

Maggio 2018

PROGETTO CCF / MONETA FISCALE

BIAGIO BOSSONE / MARCO CATTANEO / MASSIMO COSTA / STEFANO SYLOS LABINI

È UNA CRISI DI DOMANDA

Il PIL reale italiano nel 2017 è stato inferiore del 5,5% rispetto ai livelli 2007. Il crollo della domanda interna è responsabile di questo pauroso ammanco di PIL: le esportazioni sono l'unica voce positiva. Se il PIL fosse cresciuto agli stessi (modesti) ritmi delle esportazioni, il dato 2017 sarebbe stato 241 miliardi più alto (14%).

	<u>2007</u>	<u>2011</u>	<u>2017</u>	<u>Var. 2017 su 2007</u>	<u>Variazione %</u>
PIL	1.816		1.717	-99	-5,5%
Consumi	1.420		1.367	-52	-3,7%
Investimenti	392		319	-73	-18,5%
Esportazioni	498		537	+39	+7,8%
Importazioni	505		485	-20	-4,0%
Saldo commerciale netto	-7		+52		
Persone in povertà assoluta (migliaia)	1.789	2.652	5.000		

Fonte: ISTAT – dati 2017 preliminari - mld € a prezzi costanti 2017

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 “prescritto”, 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 vita di ampi segmenti di popolazione.

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

Come meglio illustrato nel seguito, i CCF incrementano, fin dal momento della loro assegnazione, il potere d'acquisto disponibile all'interno dell'economia italiana, e possono inoltre funzionare come mezzo di pagamento in affiancamento all'euro.

Tutto ciò senza creare nuovo debito e senza “rompere” la moneta unica europea.

I CCF sono in effetti una ‘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., e danno diritto a beneficiare di sconti fiscali a partire da una data futura prestabilita. Per esempio, a luglio 2018 si cominciano ad assegnare CCF che saranno utilizzabili a partire da luglio 2020 (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. 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 *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. Potrà essere costituito un circuito commerciale, partendo dall'accettazione dei CCF come mezzo di pagamento da parte di grandi imprese a controllo pubblico quali ENI, ENEL, Poste, Ferrovie dello Stato.

Circuiti commerciali di questo tipo in effetti già esistono e se ben organizzati funzionano (vedi il caso del Sardex). L'accettazione del CCF come mezzo di pagamento alternativo / complementare all'euro sarà tuttavia enormemente più rapida e intensa, grazie alla garanzia data dall'utilizzabilità (decorsi i due anni) a fini di sconto fiscale.

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. Si tratta con ogni probabilità di un equivoco: in effetti i crediti commerciali verso il settore pubblico vengono riclassificati nel "Maastricht Debt" se oggetto di operazioni di factoring pro-soluto (vedi a pagina 7). Ma si tratta di crediti da rimborsare in euro, cosa che i CCF non sono.

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.

IL “MAASTRICHT DEBT” NON COMPRENDE I CREDITI FISCALI

A conferma di quanto detto in precedenza, si veda qui di seguito la composizione del debito delle amministrazioni pubbliche italiane a fine 2017, come esposto a pagina 8 della pubblicazione Banca d'Italia di cui al seguente link http://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/finanza-pubblica/2018-finanza-pubblica/statistiche_FPI_20180215.pdf

I criteri di composizione del prospetto sono perfettamente omogenei con quelli utilizzati da Eurostat per determinare il cosiddetto “Maastricht Debt”, che è la grandezza rilevante ai fini del Patto di Stabilità e Crescita e del Fiscal Compact. Il dato totale (2.256 miliardi) non comprende ancora circa 11 miliardi imputabili alle operazioni di ristrutturazione e salvataggio di Veneto Banca e di Banca Popolare di Vicenza.

Raccolta postale	14
Altri depositi e monete metalliche	159
Titoli a breve termine	107
Titoli a medio e lungo termine	1.805
Prestiti di Istituzioni Finanziarie Monetarie	127
Passività connesse con i prestiti EFSF	34
<u>Altre passività (*)</u>	<u>10</u>
<u>TOTALE</u>	<u>2.256</u>

(*) Debiti commerciali per la sola parte oggetto di operazioni di factoring pro-soluto: vedi penultima nota dal fondo a pagina 24 della pubblicazione Banca d'Italia (link sopra citato).

Come si vede, nessun credito di natura fiscale è incluso nel prospetto, nonostante già oggi esistano svariate categorie di crediti utilizzabili in compensazione (crediti per ristrutturazioni immobiliari, perdite pregresse, superammortamenti ecc.).

