

Aprile 2019

## PROGETTO CCF / MONETA FISCALE

BIAGIO BOSSONE – DIRECTOR, BRASS ON FINANCE, LTD

MARCO CATTANEO – PRESIDENTE, CPI PRIVATE EQUITY

MASSIMO COSTA – PROFESSORE ORDINARIO DI RAGIONERIA GENERALE, UNIVERSITÀ DI PALERMO

STEFANO SYLOS LABINI – RICERCATORE, ENEA

## È UNA CRISI DI DOMANDA

Il PIL reale italiano nel 2018 è stato inferiore del 4,3% 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 2018 sarebbe stato 277 miliardi più alto (quasi il 16% in più).

	<u>2007</u>	<u>2011</u>	<u>2018</u>	<u>Var. 2018 su 2007</u>	<u>Variazione %</u>
PIL	1.836		1.757	-79	-4,3%
Consumi	1.435		1.398	-37	-2,6%
Investimenti	396		316	-80	-20,3%
Esportazioni	503		558	+55	+10,8%
Importazioni	510		514	+4	+0,8%
Saldo commerciale netto	-7		+44		
Persone in povertà assoluta (.000)	1.789	2.652	>5.000		

Fonte: ISTAT – dati 2018 preliminari - mld € a prezzi costanti 2018 (in base al deflatore del PIL)

Intervenire solo sul lato dell'offerta 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.

## 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 2019 si cominciano ad assegnare CCF che saranno utilizzabili a partire da luglio 2021 (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)<sup>1</sup> 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 e 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.

---

<sup>1</sup> 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 2018, come esposto a pagina 8 della pubblicazione Banca d'Italia di cui al seguente link [http://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/finanza-pubblica/2019-finanza-pubblica/statistiche\\_FPI\\_20190215.pdf](http://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/finanza-pubblica/2019-finanza-pubblica/statistiche_FPI_20190215.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.

Raccolta postale	14
Altri depositi e monete metalliche	166
Titoli a breve termine	107
Titoli a medio e lungo termine	1.855
Prestiti di Istituzioni Finanziarie Monetarie	129
Passività connesse con i prestiti EFSF	34
<u>Altre passività (*)</u>	<u>11</u>
<u>TOTALE</u>	<u>2.317</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) la pubblica amministrazione dello 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 FOorschungsgesellschaft), 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 riassume nel mercato del lavoro, in numero crescente, persone oggi estromesse o marginalizzate.

Il sostegno agli investimenti dovrà rivolgersi soprattutto 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 NON PROCICLICHE

Le assegnazioni di CCF daranno luogo, *ceteris paribus*, a riduzioni di gettito fiscale a due anni di distanza, in modo che la crescita di gettito compensi l'utilizzo (a scadenza) 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:

	2019	2020	2021	2022	2023 e successivi
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>	7,5	16,25	25	25	25
Totale assegnazioni di CCF	30	65	100	100	100
<b><i>TU = Totale utilizzi di CCF per conseguire sconti fiscali</i></b>			<b>30</b>	<b>65</b>	<b>100</b>
Aliquote IVA			15	32,5	50
Imposte sugli immobili			7,5	16,25	25
<u>Revisioni di spesa</u>			7,5	16,25	25
<b><i>CDS = massima attivazione possibile delle clausole di salvaguardia</i></b>			<b>30</b>	<b>65</b>	<b>100</b>

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 NON PROCICLICHE (SEGUE)

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

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 aggiuntive di CCF.

Tutte queste azioni permettono di evitare incrementi di debito pubblico ("Maastricht Debt") rispetto alle previsioni, senza generare i pesantissimi effetti prociclici registrati dai (controproducenti) tentativi di stabilizzare il debito messi in atto tra il 2011 e il 2013.

## 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 quinto anno di attuazione del programma) 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, nonché
- su una ripresa degli investimenti privati che faccia recuperare (in tre anni) metà del calo (in % del PIL) registrato rispetto all’ultimo anno pre-crisi: il rapporto risale dall’attuale 14,7% a 16,1% nel 2022 (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 1x si colloca sulla soglia inferiore di stime desumibili da recenti studi. Tra l’altro, l’effetto espansivo tende a essere più alto in economie che ripartono da una situazione di domanda depressa.<sup>2</sup>

Inoltre la parziale allocazione dei CCF alla riduzione del cuneo fiscale (a beneficio delle aziende) favorisce le esportazioni e la sostituzione di importazioni con produzioni interne. L’effetto è simile a una svalutazione, ma senza penalizzazioni dovute a maggiori costi delle importazioni non sostituibili (es. materie prime), ed evita la parziale erosione dell’effetto moltiplicativo del reddito dovuta a 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.

