

Consiglio Nazionale dell'Economia e del Lavoro

Commissione IV

Proposta di

Schema di Osservazioni e proposte su

Parametri di Valutazione e Criteri di Scelta per gli Investimenti Pubblici

Premessa, pertinenza alle finalità del Cnel e proposta di un programma di lavoro in questa materia per la Consiliatura.

Il presente testo di Osservazioni e proposte è predisposto dal CNEL in ottemperanza all'art. 10 della legge 936/1986 recante "Norme sul Consiglio nazionale dell'economia e del lavoro".

All'inizio della presente Consiliatura (IX), su proposta della Commissione IV, l'Assemblea ha approvato Documento di Osservazioni e Proposte (30-11-2011) che poneva l'accento sulla necessità di avere parametri di valutazione e criteri di scelta chiari e trasparenti per la definizione dei programmi di investimenti pubblici, in generale, e di quelli in infrastrutture, in particolare, individuando nello sviluppo di una adeguata rete infrastrutturale uno dei nodi fondamentali da sciogliere per sostenere la crescita dell'economia nazionale.

Con il Programma per l'anno 2012, approvato dall'Assemblea il 20-06-2012, è stato ribadito l'interesse del Consiglio ad approfondire tale argomento anche attraverso l'individuazione di precise proposte sull'attualizzazione dei parametri di valutazione dei progetti e sui criteri da adottare – in tempi di estrema scarsità di risorse finanziarie – nella scelta degli stessi.

Questo Documento di Osservazioni e Proposte si situa in un fase particolarmente grave per l'Italia. Dopo un lungo periodo di stagnazione, dal 2008 alla fine dell'anno in corso, il Pil su subito una contrazione stimata in circa dodici punti percentuali con

effetti devastanti sulla struttura produttiva, sulla capacità delle imprese di stare sul mercato e sui redditi delle famiglie. Dal 1999 al 2010, il reddito pro-capite ha subito una contrazione del dieci per cento. La produttività multifattoriale è ristagnata per un decennio, mentre cresceva nel resto dell'OCDE, e dal 2008 ha accusato una contrazione di quattro punti percentuali. A fronte di questo contesto di economia reale, l'Italia si è impegnata in un rigoroso programma di finanza pubblica per raggiungere il pareggio di bilancio già nel prossimo anno e ridurre il fardello del debito pubblico. Una *spending review* è iniziata al fine di ridurre, e se possibile eliminare, le spese pubbliche di minore utilità per collettività. Nel contempo, però, la spesa pubblica in conto capitale, che – come meglio si vedrà in seguito – potrebbe contribuire sia a una maggiore utilizzazione dei fattori di produzione, sia a un incremento della produttività, ha subito una forte contrazione e resterà a livelli bassi nei prossimi anni.

Mentre si studiano nuovi strumenti finanziari per potenziare le infrastrutture (quali *project bonds* in parte modellati su obbligazioni mirate allo scopo che hanno avuto successo negli Stati Uniti), è necessario aggiornare i parametri di valutazione e i criteri di selezione per gli investimenti pubblici, elaborati circa trenta anni fa e affinare strumenti di analisi per tener conto che nei prossimi anni il capitale privato sarà chiamato a collaborare con la spesa pubblica per investimenti di ammodernamento delle infrastrutture del Paese.

Ciò comporta l'individuazione per gli operatori privati un percorso che tenga conto della volatilità dei mercati destinata, verosimilmente, a continuare nel prossimo futuro. Per l'operatore pubblico, ciò significa individuare una metodologia che, meglio di altre, riesca a tenere conto di obiettivi occupazionali e distributivi (sia tra fasce di reddito sia tra generazioni) e sia inquadrata in una visione di sviluppo sostenibile e inclusivo.

Questo documento può essere concepito come il primo di una serie che, nell'ambito dell'attuale Consiliatura, porterebbe, in ultima istanza, alla formulazione e, se del caso, alla pubblicazione di un Manuale CNEL (ossia condiviso con le parti sociali) per la definizione di parametri di valutazione e di criteri di scelta per gli investimenti pubblici. Tale condivisione darebbe al Manuale una forza istituzionale che direttive meramente amministrative non potrebbero mai avere; per questa ragione, altri Stati hanno guardato ai propri Comitati Economici e Sociali e gli Stati Uniti al Congresso.

In molti Paesi, infatti, tali parametri e criteri sono elaborati con il contributo dei Consigli Economici e Sociali, poiché riguardano tematiche come la distribuzione interpersonale e intertemporale del reddito, l'occupazione e l'ambiente, che sono sovente di competenza di detti Consigli. Negli Stati Uniti, dove non esiste un Comitato Economico e Sociale, i parametri sono oggetto di leggi varate periodicamente dal Congresso. La metodica di base è fissata in una legge del 1980 – l'unica della prima Amministrazione Reagan, mai modificata da allora nonostante il

passare degli anni e i cambiamenti di maggioranze in Congresso oltre che di guida della Casa Bianca.

La metodologia del Manuale potrebbe essere estesa a comparti salienti delle politiche pubbliche, come già avviene in altri Paesi e come suggerito e incoraggiato dalle istituzioni finanziarie internazionali (Banca Mondiale, Banche regionali di sviluppo, Fondo Monetario Internazionale). Il Manuale si differenzerebbe da quelli predisposti in passato¹ proprio a ragione del contributo delle parti sociali, contributo che darebbe ai suoi contenuti maggiore autorevolezza e condivisione rispetto a documenti a carattere principalmente tecnico-amministrativo oppure economico metodologico. Tale Manuale sarebbe di grande utilità a Governo, Parlamento e Pubbliche Amministrazione poiché:

- a) unificherebbe la metodologia che nei Manuali in essere segue percorsi concettualmente differenti (anche se, ove correttamente applicati, dovrebbero portare alle medesime conclusioni in termini di “accettazione o rigetto” di singoli investimenti;
- b) avrebbe l’investitura politica di un organo di rilevanza Costituzionale .

