



**Audizione dell'Ufficio parlamentare  
di bilancio nell'ambito dell'Indagine  
conoscitiva sul Piano di investimenti  
per l'Europa**

**Commissione V Bilancio – Camera dei Deputati**

**25 febbraio 2015**



## 1. Introduzione e sintesi

La crisi economica ha provocato una caduta senza precedenti degli investimenti nella Unione europea. Si può valutare che la carenza di investimenti per l'Europa a 15 nel 2014 sia dell'ordine di grandezza di 200 miliardi di euro. La caduta ha riguardato sia l'investimento privato sia quello pubblico. Il quadro appare particolarmente grave per l'Italia con conseguenze evidenti sulle prospettive future di crescita (vedi par. 2).

La carenza di investimenti nei paesi della UE ha varie cause. Numerosi fattori ostacolano la ripresa dell'attività di investimento nonostante la disponibilità di un'ampia liquidità nel sistema. Il rapporto finale della *Special task force on investment in the EU* (vedi box 2) si apre con un elenco ragionato degli ostacoli agli investimenti. Secondo i risultati di indagini presso le imprese, citati nel rapporto, il singolo fattore più importante è la carenza di domanda con le sue implicazioni sul clima generale di fiducia. Vi sono poi una serie di ostacoli e "colli di bottiglia" di tipo strutturale: il contesto regolatorio (gli oneri amministrativi per le imprese, la qualità delle istituzioni in generale e, in particolare, il funzionamento della giustizia e delle procedure di *public procurement*, ecc.), le condizioni finanziarie (i vincoli cui sono soggette le fonti pubbliche e private di finanziamento degli investimenti), la complessità della progettazione e della gestione dei progetti di investimento.

È questo il contesto in cui viene lanciato il Piano di investimenti per l'Europa (Piano Juncker) che prevede, tra l'altro, l'istituzione del Fondo europeo investimenti strategici (FEIS). Il FEIS si concentra sull'utilizzo di strumenti finanziari innovativi – essenzialmente una garanzia di 21 miliardi di euro, provenienti per 16 miliardi dal bilancio UE e per 5 miliardi dalla BEI – per promuovere progetti in grado di attrarre investitori privati. Si affianca ai fondi strutturali che essenzialmente erogano contributi a fondo perduto (vedi par. 7). Nell'impostazione della Commissione, i fondi strutturali dovrebbero indirizzarsi soprattutto a investimenti che per loro natura non sono in grado di produrre flussi di entrate (ad esempio, la costruzione di una strada senza pedaggio in un'area rurale), mentre il FEIS dovrebbe focalizzarsi su progetti in grado di attrarre la partecipazione di privati (ad esempio, la costruzione di una strada con pedaggio in un'area urbana).

Molti aspetti del Piano sono ancora in via di definizione. Una visione più chiara si potrà avere solo dopo l'approvazione del Regolamento, presumibilmente a giugno 2015 (un'illustrazione della bozza di regolamento è nel par. 3). Si può dire, comunque, che tra gli obiettivi del Piano non sembra esservi quello di fornire una soluzione al problema della insufficiente domanda aggregata. Peraltro, il venir meno degli effetti dell'aumento di capitale BEI (vedi box 1) comporta che il volume di emissioni della BEI stessa nel 2015 si collocherà su un livello analogo a quello del 2014. Il Piano, invece, è rivolto soprattutto ad attenuare alcuni fattori strutturali che ostacolano la ripresa degli investimenti. In una situazione in cui, in molti Stati membri, non vi sono significativi spazi di bilancio per rilanciare gli investimenti pubblici, il Piano punta sulla capacità di risorse pubbliche limitate di fungere, attraverso strumenti finanziari innovativi, da catalizzatore per

attrarre risorse private. Il fondo FEIS, nella sua versione iniziale di 21 miliardi, dovrebbe fungere da garanzia a fronte della quale la BEI potrà raccogliere risorse finanziarie con un effetto leva. Il ruolo della garanzia è quello di aumentare la capacità della BEI di assumere rischi in modo da poter investire in progetti più rischiosi senza mettere in pericolo il suo rating tripla-A. In effetti, una delle critiche ricorrenti alla BEI da parte di alcuni Stati membri (riportata nel rapporto della *Task force*) è la sua limitata disponibilità ad accettare di finanziare progetti rischiosi. In un certo senso, il fondo FEIS, con una contabilità separata dal resto delle attività BEI, funzionerebbe come una sorta di sezione della BEI dedicata a progetti più rischiosi. In sintesi, quindi, l'idea del Piano è di usare risorse finanziarie pubbliche come cuscinetto per assorbire parte delle perdite potenziali di progetti di investimento, in modo che tali progetti, in precedenza valutati come troppo rischiosi e non sufficientemente profittevoli, possano diventare convenienti per gli investitori privati.

Vi sono, naturalmente, due potenziali problemi in questa impostazione. Il primo riguarda la fattibilità dell'effetto leva complessivo, ottenuto come prodotto di una leva "interna" alla BEI per un fattore 3 e poi dalla capacità di attrarre investitori privati (e pubblici) per un ulteriore fattore 5, giungendo così a una leva totale di 15. Il grado di realismo di queste ipotesi dipende naturalmente dalla natura concreta dei progetti di investimento che verranno selezionati. A questo stadio dell'informazione disponibile, si può soltanto notare che per le sue operazioni "normali" la BEI realizza in media un effetto leva pari a 18.

Il secondo problema è se una garanzia del 6,7 per cento (ovvero di un 1/15) su un progetto possa rendere appetibili progetti rischiosi che altrimenti gli investitori non considererebbero fattibili. Si può dimostrare che la garanzia farebbe diminuire il rendimento atteso addizionale richiesto dagli investitori rispetto a quello ottenibile da un progetto privo di rischio in misura tanto maggiore quanto più rischioso è il progetto in questione (vedi par. 5). Tutto ciò suggerisce che il Fondo dovrebbe indirizzarsi verso progetti molto rischiosi poiché sono quelli che oggi non vengono finanziati e, inoltre, quelli per i quali la garanzia avrebbe un effetto maggiore.

La questione cruciale diventa allora quella della selezione dei progetti. Da questo punto di vista, il Piano tenta di affrontare quello che gli investitori privati indicano come un importante ostacolo alla ripresa degli investimenti: la mancanza di credibili progetti di investimento. Dalla centralizzazione della selezione dei progetti può venire un importante contributo in questa direzione. Per prima cosa, l'individuazione di un parco (*pipeline*) di progetti economicamente fattibili che dovrebbe essere reso pubblico, in modo da consentire al settore privato di individuare i progetti per i quali una partecipazione sarebbe mutualmente vantaggiosa. Da non trascurare lo stimolo che ne può derivare per i singoli paesi alla standardizzazione e armonizzazione dei progetti che consentirebbe, tra l'altro, di raggruppare progetti simili facendo così massa critica e rendendo i progetti più attraenti per i finanziatori. In tutto questo, un ruolo cruciale dovrebbe essere svolto dallo *European Investment Advisory Hub* (EIAH) che dovrebbe

fornire assistenza tecnica nell'individuazione, preparazione e sviluppo dei progetti di investimento. Non è superfluo sottolineare come da ciò potrebbero trarre vantaggio i paesi, tra cui il nostro, che mostrano una carente capacità di progettazione come è testimoniato dall'esperienza dei fondi strutturali (vedi par. 7).

Un terzo profilo critico potrebbe essere rubricato sotto la categoria "costi-opportunità" e riguarda due aspetti. Le risorse iniziali del fondo sono in gran parte frutto di una riallocazione di risorse già esistenti nel bilancio europeo. Si tratta, in particolare, di 8 miliardi (che diventano 16 per effetto del meccanismo della garanzia) che provengono da margini del bilancio e da programmi già esistenti come *Connecting Europe* e *Horizon 2020*. È da dimostrare che la riallocazione di queste risorse dai programmi originari al fondo produca un effetto differenziale positivo sul volume totale degli investimenti e, in ultima analisi, sulla crescita economica. Vi è poi da chiedersi se i progetti di investimento che saranno finanziati dal fondo saranno effettivamente aggiuntivi rispetto a quelli che verrebbero comunque finanziati dai privati. L'intento è, come si è accennato, quello di individuare progetti che per il loro elevato profilo di rischio i soggetti privati non intraprenderebbero in assenza di una garanzia pubblica. D'altra parte, è possibile che una struttura finanziaria basata su una quantità molto piccola di capitale iniziale abbia come esito soltanto un *crowding out*, finanziando progetti che sarebbero comunque intrapresi dai privati.

Alla luce dei limitati margini di manovra oggi esistenti nei bilanci di molti Stati membri, grande rilevanza per il successo del Piano hanno gli incentivi per gli Stati a partecipare al finanziamento e il modo in cui eventuali contributi saranno trattati nell'ambito delle regole fiscali europee (par. 6). I singoli Stati potranno contribuire, direttamente o attraverso le banche nazionali di promozione degli investimenti, in due modi: al livello della capacità di assunzione del rischio (al FEIS vero e proprio, incrementando quindi la dimensione dei fondi che fungono da garanzia) oppure cofinanziando piattaforme di investimento o singoli progetti in ambito nazionale. La prima modalità di finanziamento assicurerebbe una partecipazione alle decisioni (capacità di voto nello *Steering Board* proporzionale alla contribuzione) sulle linee guida degli investimenti e sul profilo di rischio del Fondo ma non su singole decisioni di investimento. Quest'ultimo aspetto, insieme con la circostanza che il Piano non prevede una ripartizione fissa degli investimenti per paesi o per settori, implicherebbe – secondo alcuni – un disincentivo dei singoli Stati a partecipare direttamente al finanziamento del Fondo in quanto non vi è nessuna garanzia di averne un ritorno in termini di selezione di propri progetti di investimento. A questo proposito, la Commissione fa notare che gli Stati oggi partecipano al capitale della BEI nonostante l'attività di quest'ultima non segua quote geografiche o settoriali. Dal punto di vista delle regole fiscali, i contributi iniziali al Fondo verranno trattati come *una tantum* e quindi non avrebbero nessun impatto riguardo alla parte preventiva del Patto di stabilità e crescita; per la parte correttiva il contributo verrebbe considerato come "fattore rilevante" e quindi di fatto non verrebbe considerato nel calcolo del disavanzo e del debito. Nel caso di cofinanziamenti a progetti in ambito nazionale, l'incentivo per i singoli Stati a partecipare è ovvio. Riguardo alle

regole fiscali, si applicherebbe la “clausola degli investimenti”, alla stessa stregua dei finanziamenti nazionali per progetti cofinanziati dalla UE: in presenza di crescita negativa o di un output gap negativo e superiore allo 1,5 per cento e purché il totale degli investimenti non diminuisca e il disavanzo effettivo resti inferiore al 3 per cento, i finanziamenti verrebbero esclusi dal calcolo del saldo strutturale ai fini della parte preventiva del Patto. Sulla base delle *Winter Forecasts* della Commissione, nel 2015 l’ambito applicativo della clausola sarebbe limitato a sei paesi, tra cui l’Italia (pur con uno spazio effettivo limitato dal fatto che il disavanzo previsto non è oggi molto lontano dal 3 per cento). Naturalmente, ai fini pratici, è importante l’incertezza che ancora caratterizza l’interpretazione della clausola per gli investimenti: se dal calcolo del disavanzo pubblico potrà essere scomputato l’intero flusso annuale dei cofinanziamenti o la differenza rispetto all’anno precedente.