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 aumentare 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 (nonché l'unità di conto) 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 da una società di diritto privato (la 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.

L'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 100 miliardi annui (vedi seguito) può essere ripartita come segue:

- Integrazione di redditi da lavoro, 25 miliardi annui.
- Assegnazioni alle aziende a riduzione del cuneo fiscale, 25 miliardi annui.
- Reddito di cittadinanza / inclusione, 25 miliardi annui.
- Sostegno agli investimenti, 25 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 indicano che la crescita di gettito prodotta compenserà il calo prodotto (a termine) dall'utilizzo dei CCF.

Può comunque essere 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>2018</u>	<u>2019</u>	<u>2020</u>	<u>2021</u>	<u>2022 e successivi</u>
Integrazione di redditi da lavoro	7,5	16,25	25	25	25
Assegnazioni alle aziende a riduzione del cuneo fiscale	7,5	16,25	25	25	25
Reddito di cittadinanza / inclusione	7,5	16,25	25	25	25
<u>Sostegno agli investimenti</u>	<u>7,5</u>	<u>16,25</u>	<u>25</u>	<u>25</u>	<u>25</u>
Totale assegnazioni di CCF	30	65	100	100	100
<i>TU = Totale utilizzi di CCF per conseguire sconti fiscali</i>			30	65	100
Aliquote IVA			15	32,5	50
Imposte sugli immobili			7,5	16,25	25
<u>Revisioni di spesa</u>			<u>7,5</u>	<u>16,25</u>	<u>25</u>
<i>CDS = massima attivazione possibile delle clausole di salvaguardia</i>			30	65	100

L'uguaglianza 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 2018 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.

RAPPORTO DI COPERTURA A TERMINE DEGLI SCONTI FISCALI

Va **sempre** ricordato come le ipotesi base prevedano che giungano a scadenza, e diventino quindi utilizzabili per conseguire sconti fiscali, massimi 100 miliardi di CCF (nel 2022) a fronte di incassi totali del settore pubblico di oltre 800 (oggi).

Esiste quindi un amplissimo rapporto di copertura: i CCF che diventano utilizzabili per conseguire sconti fiscali sono, al massimo, una modesta frazione del gettito fiscale lordo.

L'esistenza di questo margine assicura che il valore del CCF resterà molto vicino a quello dell'euro. Solo emissioni enormemente più alte di quanto ipotizzato nel progetto potrebbero creare un effetto di "intasamento" (troppi CCF giungono a essere utilizzabili rispetto alle esigenze effettive dei possessori). Ma i numeri mostrano che si tratta di uno scenario totalmente implausibile.

EMISSIONI DI CCF E IMPATTO ECONOMICO: IPOTESI

Le previsioni economiche di cui al seguito sono basate:

- su un moltiplicatore fiscale “diretto” di 1x,
- su una ripresa degli investimenti privati che faccia recuperare (in sei anni) metà del calo (rispetto al PIL) registrato rispetto all’ultimo anno pre-crisi: in pratica il rapporto risale dall’attuale 14,3% a 15,9% nel 2024 (era 17,6% nel 2007).

Il moltiplicatore misura l’incremento del PIL reale prodotto da un’azione espansiva (maggiore spesa pubblica, maggiori trasferimenti, riduzioni di tariffe ecc.). L’ipotesi di 1x si colloca sulla soglia inferiore di intervalli di stima desumibili da recenti studi. Tra l’altro, l’effetto espansivo tende a essere più elevato per economie che ripartono da una situazione di domanda fortemente depressa.²

Inoltre, allocando una parte dei CCF alla riduzione del cuneo fiscale (a beneficio delle aziende), si favoriscono le esportazioni e la sostituzione di importazioni con produzioni interne. L’effetto è simile a quello di una svalutazione, ma senza la penalizzazione che deriverebbe dal maggior costo delle importazioni non sostituibili (es. materie prime), ed evita la parziale erosione dell’effetto moltiplicativo del reddito dovuta alle maggiori importazioni nette. Tecnicamente, questo equivale a dire che è possibile utilizzare un moltiplicatore da economia “chiusa”.

