

Conciliare stabilità e sviluppo: investimenti di lungo termine e politiche economiche europee

Rainer Maserà

*Professore di Politica Economica e Preside della Facoltà di Economia
Università degli Studi Guglielmo Marconi, Roma*
r.masera@unimarconi.it

Roma, 13 maggio 2014

Conciliare stabilità e sviluppo: investimenti di lungo termine e politiche economiche europee

- Parte prima
L'ESIGENZA DI RILANCIARE INVESTIMENTI E PRODUTTIVITÀ
- Parte seconda
LA QUESTIONE DEL FINANZIAMENTO A LUNGO TERMINE
DEGLI INVESTIMENTI
- Parte terza
IL FINANZIAMENTO ALLE PMI
- Parte quarta
INVESTIMENTI IN INFRASTRUTTURE E LORO FINANZIAMENTO

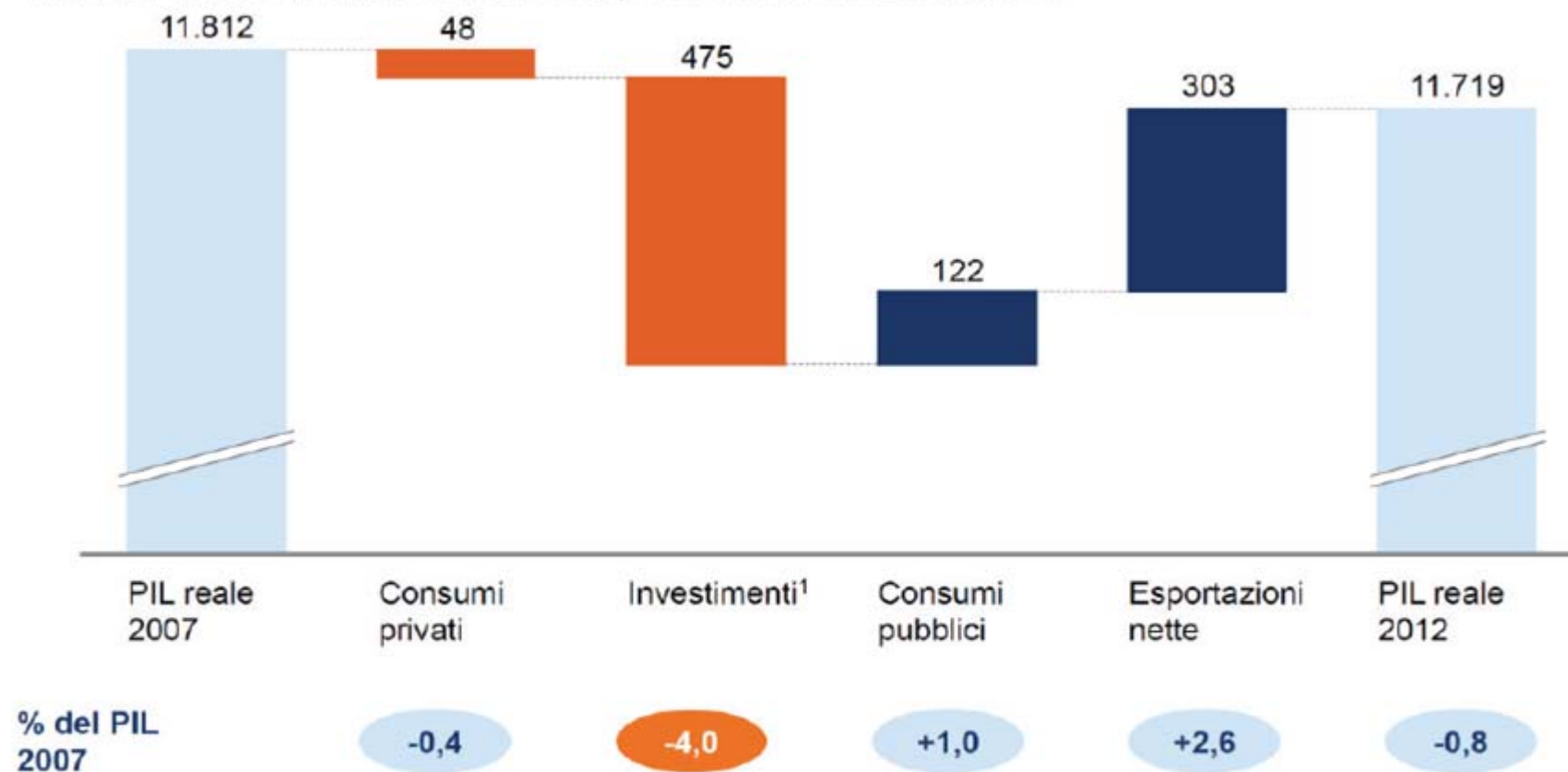
Parte prima

L'ESIGENZA DI RILANCIARE INVESTIMENTI E PRODUTTIVITÀ

- ✚ Per rilanciare la crescita, in Europa e in Italia, occorre in primo luogo affrontare le questioni della ripresa degli investimenti e della capacità di finanziarli e dell'aumento sostenibile della produttività (i due aspetti sono evidentemente connessi).
- ✚ Il processo di accumulazione investe sia il capitale fisico, sia il capitale umano, con particolare riferimento a ricerca e sviluppo.
- ✚ L'esigenza di rilancio degli investimenti, segnatamente a lungo termine, è comune a tutta l'Europa (Figg. 1-4). La bassa dinamica della produttività attiene, in particolare, all'Italia (Figg. 5-7).

Fig. 1 - Variazione del PIL reale e caduta degli investimenti nell'Europa a 27
(confronto 2007 vs. 2012)

Miliardi di euro, valori concatenati, anno di riferimento 2005



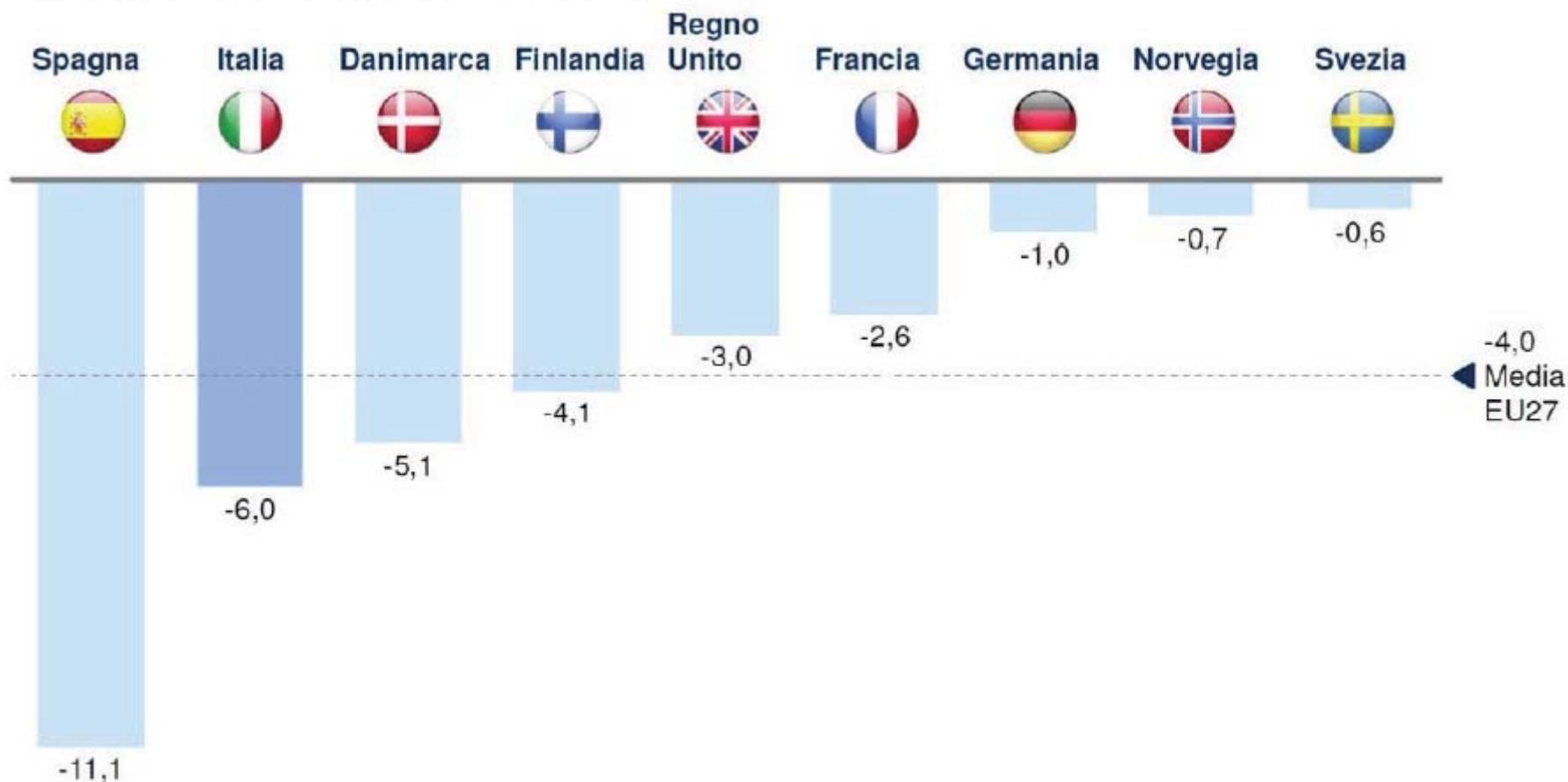
¹ Nell'analisi si considerano investimenti privati gli "investimenti lordi", rappresentando gli investimenti pubblici una parte minoritaria di questi ultimi.