<u>Anno</u>	<u>2019</u>	<u>2020</u>	<u>2021</u>	<u>2022</u>	<u>2023 e oltre</u>
Assegnazioni	30	65	100	100	100
Utilizzi	0	0	30	65	100

---

<sup>2</sup> 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	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------

PREVISIONI PROGRAMMATICHE DEF APRILE 2019 PER IL 2019-2022, 1% di crescita reale, 1,6% di inflazione e 0% di deficit negli anni successivi										mld di euro
PIL	1.757	1.778	1.828	1.876	1.921	1.968	2.015	2.064	2.113	2.164
Crescita reale	0,9%	0,2%	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%
Deflatore PIL	0,8%	1,0%	2,0%	1,8%	1,6%	1,6%	1,6%	1,6%	1,6%	1,6%
Crescita nominale	1,7%	1,2%	2,8%	2,6%	2,4%	2,4%	2,4%	2,4%	2,4%	2,4%
Deficit pubblico	-37	-43	-38	-34	-29					
Deficit pubblico / PIL	-2,1%	-2,4%	-2,1%	-1,8%	-1,5%					
Altre variazioni debito pubblico		-4	8	9	10					
Debito pubblico	2.323	2.361	2.408	2.451	2.490	2.490	2.490	2.490	2.490	2.490
Debito pubblico / PIL	132,2%	132,8%	131,7%	130,6%	129,6%	126,5%	123,6%	120,6%	117,8%	115,0%

ASSEGNAZIONI DI CCF, ULTERIORI EFFETTI ESPANSIVE E IMPATTO SU PIL										
Assegnazioni di CCF		35	65	100	100	100	100	100	100	100
Incremento assegnazioni		35	30	35						
Maggiori investimenti privati		6	22	39	50	51	52	52	53	54
Ulteriori azioni espansive pubbliche										
Incremento ulteriori azioni espansive		6	16	17	12	1	1	1	1	1
Totale incremento azioni espansive		41	46	52	12	1	1	1	1	1
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	1	1	1	1	1	1
Impatto annuo su PIL reale		41	46	53	13	2	2	2	2	2
Maggior PIL reale		41	87	140	154	157	160	163	166	170
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	2018	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------

<b>INVESTIMENTI PUBBLICI A EURO COSTANTI 2018 - % SU PIL</b>											
73	58	58	Incremento già ricompreso negli effetti di assegnazioni CCF & ulteriori azioni espansive (che sono in parte destinate ad investimenti pubblici)								
4,0%	3,3%	3,3%									
<b>INVESTIMENTI PRIVATI A EURO COSTANTI 2018 - % SU PIL - SENZA CCF</b>											
323	258	258	259	261	263	265	267	269	271	273	276
17,6%	14,7%	14,7%	14,7%	14,7%	14,7%	14,7%	14,7%	14,7%	14,7%	14,7%	14,7%
<b>INVESTIMENTI PRIVATI A EURO COSTANTI 2018 - % SU PIL - CON CCF (graduale recupero, in tre anni, fino al livello % intermedio 2007-2018)</b>											
323	258	258	265	282	301	315	318	321	324	326	329
17,6%	14,7%	14,7%	14,7%	15,2%	15,6%	16,1%	16,1%	16,1%	16,1%	16,1%	16,1%

Maggiore inflaz. cumulata	1,000	1,010	1,010	1,012	1,016	1,020	1,024	1,028	1,032	1,037
Spesa pubblica / PIL		48,8%	47,3%	47,5%	48,4%	48,5%	48,4%	48,2%	48,1%	47,9%
Da cui: maggior spesa pubblica nominale		9	9	12	16	21	26	31	37	43

<b>IMPATTO SU INFLAZIONE</b>										
Maggiore inflazione annua		1,0%		0,2%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%
Maggiore inflazione cumulata		1,0%	1,0%	1,2%	1,6%	2,0%	2,4%	2,8%	3,2%	3,7%
Effetto delta inflazione su PIL nominale		18	18	23	33	43	53	63	75	87