Come visto, si parte con 30 miliardi di assegnazioni che si accrescono gradualmente a 100. I CCF sono utilizzabili come sgravi fiscali due anni dopo l’emissione: gli utilizzi resteranno quindi inferiori alle assegnazioni per quattro anni (il che accelera il processo di riduzione del debito):

<u>Anno</u>	<u>2018</u>	<u>2019</u>	<u>2020</u>	<u>2021</u>	<u>2022 e oltre</u>
Assegnazioni	30	65	100	100	100
Utilizzi	0	0	30	65	100

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>, secondo il quale il moltiplicatore nei primi anni post-crisi è risultato largamente maggiore di 1 per un amplissimo campione di paesi. Per una rivisitazione della recente letteratura sul moltiplicatore, v. cap. 2 dell’e-book *Per una nuova moneta fiscale: uscire dall’austerità senza spaccare l’euro*, a cura di B. Bossone, M. Cattaneo, E. Grazzini e S. Sylos Labini (Micromega giugno 2015).

ANNO	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------

PREVISIONI TENDENZIALI DEF APRILE 2018 PER IL 2018-2021, estese inerzialmente negli anni successivi										mld di euro
PIL	1.717	1.765	1.822	1.877	1.928	1.981	2.035	2.090	2.147	2.205
Crescita reale	1,5%	1,5%	1,4%	1,3%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%
Deflatore PIL	0,6%	1,3%	1,8%	1,7%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%
Crescita nominale	2,1%	2,8%	3,2%	3,0%	2,7%	2,7%	2,7%	2,7%	2,7%	2,7%
Deficit pubblico	-39	-28	-15		4	4	4	4	4	4
Deficit pubblico / PIL	-2,3%	-1,6%	-0,8%		0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%
Altre variazioni debito pubblico		18	8	9	15					
Debito pubblico	2.263	2.309	2.332	2.341	2.352	2.348	2.344	2.340	2.335	2.331
Debito pubblico / PIL	131,8%	130,8%	128,0%	124,7%	122,0%	118,5%	115,2%	112,0%	108,8%	105,7%

ASSEGNAZIONI DI CCF, ULTERIORI EFFETTI ESPANSIVE E IMPATTO SU PIL										
Assegnazioni di CCF		30	65	100	100	100	100	100	100	100
Incremento assegnazioni		30	35	35						
Maggiori investimenti privati		5	17	29	38	46	55	64	66	68
Ulteriori azioni espansive pubbliche					5	10	15	20	25	30
Incremento ulteriori azioni espansive		5	12	13	13	13	14	14	7	7
Totale incremento azioni espansive		35	47	48	13	13	14	14	7	7
Moltiplicatore keynesiano base		1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
Maggiore crescita inerziale			0	1	2	2	2	2	2	3
Impatto annuo su PIL reale		35	47	49	15	15	16	16	9	10
Maggior PIL reale		35	82	131	147	164	181	200	211	223
NB si ipotizza che le azioni espansive siano in parte rivolte all'abbassamento del cuneo fiscale, in misura sufficiente a far sì che la crescita di PIL abbia effetti neutri sui saldi commerciali esteri. Questo permette di utilizzare un moltiplicatore keynesiano da "economia chiusa".										

2007	2017	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------

INVESTIMENTI PUBBLICI A EURO COSTANTI 2016 - % SU PIL											
73	46	48	Incremento già ricompreso negli effetti di assegnazioni CCF & ulteriori azioni espansive (che sono in parte destinate ad investimenti pubblici)								
4,0%	2,7%	2,8%									
INVESTIMENTI PRIVATI A EURO COSTANTI 2016 - % SU PIL - SENZA CCF											
316	238	238	241	245	248	251	254	257	260	263	266
17,4%	13,9%	13,9%	13,9%	13,9%	13,9%	13,9%	13,9%	13,9%	13,9%	13,9%	13,9%
INVESTIMENTI PRIVATI A EURO COSTANTI 2016 - % SU PIL - CON CCF (graduale recupero, in 6 anni, fino al livello % intermedio 2007-2016)											
316	238	238	246	261	277	288	300	312	324	329	334
17,4%	13,9%	13,9%	13,9%	14,1%	14,4%	14,7%	15,0%	15,3%	15,6%	15,6%	15,6%

Maggiore inflaz. cumulata	1,000	1,007	1,009	1,012	1,017	1,022	1,027	1,032	1,038	1,043
Spesa pubblica / PIL		48,1%	46,2%	45,8%	47,2%	48,6%	48,4%	48,1%	48,0%	47,9%
Da cui: maggior spesa pubblica nominale		6	8	11	17	24	30	37	45	52

IMPATTO SU INFLAZIONE										
Maggiore inflazione annua	0,7%	0,2%	0,3%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%
Maggiore inflazione cumulata	0,7%	0,9%	1,2%	1,7%	2,2%	2,7%	3,2%	3,8%	4,3%	
Effetto delta inflazione su PIL nominale	12	16	23	35	47	60	74	89	106	