FONTE: Eurostat, Analisi McKinsey

- ↳ Fra le cause principali della lunga fase di crisi in Europa vi è la caduta degli investimenti. Tra il 2007 e il 2012 il calo è stato pari a €475 mld, ovvero la componente più rilevante nella riduzione complessiva del PIL reale.

Fig. 2 - Variazione degli investimenti privati 2007-2012 nell'Europa a 27

Per cento calcolato a valori concatenati

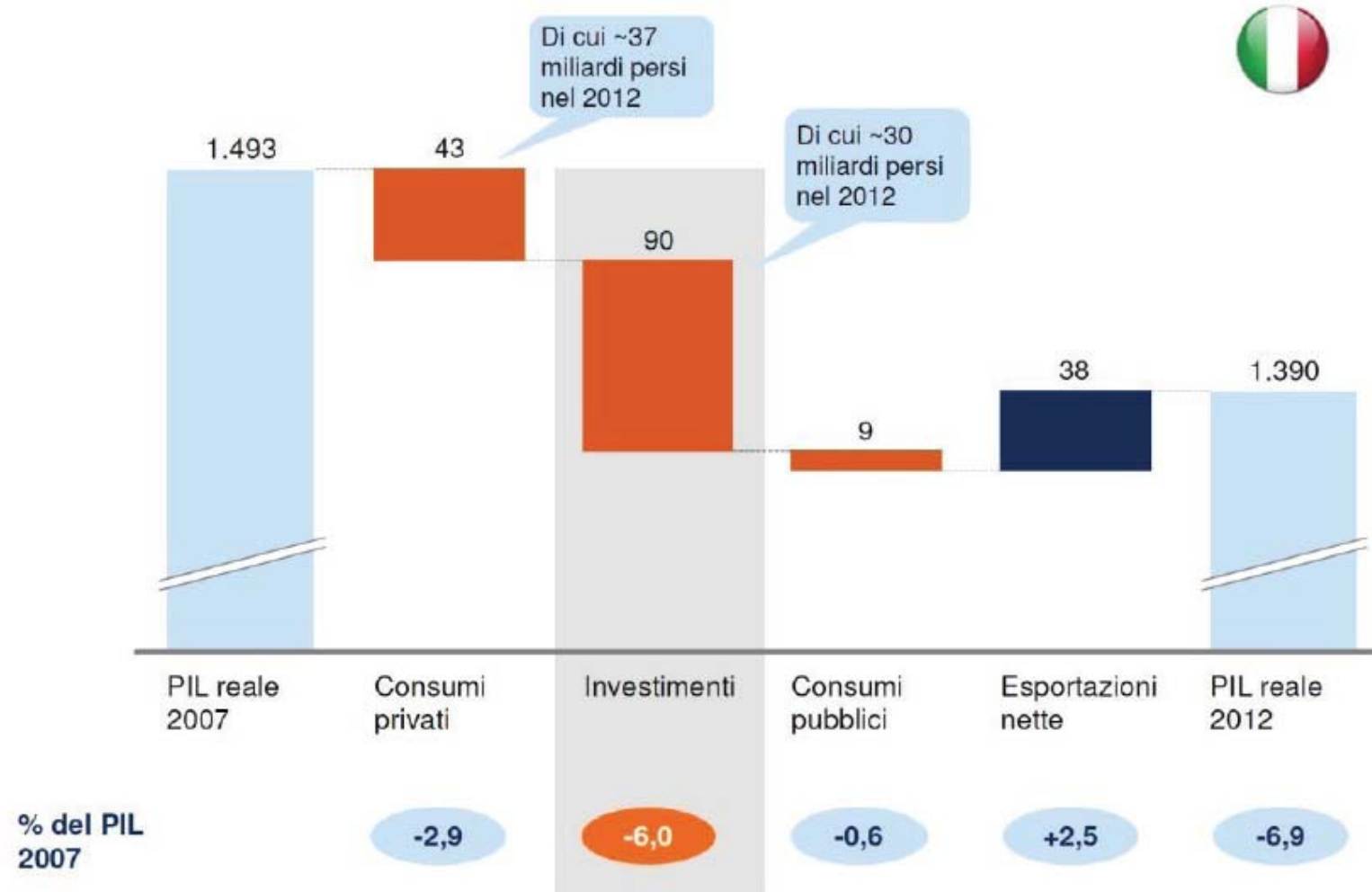


FONTE: Eurostat, Analisi McKinsey

- La caduta degli investimenti ha interessato tutte le principali economie europee, ma con ampie divaricazioni. La riduzione più rilevante è stata registrata in Spagna e in Italia, mentre il calo è stato molto contenuto in Germania, Norvegia e Svezia.

Fig. 3 – Variazione del PIL reale e caduta degli investimenti in Italia
(confronto 2007 vs. 2012)

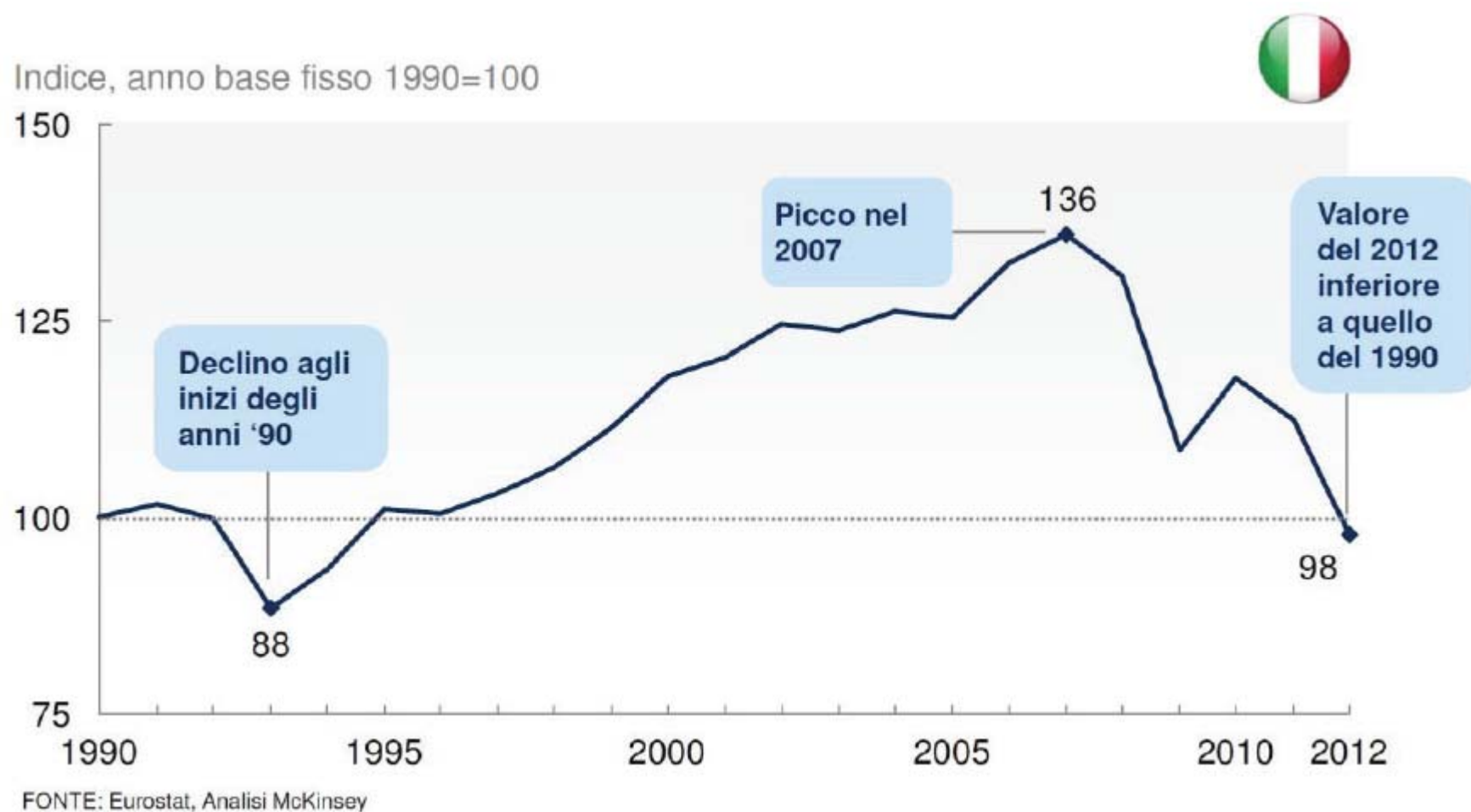
Miliardi di euro, valori concatenati, anno di riferimento 2005



FONTE: Eurostat, Analisi McKinsey

- La caduta degli investimenti in Italia è stata la voce più rilevante della contrazione del PIL nel periodo 2007-2012 (-90 mld, ovvero circa il doppio della caduta dei consumi privati).

