invecchiamento della popolazione e dall'aumento delle spese per il servizio dell'aumentato debito pubblico. I suoi costi politici saranno elevati: 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.

Il tema della "nuova crisi fiscale degli Stati" è tornato dunque al centro del dibattito, almeno in Europa e negli USA. Che cosa fare per affrontarla? Come noto, vi sono quattro modi principali per ridurre il rapporto debito/Pil: creare inflazione, produrre avanzi primari (con la riduzione delle spese e l'aumento della pressione fiscale), procedere a massicce privatizzazioni, accelerare la crescita aumentando insieme le entrate e il PIL.

La prima strada è poco auspicabile e non risolutiva. L'alta inflazione, 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. In più, se si innescano aspettative di inflazione elevata, il costo del debito aumenterebbe notevolmente.

La seconda strada dipende dalle riforme strutturali del fisco e della spesa pubblica che si riuscirà a realizzare. Negli ultimi anni nessun grande Paese occidentale ha ridotto 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 ridotti. Una politica rigorosa di controllo e riduzione della spesa è comunque inevitabile (ed è comunque imposta alla maggior parte dei Paesi europei dal Patto di stabilità e crescita). Ma non è di per sé sufficiente.

Quanto alle privatizzazioni, molto si è fatto negli scorsi decenni: ciò che ancora si può fare, può dare al consolidamento fiscale un contributo non irrilevante, ma non sufficiente. Anche perché le operazioni di privatizzazione incontrano difficoltà politiche crescenti, a fronte della tendenza a un “ritorno al pubblico” e alla domanda di protezione dello Stato generate dalla crisi e dalla globalizzazione¹.

Ineludibile è dunque la quarta strada, l’accelerazione della crescita². Non è meno difficile delle altre: i Paesi ad economia matura hanno per lo più registrato negli ultimi anni una crescita modesta. Per accelerare la crescita, due sono gli strumenti principali: da una parte, le riforme strutturali di liberalizzazione e alleggerimento degli oneri burocratici e regolatori; dall’altra gli investimenti in capitale fisico e umano, il finanziamento di grandi programmi di sviluppo nei settori della formazione e della ricerca, dell’innovazione tecnologica, delle infrastrutture, dell’energia e dell’ambiente; essi rappresentano una componente fondamentale delle *exit strategies* di diversi tra i maggiori Paesi (USA, USA, Cina, Corea del Sud, Brasile, *in primis*); nel breve, 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’Italia³. Ma mentre i Paesi emergenti, che usciranno dalla crisi con un rapporto

¹ Emblematico il caso del referendum popolare italiano sull’abrogazione delle disposizioni del c.d. decreto-legge Ronchi-Fitto sulla liberalizzazione (e privatizzazione) dei servizi pubblici locali nei settori del trasporto locale, delle risorse idriche e del ciclo dei rifiuti. La probabile approvazione dei quesiti referendari accollerebbe agli enti locali (se fosse raggiunto il quorum di partecipazione necessario per la validità dei referendum) l’onere di provvedere agli investimenti nei tre settori stimati in 90/130 md di euro nel triennio (a seconda delle stime), equivalenti a 7/10 punti di PIL

² Come è sottolineato nelle conclusioni del Consiglio europeo del 24-25 marzo 2011 e nell’allegato patto “euro plus”.

³ La domanda non manca: la Banca Mondiale 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 alla ricerca, alle infrastrutture carcerarie, agli acquedotti, ai

debito pubblico/PIL sostenibile o addirittura modesto⁴ sono in condizione di finanziare i loro programmi infrastrutturali con risorse di bilancio (e così gli USA che godono ancora - per quanto? - dei privilegi del dollaro), per gli Stati europei questa strada appare preclusa. La *fiscal consolidation* imporrà (sta già imponendo) un severo contenimento e una rigorosa selezione e riqualificazione anche della spesa pubblica per investimenti.

Dovranno dunque i Paesi europei rinunciare a realizzare grandi progetti di sviluppo e ammodernamento delle loro infrastrutture e di investimento in innovazione, formazione e ricerca e al contributo che ne deriverebbe per rilanciare la crescita, per migliorare la competitività del sistema economico-produttivo europeo, e per assicurare 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 riforme, di politiche e di strumenti che consentano di farlo in gran parte con capitali privati.

L'Europa, handicappata sul versante dei conti pubblici, può far leva su altri punti di forza: l'elevata propensione al risparmio delle famiglie; la reputazione di stabilità e affidabilità dell'Euro e dell'economia europea, dovuta al Patto di stabilità e alla politica della BCE; 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 dollaro. Con un sistema di regole ed incentivi adeguati, una quota crescente dei risparmi delle famiglie europee, dei capitali degli investitori privati europei e non, e dei capitali pubblici extraeuropei può essere veicolata verso il finanziamento di investimenti europei a lungo termine (ILT)⁵.