Il Piano prevede di finanziare investimenti in due grandi aree: piccole e medie imprese e imprese a media capitalizzazione attraverso non solo prestiti ma anche *equity* e *venture capital*; investimenti strategici di lungo termine in particolare nei settori dell’energia, della banda larga, della R&S e dell’istruzione. Nel secondo caso, dovrebbe trattarsi in buona parte di infrastrutture pubbliche che sono profittevoli o perché destinate a generare flussi di ricavi oppure perché aumenteranno il potenziale di crescita dell’Europa. Se si tratta di progetti realmente profittevoli in uno dei due sensi sopra ricordati, da un punto di vista economico sarebbe del tutto legittimo, dato l’attuale livello dei tassi di interesse, utilizzare veri e propri investimenti pubblici finanziati con debito destinato nel lungo periodo a ripagarsi. Per inciso, analisi recenti del Fondo monetario (par. 2) mostrano come investimenti in infrastrutture pubbliche di buona qualità (che rispondano a fabbisogni ben individuati e siano il frutto di procedure efficienti di investimento) finanziati con debito avrebbero effetti significativi sul livello del prodotto sia nel breve sia nel medio periodo fino a far diminuire il rapporto debito/PIL. In questa direzione si muoveva l’idea presentata lo scorso autunno dal ministro delle finanze polacco Szczurek: un fondo europeo per investimenti in infrastrutture, costruito su una scala e secondo modalità analoghe a quelle dello ESM (*European stability mechanism*), vale a dire a partire dalla contribuzione mediante conferimenti di capitale e garanzie di tutti gli stati membri con una capacità di finanziamento nell’ordine di 700 miliardi.

## 2. Investimenti, crescita economica e *gap* infrastrutturali

La debolezza con cui si stanno manifestando i segni della ripresa economica in molti paesi avanzati ha riportato in primo piano nel dibattito di politica economica il possibile ruolo degli investimenti infrastrutturali nel consolidare le prospettive di crescita. Da ultimo, il Fondo monetario internazionale (*World Economic Outlook, October 2014*, cap. 3) ha valutato, mediante una serie di esercizi empirici, quale potrebbe essere l'impatto macroeconomico di un aumento degli investimenti infrastrutturali (approssimati attraverso gli investimenti pubblici) in un'economia avanzata. Nella sua analisi il Fondo mostra come un aumento permanente di investimenti pubblici (pari all'1 per cento del PIL) produca un aumento statisticamente significativo del prodotto nazionale sia nel breve periodo (+0.4 per cento nello stesso anno della manovra) sia nel medio-lungo periodo (+1.5 per cento dopo 4 anni dallo *shock*). Questi risultati sarebbero riconducibili sia a effetti di domanda (anche attraverso il traino che gli interventi sulle infrastrutture generano sugli investimenti privati per l'elevata complementarità tra le due grandezze), sia, soprattutto in un orizzonte temporale più esteso, a effetti di offerta (rafforzamento della produttività totale dei fattori impiegati). La portata di tali effetti sarebbe comunque rafforzata nel caso in cui gli investimenti infrastrutturali siano attivati in periodi di bassa crescita, finanziati con debito piuttosto che con bilancio in pareggio e, ovviamente, rispondano a reali carenze infrastrutturali attraverso un processo efficiente di selezione dei progetti, di implementazione e di successivo monitoraggio.

Questa ripresa di attenzione per le politiche di sostegno agli investimenti, soprattutto nei settori in grado di stimolare la crescita economica come infrastrutture, istruzione e ricerca, è motivata anche dai segnali preoccupanti che emergono dall'evoluzione recente del livello degli investimenti e dallo stato delle dotazioni infrastrutturali in molti paesi europei. Se guardiamo all'andamento degli investimenti fissi lordi (pubblici e privati al netto delle costruzioni in abitazioni) nell'Europa a 15, è evidente negli anni più recenti un forte rallentamento rispetto al trend di lungo periodo (un *investment gap* di circa 200 miliardi di euro nel 2014, cfr. fig. 1a dell'Appendice). L'Italia ha contribuito più degli altri paesi a questa caduta degli investimenti, con un livello nel 2014 inferiore di ben 65 miliardi di euro rispetto alle proiezioni di lungo periodo (cfr. fig. 2a e 3a dell'Appendice). Un fuoco sulla dinamica e sulla composizione degli investimenti fissi lordi in una selezione di paesi (cfr. fig. 4a dell'Appendice) consente di meglio collocare il caso dell'Italia in termini relativi: il nostro paese ha subito dal 2008 ad oggi una contrazione degli investimenti più profonda rispetto ai grandi paesi europei – con la sola eccezione della Spagna – e agli Stati Uniti. In aggiunta, in tutti questi paesi, tranne l'Italia e parzialmente la Francia, il punto di minimo delle spese per investimento è stato superato attraverso una ripresa (assai parziale nel caso della Spagna) in anni più o meno recenti. In termini di composizione la flessione è stata particolarmente profonda, con l'eccezione della Germania, nel settore delle costruzioni abitative.

Dato il rilievo che la letteratura sulla crescita ha riconosciuto agli investimenti di natura infrastrutturale, un'attenzione particolare va dedicata a questa categoria di

investimenti. Gli investimenti in infrastrutture sono quelli realizzati in settori strategici quali trasporti (strade, ferrovie, porti e aeroporti), generazione di energia elettrica e altre opere di pubblica utilità, e comunicazioni. Si tratta di investimenti per lo più promossi da soggetti pubblici, anche se in molte economie negli ultimi due decenni hanno trovato un spazio crescente le forme di partnership pubblico-privato. Misure degli investimenti infrastrutturali su intervalli temporali significativi sono disponibili soltanto per un insieme assai limitato di paesi, per cui spesso i dati di contabilità nazionale sono integrati da evidenze più qualitative sulle dotazioni infrastrutturali disponibili nella varie realtà nazionali. La Fig. 5a dell'Appendice confronta l'andamento negli anni più recenti degli investimenti in infrastrutture ogni 1.000 abitanti in Italia, Germania, Spagna e Stati Uniti. Spicca il divario nel livello degli investimenti infrastrutturali nel nostro paese: in media circa 60 euro in meno rispetto alla Germania, 340 rispetto alla Spagna, 620 rispetto agli Stati Uniti. Tali divari oltretutto si sono approfonditi con il perdurare della crisi economica: nel 2008 il livello degli investimenti infrastrutturali in Italia risultava più elevato sia del dato tedesco (in flessione nel periodo) sia di quello spagnolo (in crescita rispetto al 2008). La debolezza infrastrutturale del nostro paese che emerge dai dati sugli investimenti trova poi palese conferma nelle rilevazioni sulla qualità sul nostro *stock* infrastrutturale. Secondo le valutazioni dei *business executives* l'Italia si colloca al 26° posto su 144 paesi nella graduatoria sulla qualità complessiva delle infrastrutture nazionali, ben lontana da Germania (7°), Francia (8°), Spagna (9°), Regno Unito (10°) e Stati Uniti (12°) (*World Economic Forum, The Global Competitiveness Report 2014-2015*).

### **3. Il Piano di investimenti per l'Europa: la proposta di regolamento**

#### *3.1 La struttura generale del Piano*

La Comunicazione della Commissione europea relativa a un Piano di investimenti per l'Europa (COM (2014)903) prevede tre filoni di intervento:

- 1) la mobilitazione di 315 miliardi di euro di investimenti pubblici e privati aggiuntivi nei prossimi tre anni;
- 2) la focalizzazione di questi nuovi investimenti su progetti effettivamente utili per le economie europee;
- 3) il miglioramento del contesto normativo e regolatorio in cui si svolge l'attività di investimento per rimuovere le barriere che ne ostacolano la crescita.

In particolare, per quanto riguarda la prima linea di intervento, viene prevista l'istituzione nell'ambito del gruppo BEI di un Fondo europeo per gli investimenti strategici (FEIS) mediante il quale mobilitare investimenti pubblici e privati per 315 miliardi tra il 2015 e il 2017. Tali risorse dovranno essere destinate per 240 miliardi a investimenti strategici a lungo termine e per 75 miliardi al finanziamento di imprese piccole o medie (PMI, fino a 250 dipendenti) e di imprese a media capitalizzazione (*mid-*



cap, da 250 a 3.000 dipendenti). Al fine di raggiungere tale obiettivo la Commissione ha presentato il 13 gennaio una proposta di Regolamento relativa al FEIS) che, secondo quanto previsto dal Consiglio europeo del 18-19 dicembre 2014, dovrebbe essere approvata entro giugno 2015.

Dalla lettura del Regolamento, anche alla luce della Comunicazione, si possono evidenziare tre punti fondamentali:

- le risorse e le garanzie finanziarie che alimentano il FEIS;
- le finalità di utilizzo di tali risorse;
- la *governance* del fondo e la sua struttura amministrativa.

### 3.2 Garanzie e risorse finanziarie

Al fine di perseguire l'obiettivo di mobilitazione degli investimenti aggiuntivi, il Regolamento prevede che il FEIS sia assistito da garanzie prestate sia dalla Commissione europea che dalla BEI, articolate in parte a supporto degli investimenti strategici a lungo termine e in parte a sostegno del finanziamento delle PMI e delle *mid-cap* (vedi tab. 1).

**Tab. 1** – Garanzie e finanziamenti a supporto del Piano  
(miliardi di euro)

	Investimenti strategici	Investimenti delle PMI e <i>mid-cap</i>	Totale garanzie
Commissione europea	13,5	2,5	16
BEI	2,5	2,5	5
<b>Totale garanzie</b>	<b>16</b>	<b>5</b>	<b>21</b>

Fonte: Elaborazione su informazioni contenute nel Regolamento e nella Comunicazione

Più in dettaglio, il Regolamento<sup>1</sup> prevede una garanzia da parte della UE alla BEI di 16 miliardi, di cui un importo massimo pari a 2,5 miliardi può essere destinato al finanziamento delle imprese, tramite il Fondo europeo degli investimenti (FEI)<sup>2</sup>, a condizione che la BEI fornisca un equivalente finanziamento allo stesso Fondo. Nel preambolo del Regolamento<sup>3</sup> (ma non nell'articolo) è inoltre affermato che la BEI fornirà un importo complessivo pari a 5 miliardi, non specificando se si tratti di finanziamenti o garanzie. Dalla ripartizione delle risorse tra investimenti strategici (16 miliardi) e finanziamento alle imprese (5 miliardi) contenuta nella Comunicazione, si desume che i restanti 2,5 miliardi forniti dalla BEI siano destinati agli investimenti strategici.

<sup>1</sup> Cfr. l'art. 7, par. 1 e 2.

<sup>2</sup> Il Fondo europeo per gli investimenti è stato istituito nel 1994 e finalizzato al sostegno alle PMI.