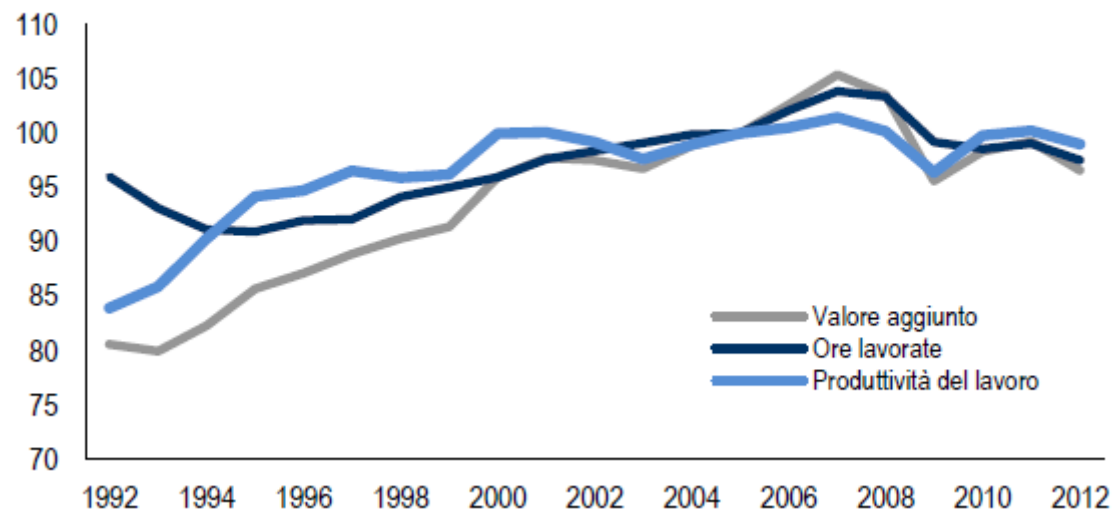
Fig. 4 – Investimenti privati in Italia



- In un'ottica di più lungo periodo, dopo un trend positivo durato quasi 15 anni (dal '93 al 2007) gli attuali livelli degli investimenti sono al di sotto di quelli degli inizi degli anni '90.

Fig. 5 – Produttività del lavoro, valore aggiunto e ore lavorate in Italia
(totale economia)

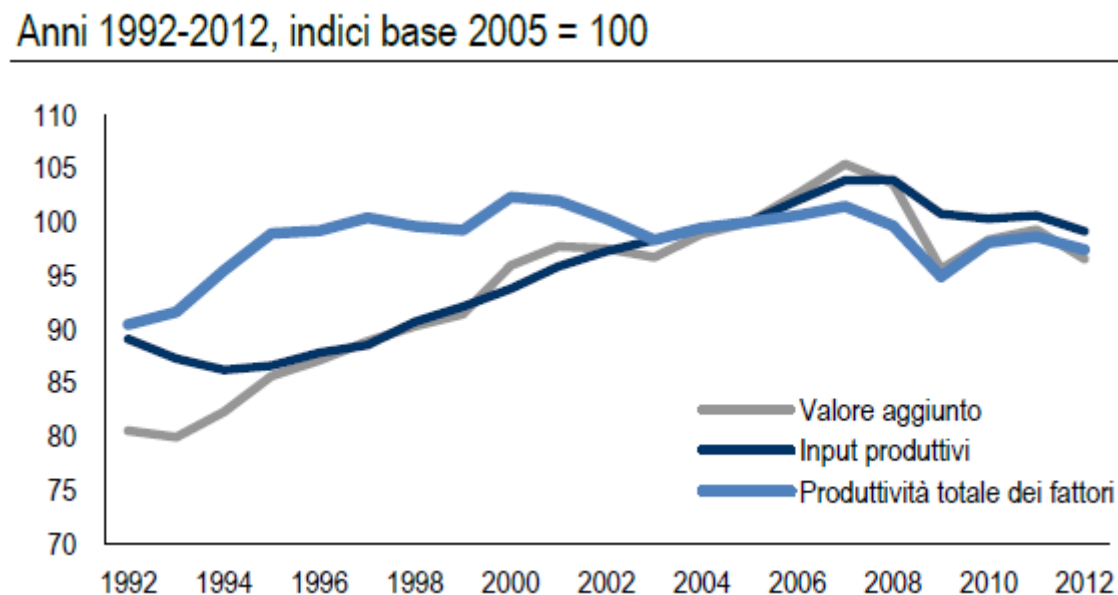
Anni 1992-2012, indici base 2005 = 100



Fonte: ISTAT, 2013

- Nel periodo 1992-2012 la produttività del lavoro, qui definita come valore aggiunto per ora lavorata, ha registrato una crescita media annua dello 0,8%, derivante da incrementi medi del valore aggiunto e delle ore lavorate rispettivamente dello 0,9% e dello 0,1%.
- Nel periodo 2008-2012 la produttività del lavoro presenta una crescita media annua positiva più contenuta rispetto a quella del periodo precedente (+0,3% rispetto al +0,5% del 2003-2008), ma in un contesto economico caratterizzato da tassi di variazione negativi sia del valore aggiunto sia delle ore lavorate (rispettivamente -1,7% e -1,4%).

Fig. 6 – Produttività totale dei fattori, valore aggiunto e input produttivi in Italia
(totale economia)

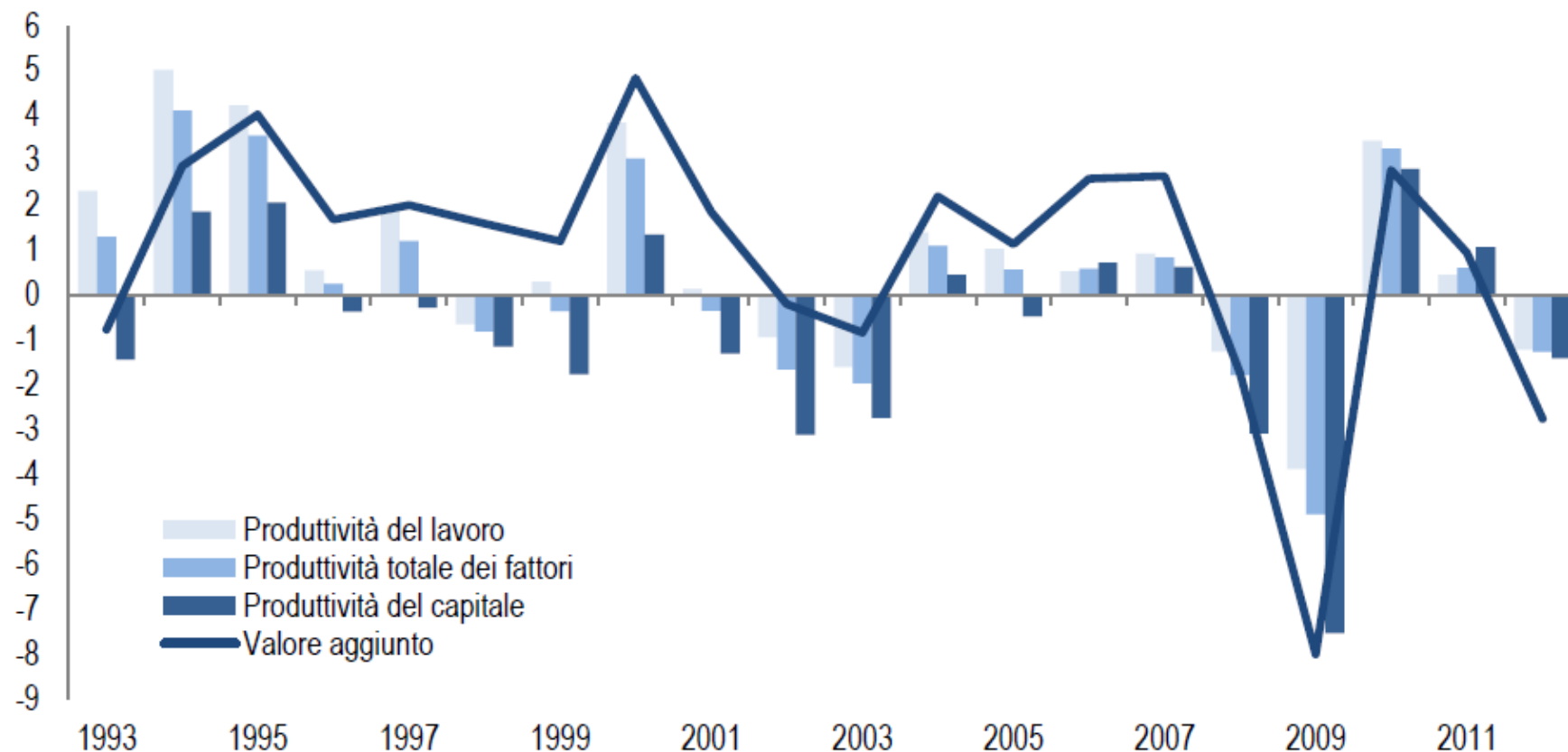


Fonte: ISTAT, 2013

- ↘ La produttività totale dei fattori misura la crescita nel valore aggiunto attribuibile al progresso tecnico e a miglioramenti nella conoscenza e nei processi produttivi; qui è calcolata come rapporto tra l'indice di volume del valore aggiunto e l'indice di volume dei fattori primari (lavoro e capitale).
- ↘ Nel periodo 1992-2012 la produttività totale dei fattori registra una crescita media annua dello 0,4%, a fronte di un incremento medio dello 0,9% del valore aggiunto e dello 0,5% dell'impiego complessivo di capitale e lavoro.

