

Luiss
School of European Political Economy

Verso un ‘Piano Marshall’ europeo: Come trasformare una crisi in un’opportunità

Giuseppe De Michele e Marcello Messori

Policy Brief 15/2020

LUISS



April 9, 2020

Verso un ‘Piano Marshall’ europeo: Come trasformare una crisi in un’opportunità¹

Giuseppe De Michele e Marcello Messori

1. Introduzione

Il dibattito tra gli economisti europei si è focalizzato, nelle ultime settimane, su come finanziare politiche fiscali espansive nei paesi dell’euro area (EA) per affrontare l’impatto negativo della crisi causata dal coronavirus. La discussione si è concentrata su tre opzioni: (i) il possibile ricorso alle diverse linee di credito offerte dal Meccanismo Europeo di Stabilità (MES), (ii) l’emissione di strumenti di debito comune (*corona-bonds/Eurobonds*) da parte di altre istituzioni europee, e (iii) una qualche forma di monetizzazione dei debiti nazionali da parte della Banca Centrale Europea (BCE). L’ultima opzione appare inattuabile poiché richiederebbe profondi cambiamenti nei Trattati europei e nello statuto della BCE. Le opzioni (i) e (ii) non contrastano, invece, con le attuali regole europee. La principale differenza tra le opzioni (i) e (ii) è che la prima può disporre di fondi che sono potenzialmente già coperti (tra i 240 e 410 miliardi di euro) ma comporta una qualche forma di condizionalità per i paesi beneficiari, mentre la seconda non può contare su fondi preesistenti e introduce un certo grado di condivisione dei rischi tra gli stati membri dell’Unione Economica e Monetaria Europea (UEM). Come hanno mostrato le conclusioni provvisorie raggiunte dall’Eurogruppo e dal Consiglio europeo tra fine marzo e la metà di aprile 2020, i *trade-off* tra le opzioni (i) e (ii) stanno pesando negativamente sulla possibilità di raggiungere un accordo nell’EA. Infatti, queste conclusioni riecheggiano quel ricorrente dibattito tra paesi ‘centrali’ e paesi ‘periferici’ dell’EA che ha portato a lunghe fasi di stallo nell’evoluzione della *governance* europea tra il 2010 e il 2019 a causa della contrapposizione tra riduzione e condivisione del rischio (cfr. per esempio: Bastasin – Messori 2018).

I drammatici problemi umani, sociali ed economici causati dalla pandemia del Covid-19 richiedono il superamento di tale stallo. L’obiettivo del nostro *Policy Brief* è appunto quello di delineare una nuova soluzione, basata sulla possibile centralizzazione a livello europeo sia dei diritti di proprietà di una parte delle reti delle infrastrutture nazionali esistenti sia degli investimenti in reti ancora da costruire. Questa

¹ Gli autori ringraziano Claudio De Vincenti per i suoi commenti critici a una precedente versione del *paper*, e Manuela Mischitelli per l’assistenza di ricerca.

centralizzazione permetterebbe una graduale realizzazione del mercato unico europeo per le infrastrutture. Per descrivere i punti cardine di tale soluzione, è sufficiente avanzare alcune considerazioni.

Per favorire la ripresa economica dopo l'impatto della pandemia Covid-19, le economie dell'EA (così come dell'Unione Europea in senso più ampio: UE) avranno bisogno di un massiccio piano europeo di investimenti da affiancare a InvestEU². Il nostro piano dovrebbe aggregare diverse reti infrastrutturali (materiali e immateriali) che al momento hanno una dimensione nazionale, ma che potrebbero essere efficientemente riorganizzate a livello europeo; e, in alcuni casi, la riorganizzazione potrebbe innescare processi innovativi nel digitale. D'altro canto, per affrontare l'impatto recessivo di breve termine della pandemia, ciascuno dei paesi dell'EA necessita di un'immediata e massiccia espansione nella propria politica fiscale nazionale. Tuttavia, i paesi dell'EA ad alto debito pubblico non sono nelle condizioni di incrementare la loro spesa pubblica e, nello stesso tempo, di preservare la stabilità di tale loro debito nel lungo termine. Per evitare divergenze strutturali e pericolose tra sottogruppi di paesi membri dell'EA, una parte del finanziamento delle politiche fiscali espansive nazionali necessita perciò di una soluzione centralizzata europea. È improbabile che questa soluzione sia basata su trasferimenti a titolo gratuito (*grant*, come proposto in: Messori 2020) a causa delle posizioni contrastanti all'interno delle istituzioni europee (principalmente, l'Eurogruppo e il Consiglio europeo). Vi è, dunque, bisogno di ulteriori soluzioni.

Il nuovo strumento, qui proposto, mira a realizzare un piano europeo di investimenti e a coprire parte dell'incremento della spesa pubblica in diversi paesi dell'EA, ridimensionando così l'aumento dei debiti pubblici in quegli stessi paesi. In tal senso, il piano può rafforzare in modo efficiente sia la competizione "cooperativa" e la convergenza tra le economie nazionali all'interno dell'EA, sia il relativo processo di sviluppo sostenibile dopo il picco della crisi pandemica. Vale la pena di ricordare, al riguardo, che la Commissione europea ha sottolineato – almeno a partire da dicembre 2017 – che il completamento dell'architettura dell'EA richiederebbe una funzione di stabilizzazione europea per assorbire *shock* economici simmetrici e/o asimmetrici³. Come mostrato dal caso della Grecia, la stabilità economica e

² Come noto, InvestEU rappresenta una versione rafforzata del Piano Juncker e coinvolge direttamente la Banca Europea per gli Investimenti (BEI). Nel programma *Green Deal* della nuova Commissione europea, InvestEU costituisce uno dei principali strumenti per avviare un processo europeo di sviluppo sostenibile. Il piano europeo di investimenti, qui proposto, sarebbe un complemento di InvestEU e coinvolgerebbe la BEI in misura compatibile con il suo ruolo centrale in InvestEU. Vale la pena di sottolineare che, nel prosieguo del lavoro, ci riferiamo all'euro area (EA), anche se la nostra analisi può spesso essere estesa ai paesi che appartengono attualmente alla UE ma che non fanno ancora parte dell'EA.

