

7 gennaio 2017

PROGETTO MONETA FISCALE
LA TERZA VIA TRA AUSTERITÀ E ROTTURA DELL'EURO
BIAGIO BOSSONE – MARCO CATTANEO – STEFANO SYLOS LABINI

È UNA CRISI DI DOMANDA

Il PIL reale italiano è attualmente (2016) inferiore del 7% circa rispetto ai livelli 2007, la produzione industriale è oltre il 20% in meno.

Il crollo della domanda interna è responsabile di questo pauroso ammanco di PIL: le esportazioni sono l'unica voce positiva.

	<u>2007</u>	<u>2011</u>	<u>2015</u>	<u>Var. 2015 su 2007</u>	<u>Preliminare 2016</u>
PIL	1.783		1.642	-141	1.655
Consumi	1.385		1.313	-72	
Investimenti	386		273	-113	
Esportazioni	478		494	+16	
Importazioni	475		442	-33	
Saldo commerciale netto	+3		+52		+60
Persone in povertà assoluta (migliaia)	1.789	2.652	4.598		

Fonte: Dati ISTAT – mld €a prezzi costanti 2015

Intervenire solo sul lato dell'offerta (riforme strutturali) può migliorare le potenzialità produttive dell'economia, ma non chiude l'output gap in tempi accettabili.

Un'azione espansiva sulla domanda è **indispensabile**.

L'INDISPENSABILE AZIONE SULLA DOMANDA

L'Eurosistema ha imposto, a partire dal 2011, pesanti manovre procicliche che hanno affondato domanda, PIL e occupazione, con gravissime ripercussioni su un'economia che aveva solo parzialmente recuperato gli effetti della "Crisi Lehman".

Il moltiplicatore fiscale ha portato l'austerità ad avere forti effetti recessivi che hanno amplificato i danni della crisi economica.

In assenza di sostegni alla domanda, la crescita resterà labile con scarsi effetti sul recupero dell'occupazione e degli investimenti. Il risultato sarà un continuo deterioramento del tessuto produttivo e delle condizioni di ampi segmenti di popolazione.

I Certificati di Credito Fiscale (CCF) forniscono la necessario espansione della domanda, sostenendo la crescita attraverso sconti fiscali

Tutto ciò senza creare nuovo debito e senza "rompere" l'Euro.

Si tratta in effetti di 'quasi moneta' con natura fiscale.

CCF PER PROMUOVERE LA RIPRESA

CCF: strumenti finanziari che danno diritto a ridurre pagamenti altrimenti dovuti alla pubblica amministrazione, per tasse, imposte, contributi sociali o pensionistici, ecc.

Lo Stato italiano può emettere CCF per effettuare azioni di espansione e supporto della propria economia:

- integrazione di redditi da lavoro;
- miglioramento del cuneo fiscale a vantaggio delle aziende;
- interventi di spesa sociale, quali reddito di cittadinanza / di inclusione;
- sostegno agli investimenti.

I CCF sono emessi e assegnati gratuitamente a lavoratori, famiglie, aziende, ecc., dando diritto a beneficiare di sconti fiscali a partire da una data futura prestabilita. Per esempio, a marzo 2017 si cominciano a emettere CCF che saranno utilizzabili a partire da marzo 2019 (due anni dopo).

Il differimento temporale consente ai CCF di sprigionare crescita attraverso l'espansione della domanda, **prima** che si verifichi l'effetto di riduzione degli incassi fiscali dovuto all'utilizzo **FINALE** dei CCF.

I CCF, rappresentando un diritto certo a un beneficio fiscale futuro, hanno valore fin dal momento della loro assegnazione.

Il valore del CCF sarà pari all'importo dello sconto fiscale a termine, al netto di un modesto tasso di attualizzazione.

CCF E POTERE D'ACQUISTO PER GLI ASSEGNATARI

Chi riceve un CCF può convertirlo in euro cedendolo a un soggetto terzo – un investitore, oppure un privato o un'azienda che sa di dover effettuare, in futuro, pagamenti nei confronti della pubblica amministrazione.