A livello globale, i prossimi anni saranno caratterizzati da forti cambiamenti nei flussi di risparmio e investimento. Nelle economie emergenti, il surplus di risparmio generato dai tassi di crescita elevati si tradurrà con tutta probabilità in un aumento del consumo interno guidato da nuove generazioni di famiglie alla ricerca di migliori standard di vita. Sarà la fine di quello che gli economisti hanno definito “*global saving glut*”, l'eccesso di risparmio a livello globale. Con l'aumento della competizione per attrarre capitali scarsi (che nel medio termine si tradurrà anche in un rialzo dei tassi d'interesse), l'Europa dovrà affrontare la sfida di creare strumenti e regole capaci di favorire l'incontro tra risparmio e ILT.

termovalorizzatori, alle opere di ristrutturazione, messa a norma, consolidamento statico e sismico degli edifici scolastici e universitari)

⁴ Per i Paesi emergenti del G-20, il FMI ha stimato un rapporto medio debito/PIL del 36,9% a fine 2010, a fronte del 102,7% dei Paesi del G-20 a economia avanzata.

⁵ Cfr. il par. 4 delle Conclusioni del Consiglio europeo del 24-25 Marzo 2011.

Occorrono in primo luogo strumenti finanziari innovativi, sia sul versante del debito, che dell'equity. I nuovi fondi europei equity e i projects bonds ne sono i primi esempi. Un ruolo rilevante, nell'architettarli, promuoverli e costruirli, hanno gli investitori istituzionali di lungo termine (LTII) a partecipazione pubblica (la B.E.I., la tedesca KfW, la francese CDC, l'italiana CDP, la spagnola ICO, la polacca PKO) che - grazie alla natura pubblica (Stati, enti locali) o "sociale" (per es. le Fondazioni bancarie) dei loro azionisti e all'esplicito endorsement pubblico spesso accompagnato da speciali strumenti di garanzia pubblica sulla loro raccolta - possono raccogliere risparmio privato per finanziare impieghi con rendimenti sicuri ma differiti nel tempo, 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. E possono anche favorire investimenti privati di breve-medio termine, coprendo i segmenti a lungo termine dei progetti di investimenti in settori strategici. Sono, per l'appunto, le istituzioni che, raccogliendo un invito del Consiglio europeo del dicembre 2008, hanno dato vita al primo fondo equity per il finanziamento delle infrastrutture europee ("Marguerite"), prototipo di una famiglia di fondi, che ha già visto la nascita di un fondo per le infrastrutture nell'area mediterranea ("Inframed"). I LTII saranno coinvolti anche nella costruzione dei *project bonds*, proposta di recente dalla Commissione UE ("*Europe 2020 Project Bond Initiative*"). Lo scopo è di convogliare verso gli ILT europei capitali privati e di altri investitori istituzionali, migliorando il rating del debito delle imprese veicolo dei progetti con una significativa riduzione dei costi del loro finanziamento. Il compito della Commissione di concerto con la BEI (ed eventualmente con gli altri LTII europei) sarà ridurre il profilo di rischio di tali investimenti fornendo garanzie congiunte o prestiti a supporto dell'emissione di tali bond. La relativa copertura andrà ovviamente reperita - con importanti moltiplicatori - mediante l'emissione di bonds da parte della Commissione e da parte della BEI (o del "network Marguerite"): nel primo caso si tratterebbe di fatto di "eurobonds"; nel secondo - a ben vedere - di "quasi eurobonds".

Numerosi altri soggetti sono in grado di svolgere il ruolo di investitori di lungo termine (LTIs): per esempio, i i fondi sovrani, i fondi pensione e le compagnie di assicurazione, in specie quelle con passività a lungo termine vincolanti. I loro attivi ammontano a circa 60 trilioni di dollari, di cui oggi solo il 2% è investito in ILT. Recenti stime dimostrano che questa percentuale potrebbe crescere fino al 12/15% (7-9 trilioni) se fossero opportunamente corretti - con effetti positivi anche sulla stabilità finanziaria di lungo periodo⁶ - i sistemi di regolamentazione europei e

⁶ In condizioni ideali di regolamentazione, i LTIs possono assumere un ruolo complementare rispetto a quello svolto dagli investitori di breve termine. La coesistenza di investitori di breve e di

internazionali che oggi penalizzano gli ILT e i LTIs, e, fedeli al principio mark-to-market, privilegiano gli impegni finanziari a breve termine e incoraggino quindi effetti pro-ciclici. I rapporti de Larosière e i Monti e la Commissione europea, nelle comunicazioni sul *Single Market Act* e sulla *Budget Review* hanno ripetutamente sottolineato la necessità di un *regulatory framework* più favorevole agli ILT e ai LTIs.