Fig. 7 – Valore aggiunto e misure di produttività in Italia
(totale economia)

Anni 1993-2012, variazioni percentuali



(a) Le attività di locazione dei beni immobili, di famiglie e convivenze, delle organizzazioni ed organismi internazionali e tutte le attività economiche che fanno capo al settore istituzionale delle Amministrazioni Pubbliche sono escluse dal campo di osservazione.

Fonte: ISTAT, 2013

↘ La Fig. 7 sintetizza molto chiaramente la bassissima dinamica delle diverse misure di produttività in Italia negli ultimi 20 anni.

Parte seconda

LA QUESTIONE DEL FINANZIAMENTO A LUNGO TERMINE DEGLI INVESTIMENTI

- La pressante sfida di riportare l'Europa su un sentiero di crescita (*smart, sustainable and inclusive*), di creare nuovi posti di lavoro soprattutto per i giovani e di aumentare la produttività e la competitività nella economia globale richiede di sciogliere i nodi connessi alla ripresa degli investimenti e della capacità di finanziarli.
- Ricreare le condizioni per il processo di finanziamento a lungo termine è centrale per sostenere le riforme economiche strutturali, favorire il risanamento fiscale e ritornare a un tasso soddisfacente di crescita economica di medio termine.
- Sono questi problemi dell'Eurozona, purtroppo ingigantiti per l'Italia. Da venti anni l'Italia cresce meno dei partner dell'Unione monetaria, con divari che devono essere assolutamente riassorbiti, per non ricreare in Europa il dualismo strutturale tra il Mezzogiorno e il resto d'Italia (Figg. 8-9). Osservo che il problema del divario preesiste rispetto all'Unione monetaria.

Fig. 8 – Crescita del PIL reale nell’Eurozona e in Italia (1993-2013)

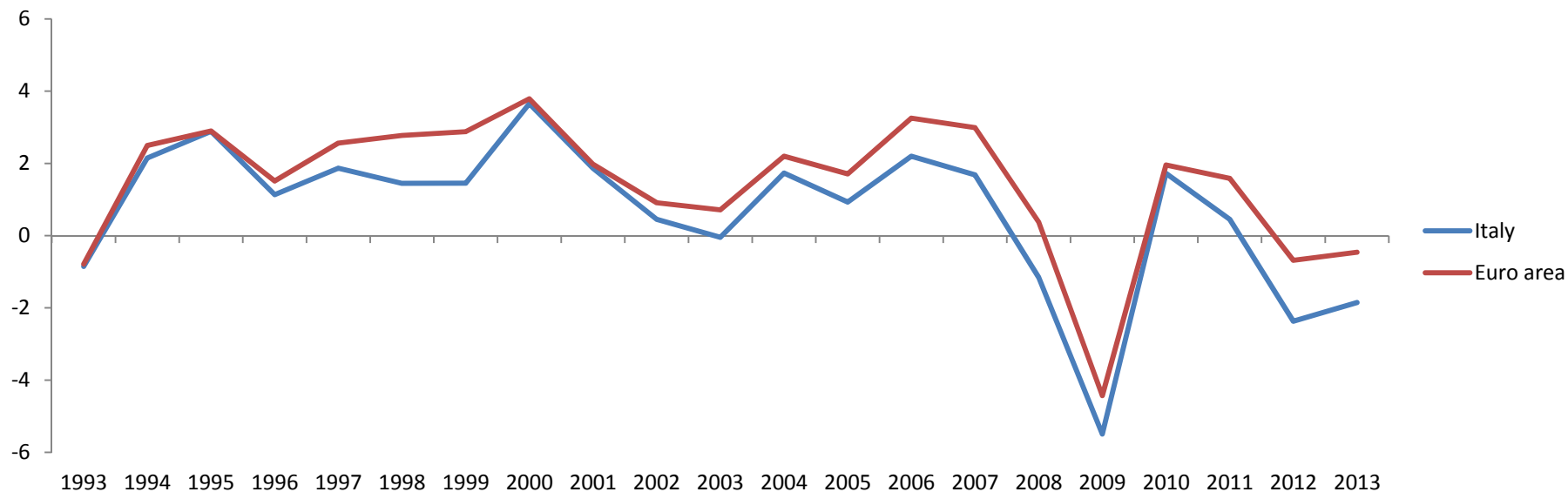
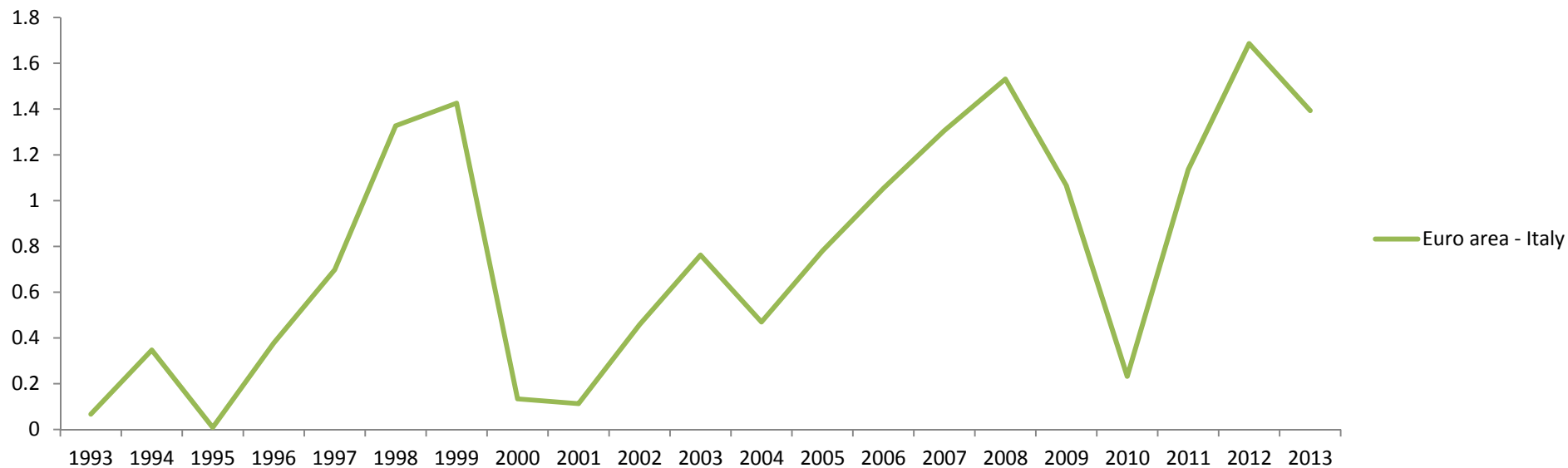


Fig. 9 - Crescita del PIL reale: differenza tra Eurozona e Italia (1993-2013)



Parte seconda
LA QUESTIONE DEL FINANZIAMENTO A LUNGO TERMINE
DEGLI INVESTIMENTI

- ↘ Sono questi obiettivi che l'Europa stessa ha riconosciuto e sottolineato come elementi chiave della strategia di ritorno allo sviluppo e di durevole stabilità finanziaria.
- ↘ Ma l'Europa non riconosce l'esigenza di un «growth compact» accanto al patto fiscale. Non si tratta di respingere l'austerità, che è necessaria, né di evitare tagliare in modo mirato e intelligente le spese pubbliche, in corrispondenza con un'analogia, parallela riduzione delle entrate fiscali. Occorre tuttavia che questi obiettivi siano perseguiti in maniera graduata, flessibile e coerente rispetto a tempi e modi all'interno dell'Eurozona.