³ La previsione di una funzione di stabilizzazione è stata una delle componenti originarie della proposta di bilancio dell'EA, da includere nel *Multiannual Financial Framework* (MFF) della UE. Il Consiglio europeo di dicembre 2018 ha eliminato tale funzione, approvando uno strumento di bilancio per l'EA molto leggero e volto a finanziare soltanto programmi di convergenza e competitività e non anche programmi di stabilizzazione. A giugno 2019, il Consiglio europeo ha trovato un accordo su un *term sheet* che ha confermato le decisioni prese a dicembre 2018 e ha definito ulteriori dettagli. Infine, a ottobre 2019, l'Eurogruppo ha lanciato uno strumento di bilancio dell'EA per la convergenza e la competitività (BICC). Il BICC sarà gestito dalla Commissione sotto la guida degli stati membri dell'EA. Le priorità strategiche saranno stabilite nell'ambito del *framework* delle Raccomandazioni dell'EA; e gli stati membri saranno autorizzati a presentare pacchetti di riforme e investimenti come parte del Semestre europeo. I progetti

sociale di ciascuno stato membro dell'EA rappresenta una "esternalità" positiva e indispensabile per l'intera Unione, poiché rappresenta un fondamentale ingrediente per la futura coesione tra i cittadini europei e per un sano equilibrio tra competizione e cooperazione all'interno dell'EA.

2. Il nuovo piano di investimenti europeo

Il nostro piano europeo di investimenti è basato su due pilastri: progetti cosiddetti *brownfield* e progetti cosiddetti *greenfield*.

Riguardo al primo pilastro, la Commissione europea potrebbe acquistare, per conto della UE e con il supporto tecnico e finanziario della Banca Europea per gli Investimenti (BEI: vedi sezione 4), quelle reti infrastrutturali nazionali esistenti (materiali e immateriali) che gli stati membri dell'EA detengono (direttamente o indirettamente) come proprietà e che sono pronti a cedere. Ciascun acquisto effettivo così come ciascuna vendita effettiva sarebbero basate su una decisione libera e indipendente fatta, rispettivamente, dalla Commissione europea e dai paesi coinvolti, dopo aver ottenuto un avallo politico dal Consiglio europeo. Questa reciproca decisione sarebbe il frutto di una fase negoziale riservata tra le parti. La negoziazione dovrebbe determinare il prezzo di scambio della rete, le sue regole di utilizzo, e i nuovi investimenti che il compratore e/o il suo agente concessionario si impegnerebbero a realizzare entro una data predefinita. Se le due parti raggiungessero un accordo e lo scambio si realizzasse, l'UE diventerebbe il nuovo detentore dei diritti di proprietà e potrebbe delegare la Commissione europea a utilizzare direttamente o indirettamente la rete infrastrutturale secondo le regolamentazioni nazionali ed europee (inclusi gli impegni sui futuri investimenti stipulati nel contratto di scambio). A tale riguardo, è importante porre in evidenza come il trasferimento dei diritti di proprietà non possa indebolire né la precedente regolamentazione nazionale né il precedente piano nazionale di investimenti.

Con riferimento al secondo pilastro, la Commissione europea potrebbe effettuare investimenti per conto della UE, con il supporto tecnico e finanziario della BEI e in accordo con ciascuno degli stati membri dell'EA coinvolti, per la costruzione di nuove reti infrastrutturali (materiali e immateriali) nazionali e/o europee. In alcuni casi, questi investimenti *greenfield* potrebbero essere complementari a investimenti *brownfield* riferiti a reti esistenti. Tuttavia, sarebbe anche possibile effettuare investimenti *greenfield* in settori infrastrutturali completamente nuovi per il paese coinvolto. Anche nel caso di tale tipologia di investimenti, la loro realizzazione richiede il rispetto di tre condizioni. Primo, ciascuno dei paesi dell'EA potenzialmente coinvolti deve esprimere un gradimento preliminare (ossia non definitivo) sullo specifico investimento proposto sul proprio territorio dalla Commissione europea. Secondo, la Commissione deve elaborare un piano dettagliato per ogni investimento che includa la scadenza temporale per il suo completamento e le modalità e le regole per il suo futuro utilizzo (incluse le penalità finanziarie previste, nel caso in cui alcune clausole del piano non fossero rispettate). Infine, ciascun piano deve essere sottoposto e approvato in via definitiva dal paese coinvolto. Se le due parti raggiungessero un accordo e un dato investimento fosse

idonei al finanziamento tramite il BICC saranno scelti tra i pacchetti proposti. La dimensione del BICC sarà determinata nell'ambito del MFF 2021-2027.

avviato e completato con successo, l'UE diventerebbe il nuovo detentore dei diritti di proprietà della risultante rete infrastrutturale e potrebbe delegare la Commissione europea a utilizzare direttamente o indirettamente l'infrastruttura, secondo le regolamentazioni nazionale ed europea e secondo quanto specificato nel contratto sottoscritto. La qualità e la pervasività della regolamentazione della nuova rete devono essere almeno allineate alla regolamentazione nazionale della precedente rete o di infrastrutture simili.