Per le sezioni più chiaramente procedurali di tale Manuale, l’Assemblea potrebbe dare mandato alla Commissione IV di predisporre non un apposito documento di “Osservazioni e Proposte” ma una nota tecnica da presentare, e discutere, in una riunione assembleare *ad hoc*.

Al fine di facilitare la lettura di questo Documento le proposte sono poste in grassetto e le sezioni più strettamente tecnico-economiche in riquadri a corpo 12 e in corsivo.

Osservazioni

1. Ruolo dell’Investimento Pubblico nelle politiche di sviluppo.

L’investimento pubblico è essenziale alla piena utilizzazione della capacità produttiva (nella fase di cantiere) e all’aumento del capitale fisso sociale e, quindi, della produttività e della competitività (nella fase a regime). In un periodo in cui l’economia italiana ha subito una forte contrazione, l’investimento pubblico è

¹ Di Manuali prodotti da istituzioni italiane esistono quelli dell’allora Ministero del Bilancio e della Programmazione Economica del 1985 e del 1991, quello del Ministero Affari Esteri del 1991 e la “Guida Operativa “ (disponibile solamente su supporto magnetico) prodotta dalla Scuola Superiore della Pubblica Amministrazione (Sspa) nel 2006. Negli ultimi anni, c’è stata una vasta produzione di “guide” da parte della Commissione Europea (Ce). Unicamente i testi del Ministero del Bilancio e della Programmazione Economica e del Ministero Affari Esteri hanno avuto approvazione formale dall’autorità politica. Né la “guida” della Sspa né quelle della Ce hanno avuto un vaglio politico. Nessuno di questi testi è stato discusso con le parti sociali.

condizione indispensabile, pur se non sufficiente, per attivare l'ingente capacità produttiva e di lavoro non utilizzata e per rilanciare la produttività – in ristagno da tre lustri. Un tasso di disoccupazione che supera il 10% della forza lavoro e un tasso di utilizzazione degli impianti industriali che sfiora mediamente il 65% e nel settore metalmeccanico non raggiunge il 55% sono segnali evidenti della necessità di riavviare un processo virtuoso di crescita sostenibile ed inclusiva.

In effetti, secondo numerosi economisti, sarebbe necessario allo scopo un forte aumento dell'investimento pubblico, tanto più che non fanno difetto progetti esecutivi pronti a essere immediatamente cantierabili. Tuttavia, le restrizioni al bilancio dello Stato e degli Enti locali, definite nel quadro degli accordi europei in materia di unione monetaria, sono all'origine di una riduzione degli investimenti pubblici sia in percentuale del Pil sia in termini assoluti; in percentuale del Pil, la spesa pubblica in conto capitale è passata dal 3,5% negli anni sessanta e ottanta (con una leggera contrazione negli anni settanta) al 2% in media nel primo decennio del nuovo secolo. In termini assoluti, si stima che nel 2011 la spesa pubblica in conto capitale si sia assestata attorno a 32.000 milioni di euro (meno della metà della media annuale degli anni ottanta). Anche per questa ragione, il pensiero economico dominante ritiene che le spese in conto capitale delle pubbliche amministrazioni non dovrebbero essere incluse nel conto al fine dei parametri del trattato di Maastricht, del patto di crescita e di stabilità e del '*Fiscal Compact*'.

La finanza di progetto, ossia l'apporto di capitale privato al finanziamento di beni sociali, come le infrastrutture, è in Italia in gran misura agli inizi: tra il 1990 e il 2009 (ultimo periodo per il quale si ha un consuntivo completo) nel Regno Unito il finanziamento privato sfiorava il 70% circa del costo delle infrastrutture (intese in senso lato), in Spagna il 10%, in Francia e Germania il 5%, mentre in Italia si toccava appena il 2%. Questi dati rispecchiano essenzialmente il fatto che nel nostro Paese la finanza di progetto è decollata tardi rispetto ai principali Paesi europei. Iniziative della Cassa Depositi e Prestiti, di alcune delle maggiori banche e di singoli investitori suggeriscono che l'apporto dei privati dovrebbe e potrebbe essere crescente nei prossimi anni.

Ciononostante, da un lato, è scarsamente realistico pensare che l'investimento pubblico, anche con l'apporto dei privati, torni ai livelli degli anni ottanta o anche solamente a quello dell'inizio degli anni novanta (quando pareva assestato sul 3% del Pil); dall'altro, i vincoli di bilancio e l'auspicabile crescente apporto di investitori privati hanno due implicazioni importanti:

- a) l'esigenza di allestire con cura e rigore la strategia di investimento (nonché i singoli progetti), al fine di massimizzare gli effetti dell'utilizzazione di scarse risorse per il raggiungimento degli obiettivi politici di utilizzazione, nella fase di cantiere, di capacità produttiva non pienamente impiegata e di aumento della produttività nella fase a regime;

- b) rendere compatibili obiettivi pubblici sovente relativi al medio e lungo periodo con obiettivi di privati investitori che di solito guardano al breve periodo con attenzione maggiore rispetto all'operatore pubblico, specialmente in una situazione, come l'attuale, di grande volatilità dei mercati finanziari.

2. Stato della metodologia

Da quando lo Stato si è interessato al finanziamento di beni sociali, meritori e comuni (come le infrastrutture) – e non solamente a quello di beni pubblici non divisibili e non rivali (difesa nazionale, ordine pubblico, democrazia, giustizia) – si è posto il problema dell'allocazione delle risorse per detti beni e, quindi, della loro valutazione e selezione. Una prima formulazione completa della metodologia di valutazione si è avuta in Francia addirittura nel 1844, con l'elaborazione delle basi dell'analisi dei costi e dei benefici sociali degli investimenti pubblici².