Parte seconda
LA QUESTIONE DEL FINANZIAMENTO A LUNGO TERMINE
DEGLI INVESTIMENTI

- Il Fiscal Compact – con le modalità previste – risulta rigido, «ottuso» e in ultima analisi controproducente, come mostra la dinamica del rapporto debito pubblico/PIL durante i governi Monti e Letta.
- Le previsioni di rapido rientro formulate ufficialmente non sono state (e non potevano essere) rispettate (Masera, 2012).
- Il problema del rapporto debito/prodotto in Italia è oggi più grave di quello ereditato nel novembre 2011 (Figg. 10-11).

Fig. 10 – Rapporto debito/PIL: Eurozona e Italia (% del PIL; 2007-2014)

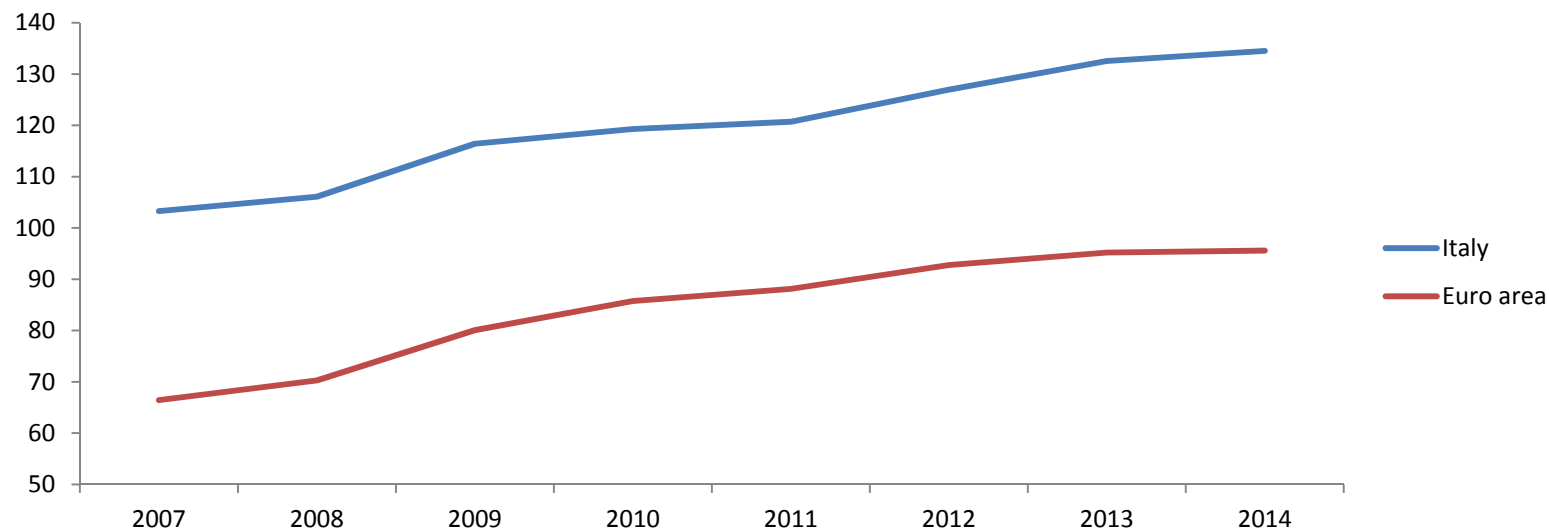


Fig. 11 - Rapporto debito/PIL: differenza tra Italia ed Eurozona (% del PIL; 2007-2014)



Fonte: Elaborazione su dati
IMF, General government gross
debt, 2014

Parte seconda

LA QUESTIONE DEL FINANZIAMENTO A LUNGO TERMINE DEGLI INVESTIMENTI

- ↘ Anticipo due esempi di gravi carenze nell'impianto del Fiscal Compact (2012) e del Two Pack (2013).
- ↘ Le spese pubbliche di investimento (se si tratta di veri investimenti, come spiegherò nel seguito) non possono essere considerate alla stregua di spese correnti.
- ↘ Non è coerente – e non è corretto – che in nome del patto fiscale la Germania persegua un surplus di bilancio nel 2014, tagliando la domanda interna con la politica fiscale e ricercando la crescita attraverso un abnorme aumento delle esportazioni nette, che possono sfiorare l'8% del PIL nell'anno in corso.
- ↘ La stessa Commissione europea sottolinea i rischi deflattivi in Europa e nel mondo di queste politiche di bilancio.

Parte seconda
LA QUESTIONE DEL FINANZIAMENTO A LUNGO TERMINE
DEGLI INVESTIMENTI

- Occorre comunque utilizzare al meglio tutti gli spazi di flessibilità che le regole attuali consentono.
- Il primo elemento al quale far riferimento sono i Fondi Strutturali, sia quelli ancora non utilizzati per il periodo 2007-2013, sia – e soprattutto – quelli programmati per il 2014-2020.
- Si dice che questi Fondi sono «europei», ma si trascura che l'Italia è un contribuente netto e, quindi, i Fondi stessi provengono in ultima istanza dal nostro bilancio.

Parte seconda

LA QUESTIONE DEL FINANZIAMENTO A LUNGO TERMINE DEGLI INVESTIMENTI

- ↳ Ulteriori elementi di flessibilità nascono dal possibile trade-off fra vincolo di bilancio e incisività delle riforme strutturali. È di queste che abbiamo particolare bisogno. Ne sottolineo quattro:
- Riforma del mercato del lavoro, che affronti la questione dell'art. 18 della Legge 300/1970, con la famosa soglia dei 15 dipendenti. Questo vincolo induce molte imprese a restare «micro», creando problemi strutturali di competitività per il Paese.
 - Riforma della PA e della burocrazia a livello locale, che rappresentano un freno fondamentale alla produttività del nostro Paese bloccandone il potenziale di sviluppo.
 - Riforma del sistema di istruzione terziario, utilizzando le nuove tecnologie open on-line e MOOC, per pervenire a efficienti modelli blended: si tratta di ridurre i costi e al contempo di accrescere gli oneri per gli studenti, salvo quelli meno abbienti e meritevoli.
 - Riforma del sistema di selezione e costruzione delle infrastrutture, sia in senso lato (ad es. Senato/Regioni/Magistratura), sia in senso stretto: a questo fondamentale cambiamento farò esplicito riferimento più avanti.

Parte seconda

LA QUESTIONE DEL FINANZIAMENTO A LUNGO TERMINE DEGLI INVESTIMENTI

- Per quanto concerne l'esigenza di incanalare i risparmi per il finanziamento di investimenti a lungo termine, l'Europa si è posta il problema, dapprima con il Green Paper sul finanziamento dell'economia europea e successivamente con le proposte ELTIF.
- Non entro qui nel dettaglio di queste problematiche, per le quali faccio rinvio sia al position paper di FeBAF sul Green Paper (*Risposta al Libro Verde della Commissione Europea sul finanziamento di lungo periodo per l'economia europea*), sia al contributo della Federazione alle proposte ELTIF (*documento trasmesso al MEF nel febbraio 2014*).

Parte seconda

LA QUESTIONE DEL FINANZIAMENTO A LUNGO TERMINE DEGLI INVESTIMENTI

- ↘ I contributi di FeBAF sottolineano i seguenti aspetti:
 - Il sistema finanziario europeo non può non muovere verso assetti che riducano la tradizionale, fortissima dipendenza dal finanziamento bancario rispetto ad altre forme di finanziamento collegate ai mercati.
 - Il finanziamento a lungo termine deve tenere opportunamente conto di due principali obiettivi: 1) favorire il finanziamento alle PMI con nuovi meccanismi, riconoscendo peraltro il ruolo essenziale che le banche assolvono nella valutazione e nel finanziamento delle piccole imprese; 2) attrarre il finanziamento privato e il cofinanziamento alle infrastrutture, rispondendo fra l'altro agli obiettivi di Europa 2020.
- ↘ A titolo personale, rilevo che le regole di capitale su banche e assicurazioni sono in Europa molto rigide e hanno effetti collaterali di significativo de-leveraging. Alcuni aspetti possono essere ancora meglio tarati (es. liquidity requirements in CRR/CRD IV e vincoli sugli investimenti a lungo termine per le compagini di assicurazioni). Cfr. Masera (2014) e de Larosière (2013).

Parte terza
IL FINANZIAMENTO ALLE PMI

Parte terza

IL FINANZIAMENTO ALLE PMI

- L'analisi svolta dal Gruppo di Lavoro FeBAF sugli Investimenti a Lungo Termine ha, in primo luogo, esaminato e valutato le modalità innovative di reperimento delle risorse finanziarie delle PMI in Italia alla luce dei D.L. 83/2012 e 179/2012, con particolare riferimento alla questione dei fondi di debito.
- Si tratta di iniziative molto importanti che incominciano a incidere positivamente. Sono state suggerite ipotesi di miglioramento e di raccordo più efficace con i sistemi esistenti di garanzia.
- Sotto il profilo personale, ritengo che la strada da percorrere sia anche quella di interventi diretti di acquisto di ABS (Asset Backed Securities) emessi dalle banche da parte della BCE, aventi come sottostante i prestiti alle PMI.
- Queste imprese hanno specificità intrinseche nella struttura dei finanziamenti esterni. I costi di monitoraggio e di valutazione esterna sono necessariamente elevati.