La realizzazione dei progetti *brownfield* e *greenfield* solleva parecchie questioni complesse. Vale la pena di citarne tre. La prima questione riguarda una preliminare specificazione del perimetro delle infrastrutture, che potrebbero essere coinvolte anche a partire da una valutazione della frammentazione attuale; si tratta di aspetti importanti perché danno una misura del nuovo piano e giustificano l'espressione metaforica di un 'Piano Marshall' europeo. La seconda questione è relativa alle modalità di finanziamento di questi investimenti (pan-europei) infrastrutturali di lungo termine – materiali e immateriali: come può la Commissione europea affrontare acquisti e investimenti che, almeno in linea di principio, richiedono l'erogazione di un ingente ammontare di liquidità (secondo le nostre stime, basate su una valutazione preliminare della prima questione, tra i 1.600 e i 2.300 miliardi di euro)? La terza questione riguarda la necessità di precisare alcuni dettagli che caratterizzano i possibili accordi *brownfield* e *greenfield* tra UE e stati membri; è evidente che si tratta di dettagli cruciali per valutare la fattibilità e i benefici di ciascuno dei possibili progetti di investimento.

In quanto segue, non saremo in grado di affrontare tali questioni in modo esaustivo. Ci limiteremo pertanto a offrire alcuni dati preliminari riguardo al primo punto (cfr. par. 3). Anche sulla base di questi dati, spiegheremo poi perché il nostro 'Piano Marshall' europeo possa essere finanziariamente sostenibile, ossia perché la Commissione europea – con l'aiuto della BEI (vedi sopra e par. 4) – sia in grado di far fronte alle relative spese per investimenti. Mostriamo, infine (cfr. par. 5), che: tali investimenti richiedono l'emissione di obbligazioni europee "sicure" (*safe asset*), con un'adeguata domanda nei mercati finanziari; e la loro realizzabilità impone il soddisfacimento di una serie di condizioni comuni, oltretutto di specifici dettagli su cui non entreremo.

Prima di affrontare queste tre questioni, vale la pena di soffermarsi ancora sulle implicazioni generali della nostra proposta. L'elemento di novità è costituito dal trasferimento delle decisioni di investimento e dei relativi diritti di proprietà dagli stati membri dell'EA alla UE. Tali trasferimenti avrebbero almeno tre implicazioni positive e potrebbero contribuire ad uno sviluppo ulteriore della *governance* europea.

Primo: essi permetterebbero ai paesi membri dell'EA, con preesistenti elevati livelli di debito pubblico in rapporto al PIL, di ridurre i propri vincoli di bilancio nel breve termine e di attuare, così, le politiche fiscali espansive imposte dal contrasto dei drammatici effetti economico-sociali della pandemia; inoltre, essi permetterebbero di limitare gli incrementi nello *stock* del debito nel lungo periodo e di beneficiare di investimenti efficienti senza spesa addizionale. Infatti, i paesi coinvolti otterrebbero immediate entrate dalla vendita delle loro reti infrastrutturali esistenti; e i loro cittadini e imprese potrebbero utilizzare infrastrutture nuove o più efficienti. Secondo: un accentramento europeo dei diritti di proprietà su alcune reti infrastrutturali avrebbe un impatto positivo sul rilancio di una nuova politica industriale europea. Gli

economisti convengono sul fatto che l'EA e la UE non potranno essere competitive rispetto alle altre aree economiche più avanzate (Stati Uniti e Cina) senza il consolidamento di alcune delle proprie reti infrastrutturali (cfr. Nijkamp et al. 1995; Héritier 2001; Zhang et al. 2005). Ad esempio, come si mostrerà nel prossimo paragrafo, questo consolidamento è una condizione necessaria per ridurre i ritardi europei nelle traiettorie di innovazione digitale e nelle telecomunicazioni. Progetti europei *brownfield* e *greenfield* potrebbero essere un primo passo cruciale nella giusta direzione; il che trasformerebbe uno *shock* potenzialmente distruttivo per l'EA in un'opportunità ben sfruttata. Terzo: tale accentramento europeo dei diritti di proprietà produrrebbe importanti "esternalità" positive, in quanto avvierebbe la riorganizzazione di cruciali servizi infrastrutturali e una graduale integrazione delle relative reti a livello europeo con decisivi progressi per il completamento del mercato unico. Questa integrazione migliorerebbero anche la regolamentazione di attività molto complesse, in quanto i contratti sottoscritti garantirebbero il livellamento ai migliori *standard* nazionali precedenti.

In termini di *governance* europea, la nostra proposta implicherebbe che spazi crescenti delle politiche industriali nazionali e – di conseguenza – delle politiche fiscali sarebbero disegnati e co-gestiti dalle istituzioni europee; il che rappresenterebbe un decisivo passo per completare l'unione monetaria mediante la creazione di un Ministero delle Finanze dell'EA con un proprio consistente bilancio⁴.

3. Il possibile perimetro del piano

La specificazione del perimetro dei progetti coinvolti nel piano di investimento è cruciale per definire la sua possibile realizzazione. L'insieme di reti infrastrutturali nazionali, che potrebbe essere acquistato dall'UE, è potenzialmente molto vasto. In prima battuta, si potrebbe fare riferimento alle reti di tutti i servizi non-finanziari e regolati dell'EA. Tali servizi includono – grosso modo – le reti di trasporto (ferrovie, strade e autostrade, vie d'acqua interne, porti, aeroporti, servizi postali), le reti di telecomunicazione e quelle di energia (elettricità, gas). Con riferimento ai progetti *brownfield*, va subito notato che una parte di queste reti sono interamente o largamente a controllo proprietario privato; e, come si specificherà anche in seguito, sono quindi escluse dalla nostra analisi. Inoltre, alcune infrastrutture (in particolare, gas ed elettricità) e le relative reti svolgono ruoli strategici che travalicano spesso le questioni puramente economiche; il loro consolidamento a livello europeo richiederebbe preventivi e complessi accordi nel campo della difesa con evidenti impatti politici. Pertanto, anche se riteniamo che l'aggregazione europea delle reti energetiche rappresenti una componente essenziale per il completamento del mercato unico, qui si escludono anche le relative reti quanto meno rispetto ai progetti *brownfield*. Ne consegue che le infrastrutture esistenti incluse nel presente piano comprendono le reti di trasporto dell'EA, che sono oggi detenute per intero dai governi nazionali, e la parte delle reti di telecomunicazione che sono di proprietà degli stati.