Per i CCF, che sono titoli garantiti dallo Stato (ancorché non debito: vedi sezione successiva)¹ si svilupperà un ampio mercato (a cui parteciperanno fondi, gestori patrimoniali, investitori di vario tipo) che fornirà liquidità immediata allo strumento consentendone la monetizzazione da parte del ricevente iniziale. Gli istituti di credito potranno agire, inoltre, concedendo anticipazioni finanziarie garantite da CCF, o offrendo altri tipi di prodotti cartolarizzati o strutturati.

A un'agenzia governativa, o a un'istituzione finanziaria a controllo pubblico (per esempio la Cassa Depositi e Prestiti), potrà essere affidata l'attività di coordinamento delle attività di *market making*.

I CCF verranno inoltre accettati come corrispettivo per operazioni di compravendita di beni e servizi, per esempio da operatori di grande distribuzione, utilities ecc. Possono anche essere studiate forme di distribuzione al pubblico dei CCF mediante carte di debito a scadenza per piccoli tagli, assegni trasferibili tra privati, certificati trasferibili tra aziende: tutte queste modalità stimoleranno la circolazione dei CCF.

A prescindere dalla monetizzazione, inoltre, chi riceve CCF beneficia comunque di un arricchimento patrimoniale e viene quindi incentivato a spendere maggiormente gli euro che possiede, sapendo che i CCF gli faranno risparmiare tasse in futuro.

¹ MEF e Ragioneria Generale dello Stato hanno segnalato il dubbio che, se acquistati da intermediari finanziari, l'obbligo di dichiarazione all'ISTAT del possesso del titolo da parte degli intermediari stessi conduca a ricomprendere i CCF nell'ammontare del debito pubblico. Andrà inequivocabilmente chiarito che non sussiste alcun debito a fronte dei CCF (che rappresentano diritti e non crediti pagabili), indipendentemente da chi ne sia il possessore.

I CCF NON SONO DEBITO AI SENSI DELLE NORMATIVE UE

I CCF non sono debito. Lo Stato non si impegna a rimborsarli in euro, ma solo ad accettarli a riduzione di impegni finanziari futuri nei suoi confronti.

Il Sistema Eurostat SEC 2010, reso esecutivo con il Regolamento n. 549 / 2013 (vedi in particolare i paragrafi 5.05 e 5.06) li configura senza ambiguità come credito tributario “non pagabile” in quanto non soggetto a essere rimborsato in cash. L'emissione di questo strumento, ancorché se ne debbano valutare gli effetti nei documenti di programmazione in termini di “minori entrate”, non può in alcun modo essere registrata come “spesa” o come “debito” nella contabilità pubblica e nei documenti consuntivi di finanza pubblica.

All'atto dell'emissione non si crea alcun peggioramento degli equilibri di bilancio imposti dai Trattati e dalla normativa europea.

Peraltro, il regolamento Eurostat prevede che l'effetto di “minori entrate” ai fini della programmazione finanziaria è esso stesso “eventuale”: conta l'effetto netto dato dall'utilizzo previsto dello strumento da parte dei titolari - al netto appunto del maggior introito tributario dovuto all'effetto espansivo sull'economia indotto dall'introduzione dello strumento medesimo.

L'effetto netto addirittura può essere di “maggiori entrate”, qualora il secondo elemento dovesse superare il primo.

L'EMITTENTE DI CCF NON PUÒ ESSERE COSTRETTO AL DEFAULT

Rispetto al debito, i CCF hanno la fondamentale differenza di non dover essere rimborsati dall'emittente.

L'emittente assume l'impegno di accettarli a riduzione di obbligazioni finanziarie future, non di ripagare euro.

L'emissione di CCF non comporta rischi d'insolvenza né, quindi, l'insorgere di tensioni simili a quelle che si sono verificate nell'Eurozona, principalmente nel periodo 2009-2012.