<sup>3</sup> Cfr. il punto 18.

Entrambe le istituzioni saranno quindi coinvolte congiuntamente nella operatività del FEIS sia nella sua articolazione volta al finanziamento degli investimenti strategici a lungo termine che in quella, operante tramite il FEI, finalizzata al finanziamento alle imprese.

Il Regolamento prevede che la Commissione europea versi con gradualità al FEIS le relative risorse fino ad un importo obiettivo del 50 per cento delle garanzie prestate (16 miliardi). In base a questo importo obiettivo viene costituito un fondo di garanzia dotato di 8 miliardi<sup>4</sup>. La tabella 2 riporta la modulazione temporale delle dotazioni del fondo di garanzia provenienti dal bilancio UE.

**Tab. 2** – Dotazioni del Fondo di garanzia dal bilancio UE

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	Totale
Impegni	1350	2030	2641	1979	0	0	<b>8000</b>
Pagamenti	0	500	1000	2000	2250	2250	<b>8000</b>

Fonte: Proposta di Fonte: Regolamento relativo al FEIS del 13 gennaio 2015

Le risorse effettivamente versate al Fondo di garanzia dal bilancio UE nel triennio 2015-2017, a fronte dei 315 miliardi di investimenti previsti nello stesso periodo, ammontano pertanto a 1,5 miliardi. A tale importo andrà inoltre sommata la quota, non specificata nel Regolamento, di versamenti a fronte delle garanzie che la BEI si impegna a prestare pari, queste ultime, a 5 miliardi.

L'effetto moltiplicativo del FEIS, indicato pari a 15 (vedi par. 4) in quanto rapportato, correttamente, alle garanzie complessivamente assunte dal fondo (21 miliardi), risulterebbe molto più elevato se riferito alle risorse finanziarie effettivamente versate dal Fondo di garanzia nel periodo considerato.

Il regolamento specifica che, a decorrere dal 2019, l'importo obiettivo del 50 per cento può essere variato annualmente dalla Commissione nella misura del 10 per cento. Ove tale percentuale vada riferita all'ammontare delle garanzie prestate dalla UE (16 miliardi), la Commissione potrebbe apportare variazioni alle dotazioni del fondo di garanzia per 3,2 miliardi nel biennio 2019-2020. Nella Relazione introduttiva al Regolamento è in proposito specificato che le *tranches* di 2,25 miliardi annui previste per il 2019 e il 2020 verranno versate se verrà confermato il predetto importo obiettivo del 50 per cento. Sembra pertanto che, ove nel primo triennio di applicazione del fondo non si determino rilevanti utilizzi della garanzia, le dotazioni totali del fondo potrebbero venire sensibilmente ridotte, fino a 4,8 miliardi, rispetto agli 8 miliardi indicati.

<sup>4</sup> Analoga specificazione non è fornita con riferimento alle garanzie fornite dalla BEI. Peraltro il regolamento in questo caso fa riferimento a somme fornite (punto 18 del preambolo) o finanziamenti prestati (art. 7, par. 2) e non a mere garanzie.

Gli Stati membri che aderiscono all'accordo sul FEIS possono contribuire sia mediante versamenti, sia attraverso l'assunzione di garanzie accettabili per la BEI<sup>5</sup>. Il regolamento non indica in quale misura l'eventuale contribuzione sotto forma di assunzioni di garanzie debba comunque essere corredata da versamenti di risorse. Non è in particolare specificato se gli Stati membri aderenti debbano rispettare il medesimo rapporto obiettivo previsto per la Commissione (50 per cento), se debbano versare l'intero importo, o se possano contribuire prestando unicamente garanzie. È escluso che versamenti al fondo possano essere effettuati a valere sulle risorse dei fondi strutturali<sup>6</sup>, le quali possono invece essere utilizzate per il finanziamento da parte degli Stati di specifici investimenti finanziati dal FEIS.

Il finanziamento al FEIS abilita gli Stati a partecipare alla *governance* del Fondo, in proporzione ai contributi apportati, mentre ciò non avviene nel caso di finanziamento ai singoli progetti (cfr. par. 6).

L'eventuale adesione di soggetti terzi, tra cui banche di promozione nazionali, enti pubblici o soggetti del settore privato, è ammessa previo consenso degli altri contributori e può assumere unicamente la forma di versamenti diretti.

### 3.3 Finalità di intervento

Come già ricordato, gli interventi del FEIS sono ripartiti tra finanziamento degli investimenti strategici a lungo termine e finanziamento degli investimenti delle PMI e delle imprese a media capitalizzazione nella la proporzione, secondo quanto indicato nella Comunicazione, di circa  $\frac{3}{4}$  e  $\frac{1}{4}$  (240 e 75 miliardi).

Con riferimento agli investimenti strategici il Regolamento indica alcuni assi principali su cui orientare la mobilitazione degli investimenti:

- le dotazioni infrastrutturali, in particolare nei trasporti, nell'energia e nel settore digitale;
- le innovazioni, in particolare nei settori della ricerca, dell'informazione e della comunicazione;
- lo sviluppo sociale, in particolare nei settori dell'istruzione, della sanità e dello sviluppo urbano;
- le risorse naturali, l'ambiente e l'efficienza energetica.

Si tratta di finalizzazioni cui sono associabili livelli di rischio e di remuneratività molto differenziati. La possibilità di attivare finanziamenti anche per le finalità meno remunerative, mediante l'utilizzo del FEIS, sarà assicurata tramite piattaforme di

---

<sup>5</sup> Cfr. l'art. 2, par. 3.

<sup>6</sup> Tale esclusione è affermata nel comunicato stampa della Commissione del 13 gennaio 2015, riguardante le domande e risposte sul FEIS.

investimento e composizione dei portafogli articolate, che vedranno una maggiore presenza di finanziamenti di fonte pubblica per gli interventi cui è associabile una redditività minore e una maggiore presenza di capitali privati negli investimenti ad alta redditività.

La garanzia concessa è stabilita in funzione del rischio insito nel portafoglio, potendo configurarsi come garanzia sulle prime perdite o come garanzia integrale, comunque nei limiti complessivi delle dotazioni del FEIS. La garanzia dalla UE può essere concessa in base alla parità di rango con altri contributori<sup>7</sup>.

Con riferimento al finanziamento degli investimenti delle PMI e delle imprese a media capitalizzazione, si evidenzia che l'estensione a tale ultima categoria di imprese rappresenta una novità rispetto all'ambito di intervento del FEI, limitato al sostegno alle PMI. Dato il carattere aggiuntivo delle risorse destinate al settore delle imprese, tratte in parte da garanzie UE e in parte da fondi di riserva della BEI, dovrebbe comunque potersi escludere che tale finalizzazione si configuri come una riduzione delle risorse precedentemente destinate alle piccole imprese. Con riferimento agli strumenti di finanziamento è prevista anche la possibilità di partecipazione al capitale di esercizio con capitale di rischio.

### 3.4 Governance

Il FEIS ha una propria struttura di *governance* articolata su due livelli. A livello strategico opera un Comitato direttivo (*Steering Board*) a cui compete l'indirizzo strategico, le linee-guida degli investimenti, il profilo di rischio, l'allocazione degli *asset*. Il Comitato direttivo è composto da rappresentanti dei soggetti contributori in numero e con diritti di voto proporzionali ai rispettivi contributi. Un ruolo prioritario è riconosciuto alla BEI e alla Commissione europea: nessuna decisione può essere presa senza il consenso di entrambe. Sebbene anche a ciascuna di esse siano assegnati diritti di voto proporzionali alla rispettiva contribuzione al FEIS, l'impossibilità di assumere decisioni senza il mutuo consenso le pone di fatto su un piano di parità, sia per quanto attiene le decisioni inerenti il finanziamento degli investimenti infrastrutturali sia per quanto riguarda il sostegno alle imprese. Come sopra accennato, il finanziamento al FEIS abilita gli Stati e gli altri contributori a partecipare alla *governance* del Fondo, in proporzione ai contributi apportati. Analogo diritto non è riconosciuto in caso di finanziamento ai singoli progetti.

A livello operativo, agisce invece un Comitato per gli investimenti (*Investment Committee*). Tale Comitato ha il compito di valutare i singoli progetti e di scegliere quelli finanziati dal FEIS, senza vincoli territoriali o settoriali. Il Comitato per gli investimenti è composto da 6 esperti indipendenti più un amministratore delegato e un vice, nominati dal Comitato direttivo su proposta congiunta della Commissione e della BEI.

---

<sup>7</sup> Cfr. l'art. 7, par. 2.

E' inoltre prevista la costituzione di un Polo europeo di consulenza sugli investimenti (*European Investment Advisory Hub*) che dovrebbe fornire assistenza tecnica nell'individuazione, preparazione e sviluppo dei progetti di investimento, cofinanziato dall'Unione europea per un importo massimo di 20 milioni annui (10 per il 2015).

#### **4. L'effetto leva del FEIS**

Un tema che ha attirato particolare attenzione nelle modalità annunciate di funzionamento del FEIS è il fattore di leva, pari a 15, che il Fondo dovrebbe generare. Secondo la Comunicazione, a fronte dei 21 miliardi di garanzia forniti da Commissione e da BEI, il FEIS dovrebbe attivare finanziamenti pari a 315 miliardi (rapporto di 1 a 15, o 15x come viene spesso indicato).

Questa stima appare effettivamente molto elevata. Tuttavia, potrebbe risultare non irrealistica alla luce della normale operatività del Gruppo BEI. Garanzie aggiuntive, così come aumenti di capitale, attivano infatti due tipi di leve. Il primo tipo può essere definito "leva interna" e rappresenta l'ammontare di risorse che la BEI può mettere a disposizione per il finanziamento dei progetti a fronte della garanzia, reperendole attraverso l'emissione di obbligazioni. Tipicamente, la leva interna varia da 1x per i finanziamenti più rischiosi (per esempio la partecipazione a fondi di *equity*) a 9x per i finanziamenti meno rischiosi (per esempio i finanziamenti ad alcune tipologie di infrastrutture o il credito alle PMI tradizionali).

Il secondo tipo di leva è la "leva esterna", detta anche "effetto catalitico". Questa leva rappresenta l'ammontare di risorse private che la BEI riesce in media ad attivare a fronte della sua partecipazione ad un determinato progetto. Assume un valore che varia da 2,5x per i finanziamenti meno rischiosi (e con rendimenti più bassi) a 17,5x per quelli più rischiosi (e con rendimenti più alti).

La BEI stima che la sua operatività genera in media una leva interna pari a 5x-6x e una leva esterna pari a 3x; la leva complessiva solitamente attivata dalla BEI è stimata quindi uguale a 15x-18x.