⁴ La cosiddetta Meseberg *declaration*, che è stata firmata da Francia e Germania due anni fa (giugno 2018) e che rappresenta ancora il punto più avanzato di compromesso tra i due paesi, proponeva al riguardo di “[...] istituire un bilancio dell'eurozona nell'ambito del bilancio pluriennale della UE per promuovere competitività, convergenza e stabilizzazione nell'EA, a partire dal 2021”.

Una stima del valore netto totale dello *stock* di capitale fisso delle reti di trasporto dell'EA ammonta all'incirca a 2.300 miliardi di euro. Se si include nel calcolo anche il valore netto totale dello *stock* di capitale fisso delle reti di telecomunicazione dell'EA possedute dagli stati, si raggiunge la cifra di circa 2.700 miliardi di euro⁵. A quest'ultimo ammontare, vanno aggiunti gli investimenti per i progetti *greenfield* in tutte le diverse reti. Una stima preliminare del valore totale di questi ultimi investimenti ammonta a circa 300 miliardi di euro.

L'effettivo acquisto delle diverse reti nazionali è una sfida complessa, che coinvolge aspetti tecnici e regolatori. Tale complessità diventerebbe persino più elevata, se l'obiettivo finale degli acquisti non fosse solo la concentrazione della proprietà ma anche un'aggregazione organizzativa a livello europeo di parte delle reti di servizi omogenei che sono localizzate nei diversi stati membri (come proposto in precedenza). Nonostante le enormi difficoltà di un simile disegno, non si tratta di un "libro dei sogni". Va infatti ricordato che l'istituzione e lo sviluppo di reti trans-europee (TENs) nel settore dei trasporti, delle telecomunicazioni e dell'energia per connettere tutti i territori europei rappresentano un obiettivo di lungo termine della UE, almeno dal Trattato di Maastricht (1993) in poi. Il "Trattato sul Funzionamento dell'Unione Europea" (TFUE) fa esplicita menzione di questo obiettivo negli Articoli 170, 177 e 172. La realizzazione delle politiche TENs dovrebbe portare a un'integrazione delle infrastrutture europee interoperabili nei tre settori menzionati; e tale integrazione è considerata una componente necessaria per lo sviluppo del mercato unico europeo.

Del resto, negli anni passati, si sono compiuti alcuni passi avanti in questa direzione. Alla fine del 2013, è stata realizzata un'importante riforma della rete trans-europea dei trasporti; e nel 2018, la Commissione europea ha presentato una proposta per una regolamentazione volta a introdurre misure di efficientamento che consentissero progressi nella realizzazione della rete TEN-T⁶. Inoltre, per tradurre in misure concrete la lotta al cambiamento climatico e l'obiettivo di sviluppo sostenibile della nuova Commissione, sarà necessario rafforzare l'integrazione delle reti così da sfruttare le innovazioni digitali per minimizzare l'impatto ambientale. La graduale attivazione del piano, qui proposto, può quindi essere uno strumento efficace per passare dal disegno degli obiettivi alla loro realizzazione.

L'integrazione parziale della rete ferroviaria europea offre un esempio degli sforzi che sono stati necessari e che sono ancora richiesti per il suo completamento. Negli anni, le reti ferroviarie europee hanno sviluppato differenti specifiche tecniche per le proprie infrastrutture; e queste specificità nazionali hanno reso, e rendono ancora oggi, difficile e costoso far viaggiare i treni da un paese all'altro dell'EA. Per favorire l'intermodalità nei trasporti europei, sarebbe necessario uniformare le diverse larghezze degli scartamenti, i diversi *standard* di elettrificazione, i sistemi specifici di sicurezza e di segnalazione, e così via; inoltre, sarebbe necessario semplificare le complesse procedure vigenti per l'autorizzazione dei materiali rotabili

⁵ Tali cifre sono state calcolate dagli autori sulla base dei dati annuali di contabilità nazionale di Eurostat e ISTAT (anno di riferimento 2016). Da notare che, aggiungendo le reti di energia, il valore netto del totale dello *stock* di capitale fisso si avvicinerebbe ai 3.900 miliardi di euro. I corrispondenti valori lordi ammonterebbero a - rispettivamente - 4.300 miliardi di euro per le reti di trasporto dell'EA e a 7.300 miliardi di euro per tutte le reti menzionate (energia inclusa).

⁶ Il Parlamento europeo ha approvato questa iniziativa in prima lettura a febbraio 2019; la procedura legislativa ordinaria è attualmente in corso.

attraverso la rete ferroviaria della UE. Esiste una specifica legislazione della UE finalizzata a superare tali difformità e a promuovere l'interoperabilità con lo scopo di creare un'unica area ferroviaria europea⁷; e l'Agenzia Ferroviaria Europea (ERA) svolge già un ruolo importante nel promuovere l'integrazione delle reti e nell'armonizzare gli *standard* tecnici. Tuttavia, il modo più diretto per raggiungere una piena collaborazione tra gli stati membri dell'EA sarebbe quello di centralizzare la proprietà delle reti ferroviarie nelle mani della UE.

Lo stesso vale per altre reti infrastrutturali che sono del tutto frammentate a livello nazionale. L'accentramento e la riorganizzazione di queste reti sono, peraltro, essenziali per recuperare i significativi ritardi che l'EA ha accumulato rispetto alle altre aree economiche più avanzate (Stati Uniti e Cina) su diverse frontiere tecnologiche. L'esempio più evidente è offerto dalla rete di telecomunicazioni. Attualmente, ciascuno stato membro dell'EA possiede la propria rete di telecomunicazioni; e, in alcuni casi, i *policy makers* stanno valutando la possibilità di costruire altre reti nazionali più avanzate (*full fiber*). Al contrario, per competere con le imprese statunitensi e cinesi nel campo dell'innovazione digitale, le imprese europee avrebbero quanto meno bisogno di utilizzare una rete di telecomunicazione avanzata e integrata all'interno dell'EA.