Quasi in parallelo, è iniziata l'elaborazione per una metodologia diretta a valutare opere pubbliche (ferrovie, impianti e reti di energia, ecc.), finanziate prevalentemente a opera di privati, vagliate e scelte dagli investitori principalmente sulla base di parametri di valutazione e di criteri di scelta basati su indicatori di redditività contabile (quali Roe e Roi)³. Economisti e giuristi italiani hanno fornito un importante contributo metodologico già in età giolittiana, nonché nei decenni più recenti⁴.

² J. Dupuit, *De mesure de l'utilité des travaux publics* in «Annales Des Ponts et Chaussées» No. 8, 1844. All'inizio del ventesimo secolo, le scuole di scienza delle finanze in Italia ed in Svezia hanno dato un contributo importante in queste materie. Tale contributo è stato a lungo ignorato nel mondo anglosassone e francofono perché la letteratura ad esso pertinente non veniva tradotta in lingue internazionali, anche se quella svedese è apparsa, in parte, anche in tedesco.

³ Il Roe (*Return on Equity*), è un indice di redditività del capitale proprio, dato dal rapporto tra reddito netto dell'investimento rapportato al capitale netto o capitale proprio. Il Roi (*Return on Investment*), è un indice di redditività del capitale investito indipendentemente dalle fonti utilizzate (proprie o acquisite sul mercato).

⁴ Per una rassegna rapida, si veda E. Screpanti, S. Zamagni, *Profilo di Storia del Pensiero Economico*, Carocci, 2004. Per sviluppi più recenti cfr. G. Pennisi e P.L. Scandizzo, *Valutare l'incertezza – L'analisi costi benefici nel XXI secolo*, Giappichelli, 2003, o G. Pennisi e P.L. Scandizzo *Economico Evaluation in the Age of Uncertainty*, in "Evaluation", Vol. 12, No. 1, 2006, e G. Pennisi, *Quaranta Anni di Valutazione delle Politiche e degli Investimenti pubblici: lezioni dell'esperienza*, in "Rassegna Italiana di Valutazione", Anno 12, No. 40, 2008.

RIQUADRO I

Un breve cenno all'evoluzione della metodologia

Negli anni venti e trenta del secolo scorso, con l'affermazione della programmazione sia negli Stati socialisti, sia in quelli fascisti e nazisti, sia nel New Deal americano, queste metodologie sono state integrate con le prime versioni della modellistica computabile di equilibrio economico generale, che hanno avuto pieno sviluppo con l'elaborazione delle tavole delle interdipendenze settoriali e, più di recente, nelle matrici di contabilità sociale. Al riguardo, va detto che la rilevazione di quelle dell'Italia non viene aggiornata dal 1994 a ragione di difficoltà di bilancio dell'Istat. Le tavole del 1994, tuttavia, sono state utilizzate per fornire importanti indicazioni in tema di politica tributaria e per la valutazione del programma di transizione dalla televisione analogica al digitale terrestre, nonché per la messa a punto di alcuni programmi regionali di sviluppo (ad esempio, quelli della Toscana e della Regione Siciliana).

All'inizio degli Anni Settanta del secolo scorso, l'Analisi costi benefici (AcB) delle politiche e degli investimenti pubblici ha trovato una sistemazione metodologica e procedurale in lavori Unido (United Nations Industrial Development Organization) e Oecd (Organization for Economic Co-operation and Development) che, pur seguendo un approccio sostanzialmente identico sotto il profilo della metodica economica, prevedevano diverse unità economico-sociali di conto e quindi diverse procedure contabili di valutazione. All'inizio degli anni ottanta, è iniziata una vera fioritura di valutazioni sulla base di matrici di contabilità sociale non solo per investimenti pubblici, ma anche per tematiche di politica economica in generale (ad esempio, come si è detto, di politica tributaria). Mentre le metodiche e le procedure di valutazione basate su analisi costi benefici vengono facilmente apprese e applicate anche da chi non ha una formazione economica quantitativa, le valutazioni basate su modelli computabili e matrici di contabilità sociale richiedono una profonda conoscenza di econometria avanzata. In Italia, inoltre, solo da pochi mesi l'Istat ha iniziato l'aggiornamento delle matrici di contabilità sociale, la cui ultima rilevazione risale – come si è detto – al 1994 e non incorpora, quindi, le trasformazioni avvenute nella struttura economica, soprattutto ad opera dell'Information & Communication Technology (ICT).

In conclusione, l'Italia ha avuto un ruolo chiave nello sviluppo della metodologia sin dalla fine del Diciannovesimo secolo e un rigoglio di iniziative negli ultimi trent'anni ma manca una proposta metodologica e procedurale aggiornata proveniente da un organo politico esprime le parti sociali come il CNEL.

3. Parametri di valutazione, criteri di scelta e ruolo dei Consigli Economici e Sociali di altri Paesi nella loro elaborazione.

I *parametri di valutazione* per l'analisi economica e sociale riguardano essenzialmente:

- a) le preferenze intertemporali e interpersonali della collettività (o le preferenze di distribuzione dei costi e dei benefici per fasce di reddito/consumi o su base territoriale o sotto il profilo intergenerazionale);

- b) il valore sociale da attribuire a obiettivi di politica economica e sociale, quali l'occupazione, la coesione sociale e la sostenibilità ambientale;
- c) il valore da attribuire a beni e servizi non di mercato o solo parzialmente di mercato (istruzione, ambiente, salute);
- d) il computo economico di effetti esterni, interdipendenze, costi accantonati, trasferimenti finanziari all'interno della collettività, andamento generale o specifico dei prezzi di beni e servizi;
- e) il valore economico e sociale di beni e servizi in mercati regolamentati (spesso con tariffe e altre forme di prezzi amministrati);
- f) il valore da dare al tasso di cambio (il prezzo dei prezzi) o a differenze tra prezzi interni e prezzi internazionali.