Occorre una chiara distinzione tra i LTIs, capaci di mantenere in portafoglio i loro asset anche in periodo di crisi finanziaria, e le banche e i fondi comuni, che devono creare per i loro azionisti e sottoscrittori valore a breve termine; e tra gli ILT, in specie se dotati di collateralità reali, e gli impieghi speculativi a breve. I LTIs dovranno sottostare a regolamentazioni più rigide per quanto concerne i requisiti di capitale e le responsabilità e obblighi nei confronti degli azionisti, dei risparmiatori o di altri stakeholder. Ma, in compenso, le forti esternalità positive per l'economia, per la coesione sociale e per la qualità della vita generate dagli ILT, e 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.

Penso innanzitutto alla revisione della direttiva Solvency II e degli IAS, e alla applicazione di Basilea III mediante la direttiva CRD IV: per esempio prevedendo una valutazione degli ILT 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.

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, da parte del management e degli azionisti. Un ruolo potrebbero e dovrebbero giocare, nel favorire la mobilitazione di capitali privati negli ILT, anche idonee regolazioni fiscali. Già oggi molti Paesi europei (*quorum* l'Italia) prevedono incentivi fiscali rilevanti per gli investimenti in energie rinnovabili e diversificano la tassazione dei capital gains immobiliari a seconda della durata del possesso. Una legislazione intesa a premiare, in generale, anche mediante

lungo termine può attenuare l'impatto di nuovi shock finanziari, poiché i LTIs hanno la capacità di smussare l'oscillazione dei profitti e delle perdite nel tempo, favorendo un approccio anticiclico. Più in generale, se è vero che la stabilità finanziaria (e la fiscal consolidation) sono condizioni per la crescita, è anche vero che una crescita durevole, stabile ed equilibrata è – come sottolineato nella risoluzione finale del G-20 di Pittsburgh – condizione per il risanamento della finanza pubblica e per la stabilità finanziaria di lungo periodo.

agevolazioni fiscali, l'impiego di capitali privati nel finanziamento di ILT con forti esternalità positive potrebbe dunque rappresentare una seria alternativa all'impiego di risorse di bilancio sempre più scarse.

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 IRR non elevatissimi (compensati da rischi moderati). Per molti progetti infrastrutturali considerati oggi “freddi”, cioè incapaci di assicurare ritorni sul capitale, o “tiepidi”, cioè suscettibili di produrre IRR troppo modesti, è possibile trovare soluzioni che li rendano capaci di remunerare quanto meno i LTIs; si possono, in altri termini, “riscaldare” molte infrastrutture “fredde”, e dunque estendere l'area dei PPP e del project financing al di là dei confini finora conosciuti, sgravando i bilanci pubblici di gran parte dell'onere del loro finanziamento, e consentendo di concentrare le poche risorse disponibili sui servizi e le infrastrutture a fallimento di mercato (dalla sicurezza all'istruzione, dalla giustizia alla difesa). Per questi ultimi, sarebbe ragionevole pensare ad un finanziamento dei progetti di interesse europeo mediante l'emissione di titoli di debito sovrani europeo (eurobonds)⁷.

Nel momento nel quale sta per avviarsi il negoziato intergovernativo per la definizione del nuovo quadro finanziario europeo, già si delinea il rischio di una impasse, tra la necessità di reperire risorse per finanziare i progetti 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 sembra l'unica via di uscita; insieme ad un limitato e selettivo finanziamento mediante eurobonds di quegli investimenti “freddi” che non producono alti IRR, ma produrranno rilevanti ritorni nel tempo in termini di crescita e competitività per l'intero continente europeo.

⁷ Il ricorso a emissioni obbligazionarie europee per il finanziamento dei meccanismi di stabilizzazione finanziaria recentemente progettati per evitare il default degli Stati membri c.d. periferici potrebbe, in tal caso, offrire la necessaria cornice per l'emissione di un limitato ammontare di “eurobonds per la crescita” destinati a finanziare i progetti “freddi” di rilevante interesse europeo. Solo così infatti essi potrebbero inserirsi in un mercato di titoli di debito sovrano europeo sufficientemente ampio e liquido da garantire rating elevati e costi di finanziamento bassi.