Tali considerazioni mostrano che la Commissione europea, agendo per conto della UE, dovrebbe essere pronta a investire un enorme ammontare di liquidità per acquistare i diritti di proprietà di una parte delle reti infrastrutturali esistenti (trasporti e telecomunicazioni) e ad avviare investimenti in nuove reti. Inoltre, la nuova proprietà e il suo agente concessionario dovrebbero assumersi l'impegnativa responsabilità di riorganizzare queste stesse reti, superandone la frammentazione nazionale e costruendo strutture trans-europee integrate.

Siamo consapevoli che, almeno in una prima fase, il piano di investimenti dovrebbe essere limitato a un sottoinsieme delle reti infrastrutturali europee esistenti nelle due tipologie sopra specificate e ai progetti *greenfield*. Siamo anche consci del fatto che alcuni paesi dell'EA saranno contrari a delegare i processi di investimento nel caso di progetti *greenfield* e a rinunciare al controllo proprietario sulle proprie reti strategiche nazionali nel caso di progetti *brownfield*. Inoltre, come menzionato sopra, in alcuni casi le reti sono possedute da soggetti privati; e sarebbe molto complicato estendere le transazioni in modo che includano contratti tra l'UE e tali soggetti, a meno che questi ultimi non fossero disposti a trasferire i propri diritti di proprietà al governo nazionale prima dell'investimento europeo⁸. Infine, abbiamo già specificato che la Commissione europea può liberamente decidere su ciascuno dei propri acquisti. Nonostante si abbiano ben presenti tali aspetti, rimane vero che il piano di investimenti qui proposto può avere successo

⁷ Dopo l'apertura del settore ferroviario europeo alla concorrenza, sono stati approvati tre pacchetti di misure e un aggiustamento nel periodo dal 2001 al 2011. Un quarto pacchetto di interventi, volto a completare l'area ferroviaria unica europea, è stato adottato ad aprile 2016 (pilastro tecnico) e a dicembre 2016 (pilastro del mercato).

⁸ Inutile dire che ogni governo avrebbe diversi strumenti per incoraggiare o incentivare un soggetto privato a cedere la propria rete infrastrutturale. Tuttavia, tale questione non è così rilevante in una fase di emergenza qual è l'attuale. Pertanto, nel prosieguo, ignoreremo la possibilità.

solo se soddisfa due requisiti minimi: l'acquisizione da parte della UE di un ammontare significativo di reti infrastrutturali; il coinvolgimento di un numero consistente di paesi dell'EA.

4. Il finanziamento del piano

Raggiungere una scala sufficiente del piano è il prerequisito per assicurare un'adeguata risposta ai problemi sollevati sia da politiche fiscali espansive di breve termine sia da iniziative di lungo termine per la competitività dei paesi dell'EA e per il completamento del mercato unico. In assenza di una scala appropriata, conforme ai requisiti minimi descritti alla fine del precedente paragrafo, questo piano sarebbe percepito come un'iniziativa di salvataggio dei paesi periferici dell'EA sull'orlo dell'insostenibilità, con il relativo stigma politico (una versione sofisticata della "vendita del Colosseo" in Italia). Anche se è difficile fissare una misura quantitativa di tali limiti, i dati preliminari sopra analizzati suggeriscono che l'implementazione di un vero 'Piano Marshall' europeo richieda: un ammontare di investimenti *brownfield* che copra almeno la metà del valore totale di quella parte di reti infrastrutturali dell'EA specificata in precedenza (ossia almeno 1.300 miliardi di euro); e il coinvolgimento di almeno due terzi degli stati membri dell'EA. D'altro canto, sarebbe irrealistico prevedere un ammontare di investimenti superiore ai tre quarti di quello stesso valore totale (ossia circa 2.000 miliardi di euro). Aggiungendo i 300 miliardi di euro attesi dagli investimenti *greenfield*, si ottengono cifre ingenti comprese tra il 12% e il 18% del PIL dell'EA per il 2019. Ne deriva che la credibilità del nostro piano richiede una spiegazione convincente riguardo alle sue modalità di finanziamento.

Si assuma che la Commissione europea selezioni, in modo efficiente, i propri acquisti e i propri processi di investimento nelle reti infrastrutturali europee e poi ponga a rendimento, in forma diretta o – più probabilmente – nella forma indiretta della concessione, l'accesso e l'utilizzo delle reti così acquisite da parte dei produttori dei relativi servizi. Ne deriva che l'ammontare del finanziamento domandato e i relativi costi finanziari potrebbero essere interamente coperti dal valore scontato dei futuri ricavi totali derivanti dalla messa a rendimento di queste reti. Provare tale risultato è piuttosto semplice se si introducono due ulteriori specificazioni. La prima è che la Commissione sfrutti le capacità tecniche delle BEI per selezionare i propri investimenti *brownfield* e *greenfield* nelle reti europee. La seconda specificazione, relativa ai soli progetti *brownfield*, consiste nel trascurare un problema che interferirebbe anche con i diversi contratti di concessione e che inciderebbe, in particolare, sui prezzi di scambio delle differenti reti nazionali: una larga parte di queste reti è stata data in concessione allorché era ancora di proprietà degli stati; e tali concessioni tendono a durare per molti anni, solitamente non sono rescindibili a seguito di una riallocazione dei diritti proprietari e hanno spesso rendimenti molto bassi o persino negativi⁹.