RIQUADRO II

Procedure da considerarsi consolidate

In pratica, per c), d) ed e) esistono procedure contabili ormai consolidate all'interno dell'area Oecd, procedure peraltro adottate anche in gran parte dei Paesi in via di sviluppo su impulso della Banca mondiale e delle Banche regionali di sviluppo. Inoltre, f) è pertinente quasi esclusivamente a Paesi le cui valute o non sono convertibili o la cui convertibilità è soggetta a forti vincoli, quindi, non a economie aperte, come quella italiana, che fanno parte di vaste unioni monetarie. Occorre, dunque, concentrarsi su a) e b). Detti parametri differiscono soprattutto in quanto esprimono obiettivi e vincoli della collettività (cd. "politici"), da quelli di redditività contabile che di solito guidano gli operatori privati.

I *criteri di selezione* riguardano le metodiche di scelta dei programmi o dei progetti da sostenere – nella platea di quelli valutati singolarmente validi – a fronte di un vincolo di bilancio.

In Italia, una normativa analoga è stata approvata nel 1999, ma è sostanzialmente non applicata⁵; inoltre, la normativa richiede analisi di costi e di benefici sociali, ma non fornisce indirizzi né su come farla, né su quali parametri di valutazione e criteri di scelta adottare. Tuttavia, parametri e criteri sono stati elaborati negli anni ottanta dall'allora Ministero del Bilancio e della Programmazione Economica sulla base di una metodologia econometrica aggregata, volta a stimare il rendimento marginale dell'investimento in opere pubbliche⁶. Essi hanno fornito la base di una delibera del

⁵ Legge 17 maggio 1999, n. 144, recante "Misure in materia di investimenti", specialmente l'art. 1.

⁶ La metodica è sintetizzata in un saggio di M. Tenenbaum in appendice al volume di F. Nuti, *L'analisi costi benefici*, Il Mulino, Bologna, 1987. In termini tecnici, viene utilizzata una funzione Cobb-Douglas quale aggiornata da Solow. In breve, la funzione Cobb-Douglas è imperniata sulle relazioni tra investimento e prodotto ed i lavori di Solow vi introducono il progresso tecnico, variabile esplicativa essenziale della produttività marginale del capitale in Italia nel periodo 1950-1980. Quello è stato un trentennio di grande crescita economica e di cambiamento strutturale dell'economia e della società italiana.

CIPE del 1984, emendata, per gli investimenti nel Mezzogiorno, da una direttiva della Presidenza del Consiglio del 1986. Tanto la delibera CIPE, quanto la direttiva della Presidenza del Consiglio sono ormai obsolete, tanto più che erano basate, a loro volta, su una serie storica di dati di rendimento marginale dell'investimento pubblico nel periodo 1950-1980 (la prima) e su mai motivate, o anche solo esplicitate, decisioni amministrative (la seconda). Nell'analisi del Ministero del Bilancio aveva, quindi, un peso rilevante l'alto rendimento marginale dell'investimento pubblico nel periodo del "miracolo economico". Quella della Presidenza del Consiglio parrebbe, invece, privilegiare i rendimenti di lungo periodo nel Mezzogiorno, in assenza di una nota o di una spiegazione tecnica mai fornita.

Nel 2007, un documento di lavoro dell'Uval (Unità di valutazione ora presso il Ministero dello Sviluppo Economico) ha proposto un aggiornamento, peraltro mai ufficializzato, del parametro più significativo, il tasso di attualizzazione per l'investimento pubblico, basato sostanzialmente sui lavori della Commissione Europea e sulle direttive amministrative per le istruttorie di piani e progetti a valere sui fondi strutturali europei.

Dalla delibera Cipe del 1984, in breve, non c'è stata alcun indirizzo ufficiale in materia di parametri di valutazione per l'investimento pubblico. Il CNEL può, anzi deve, svolgere un ruolo utile per Parlamento e Governo in questa materia, coprendo una seria lacuna.

4. I contenuti di un programma di lavoro tematico per la IX Consiliatura-

Come indicato in premessa , questo Documento propone un programma di lavoro tematico per la IX Consiliatura.

Con questo obiettivo di medio periodo, si pone il problema dell'ordine in cui analizzare e proporre i principali parametri di valutazione e criteri di scelta. In sintesi essi sono il Saggio di sconto sociale (Sss) – ossia il tasso di attualizzazione per raffrontare i costi con i benefici/ricavi che si realizzano nel corso di un lasso temporale che può essere anche molto lungo; il Saggio di salario ombra (Sso) – ossia il valore da dare all'occupazione incrementale netta creata dall'investimento – e le principali ponderazioni per incorporare nell'analisi specifici obiettivi di politica pubblica, quali la coesione sociale, lo sviluppo territoriale, l'internazionalizzazione delle imprese.

Nella manualistica tradizionale, l'analisi inizia, di solito, con la definizione e la quantificazione del Sss, non perché tale parametro sia più importante di quelli attinenti all'occupazione (Sso), alla coesione sociale, allo sviluppo territoriale, all'internazionalizzazione delle imprese e ad altri aspetti (come le cd. "ponderazioni distributive"), ma perché nelle formulazioni tecnico-matematiche gli altri parametri

dipendono dal Sss e vengono, in gran misura, da esso derivati. Per il Cnel, ciò ha particolare importanza in quanto a seconda del metodo e delle tecniche di derivazione del Sss è più agevole calcolare parametri (come il Sso e le ponderazioni distributive) che diano rilievo agli aspetti occupazionali e di distribuzione interpersonale interpersonali (tra categorie di percettori di reddito e tra generazioni) dei costi e dei benefici degli investimenti. Inoltre, il Sss è spesso assunto sia come parametro sintetico di valutazione, sia come criterio di scelta. Negli ultimi vent'anni, due aspetti aggiuntivi inducono a utilizzare il Sss come punto di avvio per "Osservazioni e Proposte" in queste materie:

- a) da un canto, il Sss ha notevole assonanza con i parametri di valutazione e con i criteri di scelta degli investitori privati (indicatori di valore progettuale quali Roe, Roi, Irr⁷) e, quindi, agevola il dialogo nei sempre più frequenti casi di finanza di progetto con apporto di capitale privato;
- b) da un altro, la letteratura relativa all'economia ambientale e allo sviluppo sostenibile porta a conclusioni metodologiche marcatamente differenti da quelle che su questo tema hanno ispirato la gran parte della manualistica tradizionale (come quella dell'Oecd, della Banca Mondiale, della Ce e in Italia del Ministero del Bilancio e della Programmazione Economica). **Queste dimensioni sono di particolare rilievo per le parti sociali.**

Di conseguenza, questo primo schema di Osservazioni e Proposte si concentra sul Sss, proponendo un approccio rigoroso ma differente da quello elaborato in gran parte della manualistica di uso corrente. La proposta è di utilizzare il Sss come 'valore di soglia' per una prima valutazione di programmi e progetti d'investimenti pubblici.

5. Parametri di valutazione per l'operatore privato in condizioni di finanza di progetto

Nella letteratura e nella prassi tradizionale, un operatore privato valuta una proposta d'investimento utilizzando indicatori di redditività finanziaria (quali il Roi, il Roe e il Tir) e confrontandoli con le migliori alternative possibili a grado di rischio non inferiore a quello della proposta in essere. Per decenni, come migliore alternativa possibile, ossia come "valore di soglia", è stato considerato il "rendi stato", ossia la media dei rendimenti dei titoli pubblici, considerati per definizione privi di rischio, oppure sono stati presi in esame parametri internazionali che incorporassero una media ponderata del "rendi stato" in un gruppo di Paesi omogenei come l'Eurozona, l'Ue, oppure ancora l'area Oecd.

⁷ Irr (*Internal Rate of Return*) o Tir (Tasso Interno di Rendimento) è un indice di redditività finanziaria di un flusso monetario, quale quello generato da un investimento.

RIQUADRO III

La Valutazione del Rischio

Tecniche di statistica stocastica o probabilistica – dalle più semplici “analisi di reattività” o “analisi di sensitività”, alle più elaborate “simulazioni di Monte Carlo” – sono entrate gradualmente in uso per valutare il rischio e raffrontare gli indicatori di rendimenti attesi con il “valore di soglia”. Molto semplicemente, l’analisi di reattività o di sensitività (o anche di rischio), serve a valutare le variazioni della redditività in relazione alle modifiche delle principali variabili dell’investimento (domanda, costi, ...) o di altri fattori che le determinano (andamento dei prezzi, previsioni statistiche, ...), in modo da verificarne l’attendibilità e la rischiosità, in particolare di quelle più critiche. La “simulazione Monte Carlo” prende invece in considerazione una serie di esiti delle diverse variabili considerate in un investimento, associandoli alla loro probabilità di realizzarsi. Nella situazione di integrazione finanziaria internazionale determinatasi negli ultimi vent’anni e, specialmente nel contesto di volatilità dei mercati internazionali caratteristica della crisi finanziaria iniziata nel 2007, questo approccio appare non più adeguato.

In materia di parametri di valutazione per l’operatore privato, anche e soprattutto se in operazioni di finanza di progetto, sta emergendo una nuova scuola che pone l’accento su:

- i) l’irreversibilità dell’investimento;
- ii) l’incertezza da distinguersi dal rischio, in quanto non riguarda una o più variabili, ma l’intero contesto macro-economico, micro-economico e sociale dell’operazione e che tanto più è rilevante quanto più lunga è la durata dell’intrapresa e, quindi, quanto più è difficile fare previsioni;
- iii) la tempistica (o le fasi temporali) dell’operazione. In molti Paesi, e in particolare in Italia, la durata dell’intrapresa e la tempistica (e a maggior ragione le fasi temporali) sono soltanto in parte sotto il controllo dell’operatore privato, poiché su di esse incidono disfunzioni amministrative e pressioni particolaristiche (anche se legittime) di gruppi coinvolti in vario modo nell’investimento (vedi la Pronuncia del Cnel del 26/3/2009 su “Partecipazione e consenso nella realizzazione di opere e reti infrastrutturali”).

Parte di questi problemi possono venire affrontati utilizzando nella derivazione degli indicatori di redditività dell’investimento il calcolo delle *opzioni reali*, ossia delle “finestre di opportunità” che l’intrapresa offre in termini di espansione, di restrizione, di sospensione, di flessibilità, di abbandono del suo disegno iniziale. Tale calcolo rende “apprezzabile” l’incertezza alla luce di differenti scenari contro-fattuali. Come è noto, mentre esistono tecniche (da semplici a complesse) per la stima del rischio, che sono sovente applicate dalle imprese per le loro operazioni e dalle pubbliche amministrazioni per investimenti di grande importo e lunga durata, non esistono – come già detto - tecniche diffuse e condivise per la stima dell’incertezza.

RIQUADRO IV

La Valutazione dell'Incertezza

Comincia a essere disponibile, tuttavia, una vasta letteratura economica in materia anche in Italia e, quel che più conta, ci sono esempi di applicazioni all'analisi finanziaria per attività in cui il finanziamento privato è coniugato con quello pubblico (ad esempio, transizione da televisione analogica a digitale terrestre, passante stradale e ferroviario della Basilicata, distretto archeologico-turistico di Erice, Alta Velocità Torino-Lione), che consentono di affermare come lo strumento di calcolo delle opzioni reali (per quantificare il valore delle “finestre d'opportunità” rese possibili dall'incertezza) abbia un forte potenziale⁸. A livello europeo, tra l'altro, questa metodica è stata utilizzata per la programmazione degli aeroporti del Nord Europa e per valutare il rifinanziamento del Tunnel sotto la Manica, nonché per programmi di innovazione tecnologica, specialmente nel settore dell'energia.