Questo naturalmente non significa che possano essere emessi in quantità illimitata. Un eccesso di emissione di CCF spingerebbe la domanda di beni e servizi oltre il limite della capacità produttiva del sistema economico, portando l'inflazione a livelli indesiderati.

Tuttavia, in presenza di un rilevante output gap, i CCF consentono di incrementare domanda, occupazione e PIL, senza incrementare il debito in circolazione e senza effetti indesiderati sui prezzi.

I CCF NON CONFLIGGONO CON IL MONOPOLIO DI EMISSIONE DI EURO DA PARTE DELLA BCE

I CCF derivano il loro valore dall'utilizzabilità per conseguire sconti fiscali.

Sono denominati in euro, ma non si tratta di moneta "legal tender".

Nessuno è obbligato ad accettare un CCF, salvo (a partire dalla data futura di utilizzabilità) lo Stato emittente, ma sulla base di un impegno unilaterale.

Non è possibile onorare un pagamento nei confronti di un privato dando CCF in luogo di euro, a meno che la controparte decida volontariamente di accettarli.

La moneta ad accettazione obbligatoria rimane l'euro, e l'emittente unico degli euro rimane la BCE.

I MEFO BILLS TEDESCHI

La Germania ha introdotto con enorme successo strumenti simili ai CCF - i MEFO bills - nel periodo 1933-37.

Il programma fu gestito dal Ministro delle Finanze e Presidente della Reichsbank, Hjalmar Schacht.

Emessi dalla Metallurgische Forschungsgesellschaft, tali strumenti erano utilizzati per finanziare spesa pubblica ed erano accettati dalle controparti grazie al fatto che il governo li avrebbe a sua volta riconosciuti come mezzi di pagamento.

La considerevole espansione della domanda che derivò dalla introduzione dei MEFO bills consentì di riassorbire nel giro di quattro anni l'enorme disoccupazione (25% della forza lavoro) accumulata dopo la crisi del 1929 e di ricostituire una grande potenzialità industriale ed economica (che purtroppo il nazismo indirizzò poi a fini bellici, scatenando la seconda guerra mondiale).

POSSIBILE ALLOCAZIONE DEGLI INTERVENTI

Le emissioni di CCF potranno far leva su vari fattori di espansione della domanda interna e di miglioramento di competitività del sistema produttivo italiano.

Una dimensione massima a regime, per esempio, di 90 miliardi annui (vedi seguito) può essere ripartita come segue:

- Integrazione di redditi da lavoro, 22,5 miliardi annui.
- Assegnazioni alle aziende a riduzione del cuneo fiscale, 22,5 miliardi annui.
- Reddito di cittadinanza / inclusione, 22,5 miliardi annui.
- Sostegno agli investimenti, 22,5 miliardi annui.

L'integrazione dei redditi da lavoro andrà attuata con meccanismi progressivi, fortemente orientati ai redditi bassi e medio-bassi.

La riduzione del cuneo fiscale (per un quarto dell'intervento complessivo, il 25% circa essendo l'incidenza dell'import sul PIL) migliora immediatamente la competitività delle aziende domestiche ed evita che una parte dell'espansione della domanda si disperda in maggiori importazioni nette. L'obiettivo è recuperare domanda e PIL a saldi commerciali esteri invariati.

Il reddito di cittadinanza / inclusione rappresenta un'importante misura di equità sociale e accentua il rilancio della domanda, in quanto si rivolge a soggetti con necessità e propensione immediata alla spesa molto alta. L'obiettivo è che diventi nel tempo sempre meno necessaria via via che la domanda genera occupazione e riassorbe nel mercato del lavoro, in numero crescente, persone oggi estromesse o marginalizzate.

Il sostegno agli investimenti dovrà rivolgersi in primo luogo ad azioni con ciclo di attuazione rapido: per esempio ristrutturazioni immobiliari, riqualificazioni energetiche, riassetto del territorio a cura di amministrazioni pubbliche locali, ecc.