Nella Comunicazione della Commissione, si valuta invece per il FEIS una leva complessiva pari a 15x come risultato di una leva interna pari a 3x e una leva esterna pari a 5x, quindi una suddivisione tra leva interna ed esterna inversa rispetto a quella tradizionale della BEI. Ciò è dovuto al diverso profilo di rischio ipotizzato per il FEIS dove, in particolare, la quota di partecipazione a fondi di *equity* o al finanziamento di progetti infrastrutturali relativamente più rischiosi sarà più elevata rispetto all'operatività tradizionale del Gruppo BEI. Ciò è del resto coerente con la finalità principale del Piano per gli investimenti che è quella di attivare nel modo più rapido possibile investimenti a più alto rischio/rendimento (economico) che altrimenti non verrebbero attivati o verrebbero attivati in un orizzonte di tempo più lungo.

Certamente la stima della leva generata dal FEIS è esposta a rischi di sovrastima. E' possibile, per esempio, che la leva per alcuni progetti sia il risultato della sinergia di diversi strumenti attivati pressoché contemporaneamente (per esempio, partecipazione diretta a un progetto accompagnato da un prestito tradizionale all'azienda che lo ha proposto) e che le stime delle singole leve non tengano sempre conto di queste sinergie. Andrebbe inoltre valutata più attentamente quale sia la *baseline*: è possibile, per esempio, che determinati fondi di *equity* sarebbero stati costituiti, almeno in parte, anche solo con risorse private. In questi casi, la leva esterna dovrebbe quindi essere stimata prendendo come riferimento solo il contributo delle risorse private aggiuntive attivate dalla partecipazione della BEI (attraverso un effetto "catalitico").

In ogni caso, come anticipato, anche tenendo in considerazione questi elementi di incertezza, e guardando all'attività complessiva della Banca, il moltiplicatore di 15x ipotizzato dalla Comunicazione della Commissione non sembra irrealistico.

D'altra parte, questa attenzione riservata all'effetto leva potrebbe essere in realtà eccessiva e forse controproducente per paesi, come l'Italia, con merito di credito relativamente basso. Vi è infatti un *trade-off* tra volume del portafoglio di prestiti e relativo livello di rischio. Pertanto l'obiettivo di raggiungere determinati volumi potrebbe penalizzare progetti realizzabili (*viable*) ma con un profilo di rischio relativamente alto, probabilmente più concentrati in paesi come l'Italia, dove il *rating* sovrano è più basso.

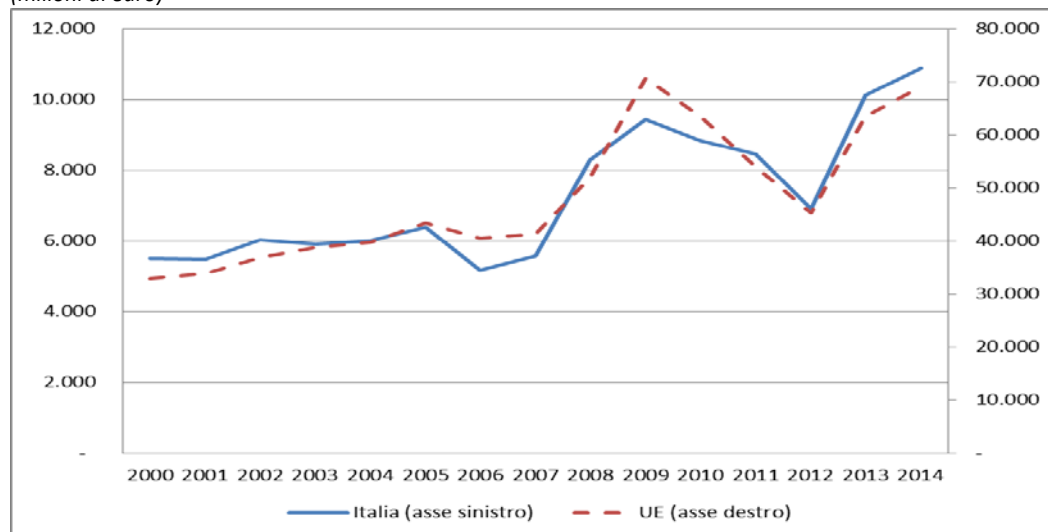
#### **Box 1 - L'attività di finanziamento della BEI**

La BEI ha avuto un ruolo centrale nelle azioni della UE per il contrasto alla crisi economica (fig. 1). Dopo il 2007, infatti, rispetto al *trend* normale di attività i finanziamenti della BEI hanno conosciuto un'accelerazione (con l'eccezione del 2012). Ciò è stato ottenuto nel 2008 grazie a una richiesta alla BEI da parte dei Ministri delle finanze della UE di innalzare il volume di attività (assorbendolo con gli spazi di manovra che i *ratio* patrimoniali permettevano) come azione di contrasto alla crisi post-Lehman e, nel 2012, attraverso un aumento di capitale della Banca da parte dei Paesi della UE.

In Italia, nel biennio 2013-2014 i prestiti della BEI hanno superato per la prima volta i 10 miliardi di euro, concentrati per circa la metà sull'apertura di linee di credito per le PMI (perlopiù attraverso l'intermediazione di istituti di credito nazionali). Il ruolo della BEI è stato quindi importante per facilitare l'accesso al credito per le PMI durante la crisi. Altri settori dove si è particolarmente rivolta l'attività della Banca in Italia sono quelli "tradizionali" dell'energia e dei trasporti.

Come conseguenza dell'aumento di capitale deciso nel 2012, era stato stabilito un obiettivo di aumento dell'attività della BEI nel triennio 2013-15 di circa il 40 per cento rispetto alla normale attività di 50 miliardi annui di prestiti già prevista nel piano strategico della Banca. Durante il recente Consiglio dei Governatori della BEI del 17 febbraio, il presidente della BEI Hoyer ha annunciato che tale obiettivo dovrebbe già essere raggiunto entro primavera 2015, quindi in anticipo rispetto a quanto inizialmente previsto (fine 2015). Ciò di fatto significa che, in assenza di ulteriori interventi, l'ammontare di nuovi finanziamenti dovrebbe ridursi.

**Fig. 1 - Ammontare di finanziamenti BEI nella UE e in Italia**  
(milioni di euro)



Durante il medesimo Consiglio, è stato inoltre deciso di permettere alla BEI di anticipare il finanziamento dei progetti legati al Piano per gli investimenti già prima dell'estate 2015, probabilmente a cominciare da maggio. Questa decisione può essere importante per assicurare una certa continuità nella dinamica dei finanziamenti concessi dalla BEI in attesa che il Regolamento per la costituzione del FEIS venga adottato dai legislatori europei, auspicabilmente entro luglio, e il Fondo possa essere così operativo da settembre.

Il simultaneo verificarsi di questi due eventi (venir meno dell'effetto dell'aumento di capitale e Piano per gli investimenti) significa di fatto che l'attività di nuovi prestiti da parte della BEI nei prossimi tre anni dovrebbe rimanere pressoché invariato rispetto a quello raggiunto nel 2013-14. Ne è indice il fatto che la BEI preveda un piano di emissioni obbligazionarie (*funding*) per il 2015 di ammontare all'incirca uguale a quello del 2014, come annunciato dalla Banca stessa alla fine dello scorso anno.

Se questa sostanziale invarianza nei livelli di attività della BEI venisse confermata, l'impatto del Piano sulla crescita in Europa rispetto al recente passato potrebbe essere inferiore di quanto viene solitamente auspicato. Infatti, l'effetto non riguarderebbe i volumi di nuovi prestiti da parte della BEI ma sarebbe concentrato sull'effetto indotto dal profilo più rischioso che il portafoglio di attività della BEI potrebbe raggiungere grazie alla garanzia legata al FEIS senza compromettere il *rating* esterno della Banca. Questo è un profilo di grande rilievo per la BEI e per la UE in generale in quanto significherebbe un cambiamento significativo del ruolo e degli obiettivi della Banca che fino ad oggi si sono focalizzati soprattutto sui volumi dei finanziamenti piuttosto che sul loro rischio o ritorno economico e sociale. Tuttavia, da un punto di vista macroeconomico l'impatto del FEIS sulla crescita e sull'occupazione in Europa rischia di non avere la stessa visibilità che probabilmente avrà a livello settoriale in molti Paesi.

## 5. L'aggiuntività delle risorse impiegate e dei progetti di investimento finanziati

La capacità del Piano di contribuire significativamente alla crescita economica dell'area UE dipende criticamente dall'effettiva aggiuntività delle risorse pubbliche impiegate nel FEIS e degli investimenti che mediante i finanziamento sollecitati da tali risorse verranno avviati.

Riguardo all'aggiuntività delle risorse (8 miliardi di euro) con cui la Commissione alimenterà il Fondo di garanzia del FEIS, solo due miliardi sono in realtà costituiti da risorse non già impiegate in altri fondi UE. Infatti, 6 miliardi deriveranno dalla riallocazione di risorse attualmente assegnate al programma "*Connecting Europe Facility*" (3,3 miliardi di euro) e da "*Horizon 2020*" (2,7 miliardi), mentre i restanti 2 miliardi sono oggi disponibili nell'ambito del margine di flessibilità del bilancio dell'Unione. Questo profilo desta ovvie preoccupazioni in quanto introduce nel meccanismo del FEIS la necessità di considerare in modo diretto una sorta di "costo opportunità" dei fondi UE impiegati per mobilitare degli investimenti aggiuntivi, e cioè se tali investimenti saranno in grado di generare un rendimento, in termini di economici e sociali, superiore a quello che sarebbe stato prodotto dall'assegnazione originaria delle risorse europee. Questa criticità riguarda soprattutto quelle risorse che, per finanziare il FEIS, sono sottratte da destinazioni che dovrebbero avere un forte potenziale moltiplicativo su crescita economica e occupazione quali, per esempio i finanziamenti per la ricerca scientifica di base realizzati attraverso lo *European Research Council*. Il Piano – oltre a sottolineare la marginalità delle somme distolte rispetto al finanziamento complessivo dei programmi "*Connecting Europe Facility*" e "*Horizon 2020*" – sembra dunque scommettere sul maggiore impatto economico della nuova allocazione.

Un secondo profilo critico riguarda l'effettiva aggiuntività degli investimenti finanziati attraverso il FEIS, ovvero il fatto che la garanzia offerta dal FEIS, e il collegato processo di selezione, convogli il capitale privato verso iniziative che non sarebbero altrimenti finanziate e che solo la garanzia pubblica, riducendo i margini di rischio, induce a intraprendere. Si tratta cioè di evitare di sostenere investimenti privati comunque già profittevoli per il mercato evitando che il meccanismo del FEIS finisca semplicemente per attribuire un guadagno aggiuntivo inatteso e ingiustificato al capitale privato. Sotto questo profilo, sono il sistema di *governance* del FEIS e il meccanismo di selezione dei progetti da finanziare ad assumere un rilievo critico. Come già sottolineato, il FEIS dovrebbe essere in grado di identificare e di concentrare la propria garanzia sui progetti di investimento più rischiosi, in termini di rischio di costruzione e di domanda. E ciò per due ragioni: da un lato perché, come detto, soltanto questi saranno realmente aggiuntivi rispetto a quanto sarebbe deciso dal mercato in assenza dell'intervento della UE, aumentando in tal modo il livello complessivo degli investimenti attivati nell'economia. Dall'altro perché, come è facilmente dimostrabile, sono i progetti di investimenti caratterizzati da maggiore rischiosità (in termini di probabilità di perdita e di dimensione attesa della perdita) quelli in cui la garanzia pubblica ha maggiori potenzialità di ridurre il



tasso di rendimento aggiuntivo che l'investitore privato richiede rispetto ad un investimento privo di rischio.

