

LE INFRASTRUTTURE SCONTANO UN GAP DI POLITICHE, NON DI RISORSE

di **Federico Merola**

Diceva Winston Churchill che non si dovrebbe mai sprecare una crisi. Non si direbbe, tuttavia, che l'Italia abbia seguito questo suggerimento.

In 10 anni, infatti, il Paese è rimasto impantanato nello stesso schema di gioco: grandi elogi alla politica monetaria espansiva, a dispetto dei suoi effetti deteriori (si pensi ai bassi rendimenti finanziari per gli investitori istituzionali); cicliche accuse all'Unione europea per vincoli di bilancio che il mercato finanziario ci impone assai più severamente; nessuna seria riflessione di *policy* su come usare il tempo "comprato" grazie al celebre «*whatever it takes*» di Mario Draghi. Per esempio rilanciando la politica fiscale e gli investimenti, soprattutto in **infrastrutture**.

Gli effetti sono stati drammatici e si misurano ormai su scala decennale. Secondo l'Osservatorio congiunturale dell'Ance (gennaio 2019) gli investimenti pubblici in **infrastrutture** si sono più che dimezzati tra il 2008 e il 2018, sia a livello centrale sia locale.

Nell'evidenza del costo economico e sociale di questa situazione, *Il Sole 24 Ore* ha sempre dato ampio spazio alle proposte di rilancio degli investimenti in **infrastrutture**. Tra queste ha suscitato un ampio dibattito la recente proposta di Franco Bassanini (pubblicata su queste pagine lo scorso 24 ottobre), che prevede una «garanzia pubblica dedicata a specifiche classi di **infrastrutture**» (es. quelle sociali) «limitata a progetti da realizzare in Ppp e Pfi». Una garanzia, gratuita o onerosa, che potrebbe coprire fino al 100% degli investimenti in progetti di qualità, effettuati coinvolgendo investitori istituzionali – assicurazioni, fondi pensione, fondazioni e casse previdenziali – alla ricerca di rendimenti compatibili con le proprie attitudini al rischio.

La proposta – che riflette e reinterpreta lo schema virtuoso sperimentato con successo nella Ue prima con il

Piano Juncker e ora con InvestEU – parte da un solido presupposto: quello della crescente accumulazione di capitale istituzionale nei Paesi occidentali che, vale la pena ricordarlo, in Italia è passato in pochi anni dal 25 al 53% del Pil. Su questo fondamento in altri Paesi dell'Ue sono state avviate con successo formule innovative di libera collaborazione *win win* tra pubblico e privato. Ed è proprio in questa direzione che va la proposta di Bassanini: riequilibrare con la garanzia pubblica ogni disallineamento tra il rendimento e il rischio di progetti che altrimenti non sarebbero eleggibili per il mercato.

Al riguardo, è bene chiarire un punto: qualsiasi infrastruttura presenta redditività potenziale. Tramite il pagamento di un canone di disponibilità anche un'opera "fredda" (scuola o ospedale) può generare rendimenti. Per questo, del resto, il Mef sta lavorando alla stesura di un Contratto standard di disponibilità, la cui emanazione è attesa a breve.

Il nodo centrale, dunque, non è la redditività di un progetto, ma l'equità tra rischio e rendimento. Qualora dovesse mancare tale proporzionalità, ci potrebbe essere un fallimento di mercato per assenza di eleggibilità (*equity*) o di bancabilità (debito). Ed è proprio qui che potrebbe intervenire la garanzia in esame, colmando il *gap* con un trasferimento totale o parziale di rischio allo Stato. Per investitori che cercano rendimenti a rischi accettabili, si tratta di un'opportunità.

Se la garanzia pubblica, come spiega Bassanini, ha impatti contenuti sul bilancio dello Stato, un canone di disponibilità può però incidere sul bilancio della Pa che si impegna. A determinate condizioni, dettate da Eurostat, siffatto impegno non produce indebitamento aggiuntivo, ma solo spesa corrente. Tuttavia, l'intervento di una garanzia statale può contenere il rischio e quindi il costo del canone, riequilibrando in parte l'onere dell'aggiustamento di finanza pubblica che in questi anni è gravato tutto su comuni e regioni.

Ciò detto, il discorso inevitabilmente s'inverte: perché mai lo Stato dovrebbe concedere la garanzia a uno

specifico progetto? Onde evitare il rischio di *moral hazard*, solo in presenza di tre condizioni: valore prioritario dell'opera; *rating* di qualità del progetto e chiare esternalità positive. Accanto all'equilibrio tra rendimento e rischio, caro all'investitore privato, deve quindi essere rispettato anche un principio di addizionalità e sostenibilità dell'investimento, a tutela del pubblico interesse.

E qui interviene un'altra interessante complementarità tra il pubblico e il privato istituzionale. Gli investitori istituzionali aderiscono sempre più ai principi di investimento responsabile (Pri) adottati dall'Onu nel 2006 – declinati in possibili strategie di impatto sociale e ambientale (*Environment, social & governance* - Esg) – e agli obiettivi di sviluppo sostenibile enunciati dalla stessa Onu nel 2015 (*Sustainable development goal* - Sdg). Gli Sdg individuano nelle **infrastrutture** la chiave essenziale di successo, ma a una condizione: la definizione di adeguati standard e specifici indicatori (Kpi) riconosciuti a livello globale e nazionale. Indicatori che potrebbero quindi essere alla base dell'adozione della garanzia pubblica, rispondendo così alla difficoltà degli investitori istituzionali di individuare e misurare operazioni coerenti con i loro obiettivi Esg. Una circostanza positiva in presenza di una decisa azione normativa della Ue volta a integrare i principi Esg nella disciplina di tutti gli investimenti, a partire dai fondi pensione con la direttiva Iorp II del 2016.

Indubbiamente da sola la garanzia proposta da Bassanini non basta. Occorre intervenire a cascata sull'intera filiera del processo. Disciplina del Ppp; funzionamento della Pa, normative di settore e così via. Perché il nostro ritardo sugli investimenti non deriva tanto da un *gap* di risorse, che nel bilancio pubblico e sul mercato ci sono, quanto piuttosto da un *gap* di politiche. Al riguardo può essere utile ricordare un'altra dichiarazione di Mario Draghi, vicina al «*whatever it takes*», ma meno nota alle cronache: «Il rischio di non fare è maggiore del rischio di fare».

Fmerola@luiss.it

© RIPRODUZIONE RISERVATA



IL SOLE 24 ORE
24 OTTOBRE

Nel suo intervento Franco Bassanini ha spiegato che molti dei piani annunciati dal governo, pur rispondendo a bisogni essenziali della popolazione, dispongono di risorse di bilancio insufficienti.