ANNO	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------

<b>IMPATTO SU GETTITO FISCALE E DEFICIT</b>		<b>mld di euro</b>								
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		28	51	80	92	100	107	115	123	132
Utilizzi di CCF				-35	-65	-100	-100	-100	-100	-100
Maggior spesa pubbl. per delta inflazione		-9	-9	-12	-16	-21	-26	-31	-37	-43
Ulteriori azioni espansive pubbliche										
Minor deficit netto		19	42	34	11	-22	-19	-16	-14	-11

<b>ASSEGNAZIONI, UTILIZZI E STOCK DI CCF IN CIRCOLAZIONE</b>										
Assegnazioni di CCF		35	65	100	100	100	100	100	100	100
Utilizzi di CCF				-35	-65	-100	-100	-100	-100	-100
CCF in circolazione a fine anno		35	100	165	200	200	200	200	200	200
CCF in circolazione a fine anno / PIL		1,9%	5,2%	8,1%	9,5%	9,2%	8,9%	8,7%	8,4%	8,2%

<b>VARIABILI MACROECONOMICHE RISULTANTI</b>											
PIL		1.757	1.838	1.936	2.045	2.115	2.177	2.241	2.306	2.373	2.442
Crescita reale		0,9%	2,5%	3,3%	3,5%	1,4%	0,9%	0,9%	0,9%	0,9%	0,9%
Deflatore PIL		0,8%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
Crescita nominale		1,7%	4,6%	5,4%	5,6%	3,5%	2,9%	2,9%	2,9%	2,9%	2,9%
Deficit pubblico		-37	-23	4	0	-18	-22	-19	-16	-14	-11
Deficit pubblico / PIL		-2,1%	-1,3%	0,2%	0,0%	-0,9%	-1,0%	-0,9%	-0,7%	-0,6%	-0,4%
Altre variazioni debito pubblico		14	13	19							
Debito pubblico		2.323	2.360	2.369	2.388	2.407	2.429	2.448	2.464	2.478	2.489
Debito pubblico / PIL		132,2%	128,4%	122,4%	116,8%	113,8%	111,5%	109,2%	106,9%	104,4%	101,9%

Miliardi di euro	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
------------------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------

<b>PIL A EURO COSTANTI 2018</b>											
2007	2018	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
<b>SENZA CCF</b>											
1.836	1.757	1.757	1.761	1.775	1.789	1.803	1.818	1.832	1.847	1.862	1.876
100,0	95,7	95,7	95,9	96,7	97,4	98,2	99,0	99,8	100,6	101,4	102,2
<b>CON CCF</b>											
1.836	1.757	1.757	1.802	1.861	1.927	1.954	1.971	1.989	2.007	2.024	2.042
100,0	95,7	95,7	98,1	101,4	104,9	106,4	107,4	108,3	109,3	110,3	111,2

Delta azione espansiva pubblica (*)	35	30	35								
Variazione PIL reale	41	45	51	13	3	3	3	3	3	3	
Effetto espansivo	1,17	1,51	1,47	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!
Delta azione (*) cumulata da 2017 in poi	35	65	100	100	100	100	100	100	100	100	100
Variazione PIL reale cumulata	41	86	138	151	154	157	160	163	166	166	
Effetto espansivo cumulato	1,17	1,33	1,38	1,51	1,54	1,57	1,60	1,63	1,66	1,66	

Deficit + delta CCF	-37	-58	-61	-65	-53	-22	-19	-16	-14	-11
% su PIL	-2,1%	-3,2%	-3,2%	-3,2%	-2,5%	-1,0%	-0,9%	-0,7%	-0,6%	-0,4%

<b>DEBITO PUBBLICO - SCENARIO SENZA CCF</b>											
Debito pubblico	2.323	2.361	2.408	2.451	2.490	2.490	2.490	2.490	2.490	2.490	2.490
Incidenza su PIL	132,2%	132,8%	131,7%	130,6%	129,6%	126,5%	123,6%	120,6%	117,8%	115,0%	

<b>DEBITO PUBBLICO - SCENARIO CON INTRODUZIONE CCF</b>											
Debito pubblico	2.323	2.360	2.369	2.388	2.407	2.429	2.448	2.464	2.478	2.489	
Incidenza su PIL	132,2%	128,4%	122,4%	116,8%	113,8%	111,5%	109,2%	106,9%	104,4%	101,9%	
Debito pubblico + CCF	2.323	2.395	2.469	2.553	2.607	2.629	2.648	2.664	2.678	2.689	
Incidenza su PIL	132,2%	130,3%	127,5%	124,9%	123,2%	120,7%	118,2%	115,5%	112,8%	110,1%	

## **PROGETTO MONETA FISCALE – RISPOSTE AI PRINCIPALI DUBBI (1)**

D. Attuando il Progetto Moneta Fiscale, è sicuro che non si verificherà alcun incremento di debito pubblico rispetto all'ipotesi di proseguire secondo le attuali linee di politica economica ?