Un semplice esercizio numerico consente di illustrare quest'ultimo punto. La tabella 3 mostra per un investitore neutrale al rischio, l'effetto che una garanzia del 6,67 per cento (ovvero di 1/15) avrebbe sul premio di rischio richiesto per intraprendere un investimento rischioso. Il premio di rischio è definito come la differenza tra il rendimento dell'investimento rischioso e quello di un investimento privo di rischio. La tabella riporta per diverse probabilità di insuccesso e per diversi livelli della perdita, il differenziale in termini di punti base. Così, ad esempio, per un investimento che con probabilità del 10 per cento genera una perdita del 50 per cento, la garanzia comporterebbe una riduzione del rendimento richiesto di 73,4 punti base; se la probabilità della stessa perdita del 50 per cento fosse invece del 20 per cento, il tasso di rendimento si ridurrebbe per effetto della garanzia di 162,2 punti base, e così via.

**Tab. 3**– Riduzione del tasso di rendimento richiesto per effetto di una garanzia di 1/15

		Percentuale di perdita					
		0,1	0,2	0,3	0,4	0,5	0,6
Probabilità della perdita	0,1	67,6	68,9	70,4	71,8	73,4	74,9
	0,2	137,0	142,7	148,8	155,3	162,2	169,6
	0,3	208,3	221,6	236,3	252,5	270,5	290,4
	0,4	281,5	306,2	334,2	366,3	403,2	446,0
	0,5	356,8	396,8	444,0	500,0	567,4	649,4
	0,6	434,2	494,1	567,2	657,9	772,2	919,1

**Box 2 - I progetti di investimento selezionati dalla Task Force**

Il Consiglio Ecofin, nella riunione informale del 13 settembre 2014, ha richiesto alla Commissione europea, alla BEI e agli Stati membri di costituire una *Task Force* per identificare l'insieme degli investimenti di rilevanza europea che, sebbene praticabili, non sono incorso di realizzazione a causa di ostacoli di varia natura. Il Consiglio europeo del 23-24 ottobre, condividendo gli obiettivi e le aree prioritarie di intervento proposti dalla *Task Force*, ha previsto che un primo rapporto fosse presentato entro dicembre, al fine di assumere senza ritardi le opportune iniziative di rilancio degli investimenti.

Il Rapporto di dicembre individua ben 2.000 progetti nel complesso dei Paesi UE per un valore complessivo attorno ai 1.300 miliardi di euro. Questi progetti potrebbero costituire un insieme preliminare valutato nell'ambito del FEIS. Va comunque precisato che non vi è alcun impegno di finanziamento da parte della Commissione, della BEI o di qualsiasi stato membro per i progetti inclusi nel Rapporto della *Task Force*.

Il Rapporto descrive i principali fabbisogni di investimento e gli ostacoli che ne impediscono la realizzazione, individuando possibili linee di intervento. Sono in particolare definite le aree e le tipologie di investimento ritenute strategiche per la crescita nell'Unione europea, nell'ambito delle quali potrebbero essere intrapresi progetti di investimento nel breve periodo. Per ciascuna

area è indicato, a titolo meramente esemplificativo, nell'Allegato 1, un insieme di progetti, rispetto ai quali sono evidenziati i paesi interessati, i soggetti promotori, i costi complessivi<sup>8</sup> e la relativa quota per il triennio 2015-2017, le barriere che ne impediscono la realizzazione e le azioni necessarie per superarle.

E' infine raccomandata la predisposizione di una lista credibile di progetti che potrebbero essere intrapresi nel medio e lungo periodo. L'insieme delle liste dei progetti presentate dagli Stati membri costituisce l'Allegato 2 al Rapporto.

Le principali barriere alla realizzazione degli investimenti sono ravvisate:

- nell'incertezza, acuita dalla crisi economica: la scarsa domanda accresce il rischio associabile ai progetti, allungandone i tempi di ritorno finanziario e riducendone l'appetibilità per gli investitori;
- nella scarsa disponibilità, a fronte di un livello comunque elevato di liquidità nei mercati finanziari, di risorse disponibili per finalità di investimento, a causa principalmente dei vincoli di bilancio cui sono soggette le amministrazioni pubbliche (in particolari nei paesi con elevato debito ed elevati costi di finanziamento) e della contenuta propensione al rischio dei capitali privati;
- nella frammentazione dei mercati e nei vincoli regolamentari, spesso stringenti e variamente articolati sul territorio, che si scontrano con il carattere transnazionale di molti fabbisogni di investimento;
- nei limiti della capacità progettuale, acuita dalla mancanza di procedure standardizzate, cui consegue l'eccessiva lunghezza dei tempi di progettazione e realizzazione degli investimenti;
- e nella taglia ridotta di molti progetti di investimento, incapaci di attrarre l'interesse degli investitori.

Rispetto a tali barriere, le principali linee di azione proposte dalla *Task Force* riguardano:

- il miglioramento dell'ambito regolatorio, al fine di creare una cornice stabile, il più possibile uniforme tra i vari paesi e funzionale a far confluire le risorse verso i progetti di massimo interesse e utilità per i Paesi dell'Unione. A tal fine è raccomandata la realizzazione delle riforme strutturali, in particolare quelle indicate nelle raccomandazioni specifiche per ciascun paese;
- lo sviluppo di un piano di investimenti, articolato tra breve e medio-lungo periodo, composto da una successione di progetti, definita con procedure trasparenti, di interesse sia per tutti gli Stati membri, sia per singoli Paesi;
- lo sviluppo di un Polo europeo di assistenza tecnica sugli investimenti per favorire lo sviluppo della capacità progettuale dei singoli Stati e l'utilizzo di procedure standardizzate, quali quelle inerenti il partenariato pubblico-privato. Linee guida potrebbero essere formulate al fine di agevolare la sistematica valutazione del rapporto costi/benefici dei progetti al fine di identificare le soluzioni di investimento più efficienti;
- l'utilizzo di strumenti finanziari al fine di convogliare risorse private su progetti di rilevanza europea, tagliati sui bisogni degli Stati membri, anche in cooperazione con le Banche promotrici nazionali. Strumenti analoghi dovrebbero essere maggiormente utilizzati anche dagli Stati membri, al fine di ottimizzare l'utilizzo di fondi pubblici, inclusi quelli strutturali, a supporto delle piccole e medie imprese e delle imprese a media capitalizzazione.

Le aree considerate cruciali per la crescita - nel cui ambito verrà data priorità agli investimenti di immediata praticabilità e con elevato valore aggiunto anche sotto il profilo socio-economico<sup>9</sup> - sono le seguenti:

<sup>8</sup> Viene sottolineato che si tratta di stime di carattere preliminare.

<sup>9</sup> Ulteriori criteri di priorità sono l'elevata capacità di attrarre investimenti privati e la possibilità di aggregare più progetti di investimento di portata minore.

- **Trasporti (29 per cento).** Gli investimenti in questo settore, principalmente di competenza pubblica, riguardano sia la realizzazione e il rinnovo di reti integrate di trasporto, transfrontaliere, indispensabili per l'aumento della competitività e della coesione territoriale, sia il miglioramento delle reti di trasporto urbano, indispensabili per ridurre la congestione delle città di dimensioni crescenti. Nel primo caso pesano principalmente ostacoli finanziari, connessi al lungo termine degli investimenti ad alta intensità di capitale. Oltre ai piani di investimento europeo già esistenti<sup>10</sup>, e all'utilizzo, ove possibile, di pedaggi a carico degli utenti che possono consentire l'utilizzo di PPP o altri strumenti finanziari innovativi, possono prevedersi strumenti di riduzione del profilo di rischio dei progetti mediante il supporto di garanzie pubbliche. Nel caso di investimenti nella mobilità urbana l'intervento potrebbe essere finalizzato all'aggregazione di progetti di dimensioni ridotte, al fine di creare una massa critica sufficiente ad attrarre gli investitori privati;
- **Energia (29 per cento).** Investimenti in questo campo sono necessari sia al fine di aumentare l'offerta, mediante l'aumento dell'efficienza delle reti di gas ed elettricità, la loro estensione anche nelle aree più periferiche e lo sviluppo di risorse rinnovabili, sia al fine di ridurre la domanda, attraverso il miglioramento dell'efficienza energetica di fabbricati e industrie. La massima parte degli investimenti nel settore si prevede che sarà attuata da investitori privati, che potranno operare anche nel campo del miglioramento dell'efficienza energetica degli edifici pubblici, anche grazie al supporto di servizi di consulenza tecnico-finanziaria. E' comunque ritenuta indispensabile la definizione di un contesto regolatorio comune, anche tramite il recepimento e l'attuazione delle direttive previste in materia di efficienza energetica;
- **Conoscenza, innovazione ed economia digitale (18 per cento).** L'elevato rischio associato a investimenti in tecnologie innovative rende opportuno l'intervento pubblico, sia con strumenti di condivisione del rischio, sia per mezzo di schemi di supporto tradizionali (quali i crediti d'imposta per gli investimenti in R&D); L'elevato impegno finanziario necessario per gli investimenti in infrastrutture digitali nelle aree rurali a ridotta redditività può trarre beneficio da programmi di sostegno sul lato della domanda, al fine di stimolare l'uso intensivo delle infrastrutture (Smart Cities, E-Government);
- **Infrastrutture sociali (15 per cento).** Tra gli investimenti ritenuti indispensabili a sostegno della crescita della produttività sono indicati quelli relativi all'accesso all'abitazione, all'istruzione, alla sanità e ai servizi urbani. La competenza locale della maggior parte di tali investimenti ha determinato la loro contrazione in relazione al ridursi delle dimensioni dei bilanci delle amministrazioni regionali e locali. Lo sviluppo di strumenti finanziari di aggregazione potrebbe contrastare la frammentazione degli investimenti;
- **Risorse e ambiente (9 per cento).** La scarsità delle risorse naturali disponibili e il contestuale aumento del loro spreco rendono necessari investimenti finalizzati all'incremento dell'efficienza dell'offerta (estrazione, produzione, distribuzione e tutela dalle contaminazioni) e alla riduzione degli sprechi (riuso, riciclo, rigenerazione e estrazione di materiali da tutti i tipi di rifiuti). In questo settore, al fine di attrarre investimenti privati, è importante l'aumento della scala degli investimenti, la riduzione del rischio, mediante strumenti di condivisione, e l'aumento dell'assistenza tecnica

<sup>10</sup> Tra cui il *Connecting Europe Facility* (CEF).

## 6. I contributi nazionali aggiuntivi e le regole del PSC

La Comunicazione della Commissione europea del 13 gennaio 2015 "*Making the best use of the flexibility within the existing rules of the Stability and Growth Pact*" ha introdotto alcuni incentivi per gli Stati membri a contribuire al FEIS oppure a cofinanziare, anche attraverso piattaforme nazionali, progetti infrastrutturali in ambito nazionale che siano cofinanziati dal FEIS. Tali incentivi sono rappresentati da un trattamento più flessibile dei contributi nazionali nell'ambito delle regole del Patto di stabilità e crescita.