CLAUSOLE DI SALVAGUARDIA

Le assegnazioni di CCF daranno luogo, *ceteris paribus*, a riduzioni di gettito fiscale a due anni di distanza. Le nostre simulazioni (basate su ipotesi cautelative) suggeriscono che la crescita di gettito prodotta dalla ripresa sarà superiore al calo dovuto (a termine) all'utilizzo dei CCF.

Va comunque impostato un sistema di clausole di salvaguardia: azioni compensative da attuare solo se, e nella misura in cui, l'effetto espansivo dei CCF su PIL e gettito fosse inferiore alle attese:

	<u>2017</u>	<u>2018</u>	<u>2019</u>	<u>2020</u>	<u>2021 e successivi</u>
Integrazione di redditi da lavoro	7,5	15	22,5	22,5	22,5
Assegnazioni alle aziende a riduzione del cuneo fiscale	7,5	15	22,5	22,5	22,5
Reddito di cittadinanza / inclusione	7,5	15	22,5	22,5	22,5
Sostegno agli investimenti	7,5	15	22,5	22,5	22,5
Totale assegnazioni di CCF	30	60	90	90	90
<i>TU = Totale utilizzi di CCF per conseguire sconti fiscali</i>			30	60	90
Aliquote IVA			15	30	45
Imposte sugli immobili			7,5	15	22,5
Revisioni di spesa			7,5	15	22,5
<i>CDS = massima attivazione possibile delle clausole di salvaguardia</i>			30	60	90

L'eguaglianza $TU = CDS$ in ogni singolo anno garantisce la totale compatibilità del progetto CCF con i vincoli di bilancio.

Il provvedimento di legge che definirà, anno dopo anno, le assegnazioni di CCF, potrà anche “normare” gli interventi compensativi (in termini di minori spese o di maggiori entrate fiscali), operativi a due anni di distanza MA SOLO nel caso e nella misura in cui non si produca maggior gettito pari (o superiore) agli utilizzi di CCF.

CLAUSOLE DI SALVAGUARDIA (SEGUE)

L'impianto normativo descritto sminuisce qualsiasi obiezione in merito alla possibilità che l'assegnazione di CCF produca maggiore debito.

A partire dal 2017 viene infatti attuata, contemporaneamente, un'azione di riduzione della fiscalità (l'assegnazione dei CCF) e un'azione di uguale importo e di segno opposto sui conti pubblici (le clausole di salvaguardia). Entrambe le azioni hanno la stessa decorrenza temporale (due anni dopo) riguardo al loro effetto diretto sulle finanze dello Stato.

È quindi totalmente e inequivocabilmente garantita la copertura del progetto CCF.

Inoltre, nell'eventualità in cui l'espansione di PIL risulti, contrariamente alle previsioni, insufficiente a compensare del tutto (due anni dopo le assegnazioni) l'utilizzo dei CCF, saranno possibili ulteriori azioni (utilizzabili anche in combinazione):

1. Estensione su base volontaria delle scadenze di utilizzo dei CCF, offrendo al possessore un incremento del valore facciale dello sconto d'imposta se utilizzato dopo la scadenza originaria (in pratica, un tasso d'interesse).
2. Collocamento di CCF di lunga scadenza per rimborsare debito in euro.
3. In casi estremi (molto improbabili): mantenere in essere i tagli di spesa o gli incrementi di imposte originariamente pianificati, compensandoli però con erogazioni addizionali di CCF.

EMISSIONI DI CCF E IMPATTO ECONOMICO: IPOTESI

In termini reali, il PIL italiano attuale (2016) è inferiore di circa 130 miliardi di euro rispetto ai livelli pre-crisi (2007). Il progetto Moneta Fiscale va attuato in dimensioni adeguate a recuperare questo “vuoto” di PIL.

Come visto si ipotizza di partire nel 2017 con 30 miliardi di assegnazioni annue, e di incrementarle fino a 90 al terzo anno del programma. Con un moltiplicatore fiscale di 1,25, un’azione espansiva della domanda di 90 miliardi genera maggior PIL per 112,5 (= 90 x 1,25). Un minimo di ulteriore crescita inerziale è sufficiente a chiudere tutto l’output gap.