⁹ Sempre con riferimento agli investimenti *brownfield*, qualora non si fosse trascurato il problema segnalato, l'analisi avrebbe dovuto introdurre complessi ritardi temporali. Vale la pena di sottolineare che un'analisi più articolata dovrebbe dar conto di diversi ma significativi ritardi temporali anche nel caso di investimenti *greenfield*; vi sarebbe infatti uno sfasamento temporale tra l'avvio dell'investimento e l'utilizzo delle nuove reti così create. Tenere conto delle complicazioni dette non modificherebbe, tuttavia, la sostanza delle nostre conclusioni. Ecco perché, nel prosieguo dell'analisi, si omette la trattazione dei vari ritardi temporali nella stipula delle concessioni e nell'utilizzo dei risultati degli investimenti (cfr. anche le note 9, 10 e 11).

Nell'agire per conto della UE, la Commissione potrebbe finanziare i propri acquisti pianificati delle reti infrastrutturali e i suoi investimenti in nuove reti, emettendo obbligazioni europee sui mercati finanziari primari; potrebbe poi definire gli specifici termini per la gestione diretta o per le concessioni temporanee di ognuna delle reti, di cui ha così acquisito la proprietà. Qui si assume che la Commissione europea scelga di non gestire direttamente alcuna rete. Le concessioni temporanee possono essere affidate a differenti insiemi di operatori. Per semplificare, si riconducano tutte le concessioni a un'unica soluzione *standard*: la gestione è affidata al gruppo di società private e/o pubbliche che prevale in una gara di appalto europea disegnata dalla Commissione secondo i requisiti formali richiesti. Il conseguente agente-operatore è privo di qualsiasi conflitto di interessi ed è in grado di garantire in modo affidabile un accesso competitivo ed efficiente a ogni data rete a tutti i fornitori europei di servizi che sono interessati. L'agente-operatore di ciascuna rete pagherà alla Commissione un canone annuale, fissato da una clausola della relativa gara, per tutto il periodo della concessione. Tutti questi canoni seguono andamenti predeterminati che possono essere approssimati a una serie di flussi di cassa privi di rischio. Per ottenere il nostro risultato atteso, è pertanto sufficiente che l'ammontare totale dei valori scontati di tali flussi di cassa, che dipendono anche dalla durata della concessione¹⁰, copra il valore degli investimenti e i costi finanziari sostenuti dalla Commissione per acquisire a credito i diritti di proprietà di ciascuna rete.

Se applicassimo le regole contabili IFRS al MFF europeo, potremmo registrare il solo valore corrispondente al fondo di ammortamento di ogni rete acquistata o di ogni nuova rete costruita in ciascuno dei bilanci annuali della vita economica attesa di tale rete¹¹. L'attuazione del nostro 'Piano Marshall' non implicherebbe, perciò, alcun *deficit* contabile nel MFF attuale e in quelli successivi¹². La Commissione europea si limiterebbe a emettere un ammontare di obbligazioni per l'acquisizione delle reti uguale ai valori totali degli acquisti *brownfield* o degli investimenti *greenfield*, con scadenze differenti e costi finanziari allineati alla serie di canoni derivanti dall'utilizzo di queste reti. Tali obbligazioni (*project bond*) sarebbero pienamente garantite dai ricavi attesi ma privi di rischio derivanti dalle relative concessioni e, in caso di

¹⁰ La durata ottima della concessione di ciascuna rete infrastrutturale dipende da molti fattori. Ad esempio: tale durata non dovrebbe essere eccessiva, poiché deve essere compatibile con la concorrenza 'per il mercato' tra l'attuale operatore di rete e i suoi potenziali competitori; questa stessa durata non dovrebbe essere troppo breve, dato che deve incentivare l'operatore di rete a realizzare l'adeguata manutenzione e gli investimenti previsti. Nel nostro schema, la durata della concessione deve anche soddisfare un vincolo stringente: assicurare che i valori scontati dei flussi dei canoni e l'ammontare delle obbligazioni finanziarie sottoscritte dalla Commissione europea coincidano. Ovviamente, la conclusione raggiunta richiederebbe molte limitazioni, se la Commissione europea dovesse attendere molto tempo per stipulare una nuova concessione; e analoghe limitazioni si applicherebbero ai casi, in cui fosse necessario molto tempo prima di completare investimenti *greenfield*.

¹¹ Per semplicità, assumiamo qui che la vita economica attesa di ciascuna rete duri per il periodo della prima concessione stipulata dalla Commissione europea. L'assunto non risolverebbe il problema, se la Commissione dovesse aspettare per un periodo prima di stipulare la concessione desiderata, nel caso degli acquisti *brownfield*, o per completare l'investimento, nel caso dei progetti *greenfield*. Nel prosieguo, l'assunto sarà comunque indebolito.

¹² In linea di principio, potremmo affermare che l'equilibrio finanziario vale per ciascuno dei *budget* annuali europei che coincidono con la durata della prima concessione stipulata dalla Commissione per ognuna delle differenti reti. Nella realtà però, gli investimenti *greenfield* e - almeno in parte - quelli *brownfield* implicano sfasamenti temporali nella fase iniziale di ciascun processo. Ciò sarebbe a maggior ragione vero, se la Commissione europea dovesse aspettare un periodo di tempo prima di stipulare una nuova concessione, nel caso di progetti *brownfield*, o prima di completare l'investimento, nel caso di investimenti *greenfield*. Potrebbe persino accadere che la durata della vecchia concessione o il periodo di costruzione vadano al di là del settennio del MFF. In questi ultimi casi, la condizione di non-deficit nel MFF sarebbe violata; e la Commissione dovrebbe ricorrere a un *portage* finanziario (cfr. sotto).

necessità, sovra-collateralizzate dalla rete sottostante. Esse potrebbero, perciò, essere considerate obbligazioni europee prive di rischio (*safe bond*). In questo modo, il ‘Piano Marshall’ creerebbe un’esternalità positiva e cruciale: il completamento dei mercati finanziari europei tramite la creazione di un segmento liquido di *safe asset*.