La parte più complessa dei calcoli viene agevolata da siti internazionali (come www.crystalball.com o www.realoptionssoftware.com), che tengono conto, per il computo delle varie opzioni, della volatilità dei mercati a livello internazionale e regionale. In molti casi, tali programmi (che hanno, naturalmente, un forte contenuto tecnico) possono essere scaricati gratuitamente e non richiedono conoscenze di matematica avanzata. L'utilizzazione di questa strumentazione, tra l'altro, consente di tagliare su misura il progetto o le sue varie fasi in linea con gli obiettivi temporali dell'operatore privato. È di particolare utilità per politiche e investimenti di innovazione tecnologica, specialmente in materia di sviluppo dell'ITC. Di per se stesso, il metodo consente di quantificare le “finestre di opportunità” e di prendere decisioni meglio informate sulla struttura dell'investimento, nonché di computare Roe, Roi e Tir maggiormente affidabili, al fine della decisione di investire e di come declinare l'investimento, ma non risolve il problema della definizione di un parametro di valutazione “di soglia” rispetto al quale raffrontare gli indicatori ricavati.

Una proposta prammatica da considerare è quella di utilizzare, invece del “rendi stato”, una media ponderata dei rendimenti dei titoli di stato decennali dell'Eurozona da integrare, per gli investimenti di maggiori dimensioni, con il calcolo delle ‘opzioni reali’ in base a differenti scenari di volatilità dei mercati. In tal modo, da un canto, una “soglia” europea permette di tener conto meglio degli effetti dell'unione economica e monetaria e della volatilità finanziaria all'interno dell'area dell'euro; da un altro, l'impiego della metodica delle *opzioni reali* consente calcoli più informati degli indicatori di redditività. Le implicazioni ‘politiche’ (la considerazione del contesto europeo) e ‘tecniche’ (considerazione delle ‘finestre d'opportunità’ derivanti dalle ‘opzioni reali’) sono evidenti.

⁸

S. Cioffi, I. Palombini, G. Pennisi, *La Valutazione della Transizione da Televisione Analogica e Digitale Terrestre Lezioni dall'Esperienza*, in G. Bezzi (a cura di) “Valutazione in Azione”, F. Angeli, Milano, 2006, ed i casi di studio presentati nel No. 32, 2005 della Rassegna Italiana di Valutazione. Alcuni non sono stati pubblicati, ma sono disponibili presso l'Uval, attualmente alle dipendenze del Ministro per la Coesione Territoriale.

6. Il Saggio di Sconto Sociale (Sss)

Mentre l'operatore privato utilizza prezzi correnti di mercato per calcolare i propri costi e ricavi, perché è nel mercato che opera e sulla base di tali prezzi effettua la propria analisi finanziaria e calcola la propria convenienza a investire, per l'analisi economica e sociale, la Pubblica Amministrazione (PA) utilizza *prezzi economici*, o "sociali", o "contabili" o "ombra" (le denominazioni variano sia nella letteratura sia nella prassi), che meglio riflettano gli obiettivi di politica pubblica (crescita economica, coesione sociale, sviluppo sostenibile) e i vincoli (di bilancio, di tecnologia) al loro perseguimento e raggiungimento.

RIQUADRO V

I "prezzi ombra"

In effetti, viene costruito un sistema alternativo di prezzi per l'analisi economica e sociale che funziona come il sistema di prezzi correnti di mercato e invia segnali e informazioni ai soggetti economici, ma rispecchia obiettivi pubblici di politica economica. In questo schema di "Osservazioni e Proposte", non ci si intende soffermare sulla costruzione di tale sistema alternativo di prezzi, poiché – come indicato al par. 3 – esistono radicate e condivise procedure a livello internazionale ormai seguite universalmente e incidere su tali procedure è di poco rilievo per le parti sociali. Queste procedure consistono nell'utilizzare il mercato internazionale come mercato di riferimento per i beni e servizi commerciati o commerciabili a livello internazionale e tecniche per stimare la 'disponibilità' a pagare dei consumatori per i beni che per natura merceologica intrinseca non possono essere oggetto di commercio internazionale. In un Paese come l'Italia, con un forte grado di apertura al commercio internazionale, in pratica le tecniche per stimare la 'disponibilità a pagare' vengono impiegate quasi unicamente per beni e servizi pubblici a prezzi amministrati (quali i prodotti soggetti alla Politica Agricola Comune UE e i servizi pubblici o di pubblico interesse per i quali si applicano tariffe.

È di grande rilievo, ai fini sia tecnici sia politici, la scelta dell'unità di conto economica, ovvero nel lessico economico, del *numerario* per tale sistema di prezzi "economici", o "sociali", o "contabili" o "ombra", ossia della unità economica, non finanziaria, da impiegare per analisi economico-sociali di economia pubblica. La scelta della grandezza da utilizzare come *numerario* è chiaramente arbitraria (al pari di come è arbitraria la scelta del sistema Celsius o Fahrenheit per misurare la temperatura): essa non deve essere però confusa con la scelta di una particolare valuta o unità monetaria (euro, dollaro, rupia). Tale operazione è necessaria perché sovente un'unità finanziaria ha, sotto il profilo dell'economia pubblica, un valore differente a seconda dell'uso che ne viene fatto: ad esempio, €1000 di consumi voluttuari privati valgono, per l'operatore pubblico, meno di €1000 di consumi essenziali per fasce deboli (e per questo motivo su di essi gravano aliquote tributarie differenti) e ciò si riflette nella struttura della tassazione; oppure €1000 di spese pubbliche in conto capitale valgono (sempre dal punto di vista della collettività) più di €1000 di spese pubbliche di parte corrente.