Il moltiplicatore fiscale misura l’incremento del PIL reale prodotto da un’azione di politica economica espansiva (maggiore spesa pubblica, minori tasse o azioni di qualunque natura che incrementino il potere d’acquisto in circolazione). L’ipotesi di 1,25 è basata su stime riferite a economie che recuperano da un contesto di domanda depressa.²

I CCF sono utilizzabili come sgravi fiscali due anni dopo la loro emissione, quindi gli utilizzi resteranno inferiori alle assegnazioni in tutti gli anni precedenti il 2021 (il che accelera il processo di riduzione del debito):

<u>Anno</u>	<u>2017</u>	<u>2018</u>	<u>2019</u>	<u>2020</u>	<u>2021 e oltre</u>
Assegnazioni	30	60	90	90	90
Utilizzi	0	0	30	60	90

Oltre al beneficio sul PIL reale sopra citato, è ragionevole mettere in conto che si produca maggiore inflazione, grazie al contesto di ripresa economica e di riassorbimento dell’output gap. Si è ipotizzato uno 0,8% in più di inflazione annua.

² Si veda tra gli altri “Growth Forecast Errors and Fiscal Multipliers, Olivier Blanchard / Daniel Leigh, IMF Working Paper, 2013: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2013/wp1301.pdf>. L’intervallo ivi stimato è 0,90 – 1,70. Si è qui utilizzato il valore medio (1,30) ridotto a 1,25 per tenere conto di un effetto di attualizzazione del valore dei CCF assegnati, dovuto al differimento di due anni della loro utilizzabilità.

ANNO	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------

PREVISIONI DEF SETTEMBRE 2016 (2017-2019, estese inerzialmente fino al 2025)										
	miliardi di euro									
PIL	1.672	1.704	1.755	1.812	1.871	1.932	1.994	2.059	2.126	2.195
Crescita reale	0,8%	1,0%	1,3%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%
Inflazione	1,0%	0,9%	1,7%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
Crescita nominale	1,8%	1,9%	3,0%	3,2%	3,2%	3,2%	3,2%	3,2%	3,2%	3,2%
Deficit pubblico	-38	-34	-21	-4	-4	-4	-4	-4	-4	-4
Deficit pubblico / PIL	-2,3%	-2,0%	-1,2%	-0,2%	-0,2%	-0,2%	-0,2%	-0,2%	-0,2%	-0,2%
Debito pubblico	2.220	2.251	2.246	2.243	2.247	2.251	2.255	2.259	2.263	2.268
Debito pubblico / PIL	132,8%	132,1%	128,0%	123,8%	120,1%	116,5%	113,1%	109,7%	106,5%	103,3%
Il debito pubblico (ma non il deficit annuo) include l'intervento di				20	miliardi deliberato a fine 2016 a sostegno del sistema bancario.					

ASSEGNAZIONI DI CCF E IMPATTO SU PIL										
Assegnazioni di CCF	30	60	90	90	90	90	90	90	90	90
Incremento assegnazioni	30	30	30							
Moltiplicatore keynesiano	1,25	1,25	1,25	1,25	1,25	1,25	1,25	1,25	1,25	1,25
Impatto annuo su PIL reale	38	38	38							
Maggior PIL reale	38	75	113	113	113	113	113	113	113	113

IMPATTO SU INFLAZIONE										
Maggiore inflazione annua	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%
Maggiore inflazione cumulata	0,8%	1,6%	2,4%	3,2%	4,1%	4,9%	5,7%	6,6%	7,4%	
Effetto delta inflazione su PIL nominale	14	30	48	66	87	108	132	158	185	

ANNO	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------

IMPATTO SU GETTITO FISCALE		miliardi di euro								
Entrate totali settore pubblico / PIL		47,5%	47,5%	47,5%	47,5%	47,5%	47,5%	47,5%	47,5%	47,5%
Maggior gettito lordo		24	50	76	85	95	105	116	128	141
Utilizzi di CCF				-30	-60	-90	-90	-90	-90	-90
Maggior gettito netto		24	50	46	25	5	15	26	38	51