Per quanto riguarda il contributo iniziale diretto al FEIS, la flessibilità riguarda sia la parte preventiva sia la parte correttiva del Patto. Sotto il primo aspetto rileva il trattamento di questo contributo come *una tantum* e quindi la sua esclusione dal calcolo del saldo strutturale di bilancio. Ciò significa che il versamento del contributo non influenzerebbe né il raggiungimento dell'obiettivo di medio termine (il pareggio strutturale di bilancio per l'Italia) né il sentiero di aggiustamento verso tale obiettivo. Ai fini della parte correttiva del Patto, il versamento del contributo verrebbe considerato come "fattore rilevante" nel caso sia di mancato rispetto della soglia di disavanzo del 3 per cento del PIL, che di violazione della regola del debito. Di fatto, quindi, il contributo non verrebbe considerato nel calcolo del disavanzo e del debito ai fini della decisione di apertura di una procedura per disavanzi eccessivi<sup>11</sup>.

Per quanto riguarda i cofinanziamenti a progetti in ambito nazionale, la maggiore flessibilità si limita solo alla parte preventiva del Patto. In questo caso, la Commissione terrebbe conto di questi cofinanziamenti nell'ambito della cosiddetta "clausola degli investimenti", alla stessa stregua dei cofinanziamenti nazionali per progetti cofinanziati dalla UE attraverso le politiche strutturali e di coesione, le reti trans-europee e l'iniziativa per collegare l'Europa (*Connecting Europe Facility*). In presenza di crescita negativa o di un *output gap* negativo e superiore all'1½ per cento e a condizione che il disavanzo effettivo resti al di sotto del 3 per cento del PIL con adeguato margine di sicurezza e che la spesa cofinanziata non sia sostitutiva di investimenti nazionali cosicché il totale degli investimenti non decresca, i cofinanziamenti ai progetti nazionali cofinanziati dal FEIS verrebbero esclusi dal calcolo del saldo strutturale nell'ambito della parte preventiva del Patto.

Si evidenzia che tra le condizioni richieste ai fini della possibilità di beneficiare della nuova clausola di flessibilità degli investimenti non è espressamente richiamato il rispetto della regola sul debito, come invece avveniva nella prima versione della clausola sugli investimenti<sup>12</sup>. Il mancato rispetto di tale regola ha impedito all'Italia di beneficiare

---

<sup>11</sup> Ove tale procedura venisse comunque aperta, il contributo al FEIS non verrebbe considerato nel valutare il rispetto del percorso di rientro, essendo quest'ultimo definito in termini di miglioramento del saldo strutturale, ai cui fini non rilevano le spese di carattere *una tantum*.

<sup>12</sup> L'interpretazione di tale clausola è contenuta nella lettera inviata dal vice presidente della Commissione europea ai Ministri delle finanze dei paesi dell'Unione europea il 3 luglio 2013. Tale clausola ha trovato applicazione nel 2013 per la Bulgaria e nel 2014 per la Bulgaria, la Romania e la Slovacchia.

in passato della flessibilità correlata al cofinanziamento nazionale di progetti di investimento cofinanziati dalla UE.

Sulla base delle *Winter forecasts* della Commissione, nel 2015 l'ambito applicativo della clausola di flessibilità per gli investimenti risulterebbe limitato a sei Paesi<sup>13</sup> (cfr. fig. 2). Inoltre, in particolare per l'Italia, la Danimarca e la Slovacchia, il cui disavanzo previsto per tale anno risulta non distante dal 3 per cento del PIL, la condizione di rispetto, con margine di sicurezza, di tale soglia (per la quale non opera l'esclusione delle spese di investimento) rappresenterebbe un ulteriore limite all'ampiezza dello spazio finanziario concesso dalla clausola degli investimenti.

Si noti, inoltre, che la flessibilità concessa rappresenta un incentivo solo nel caso di trasferimenti (*grants*) da parte delle pubbliche amministrazioni a favore di istituzioni al di fuori del perimetro della PA, in quanto tali trasferimenti sono considerati spese che impattano sull'indebitamento netto. Presumibilmente, tali spese potrebbero prendere la forma di contributi in conto capitale per finanziare l'assistenza tecnica di preparazione ai progetti (un modello cosiddetto di *blending* tra trasferimenti di bilancio e prestiti di istituzioni finanziarie, molto utilizzato negli anni recenti da Commissione e BEI soprattutto per la realizzazione di progetti al di fuori della UE). Al contrario, secondo le regole del SEC2010, nel caso di "strumenti finanziari" (garanzie, prestiti e partecipazioni al capitale, il cui utilizzo è fortemente raccomandato dalla Commissione) il contributo delle pubbliche amministrazioni verrebbe considerato una partita finanziaria e non verrebbe quindi, già in base alle attuali regole, contabilizzato nell'indebitamento netto della pubblica amministrazione ma solo nel suo debito. Questo tipo di operazioni non avrebbe quindi un impatto nell'ambito della parte preventiva del Patto, indipendentemente dall'operatività della clausola degli investimenti.

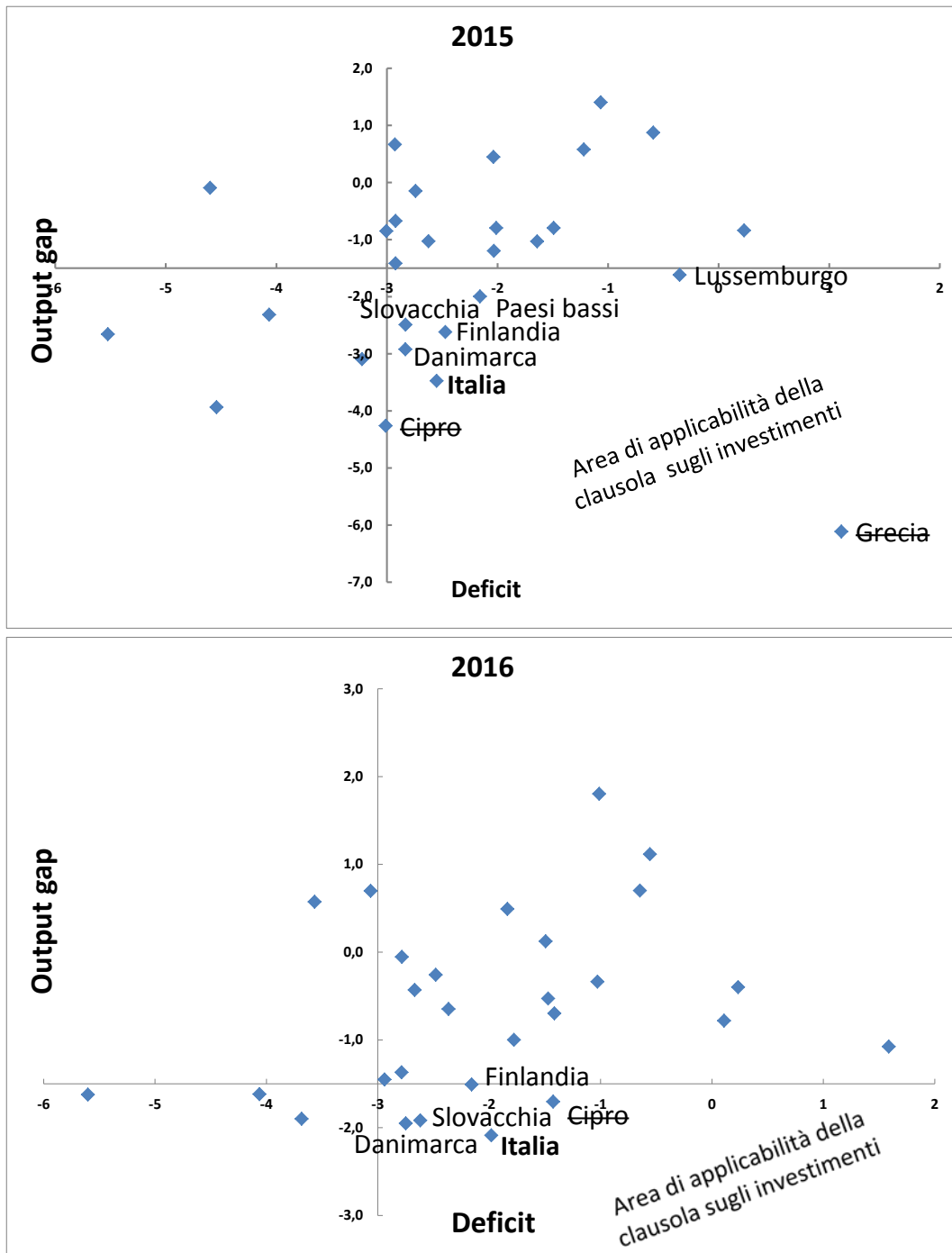
Ciò è tanto più vero nel caso in cui la partecipazione ai progetti fosse assicurata da una banca pubblica o semi-pubblica che sia considerata al di fuori del perimetro della PA (la Cassa Depositi e Prestiti nel caso dell'Italia). In questo caso, il contributo non verrebbe contabilizzato neppure nel debito delle pubbliche amministrazioni a meno che la banca non esegua l'investimento per conto di un'istituzione che si trovi all'interno del perimetro della PA (ciò è stabilito sulla base dell'ammontare di rischio del progetto che viene accollato dall'istituzione pubblica).

Un aspetto che limita fortemente l'incentivo a contribuire con fondi nazionali ai progetti cofinanziati dal FEIS (o in generale dalla UE) è inoltre l'incertezza che ancora caratterizza la clausola per gli investimenti. In particolare, non è ancora noto se tutto il flusso annuale di cofinanziamenti nazionali venga scomputato dal calcolo del saldo di finanza pubblica ai fini del Patto oppure solo la differenza rispetto all'anno precedente. La differenza tra le due opzioni è ovviamente significativa.

---

<sup>13</sup> Italia, Lussemburgo, Paesi bassi, Slovacchia, Finlandia e Danimarca; non sono considerati Cipro e Grecia in quanto attualmente soggetti alla procedura per disavanzi eccessivi. Sulla base delle *Winter Forecasts* solo alcuni di tali paesi rispettano la condizione di non diminuzione degli investimenti.

**Fig. 2 – Area di applicabilità della clausola sugli investimenti**



Fonte: Elaborazione su dati della Commissione europea. I paesi soggetti a procedura per disavanzo eccessivo che si situano nell'area di applicabilità della clausola sugli investimenti sono indicati con carattere barrato.

Un incentivo a contribuire con fondi strutturali di spettanza nazionale ai progetti cofinanziati dal FEIS potrebbe determinarsi nel caso in cui non operassero, per tale destinazione dei fondi, gli obblighi di cofinanziamento nazionale previsti per le altre finalizzazioni. In tal caso l'incentivo sarebbe rappresentato non tanto dall'esclusione dei fondi strutturali dal vincolo di saldo (esclusione che, limitatamente alle risorse di

provenienza UE opererebbe in ogni caso), quanto dalla possibilità di destinare al cofinanziamento dei progetti FEIS le risorse residue dei fondi strutturali del Piano 2007-2013, qualora si ravvisi il rischio di revoca delle somme rimaste inutilizzate.