ANNO	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------

IMPATTO SU GETTITO FISCALE E DEFICIT		mld 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		23	48	76	90	105	121	138	152	167
Utilizzi di CCF				-30	-65	-100	-100	-100	-100	-100
Maggior spesa pubbl. per delta inflazione		-6	-8	-11	-17	-24	-30	-37	-45	-52
Ulteriori azioni espansive pubbliche					-5	-10	-15	-20	-25	-30
Minor deficit netto		17	40	35	3	-28	-24	-19	-18	-16

ASSEGNAZIONI, UTILIZZI E STOCK DI CCF IN CIRCOLAZIONE										
Assegnazioni di CCF		30	65	100	100	100	100	100	100	100
Utilizzi di CCF				-30	-65	-100	-100	-100	-100	-100
CCF in circolazione a fine anno		30	95	165	200	200	200	200	200	200
CCF in circolazione a fine anno / PIL		1,7%	4,9%	8,1%	9,4%	9,1%	8,7%	8,4%	8,1%	7,8%

VARIABILI MACROECONOMICHE RISULTANTI											
PIL		1.717	1.813	1.924	2.038	2.118	2.202	2.290	2.380	2.467	2.556
Crescita reale		1,5%	3,5%	4,0%	3,8%	1,9%	1,9%	1,9%	1,9%	1,6%	1,6%
Deflatore PIL		0,6%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
Crescita nominale		2,1%	5,6%	6,1%	5,9%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	3,6%	3,6%
Deficit pubblico		-39	-12	26	35	7	-25	-20	-15	-13	-11
Deficit pubblico / PIL		-2,3%	-0,6%	1,3%	1,7%	0,3%	-1,1%	-0,9%	-0,6%	-0,5%	-0,4%
Altre variazioni debito pubblico		14	13	19							
Debito pubblico		2.263	2.288	2.276	2.260	2.253	2.277	2.297	2.313	2.326	2.337
Debito pubblico / PIL		131,8%	126,2%	118,3%	110,9%	106,3%	103,4%	100,3%	97,2%	94,3%	91,4%

Miliardi di euro	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
------------------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------

PIL A EURO COSTANTI 2017											
2007	2017	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
SENZA CCF											
1.816	1.716	1.716	1.742	1.766	1.789	1.811	1.832	1.854	1.877	1.899	1.922
100,0	94,5	94,5	95,9	97,3	98,5	99,7	100,9	102,1	103,3	104,6	105,8
CON CCF											
1.816	1.716	1.716	1.777	1.848	1.919	1.956	1.993	2.031	2.070	2.103	2.136
100,0	94,5	94,5	97,8	101,8	105,7	107,7	109,8	111,9	114,0	115,8	117,6

Delta azione espansiva pubblica (*)	30	35	35	5	5	5	5	5	5	5
Variazione PIL reale	35	47	48	15	16	16	16	16	11	11
Effetto espansivo	1,16	1,34	1,36	3,09	3,16	3,23	3,30	3,30	2,11	2,13
Delta azione (*) cumulata da 2017 in poi	30	65	100	105	110	115	120	120	125	130
Variazione PIL reale cumulata	35	82	130	145	161	177	193	193	204	215
Effetto espansivo cumulato	1,16	1,26	1,30	1,38	1,46	1,54	1,61	1,61	1,63	1,65

Deficit + delta CCF	-39	-42	-39	-35	-28	-25	-20	-15	-13	-11
% su PIL	-2,3%	-2,3%	-2,0%	-1,7%	-1,3%	-1,1%	-0,9%	-0,6%	-0,5%	-0,4%

DEBITO PUBBLICO - SCENARIO SENZA CCF											
Debito pubblico	2.263	2.309	2.332	2.341	2.352	2.348	2.344	2.340	2.335	2.331	
Incidenza su PIL	131,8%	130,8%	128,0%	124,7%	122,0%	118,5%	115,2%	112,0%	108,8%	105,7%	

DEBITO PUBBLICO - SCENARIO CON INTRODUZIONE CCF											
Debito pubblico	2.263	2.288	2.276	2.260	2.253	2.277	2.297	2.313	2.326	2.337	
Incidenza su PIL	131,8%	126,2%	118,3%	110,9%	106,3%	103,4%	100,3%	97,2%	94,3%	91,4%	
Debito pubblico + CCF	2.263	2.318	2.371	2.425	2.453	2.477	2.497	2.513	2.526	2.537	
Incidenza su PIL	131,8%	127,9%	123,2%	119,0%	115,8%	112,5%	109,1%	105,6%	102,4%	99,3%	