RIQUADRO VI

La scelta del ‘numerario’

Nella letteratura sull’Acb economica e sociale, c’è stato per lustri un intenso dibattito su quale numerario debba essere utilizzato, se quello proposto nel Manuale Unido (il consumo) o quello proposto nei Manuali Oecd-Banca Mondiale (l’investimento liberamente convertibile in valuta e sotto il controllo delle autorità di Governo). Mentre il numerario Unido pone l’accento sul miglioramento del tenore di vita, il numerario Oecd stabilisce un nesso tra la valutazione economica e sociale del singolo investimento pubblico e la politica di bilancio e della moneta. Nonostante questa differenza i due numerari sono concettualmente simili, ma comportano differenti procedure di derivazione e stima per i prezzi “economici”, “sociali”, “contabili”, o “ombra”.

È utile tener presente che il Sss per valutare l’investimento pubblico in molti Paesi Ue (per molto tempo la Francia è stata un’eccezione), riflettendo il vincolo di bilancio pubblico e misurando il declino del valore sociale delle risorse pubbliche liberamente utilizzabili, è stato a lungo elevato, collocandosi spesso tra l’8% e il 10%. Peraltro, la Ce accetta il 6% per progetti a valere sui fondi strutturali. È anche utile tener presente che, nonostante la crisi finanziaria e quella del debito sovrano abbiano in questi ultimi anni rese più scarse le risorse pubbliche, pare esserci stata una revisione dell’approccio come risulta dalla tabella in cui si riassumono i valori dell Sss attualmente utilizzati in un campione di Stati dell’Ue, desunti da direttive e circolari amministrative.

<i>Paese</i>	<i>Sss</i>	<i>Metodo di derivazione</i>
<i>Regno Unito</i>	<i>3,5%</i>	<i>Saggio di preferenza intertemporale</i>
<i>Germania</i>	<i>3,0%</i>	<i>Saggio di preferenza intertemporale</i>
<i>Olanda</i>	<i>4,0%</i>	<i>Saggio di preferenza intertemporale</i>
<i>Francia</i>	<i>8,0%</i>	<i>Saggio di rendimento degli investimenti privati</i>
<i>Portogallo</i>	<i>4,0%</i>	<i>Saggio di preferenza intertemporale</i>
<i>Irlanda</i>	<i>5,0%</i>	<i>Saggio di rendimento degli investimenti privati</i>
<i>Spagna</i>	<i>4-6%</i>	<i>Varia secondo il settore</i>
<i>Italia (*)</i>	<i>8-5-2,5%</i>	<i>Varia secondo le varie fonti di finanziamento</i>

() La delibera CIPE del 1984 indica l’8%, la direttiva della Presidenza del Consiglio del 1987 il 5% (per investimenti nel Mezzogiorno), il Manuale del Ministero Affari Esteri del 1991 (mai aggiornato) il 2,5% (per investimenti di cooperazione allo sviluppo). Ciò suggerisce la forte esigenza di una direttiva univoca.*

Curiosamente, mentre in passato la Francia ha utilizzato il Sss più elevato di quelli degli altri Stati dell’Ue, gli ultimi dati disponibili (che si riferiscono al 2007-2011) mostrano un’inversione di tendenza.

In Italia, tanto il Manuale del Ministero del Bilancio e della Programmazione Economica (nelle due edizioni del 1985 e del 1991), quanto la Guida Operativa della Sspa del 2006 seguono il *numerario* (e le procedure) Oecd, al fine di enfatizzare il nesso tra singoli progetti e politica di bilancio e della moneta. Il Manuale del Ministero degli Affari Esteri invece segue il *numerario* (e le procedure) Unido, perché la normativa sulla cooperazione allo sviluppo, da un lato, pone il miglioramento del tenore di vita delle popolazioni beneficiarie come obiettivo esclusivo dell'azione di aiuto dell'Italia e, dall'altro, vieta interferenze nelle politiche macro-economiche dei Governi con cui si concludono accordi di cooperazione. Non è esplicitato a quale *numerario* faccia riferimento il documento Uval del 2007, ma sembra basato implicitamente sul *numerario* Oecd.

Secondo stime disponibili (effettuate principalmente sulla base di grandi infrastrutture con ricadute ambientali), utilizzare in Italia un Sss basato sul *numerario* Unido porta a un tasso di attualizzazione del 2,5%; una scelta che consentirebbe di tenere conto di costi e benefici alla collettività nel lungo periodo e, quindi, di investimenti mirati a sviluppo sostenibile. **La proposta è di generalizzare tale approccio (peraltro già adottato dal Ministero degli Affari Esteri sin dal 1991) al fine di sottolineare il ruolo di investimenti di lungo periodo nell'ambito di politiche di sviluppo sostenibile.**

7. Ricadute inter-generazionali.

Il tema della valutazione delle ricadute intergenerazionali è diventato di crescente importanza dalla seconda metà degli anni ottanta con la sempre maggiore consapevolezza dell'esigenza dello sviluppo sostenibile e, quindi, di tenere conto di costi e benefici principalmente ambientali, che afferiscono sovente alle generazioni successive a quella che ha utilizzato risorse a sua disposizione per finanziare l'investimento.

RIQUADRO VII

Ricadute Intergenerazionali: un esempio numerico e implicazioni di etica distributiva

In effetti, anche se si adotta un Sss del 2,5% nel trentesimo anno dell'investimento, quando la prossima generazione fruisce dell'investimento o si deve fare carico dei pertinenti costi sociali, il valore economico e sociale dei costi e dei benefici viene computato utilizzando un fattore di attualizzazione dello 0,47%; quindi, ha un valore economico e sociale pari a meno della metà di quello della generazione che tale investimento ha deciso di finanziare. Ove si utilizzasse un Sss tra l'8% e il 10% – seguendo la delibera Cipe del 1984 o del 6-7%, secondo le direttive dell'Uval e della Ce, nonché la normativa e la prassi in Francia – tale valore verrebbe ricavato utilizzando fattori di attualizzazione tra lo 0,099 e lo 0,057. Sarebbe, quindi, insignificante. Questo aspetto, trascurato in gran parte delle letterature e ignorato nelle tecniche e prassi amministrative in uso in Italia, è tanto più rilevante per la parti sociali in quanto l'investimento pubblico (anche quando riguarda l'ammodernamento del parco d'infrastrutture già in essere) concerne sempre più il benessere, il tenore di vita e la produttività delle generazioni future.