## **7. Maggiore efficienza nell'utilizzo dei fondi strutturali e di investimento europei**

In aggiunta ai finanziamenti mobilitati dal FEIS, la strategia del Piano prevede anche uno sforzo di efficientamento da parte degli Stati membri e delle autorità regionali nell'utilizzo dei Fondi strutturali e di investimento europei (circa 450 miliardi relativi secondo la programmazione 2014-20, al netto dei cofinanziamenti nazionali).

Secondo il Piano, per aumentare l'impatto dei Fondi strutturali è innanzitutto necessario un maggiore utilizzo di strumenti finanziari innovativi (quali prestiti, capitale proprio, garanzie) al posto delle più tradizionali sovvenzioni. Tali strumenti dovrebbero essere indirizzati in settori di investimento fondamentali, con indicazioni specifiche nell'ambito delle allocazioni dei rispettivi Accordi di partenariato<sup>14</sup> e in particolare per il sostegno delle PMI, al fine anche di contribuire a promuovere il lavoro autonomo, l'imprenditoria e le microimprese. In secondo luogo, i paesi UE sono invitati a rafforzare l'effetto moltiplicatore dei fondi europei aumentando i cofinanziamenti nazionali 2014-2020 (attualmente pari a circa 180 miliardi) al di là del minimo previsto dalla normativa, soprattutto attraverso l'incremento dei fondi provenienti dal settore privato. Infine, il Piano raccomanda ai paesi membri di utilizzare in modo ottimale i fondi UE ancora disponibili per il periodo di programmazione 2007-13.

Inoltre, la Commissione nella comunicazione del 13 gennaio 2015 relativa alla interpretazione delle caratteristiche di flessibilità proprie del Patto di stabilità e crescita inserisce i cofinanziamenti nazionali tra i fattori da tenere in considerazione.

La definizione di tali cofinanziamenti rientra in quella più ampia del quadro finanziario europeo per il periodo 2014-20, risultante da un lungo processo negoziale. Il negoziato sul quadro finanziario e sul sistema di risorse proprie dell'UE è stato avviato nel luglio del 2011 a seguito della presentazione, nel giugno precedente, della proposta legislativa della Commissione europea. Dopo le modifiche apportate a tale proposta nel corso del 2012, il Consiglio europeo nel febbraio del 2013 ha raggiunto un accordo che prevede un massimale degli stanziamenti per l'UE a 28 membri – per il settennato – pari a 959,988 miliardi di impegni, corrispondenti all'1 per cento del reddito nazionale lordo della UE (con 908,400 miliardi di stanziamenti pagamenti, lo 0,95 per cento dell'RNL della UE). Successivamente, in base a quanto disposto dal Trattato sul funzionamento dell'Unione europea, il Regolamento adottato (dopo l'approvazione del Parlamento europeo) dal

---

<sup>14</sup> Gli strumenti innovativi dovrebbero essere utilizzati nei vari settori secondo specifiche percentuali: 50 per cento per il sostegno alle PMI, 20 per cento per le misure di riduzione delle emissioni di CO<sub>2</sub>, 10 per cento per le tecnologie dell'informazione e della comunicazione, 10 per cento per i trasporti sostenibili, 5 per cento per il sostegno a ricerca e sviluppo e 5 per cento per l'ambiente e l'uso efficiente delle risorse.

Consiglio della UE nel dicembre del 2013 – recante disposizioni comuni per massimizzare l'efficacia dei fondi strutturali e di investimento europei (Fondi SIE) – stabilisce una serie di norme in materia di condizionalità, verifica dei risultati, modalità di monitoraggio, valutazione e regole di ammissibilità. Per il nostro Paese, a tale disposizione legislativa ha fatto seguito l'Accordo di partenariato approvato nell'ottobre del 2014 e concernente la programmazione dei Fondi SIE, che individua in particolare le priorità di investimento, delineandole in obiettivi tematici (OT)<sup>15</sup>, e indica il quadro motivazionale di tale priorità e delle azioni a esse correlate nonché i metodi di intervento e i risultati attesi. Da ultimo, il Comitato interministeriale per la programmazione economica a fine gennaio 2015 ha approvato la proposta aggiornata relativa ai criteri di cofinanziamento pubblico nazionale dei programmi europei, che recepisce i contenuti degli emendamenti richiesti in sede di espressione del relativo parere dalla Conferenza Stato-Regioni.

Il quadro finanziario dell'Unione europea per il periodo 2014-2020 prevede, come già ricordato, un ammontare di stanziamenti di impegno pari circa 960 miliardi. Nell'ambito di tali stanziamenti per le politiche europee, sono indirizzati alla programmazione dei fondi strutturali e di investimento oltre 450 miliardi, riguardanti per circa 352 miliardi (77,7 per cento) i fondi strutturali (relativi al fondo europeo per lo sviluppo regionale - FESR<sup>16</sup>-, al fondo sociale europeo - FSE<sup>17</sup> - e al fondo di coesione - FC<sup>18</sup>), per oltre 95 miliardi (21,0 per cento) le politiche agricole (fondo europeo agricolo per lo sviluppo rurale - FEASR<sup>19</sup>) e per circa 6 miliardi (1,3 per cento) la politica marittima e della pesca (fondo europeo per gli affari marittimi e la pesca - FEAMP<sup>20</sup>) (cfr. tab. 4).

La dotazione finanziaria dell'Italia (che non partecipa al fondo di coesione, in quanto destinato alla convergenza economica delle regioni meno sviluppate) assume un peso

---

<sup>15</sup> In particolare, sono stati individuati undici OT: 1) rafforzare la ricerca, lo sviluppo tecnologico e l'innovazione; 2) migliorare l'accesso alle tecnologie dell'informazione e della comunicazione, nonché l'impiego e la qualità delle medesime; 3) promuovere la competitività delle piccole e medie imprese, il settore agricolo e il settore della pesca e dell'acquacoltura; 4) sostenere la transizione verso una economia a basse emissioni di carbonio in tutti i settori; 5) promuovere l'adattamento al cambiamento climatico, la prevenzione e la gestione dei rischi; 6) tutelare l'ambiente e promuovere l'uso efficiente delle risorse; 7) promuovere sistemi di trasporto sostenibili ed eliminare le strozzature nelle principali infrastrutture di rete; 8) promuovere l'occupazione sostenibile e di qualità e sostenere la mobilità dei lavoratori; 9) promuovere l'inclusione sociale, combattere la povertà e ogni forma di discriminazione; 10) investire nell'istruzione, formazione e formazione professionale, per le competenze e l'apprendimento permanente; 11) rafforzare la capacità delle amministrazioni pubbliche e degli *stakeholders* e promuovere un'Amministrazione pubblica efficiente.

<sup>16</sup> Il FESR sostiene programmi in materia di sviluppo, di potenziamento della competitività, di investimenti nella ricerca e innovazione, nello sviluppo sostenibile; finanzia principalmente investimenti in infrastrutture e interventi a favore delle imprese.

<sup>17</sup> Il FSE sostiene le politiche attive per l'occupazione e l'inclusione sociale; finanzia principalmente interventi volti a incrementare la partecipazione al mercato del lavoro, l'occupazione giovanile, e a migliorare la dotazione di capitale umano tramite investimenti in istruzione e formazione.

<sup>18</sup> Il FC è stato istituito con il trattato di Maastricht per finanziare infrastrutture di trasporto (reti trans-europee) e ambiente nei paesi membri con Pil pro-capite inferiore a 90 per cento della media comunitaria.

<sup>19</sup> Il FEASR finanzia principalmente misure per migliorare la competitività del settore agricolo, per preservare e tutelare l'ambiente, per promuovere l'adattamento ai cambiamenti climatici e a favore dello sviluppo rurale.

<sup>20</sup> Il FEAMP finanzia principalmente interventi volti a migliorare la competitività nel settore ittico e dell'acquacoltura, a preservare e tutelare l'ambiente, ad aiutare le comunità costiere.



rilevante, il secondo dopo quello della Polonia, all'interno delle assegnazioni delle risorse: il 9,7 per cento quale risultante del 9,3 per cento sia per i fondi strutturali che per quelli relativi alla politica marittima e del 10,9 per cento degli stanziamenti relativi alle politiche agricole.

Dopo l'approvazione del Regolamento europeo e preso atto dell'Accordo di Partenariato approvato dalla Commissione europea, il Comitato interministeriale per la programmazione economica, come già ricordato, ha adottato una delibera in cui è stato quantificato l'importo del cofinanziamento italiano a fronte dei fondi strutturali europei. In particolare, ai 32,7 miliardi europei relativi ai fondi FESR e FSE si affiancheranno risorse nazionali per 20,1 miliardi<sup>21</sup>.

Ai fini della valutazione del contributo aggiuntivo richiesto dalla Commissione agli Stati membri si deve ricordare che il nostro Paese e alcune regioni in particolare hanno mostrato una minore capacità di utilizzo finanziario dei fondi connessi alle politiche di coesione. Anche se i ritardi di esecuzione sono derivati in parte dal rispetto dei vincoli europei del Patto di stabilità e dalla conseguente necessità di manovre correttive che hanno riguardato anche le risorse in questione, è comunque richiesto uno sforzo particolare alle nostre amministrazioni centrali e locali. Andrà in special modo posta attenzione al divario di esecuzione dei programmi tra il Centro-Nord e il Sud del Paese.

Vari infatti sono gli aspetti che hanno influito nell'utilizzo non pieno delle risorse<sup>22</sup>: la dimensione media limitata dei progetti, data la presenza di moltissime iniziative con finanziamenti di importo contenuto; la minore capacità di coinvolgere finanziamenti privati e statali; la maggiore presenza di progetti complessi, che a volte oltrepassano il periodo settennale della programmazione, riguardanti in particolare i trasporti e le infrastrutture a rete.

Anche una recente indagine ad hoc relativa ai principali progetti cofinanziati dai fondi strutturali nelle regioni del Mezzogiorno<sup>23</sup> ha mostrato una elevata varianza nell'avanzamento finanziario dovuta, per quanto riguarda la realizzazione di opere pubbliche, a: lentezze nella progettazione e necessità di varianti in corso d'opera, alto contenzioso legale relativamente ai bandi, presenza di più livelli di governo con collegate difficoltà nella catena di trasmissione delle risorse, compresenza di più enti decisionali, alta frequenza di ricorsi sulla valutazione di impatto ambientale; per quanto riguarda gli strumenti finanziari, la lentezza di esecuzione è derivata sostanzialmente da: ritardi nella

---

<sup>21</sup> Non si dispone di informazioni circa il cofinanziamento nazionale a fronte dei 10,4 miliardi di stanziamenti europei per il fondo FEASR né di quello corrispondente ai 537,3 milioni del fondo europeo FEAMP.