La complicazione è data dal fatto che la contabilità europea si basa sulle regole ESA10. Queste ultime richiedono la registrazione degli interi pagamenti per l’acquisto o per la produzione di ciascuna rete infrastrutturale nel bilancio europeo annuale coincidente con la data di esecuzione della corrispondente transazione o del corrispondente investimento. Anche se ignorassimo gli sfasamenti temporali di breve o di lungo termine (cfr. la nota 10), ciascun investimento della Commissione europea in una rete infrastrutturale implicherebbe pertanto un *deficit* nel bilancio europeo, assorbito solo alla fine del suo primo periodo di concessione (cfr. la nota 9). Non essendo compensati entro orizzonti di breve periodo (i *budget* annuali), tali squilibri sarebbero incompatibili con i Trattati europei.

Una possibile soluzione consisterebbe nel posporre e nello spezzettare i pagamenti degli investimenti *brownfield* in ciascuna rete in funzione del lancio della nuova concessione: questi pagamenti sarebbero eseguiti gradualmente, in concomitanza con gli incassi delle serie temporali dei corrispondenti canoni. Tuttavia, anche se si trascurassero i restanti problemi contabili (esistenza di un debito commerciale), una soluzione del genere sarebbe in contraddizione con una delle caratteristiche del ‘Piano Marshall’ europeo (cfr. sopra, sezione 1 e 2), in quanto non limiterebbe gli aumenti dei debiti pubblici degli stati membri dell’EA costretti a effettuare politiche fiscali espansive di breve termine per rispondere allo *shock* pandemico. La realizzazione di tale possibilità richiede che i paesi, disposti a cedere le loro reti, incassino immediatamente l’intero importo delle transazioni. Pertanto, è necessario ricorrere a un compratore aggiuntivo temporaneo, che offra un *portage* finanziario alla Commissione.

Grazie al suo precedente coinvolgimento come consulente tecnico della Commissione per gli investimenti nelle reti e grazie al suo ruolo di investitore finanziario, un ovvio candidato è la Banca Europea per gli Investimenti (BEI). È importante notare che, pur se in via temporanea, questa istituzione dovrebbe acquistare la maggior parte dei diritti di proprietà di ciascuna rete. Assumiamo per semplicità che la BEI, come co-proprietaria temporanea di una data rete, sia disposta a rinunciare ai suoi diritti sui canoni annuali delle corrispondenti concessioni in favore del possessore finale (l’UE). La BEI dovrebbe acquistare inizialmente la differenza tra il valore totale di ciascuna rete e il primo flusso di canoni; e sarebbe pienamente ripagata dalla Commissione secondo la serie temporale dei rimanenti canoni.

5. Conclusioni: alcuni ulteriori dettagli

Per apprezzare le diverse implicazioni della soluzione suggerita e valutare la capacità del mercato di assorbire il finanziamento del ‘Piano Marshall’ europeo, è necessario sottolineare due punti ulteriori. Il primo è che la BEI è già impegnata in un altro piano europeo di investimenti, InvestEU (cfr. la nota 1); e che, nei prossimi giorni, l’Eurogruppo e il Consiglio europeo coinvolgeranno quest’istituzione nel finanziamento

di alcuni investimenti richiesti dalle imprese private per fronteggiare lo *shock* causato dalla pandemia. È probabile che tali impegni esauriscano tutta l'attuale capacità di *leverage* della BEI. Pertanto, a meno che il Meccanismo Europeo di Stabilità (MES) non sia anche coinvolto in un peculiare finanziamento di lungo termine della BEI¹³, quest'ultima potrebbe eseguire un *portage* finanziario a favore della Commissione europea solo grazie a un importante aumento del suo capitale. Di norma, le ricapitalizzazioni della BEI sono largamente a carico dei bilanci dei paesi dell'EA. Tale onere, per quanto importante possa essere, rappresenterebbe comunque una parte trascurabile degli introiti incassati dalla vendita delle reti infrastrutturali. Il secondo punto da sottolineare è che l'intervento della BEI rallenterebbe ma non cancellerebbe l'emissione da parte della Commissione europea di *project bond* assimilabili ai *safe asset*.

L'emissione più graduale di questi *safe asset* pienamente garantiti e sovra-collateralizzati implica *a fortiori* che non vi sarebbero carenze dal lato della loro domanda di mercato. Ciò rimane vero anche considerando che, alla scadenza del *portage* finanziario della BEI, l'ammontare totale di tali emissioni e la relativa offerta potrebbero raggiungere un valore massimo atteso pari a circa 2.300 miliardi di euro. Al riguardo, sia sufficiente il riferimento ad alcuni dati che mostrano perché anche un ammontare così ingente di obbligazioni possa essere agevolmente assorbito dal potenziale di domanda degli investitori privati dell'EA. Dal 2012 al 2019 gli avanzi positivi accumulati dalle bilance commerciali dell'intera EA verso il resto del mondo sono ammontati a oltre 3.400 miliardi di euro. Ciò consente di affermare che, nello stesso periodo, la differenza positiva cumulata tra risparmi aggregati e investimenti aggregati dell'EA ha ecceduto largamente i 3.000 miliardi di euro. Questi risparmi cumulati netti dell'EA sono diventati una componente degli oltre 18.000 miliardi di euro di ricchezza finanziaria netta detenuta dalle famiglie dell'EA nell'autunno 2019 (corrispondente a circa 25.500 miliardi di euro di attività finanziarie lorde). Una porzione importante dei risparmi netti è confluita in attività liquide. Basti ricordare che, nella seconda metà del 2019, la liquidità totale (moneta e depositi) detenuta dalle famiglie dell'EA era solo leggermente al di sotto di 8.400 miliardi di euro; e, negli ultimi mesi, questo ammontare è probabilmente cresciuto. Tali cifre sono rafforzate dagli andamenti crescenti nei depositi bancari detenuti dai detentori di ricchezza nell'EA. Alla fine di febbraio 2020, questi ultimi avevano raggiunto il valore di quasi 19.000 miliardi di euro.