In materia, si confrontano due scuole di pensiero: una proviene dalla filosofia morale di impronta rawlsiana (quindi, con un forte accento redistributivo) e ha avuto grande applicazione in materia di economia agricola e ambientale, dove è di grande rilievo giungere a “catturare” costi e benefici per le generazioni future; l'altra ha le proprie basi concettuali nella letteratura filosofica ed economica sull'altruismo utilitaristico (“si è altruisti nella convinzione che solo in tal modo gli altri lo saranno con noi”).

Non è questa la sede per analizzare le implicazioni tecnico-formali-matematiche delle due scuole metodologiche che si confrontano in questo campo (i cui elementi essenziali sono richiamati nel riquadro precedente). In Italia, ci sono state alcune applicazioni basate sulla prima delle due scuole; nessuna fondata sulla seconda. La prima delle due scuole ha anche il vantaggio di essere germana a un Sss basato sul valore del consumo, seguendo la metodica Unido, come proposto in questo Documento. **Essa computa il valore di costi e benefici per le generazioni future, utilizzando come parametri l'aspettativa di vita alla nascita delle differenti generazioni (quella attuale e quelle future), la durata economica dell'investimento (in termini di flussi di benefici e costi) e il Sss, aggiungendo i costi e i benefici delle generazioni future dopo il trentesimo anno di durata economica dell'investimento.** In gergo economico, questo approccio viene chiamato il Mdf (*Modified Discount Factor*). A titolo indicativo, mentre con un Sss del 5% costi e benefici alla società sono praticamente azzerati dal settantesimo anno, l'utilizzo del Mdf li pone attorno al 20% del valore del primo anno di vita economica dell'investimento⁹.

⁹ Non si ritiene utile prendere in considerazione l'altro metodo, chiamato *Mv* (*Multigenerational value*), per quattro ordini di considerazioni:

- a) le sue rare applicazioni riguardano progetti negli Stati Uniti;
- b) discrimina tra coorti generazionali;
- c) fa riferimento a un Sss basato sulla metodica Oecd-Banca Mondiale;

Proposte

Date l'impossibilità di riportare la proporzione dell'investimento pubblico nella spesa pubblica totale al livello degli Anni Ottanta e l'esigenza di integrare la declinante finanza pubblica con capitali privati (*project finance* e Ppp), la sistematica adozione di analisi finanziarie ed economiche per le scelte allocative e di investimento risulta imprescindibile, sia per dare un ordine di priorità a progetti comunque immediatamente cantierabili e con un alto contenuto occupazionale e di coesione sociale, sia per rendere trasparente e verificabile la sostenibilità finanziaria pubblica e/o privata. Nell'ambito di un programma pluriennale di Osservazioni e Proposte sui principali parametri di valutazione e criteri di scelta per gli investimenti pubblici, sulla base delle precedenti considerazioni, le proposte da sottoporre all'Assemblea sono le seguenti:

- Utilizzare come “valore di soglia” per l'investimento privato in operazioni di *project finance*, una media ponderata dei rendimenti dei titoli di stato decennali dell'Eurozona da integrare, per gli investimenti di maggiori dimensioni, con il calcolo delle ‘opzioni reali’ in base a differenti scenari di volatilità dei mercati. In tal modo, da un canto, una “soglia” europea permette di tener conto meglio degli effetti dell'unione economica e monetaria e della volatilità finanziaria all'interno dell'area dell'euro; da un altro, l'impiego della metodica delle *opzioni reali* consente calcoli più informati degli indicatori di redditività. Le implicazioni ‘politiche’ (la considerazione del contesto europeo) e ‘tecniche’ (considerazione delle ‘finestre d'opportunità’ derivanti dalle ‘opzioni reali’) sono evidenti.

- Adottare uniformemente per l'analisi economica, il metodo Unido per la stima del Sss e un ‘valore di soglia’ basato sul valore sociale dei consumi, al fine di tenere conto dei costi e dei benefici economico-sociali alla collettività nel lungo periodo disponibile in misura totale o parziale a copertura dei costi di investimento e di esercizio. Ciò implica attualmente un “valore di soglia” del 2,5%.

- Vista la rilevanza acquisita e tendenzialmente crescente e determinante della prospettiva inter-generazionale ed eco-sostenibile degli investimenti pubblici, utilizzare il *Mdf* come strumento tecnico per tenere conto dei costi e dei benefici alle generazioni future, specialmente per investimenti con ricadute di lungo periodo in materia ambientale e di incremento della produttività.

d) comporta calcoli più difficili di quelli implicati dal *Mdf*.

Glossario

Acb –Analisi costi-benefici

Ce – Commissione Europea

Cipe – Comitato Interministeriale Programmazione Economica

Ict – Information and Communication Technology

Irr – Internal Rate of Return

Mdf – Modified Discount Factor

Mv - Multigenerational value

Ocse – Organizzazione per la Cooperazione e lo Sviluppo Economico

PA –Pubblica Amministrazione

Pil - Prodotto Interno Lordo

Roe - indicatore di redditività del capitale proprio (indicatore di redditività contabile)

Roi – Return on Investment (indicatore di redditività contabile)

Sspa – Scuola Superiore Pubblica Amministrazione

Sso – Saggio di Salario Ombra

Sss – Saggio di Sconto Sociale

Tir - Tasso interno di rendimento (indicatore di redditività contabile)

Ue – Unione Europea

Unido – Organizzazione delle Nazioni Unite per lo Sviluppo Industriale

Uval – Unità di Valutazione (ora presso il Ministero dello Sviluppo Economico)