<sup>22</sup> Secondo una analisi della Banca d'Italia su dati di OpenCoesione, effettuata in *Economie regionali* n. 43, dicembre 2014. OpenCoesione è il portale del Dipartimento per lo sviluppo e la coesione economica (DPS) sull'attuazione dei progetti finanziati dalle politiche di coesione in Italia; riporta i dati del monitoraggio degli interventi effettuato dalla Ragioneria generale dello Stato del Ministero dell'Economia e delle finanze.

<sup>23</sup> Condotta nel mese di maggio 2014 dalle Filiali della Banca d'Italia delle regioni del Mezzogiorno su un campione di progetti riguardanti sia la realizzazione di opere pubbliche sia la creazione di strumenti finanziari, quali incentivazioni alle imprese, fondi di garanzia e iniziative di "ingegneria finanziaria".

definizione dei bandi, scarso interesse nelle imprese, presenza di requisiti troppo stringenti, elevata litigiosità con presenza di ricorsi.

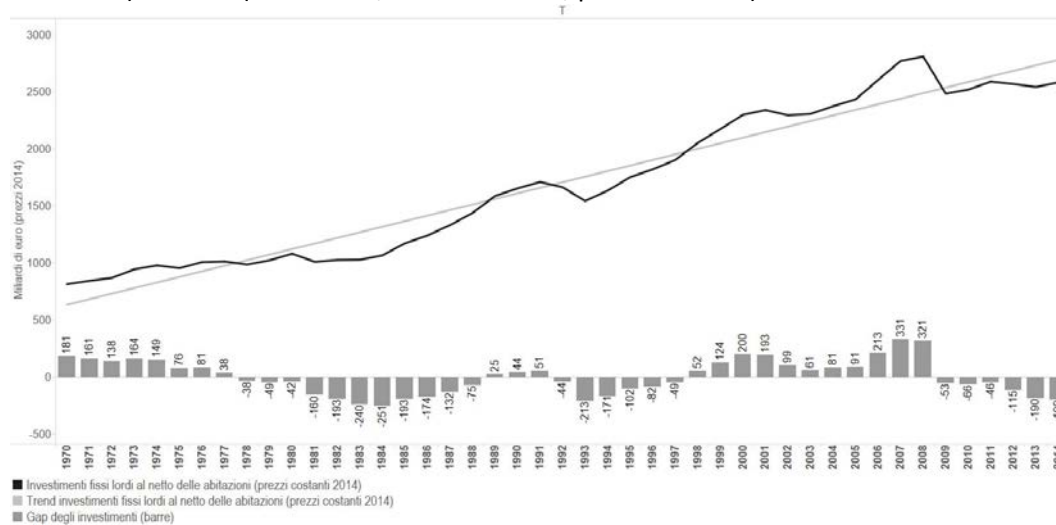
**Tab. 4** – Fondi strutturali e di investimento europei (SIE), Programmazione 2014-20  
(miliardi di euro)

	Fondi strutturali	Politiche agricole	Politica marittima e della pesca	Totale Fondi SIE	Incidenza percentuale per paese
EU 28	351,78	95,32	5,75	452,85	100,00
Polonia	79,67	10,94	0,53	91,14	20,13
Italia	32,82	10,43	0,54	43,79	9,67
Spagna	28,56	8,29	1,16	38,01	8,39
Romania	22,99	8,02	0,17	31,17	6,88
Germania	19,23	8,22	0,22	27,67	6,11
Francia	15,85	9,91	0,59	26,35	5,82
Portogallo	21,47	4,06	0,39	25,92	5,72
Ungheria	21,91	3,46	0,04	25,40	5,61
Rep. Ceca	21,98	2,17	0,03	24,18	5,34
Grecia	15,52	4,20	0,39	20,10	4,44
Slovacchia	13,99	1,89	0,02	15,90	3,51
Regno Unito	11,84	2,58	0,24	14,66	3,24
Croazia	8,61	2,33	0,25	11,19	2,47
Bulgaria	7,59	2,34	0,09	10,02	2,21
Lituania	6,82	1,61	0,06	8,50	1,88
Lettonia	4,51	0,97	0,14	5,62	1,24
Austria	1,24	3,94	0,01	5,18	1,14
Estonia	3,59	0,73	0,10	4,42	0,98
Svezia	2,11	1,75	0,12	3,98	0,88
Slovenia	3,07	0,84	0,02	3,93	0,87
Finlandia	1,47	2,38	0,07	3,92	0,87
Irlanda	1,19	2,19	0,15	3,53	0,78
Belgio	2,28	0,55	0,04	2,87	0,63
Paesi Bassi	1,40	0,61	0,10	2,11	0,47
Danimarca	0,55	0,63	0,21	1,39	0,31
Cipro	0,74	0,13	0,04	0,91	0,20
Malta	0,73	0,10	0,02	0,85	0,19
Lussemburgo	0,06	0,10	0,00	0,16	0,04

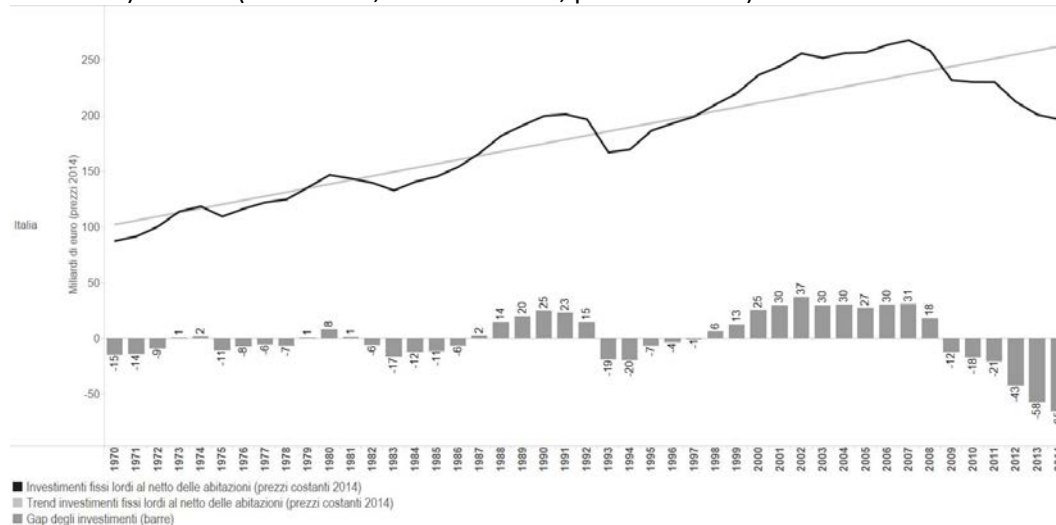
Fonte: Commissione europea, *Regional Policy InfoRegio*, Available budget 2014-2020.

## Appendice

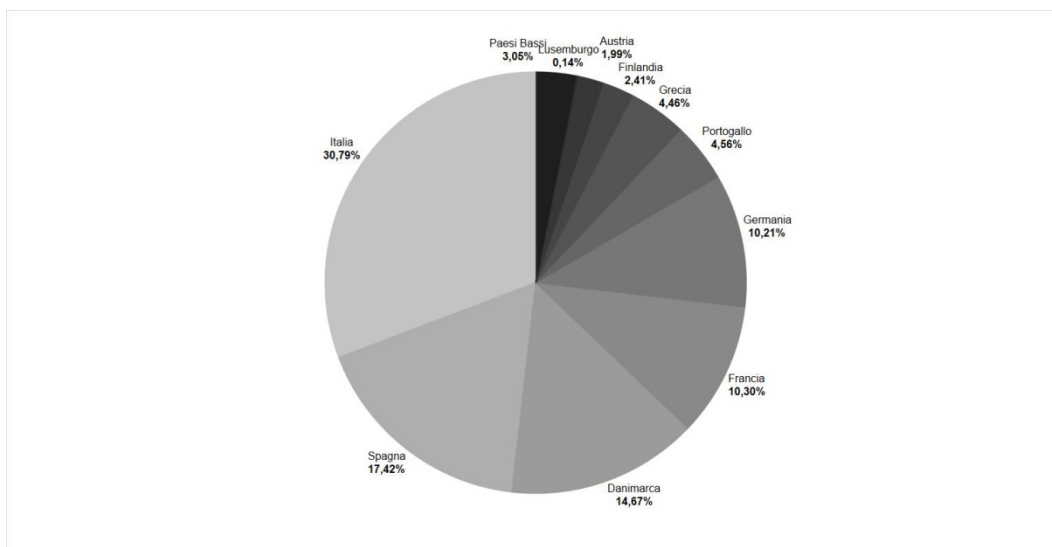
**Fig. 1a** – Investimenti fissi lordi e *Investment Gap* (al netto degli investimenti in abitazioni) in EU15 (1970-2014, milioni di euro, prezzi costanti)



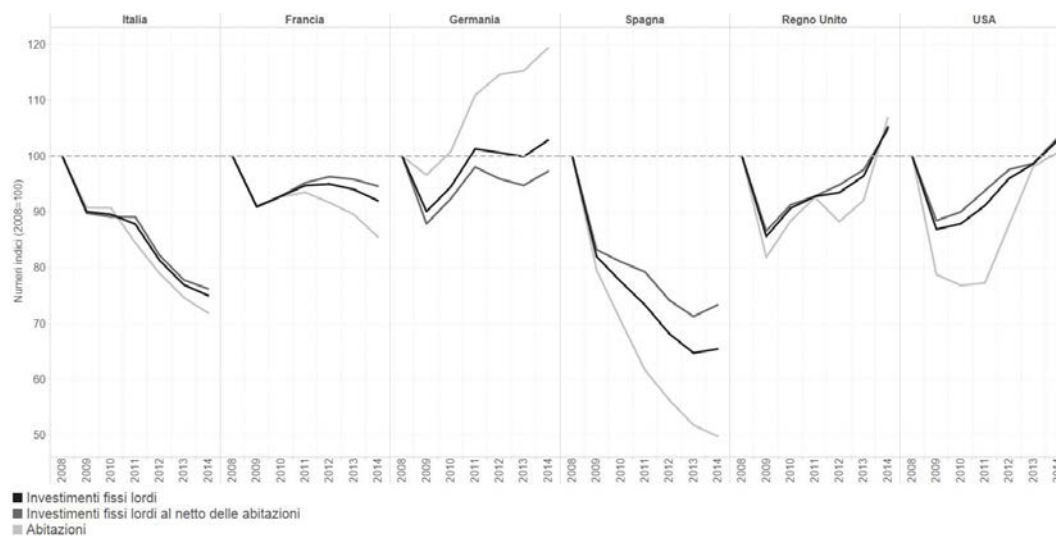
**Fig. 2a** – Investimenti fissi lordi e *Investment Gap* (al netto degli investimenti in abitazioni) in Italia (1970-2014, milioni di euro, prezzi costanti)



**Fig. 3a** – Composizione tra paesi dell'Investment Gap totale in Eu 15 (2014)



**Fig. 4a** – Investimenti fissi lordi totali e loro componenti (2008-14, numeri indice 2008=100)



**Fig. 5a** – Investimenti in infrastrutture (2008-13, euro per mille abitanti, prezzi costanti)