ASSEGNAZIONI, UTILIZZI E STOCK DI CCF IN CIRCOLAZIONE										
Assegnazioni di CCF		30	60	90	90	90	90	90	90	90
Utilizzi di CCF				-30	-60	-90	-90	-90	-90	-90
CCF in circolazione a fine anno		30	90	150	180	180	180	180	180	180
CCF in circolazione a fine anno / PIL		1,7%	4,8%	7,6%	8,8%	8,4%	8,1%	7,8%	7,5%	7,2%

VARIABILI MACROECONOMICHE RISULTANTI											
PIL		1.672	1.756	1.860	1.972	2.050	2.131	2.215	2.304	2.396	2.493
Crescita reale		0,8%	3,2%	3,5%	3,3%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%
Inflazione		1,0%	1,7%	2,4%	2,6%	2,7%	2,7%	2,7%	2,8%	2,8%	2,8%
Crescita nominale		1,8%	5,0%	5,9%	6,0%	3,9%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%
Deficit pubblico		-38	-10	29	42	21	1	11	22	34	47
Deficit pubblico / PIL		-2,3%	-0,5%	1,5%	2,2%	1,0%	0,0%	0,5%	1,0%	1,4%	1,9%
Debito pubblico		2.220	2.230	2.201	2.159	2.138	2.137	2.126	2.104	2.070	2.023
Debito pubblico / PIL		132,8%	127,0%	118,4%	109,5%	104,3%	100,3%	96,0%	91,3%	86,4%	81,1%

PIL A EURO COSTANTI 2015											
2007	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
SENZA CCF											
1.783	1.642	1.655	1.672	1.693	1.714	1.734	1.755	1.776	1.797	1.819	1.841
100,0	92,1	92,8	93,8	95,0	96,1	97,3	98,4	99,6	100,8	102,0	103,2
CON CCF											
1.783	1.642	1.655	1.709	1.769	1.828	1.850	1.872	1.894	1.917	1.940	1.963
100,0	92,1	92,8	95,8	99,2	102,5	103,7	105,0	106,2	107,5	108,8	110,1

===→ Il progetto CCF consente di raggiungere e superare il PIL reale ante crisi a inizio 2019, invece che durante il 2023: un anticipo di quattro anni e mezzo circa.

Tutto ciò senza tener conto dell'eventualità che, soprattutto a partire dal secondo-terzo anno del programma, si verifichi una forte ripresa degli investimenti privati. Eventualità in realtà plausibile, in presenza di un forte recupero dell'economia - che stimola la propensione delle imprese a rinnovare gli impianti e ad espandere capacità produttiva, riduce l'incidenza della sofferenze bancarie e favorisce l'erogazione di credito.

Miliardi di euro	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
-------------------------	-------------	-------------	-------------	-------------	-------------	-------------	-------------	-------------	-------------	-------------

SENZA CCF										
Debito pubblico	2.220	2.251	2.246	2.243	2.247	2.251	2.255	2.259	2.263	2.268
Incidenza su PIL	132,8%	132,1%	128,0%	123,8%	120,1%	116,5%	113,1%	109,7%	106,5%	103,3%

CON CCF										
Debito pubblico	2.220	2.230	2.201	2.159	2.138	2.137	2.126	2.104	2.070	2.023
Incidenza su PIL	132,8%	127,0%	118,4%	109,5%	104,3%	100,3%	96,0%	91,3%	86,4%	81,1%
Debito pubblico + CCF	2.220	2.260	2.291	2.309	2.318	2.317	2.306	2.284	2.250	2.203
Incidenza su PIL	132,8%	128,7%	123,2%	117,1%	113,1%	108,7%	104,1%	99,1%	93,9%	88,4%

===→ L'incidenza del debito pubblico rispetto al PIL è nettamente più bassa, e cala con rapidità molto maggiore, nello scenario "con CCF".

Va notato che questo rimane vero anche se il confronto è effettuato facendo riferimento all'aggregato debito pubblico + CCF.