L'enorme ammontare di liquidità accumulata nell'EA è alla ricerca di investimenti finanziari 'sicuri' a interessi non negativi; e anche se con notevoli differenze, lo stesso vale per la parte liquida dei portafogli finanziari detenuti dalle famiglie al di fuori dell'EA. Inoltre, i numeri precedenti non includono pienamente la ricchezza finanziaria gestita da investitori istituzionali e professionali e non tengono completamente conto della ricchezza propria detenuta in forma quasi-liquida dai gruppi bancari, dalle compagnie di assicurazione e da altri intermediari finanziari dell'EA. Infine, si è fin qui trascurato di sottolineare che la disponibilità di un *safe asset* porterebbe a una riallocazione significativa persino nelle componenti meno liquide dei portafogli degli investitori finanziari e delle famiglie. La nostra previsione è, dunque, che la domanda per i *safe bond* emessi dalla Commissione europea sarebbe un multiplo molto alto dell'emissione

¹³ Il Trattato del MES attualmente in vigore non preclude la possibilità per il MES medesimo di fornire finanziamenti ad altre istituzioni europee, inclusa la BEI.

richiesta per finanziare l'acquisto di una quota significativa delle reti infrastrutturali nazionali da parte dell'EA.

I punti di forza del 'Piano Marshall' europeo non sono limitati alla sua copertura finanziaria. Questo piano sarebbe in grado di superare il *trade-off* tra condizionalità e condivisione del rischio, assicurando non solo una sostenibilità economica e finanziaria a tutti gli stati membri dell'EA ma anche una praticabilità politica in molti dei paesi coinvolti. A tale riguardo, vale la pena di ribadire con attenzione alcuni elementi qualificanti del piano che, pur se all'apparenza specifici, rivestono grande importanza.

In primo luogo, l'accesso ai contratti di vendita delle diverse reti nazionali (investimenti *brownfield*) viene deciso dai paesi dell'EA, originariamente in possesso di tali reti, solo su base volontaria; e il lancio di investimenti *greenfield* della UE in un territorio nazionale deve essere preventivamente e volontariamente approvato dal paese coinvolto. Secondo, l'UE, quale nuovo proprietario, non può decidere investimenti rilevanti e riorganizzazioni delle reti infrastrutturali acquistate, se questi aspetti non sono stati specificati nel contratto di vendita sottoscritto dalle parti o se – in difetto di tale requisito – non vi è un esplicito consenso da parte del proprietario nazionale originario. Terzo, anche se successivo allo scambio, un coinvolgimento di nuovi azionisti (pubblici e/o privati) nella proprietà di queste stesse reti dovrebbe ottenere una previa autorizzazione dal possessore nazionale originario. Quarto, le vendite alla UE delle varie reti non sono irreversibili nel senso che, in ogni momento, il paese venditore può decidere il riacquisto di una o più delle proprie reti nazionali originarie a prezzi che sono basati sui precedenti valori di scambio e che incorporano gli investimenti e miglioramenti fatti dalla UE e dagli altri possibili proprietari. Infine, se il riacquisto riguardasse una rete già aggregata con un'infrastruttura europea più ampia, il proprietario originario potrebbe comunque riacquistare la propria vecchia rete nazionale; in questo caso, il prezzo di riacquisto dovrebbe però incorporare anche i costi dell'aggregazione e della connessa riorganizzazione così come il costo delle "esternalità" negative prodotte dallo scorporo.

La conclusione è che esistono tutti gli ingredienti necessari alla realizzazione di un 'Piano Marshall' europeo che sostenga e rilanci in tempi appropriati le economie dell'EA (e della UE) colpite dalla crisi. Questo piano è utile, se non necessario, per vari attori: i paesi più fragili dell'EA, perché crea spazio per le loro politiche fiscali espansive nel breve e nel medio periodo; il gruppo di paesi dell'EA che desiderano migliorare il funzionamento del mercato unico per le reti infrastrutturali europee e rafforzare traiettorie innovative nell'economia digitale; le famiglie e gli investitori professionali e istituzionali che sono alla ricerca di un *safe asset*. Pertanto, il nostro 'Piano Marshall' europeo appare in grado di rilanciare il ruolo e l'ambizione dell'EA rafforzando il mercato unico, la stabilità e la convergenza tra gli stati membri, l'evoluzione istituzionale della UE. Nel lungo periodo, le nuove reti infrastrutturali europee possono offrire "esternalità" positive che facilitano innovazioni e sostengono la competitività delle imprese europee più innovative; esse possono inoltre ri-attribuire alla Commissione europea un ruolo strategico e rendere disponibili risorse finanziarie (i canoni ottenuti dopo la prima concessione) che favoriscano la creazione di un Ministero delle Finanze europeo con un suo proprio bilancio.

Bibliografia

Bastasin, C. and Messori, M. (2018), “A new stalemate in the euro area: Italy's risky position”, *SEP Policy Brief*, July 16, pp. 1-10.

Héritier, A. (2001), “Market integration and social cohesion: the politics of public services in European regulation”, *Journal of European Public Policy*, vol. 8 (5), pp. 825-52.

Messori, M. (2020), “Europe debate on fiscal policy: too much yet too little”, *CEPS Policy Insights*, April 08, pp. 1-8.

Nijkamp P., Perrels A., and L. Schippers (1995), “The strategic role of new infrastructure networks in Europe”. In: Batten D., Casti J., and R. Thord (eds), *Networks in Action*, Springer: Berlin.

Zhang, P., Peeta S., and T. Frisz (2005), “Dynamic Game Theoretic Model of Multi-Layer Infrastructure Networks. *Netw Spat Econ*, vol. 5, pp.147-178.