Parte terza

IL FINANZIAMENTO ALLE PMI

- Le PMI hanno sofferto di più delle medio-grandi la crisi prolungata: la distruzione creativa schumpeteriana ha agito in profondità.
- Occorre oggi selettivamente operare per rilanciare attività e occupazione in questo segmento fondamentale per una ripresa sostenibile.
- Accanto alle iniziative di potenziamento del credito non bancario sotto il cappello ELTIF, il modello ABS proposto:
 - ridurrebbe i vincoli di capitale della trasposizione europea di Basilea III, che possono determinare de-leveraging “cattivo”; eviterebbe le critiche all’interno della stessa BCE su schemi incentrati sul finanziamento monetario dei debiti sovrani;
 - favorirebbe la graduale creazione di strumenti alternativi di ricorso ai mercati dei capitali.

Parte terza

IL FINANZIAMENTO ALLE PMI

- ↘ Lo schema proposto si articola su tre azioni concomitanti:
- i. la creazione di un mercato europeo integrato di titoli ABS/PMI, sotto la supervisione e il coordinamento della European Securities and Markets Authority (ESMA), nell'ambito di un'azione coordinata con la stessa BCE e la Banca Europea per gli Investimenti (BEI);
 - ii. la predisposizione di interventi diretti di acquisto sul mercato da parte della BCE, che si avvarrebbe al meglio dell'esperienza che sta accumulando nella cosiddetta AQR (Asset Quality Review) delle banche, sottoposte al meccanismo unico di supervisione nell'ambito dell'Unione bancaria;
 - iii. l'attivazione di forme di garanzia delle strutture in tranches dei portafogli di credito ABS.

Parte terza

IL FINANZIAMENTO ALLE PMI

- Le garanzie sarebbero fornite, in primo luogo, dalle stesse banche che emettono i titoli. Sarebbero, infatti, trattenute quote delle tranches più rischiose per evitare il possibile azzardo morale.
- I fondi di garanzia nazionali, che operano in tutti i Paesi dell'Eurozona, contribuirebbero alle strutture di garanzia, secondo sistemi coerenti a livello europeo.
- Infine, la Commissione e la stessa BEI potrebbero svolgere un ruolo nei meccanismi di garanzia, sulla base di esperienze già acquisite.
- Lo schema ABS/BCE qui delineato sarebbe il più valido complemento e sostegno ai fondi di investimento a lungo termine di cui l'Europa si sta dotando.

Parte terza

IL FINANZIAMENTO ALLE PMI

- Per quanto riguarda l'Italia, è inoltre urgente definire una piattaforma/cabina di regia che faciliti l'intervento delle diverse famiglie di investitori, italiani e internazionali, potenzialmente interessati alla gestione e al recupero dei crediti problematici.
- In un gioco reciproco di cause ed effetti, l'intelligente gestione dei problem loans facilita la ripresa e aiuta le banche a superare condizioni di credit crunch.
- Pochi hanno osservato in Europa il successo che ha avuto negli Stati Uniti lo schema TARP (Troubled Asset Relief Program) attuato fra l'ottobre 2008 e l'ottobre 2010 dal Tesoro americano in stretto concerto con la Fed.
- A rendiconto, a fine 2013, gli interventi effettuati pari a \$250 miliardi a favore di tutte le banche, sulla base di un principio di investimento e non di fondo perduto, si sono chiusi con un guadagno netto del Tesoro (e del contribuente) dell'ordine del 10%.

Parte terza

IL FINANZIAMENTO ALLE PMI

- Favorire oggi l'incontro fra le banche e i fondi specializzati, secondo schemi articolati sulla base delle diverse caratteristiche dei prestiti in difficoltà, dei settori di attività e delle dimensioni delle banche, sarebbe un elemento fondamentale per far ripartire l'economia.
- Occorre, peraltro, meglio definire le regole di securitizzazione dei crediti problematici e introdurre idonee forme di supervisione e di garanzia.
- È necessario, in particolare, rivisitare il ruolo dei Confidi, seguendo le chiare indicazioni offerte dalla stessa Banca d'Italia.

Parte quarta
INVESTIMENTI IN INFRASTRUTTURE E LORO FINANZIAMENTO

Fig. 12 – Il sistema infrastrutturale definito in senso ampio: capitale fisico e capitale intangibile