R. Qualsiasi previsione è attendibile o meno in funzione delle ipotesi che vengono adottate. Non esistono ovviamente sfere di cristallo: i punti chiave sono l'attendibilità delle ipotesi e le manovre compensative che il Progetto prevede di adottare se l'evoluzione dell'economia fosse meno favorevole del previsto.

Come illustrato a pagina 15 e successive, le ipotesi adottate nel valutare gli impatti del Progetto sono assolutamente ragionevoli. L'ultimo Documento di Economia e Finanza (DEF aprile 2019) prevede che a fine 2022 il debito pubblico raggiunga il livello di 2.490 miliardi di euro.

Il Progetto Moneta Fiscale arriva (in un arco di tempo più lungo) allo stesso livello massimo, ipotizzando che l'immissione di CCF nell'economia produca un effetto espansivo sul PIL stimato sulla base di un moltiplicatore di 1x, e che i conseguenti maggiori tassi di crescita facciano recuperare agli investimenti privati, nel giro di alcuni anni, metà della caduta registrata tra il 2007 (picco pre-crisi) e il 2018.

Sono ipotesi tendenzialmente conservative, tenuto conto che il sistema economico riparte da livelli di domanda aggregata fortemente depressi. In ogni caso, scostamenti negativi rispetto alle previsioni sono ampiamente gestibili grazie alle clausole di salvaguardia non procicliche (vedi pagina 12 e 13, nonché nel seguito) e all'alto rapporto di copertura a termine degli sconti fiscali (vedi pagina 14, nonché nel seguito).

## **PROGETTO MONETA FISCALE – RISPOSTE AI PRINCIPALI DUBBI (2)**

D. Non rischiamo squilibri di saldi commerciali esteri ?

R. A parità di condizioni, un incremento di domanda interna produrrebbe una crescita di importazioni e quindi un peggioramento dei saldi commerciali esteri. Ma il Progetto Moneta Fiscale prevede che una parte delle assegnazioni di CCF vadano alle aziende, riducendo quindi il costo effettivo del lavoro (vedi pagina 11).

Il Progetto dispone in un certo senso di due “manopole”, una che regola la domanda e una che interviene sulla competitività (l’allocazione alle aziende come sopra descritta, appunto). E’ quindi possibile attuarlo in modo tale che il maggior import dovuto alla ripresa della domanda sia compensato da maggiori esportazioni, nonché da sostituzioni di prodotti importati con produzioni realizzate in Italia.

L’obiettivo è massimizzare l’efficacia del Progetto, evitando che una parte dell’effetto espansivo si disperda a causa di impatti negativi sui saldi commerciali esteri. Si punta a un impatto neutrale: nessun miglioramento e nessun peggioramento del saldo export – import.

### PROGETTO MONETA FISCALE – RISPOSTE AI PRINCIPALI DUBBI (3)

D. Come è possibile essere certi che la reazione dei mercati non sarà negativa ?

R. Nessuno può avere certezze in merito al comportamento dei mercati, soprattutto a brevissimo termine. Detto questo, l'incertezza esiste, pesantemente, OGGI, perché l'Italia è indebitata in un moneta che non emette, non esiste una garanzia incondizionata dell'istituto di emissione (la BCE) in merito al debito pubblico ("Maastricht Debt"), l'ipotesi di rottura del sistema non può essere esclusa e in caso di rottura l'Italia sarebbe costretta al default o alla ridenominazione del suo debito pubblico in una moneta più debole (rispetto all'euro).

Questa situazione è all'origine del "*problema spread*". Una garanzia incondizionata della BCE lo eliminerebbe, ma questa garanzia non esiste e le probabilità che venga accettata, in seguito a una revisione dei trattati UE, è infinitesimale per non dire nulla.

Nel contesto sopra descritto, il Progetto Moneta Fiscale ottiene quanto di meglio possibile anche dal punto di vista dei detentori di titoli del debito pubblico italiano. Ad esempio, si annuncia che il Maastricht Debt non supererà un livello massimo prestabilito – per esempio i 2.490 miliardi previsti per fine 2021 (previsione DEF 2019), e scenderà costantemente in rapporto al PIL.