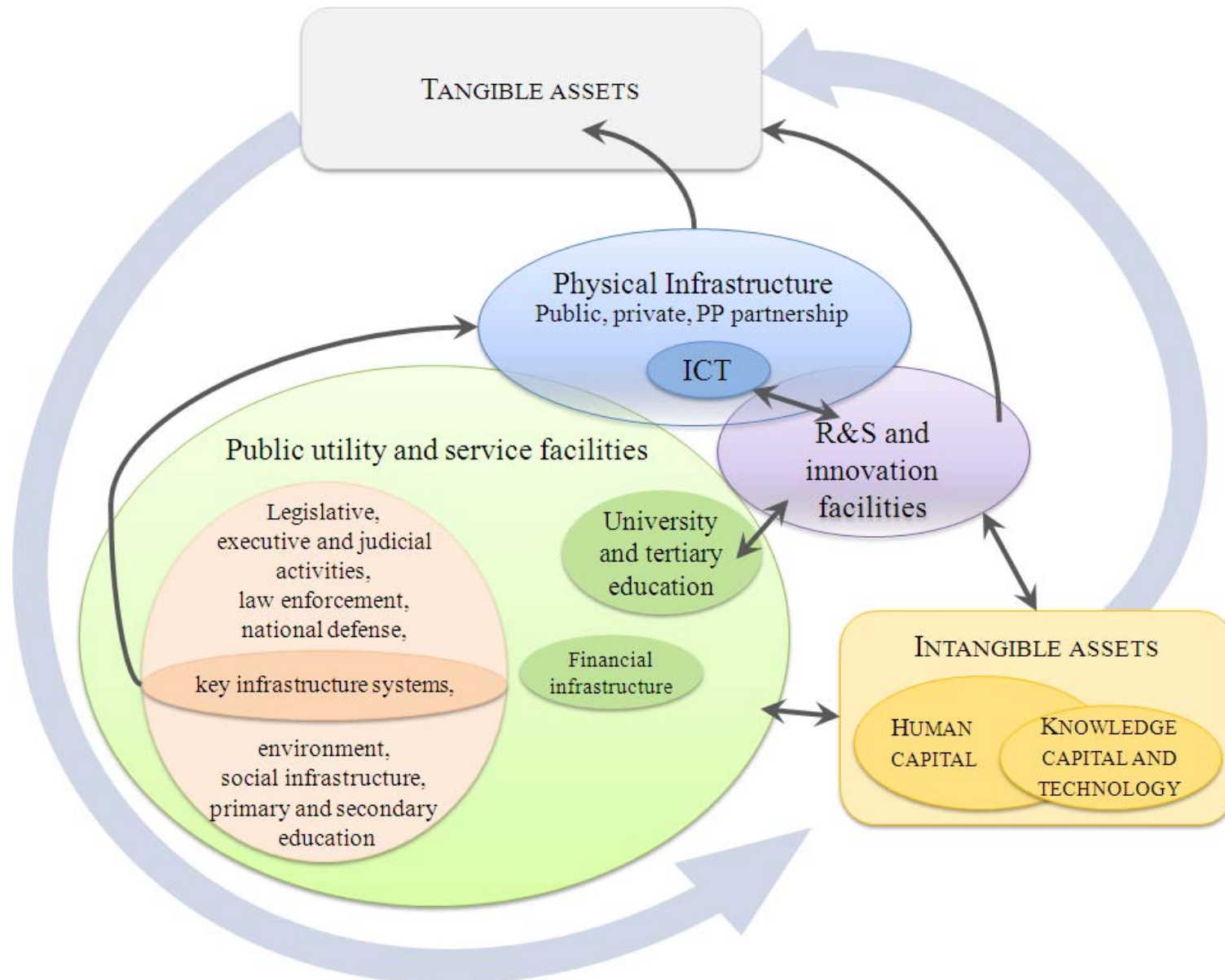


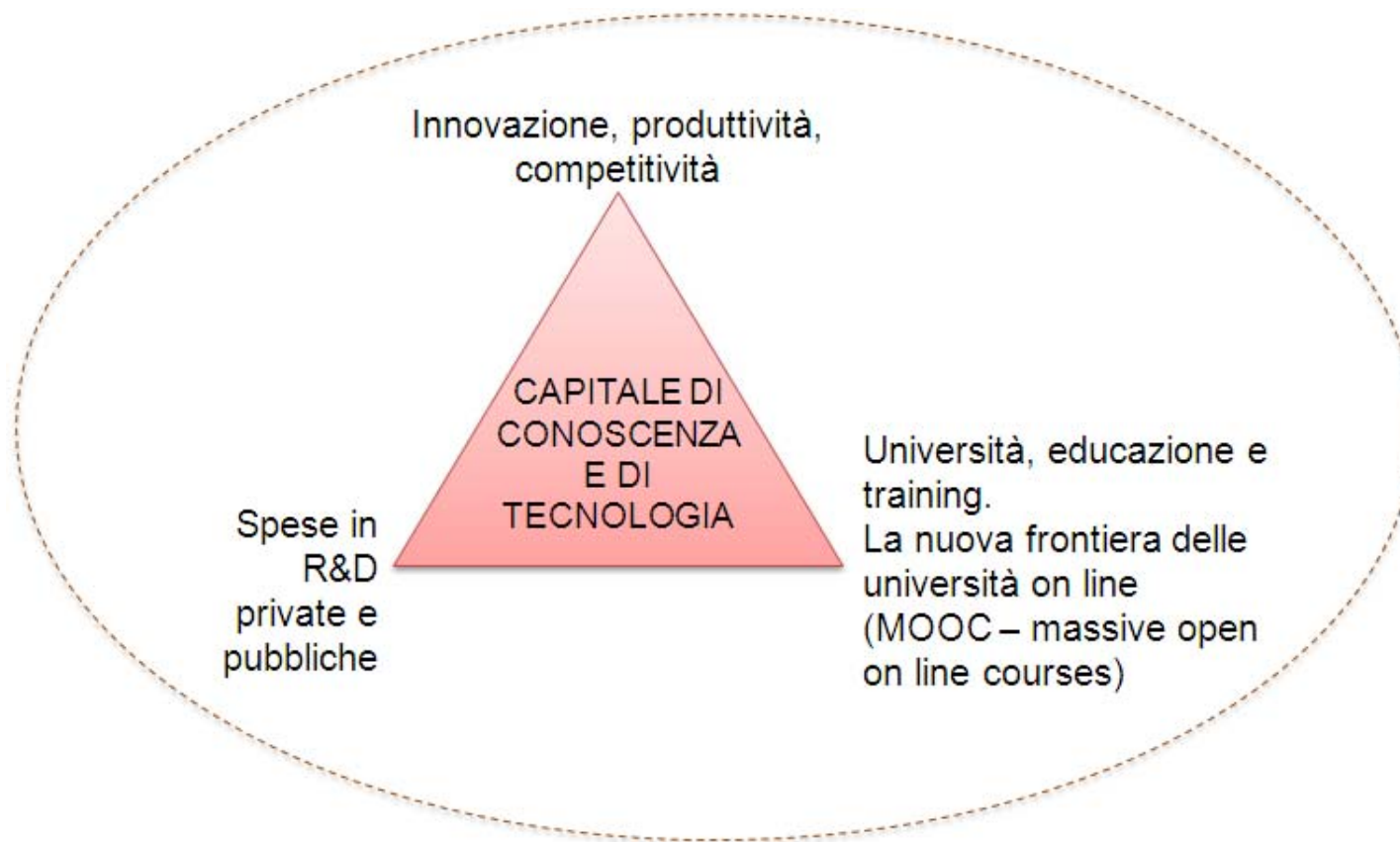
Fig. 13 – Il sistema infrastrutturale definito in senso ampio:
capitale fisico e capitale intangibile

<p>A. Physical infrastructure</p>	<ul style="list-style-type: none"> - Transport networks (roads, railways, airports, ports and inland waterways) - Energy networks and infrastructures (electricity, gas, oil) - Renewable energy and <i>smart grids</i> - <i>ICT capital</i> - Aqueducts and water mains - Networks for integrated waste management - Land protection infrastructure - Urban infrastructure
<p>B. Research & development and innovation facilities</p>	<ul style="list-style-type: none"> - Knowledge capital and technology - Laboratories and research facilities - Scientific and technological parks - Patents, trademarks and copyrights - Software - Organisational methods
<p>C. Public utility and service facilities</p>	<ul style="list-style-type: none"> - Legislative, executive and judicial activities (<i>trias politica</i>) and public order - Education system and universities - Healthcare system - Protection and management systems for environmental, cultural, artistic and historical resources (including <i>green infrastructure</i>) - Civil defense network - National defense network - Financial infrastructures

INVESTIMENTI IN INFRASTRUTTURE E LORO FINANZIAMENTO

- La definizione illustrata nelle Figg. 12-13 considera come investimenti quelli nelle infrastrutture intese in senso ampio: capitale fisico, umano e intangibile, che vanno evidentemente ben al di là delle definizioni tradizionali (trasporti, energia, TLC, ecc.) e che sono comunque capaci di generare crescita e aumentare la competitività del sistema economico.
- Si tratta in generale di investimenti a lungo termine che richiedono finanziamenti a lungo termine di durata pluriennale.

Fig. 14 – Il triangolo della conoscenza e della tecnologia



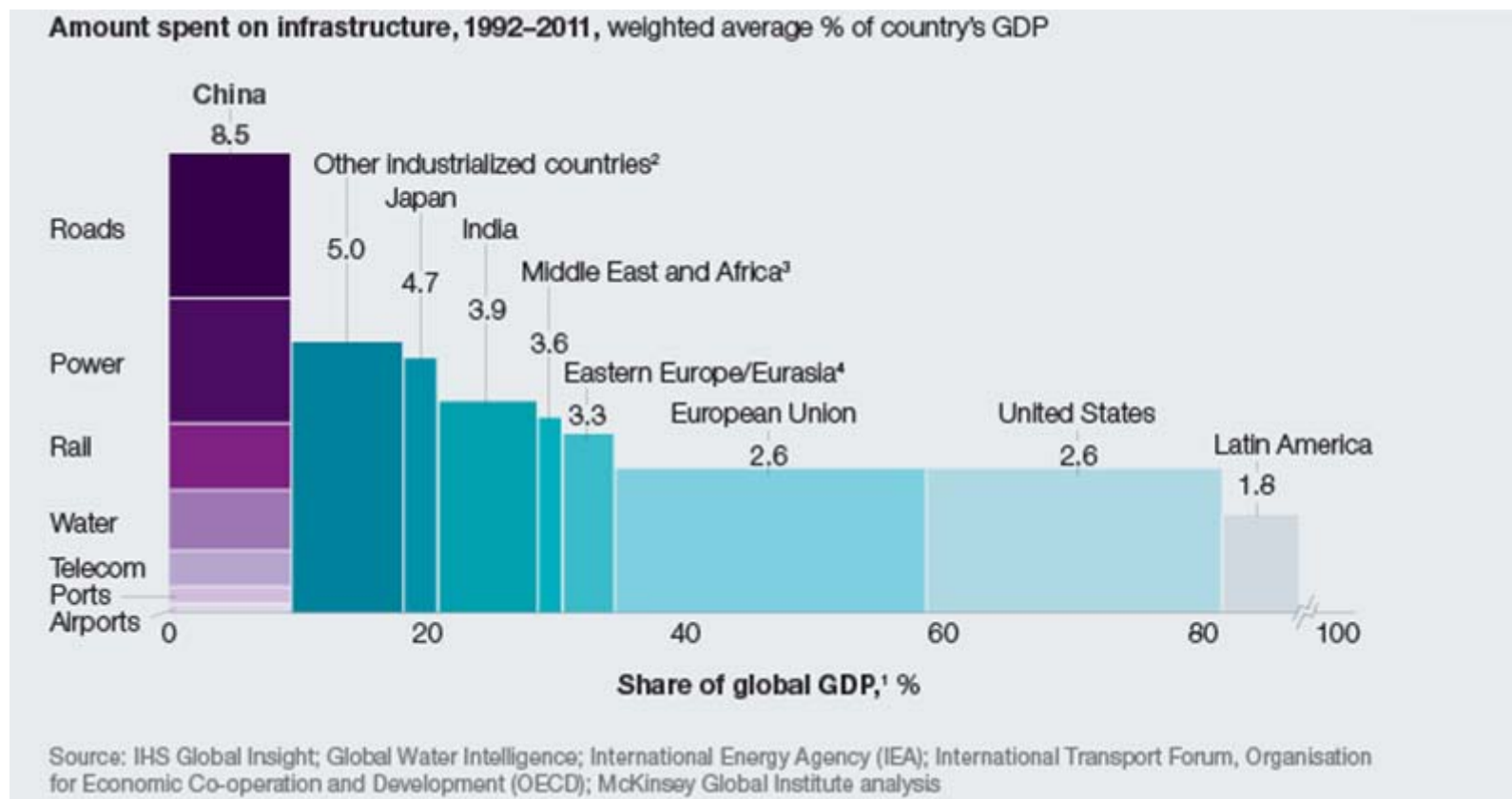
- Le spese in capitale di conoscenza e di tecnologia, così come quelle in infrastrutture tradizionali, vedono un ruolo fondamentale degli operatori pubblici.
- In un quadro macroeconomico particolarmente difficile, con pesanti vincoli di finanza pubblica, è necessario incentivare e rilanciare forme e strumenti di cofinanziamento pubblico-privato.

Parte quarta

INVESTIMENTI IN INFRASTRUTTURE E LORO FINANZIAMENTO

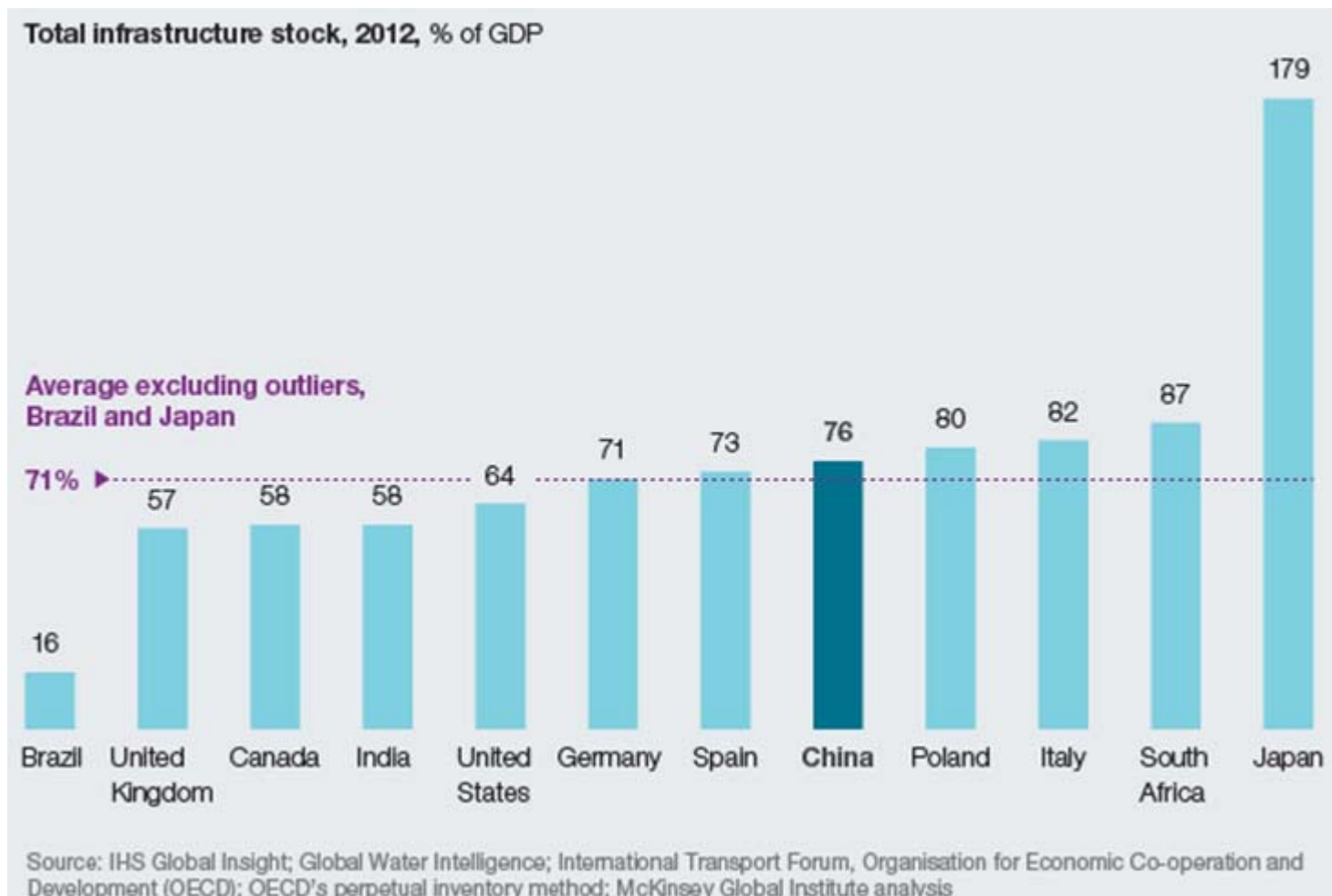
- ↘ Il coinvolgimento dei privati è tanto più necessario in relazione alla concezione allargata di infrastrutture da sostituire alla visione tradizionale, che vede gli investimenti fondamentalmente ancorati al settore dei trasporti.
- ↘ Nell'accezione più ampia, le infrastrutture includono non solo le reti di trasporto (di merci, persone, informazioni), ma anche le strutture per l'innovazione e la conoscenza e per le attività di ricerca e sviluppo; le reti energetiche (comprese le rinnovabili); le infrastrutture per la protezione dell'ambiente e del territorio e per la gestione integrata dei rifiuti; gli acquedotti ecc.
- ↘ L'aggregato si allarga fino a ricomprendere i sistemi educativo, assistenziale, di difesa nazionale, ecc., funzionali alla fornitura di beni e servizi pubblici.

Fig. 15 – La rilevanza degli investimenti in infrastrutture (definite in senso stretto) a livello globale e il ruolo preponderante assunto dalla Cina



- Al di là della rilevanza assunta dalla Cina nel processo di creazione di infrastrutture, occorre sottolineare che Unione Europea e Stati Uniti dedichino ammontari di risorse analoghe rispetto al PIL.
- Se si fa uno spaccato all'interno dell'Unione Europea, si vede che l'Italia, nonostante le condizioni di finanza pubblica, ha destinato risorse non inferiori a quelle degli altri principali Paesi europei, ma i risultati sono ben diversi per la questione della inefficienza e inefficacia degli investimenti pubblici.

Fig. 16 – Lo stock di infrastrutture (definite in senso stretto) rispetto al PIL nei principali Paesi



Parte quarta

INVESTIMENTI IN INFRASTRUTTURE E LORO FINANZIAMENTO

- ✚ La questione del rilancio degli investimenti pubblici in Italia è di fondamentale rilievo, ma occorre cambiare radicalmente approccio al governo del sistema per migliorare la qualità e l'efficienza della spesa.
- ✚ Come mostra l'esperienza internazionale e sulla base delle analisi della Banca Mondiale, del Fondo Monetario Internazionale (e della Banca d'Italia per il nostro Paese), in media circa metà delle spese per investimento è stata caratterizzata da sprechi, corruzione, inefficienze e incompetenza e ha di fatto contribuito a finanziare attività illecite e/o illegali, o comunque improduttive.
- ✚ Molte “spese di investimento” non diventano accumulazione, ma si traducono in spreco e alimentazione dell'illegalità.

Parte quarta

INVESTIMENTI IN INFRASTRUTTURE E LORO FINANZIAMENTO

- ↘ La questione del rilancio degli investimenti pubblici deve essere aggredita agendo su due fronti:
- da un lato, occorre garantire rigorosi ed efficienti processi e meccanismi di selezione, costruzione, gestione e finanziamento delle infrastrutture, affinché gli investimenti si traducano in effettiva accumulazione di capitale produttivo e non vengano dispersi nei rivoli della corruzione e della cattiva gestione pubblica;
 - dall'altro, occorre ripensare il quadro di regole e adeguare il set di strumenti per favorire il finanziamento privato a lungo termine. Non si può, ad esempio, accettare l'attuale sistema di «incertezze» che di fatto affida al Tar la rivisitazione della grande maggioranza degli appalti, con un sistema di stazioni appaltanti ipertrofico e inefficiente come quello attuale, in combinazione con interventi successivi della Magistratura ordinaria che hanno tempi molti più lunghi di quelli medi in Europa.

Parte quarta

INVESTIMENTI IN INFRASTRUTTURE E LORO FINANZIAMENTO

- ↘ Un contributo fondamentale può giungere dalla consolidata esperienza della Banca Europa degli Investimenti (BEI) nella selezione e nel cofinanziamento di progetti innovativi e nella fornitura di adeguate garanzie in fase di start up, al fine di contenere il rischio di progetto entro limiti accettabili dagli operatori di mercato.
- ↘ Il gap infrastrutturale in Italia dipende, dunque, da criticità di sistema, che dobbiamo superare, puntando alla competenza e alla professionalità delle nostre risorse.
- ↘ L'accentramento a livello di Presidenza del Consiglio di un'autorità preposta all'analisi tecnica, economica, finanziaria e di rispetto delle leggi dei progetti di investimento e della loro realizzazione (selezione, costruzione, gestione e finanziamento) appare necessario.

Riferimenti bibliografici

- De Larosière J. (2013). The trade-off between bank regulation and economic growth. Central Banking Journal, February 23.
- Masera R. (2012). Objectives and Instruments of Economic Policy in the Eurozone: how to overcome the crisis. Chapter 21. In Paganetto, L. (ed), 2013. Public Debt, Global Governance and Economic Dynamism, Springer-Verlag Italia.
- Masera R. (2014). CRR/CRD IV: the Trees and the Forest. Working Paper, available at http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2418215