Gli strumenti disponibili nell'ambito del Progetto Moneta Fiscale consentono di rispettare in modo rigoroso questo obiettivo. Oggi, al contrario, obiettivi simili sono costantemente disattesi, perché i tentativi di ridurre il deficit comprimono la domanda e quindi il denominatore del rapporto Maastricht Debt / PIL.

Tutto ciò dà ai titolari del debito pubblico garanzie molto più solide rispetto alla situazione odierna.

## PROGETTO MONETA FISCALE – RISPOSTE AI PRINCIPALI DUBBI (4)

D. Non c'è il rischio che il governo italiano emetta quantitativi di CCF eccessivamente alti, per acquisire consenso politico o per qualsiasi altra ragione ?

R. Va innanzitutto precisato che la presunta “indisciplina fiscale” dell'Italia è un mito. L'Italia è l'unico paese UE che dal 2000 in poi ha ottenuto surplus primari di bilancio pubblico IN OGNI ANNO salvo che nel peggiore, quello immediatamente successivo alla “crisi Lehman” (il 2009: vedi qui [http://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/finanza-pubblica-ue/2018-finanza-pubblica-ue/statistiche\\_FPE\\_07122018.pdf](http://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/finanza-pubblica-ue/2018-finanza-pubblica-ue/statistiche_FPE_07122018.pdf) a pagina 5).

Ciò premesso, un eccesso di emissioni di CCF ridurrebbe il loro valore rispetto a quello dell'euro in quanto si verificherebbe un effetto di “intasamento”: circolerebbe una quantità di CCF molto elevata rispetto a quanto utilizzabile, anno per anno, per ottenere sconti fiscali. Ma come illustrato a pagina 14, le emissioni previste dal Progetto Moneta Fiscale sono molto lontane dai livelli che potrebbero dar luogo a questo problema.

In ogni caso, la responsabilità e i danni resterebbero confinati all'Italia. I CCF si “svilirebbero” rispetto all'euro, ma questo non avrebbe ripercussioni negative sulla moneta comune e sui partner dell'Eurozona.

## **PROGETTO MONETA FISCALE – RISPOSTE AI PRINCIPALI DUBBI (5)**

D. Tramite il Progetto Moneta Fiscale, esiste la possibilità di ridurre il debito pubblico anche in valore assoluto ?

R. Via via che l'utilizzo dei CCF prende piede, è possibile ipotizzare che il Ministero dell'Economia emetta ulteriori titoli a utilizzo fiscale (ad esempio, CCF a medio-lunga scadenza) per rifinanziare i normali titoli di Stato via via che scadono. Anche queste ulteriori emissioni non rientrerebbero nel Maastricht Debt.

Esiste quindi una non marginale probabilità di poter non solo stabilizzare il Maastricht Debt (e di abbassarlo in rapporto al PIL), ma anche di ridurlo in valore assoluto, rendendo l'Italia sempre meno soggetta alle fluttuazioni e alle tensioni speculative del mercato dei capitali.

## **PROGETTO MONETA FISCALE – RISPOSTE AI PRINCIPALI DUBBI (6)**

D. Il Progetto Moneta Fiscale non è un trampolino verso l'uscita dell'Italia dall'euro ?

R. Il Progetto Moneta Fiscale è nato per risolvere le disfunzioni dell'eurosistema, non per romperlo. Gli autori del Progetto sono fortemente critici riguardo all'attuale assetto. Ma il Progetto è nato per correggere quanto attualmente non funziona, non per portare la situazione verso la rottura.

A prescindere da qualsiasi valutazione di natura politica, la rottura dell'euro sarebbe un evento traumatico ed estremamente complesso da attuare. Basta riflettere, per rendersene conto, sulle turbolenze dei mercati finanziari che si verificherebbero prima, durante e dopo l'evento, e alla complessità della ridenominazione contrattuale e legale dei contratti stipulati in euro.

Le difficoltà politiche e pratiche resterebbero molto rilevanti, in effetti pressoché invariate, anche se i CCF fossero già in circolazione.

Per questa ragione, il Progetto Moneta Fiscale è stato concepito, fin dalla sua nascita, come una strada per rendere funzionale un sistema che oggi non lo è: non per romperlo.