

MASSIMO FLORIO

INCENTIVI FISCALI AGLI INVESTIMENTI  
NELLA ESPERIENZA USA.  
UN COMMENTO AD UNA RICERCA  
DEL NATIONAL BUREAU OF ECONOMIC RESEARCH



SOMMARIO: 1. Premessa: L'Economic Recovery Tax Act. — 2 La ricerca del NBER. — 3. Il caso statunitense nel trentennio 1955-1985. — 4. Un commento: conclusioni « forti » per segnali « deboli ».

### 1. Premessa: l'Economic Recovery Tax Act

Verso la fine degli anni '70 gli investimenti fissi netti non-residenziali negli Usa erano caduti ad un livello pari al 2.7% del Pnl, una proporzione inferiore di un terzo a quella media del decennio 65-75 e non molto lontana da quella verificatasi negli anni '50 e nei primi anni '60. A giudizio di Martin Feldstein, presidente del NBER e responsabile di un progetto di ricerca sull'argomento (Feldstein, 1987), una delle cause determinanti di quella depressione degli investimenti è identificabile nell'effetto combinato della alta inflazione e dei sistemi di calcolo dell'imposta vigenti nel periodo considerato. L'ammortamento dei componenti dell'attivo di bilancio valutati al loro costo storico determina infatti — come è ben noto — profitti da inflazione ed effetti di « *fiscal drag* » che, nelle condizioni statunitensi, avrebbero ridotto di due terzi gli utili prima delle imposte.

Questo tipo di argomentazioni convincevano nel 1981 l'amministrazione Reagan a lanciare un'ampia manovra fiscale (ERTA, *Economic Recovery Tax Act*), basata sul contemporaneo abbattimento delle aliquote sull'imposta delle persone fisiche, su misure di defiscalizzazione del risparmio (in particolare attraverso gli *Individual Retirement Accounts*, fondi pensione volontari) e sull'aumento della possibilità di ricorrere all'ammortamento accelerato degli investimenti da parte delle società. Benché nel 1982 e nel 1984 la manovra sull'imposta societaria sia stata fortemente attenuata a causa del crescente *deficit* federale, lo schema ERTA resterà nella storia fiscale come una delle più imponenti misure di allegge-

rimento della pressione tributaria sui profitti: se esso fosse rimasto in vigore senza le modifiche successive, nel 1988 esso avrebbe comportato un minor gettito della *corporation tax* dell'ordine di 55md USD pari al 56% di quanto previsto con il sistema precedente.

## 2. La ricerca del Nber

Il volume curato da Feldstein raccoglie quattordici saggi scritti nel quadro di un'ampia ricerca sugli effetti della tassazione sul risparmio e sugli investimenti e presentati ad una conferenza svoltasi nel Febbraio del 1986. Ogni saggio è accompagnato da un breve, ma spesso penetrante, commento di un *discussant*, e l'insieme costituisce una eccellente occasione, soprattutto nell'ottica di una politica economica europea mirata al rilancio degli investimenti (1), di cogliere uno spaccato di alto profilo del dibattito recente sulla politica fiscale negli Usa.

I temi affrontati sono i seguenti: influenza degli schemi di defiscalizzazione dei fondi pensione volontari, quali il già citato IRA, sulla propensione al risparmio (S.F. Venti e D.A. Wise); elasticità del consumo ed in particolare alla spesa per beni durevoli rispetto al tasso di interesse dopo le imposte (G. Mankiw); anticipazione o posticipazione della realizzazione di cespiti patrimoniali in relazione alla imposizione sui *capital gains* (L. B. Lindsey); analisi econometrica della sensibilità degli investimenti fissi non-residenziali al tasso di interesse e al tasso di rendimento atteso (M. Feldstein e J. Jun); ruolo delle aspettative fiscali nelle decisioni di investimento diretto all'estero e all'interno e ruolo del sistema fiscale nella determinazione del rapporto fra i due tipi di investimento (M. J. Boskin e W. G. Gale); effetti distorsivi di diversi sistemi di incentivazione fiscale in favore delle società, con particolare riguardo alla diversa normativa che regola le immobilizzazioni in fabbricati rispetto a quelle in attrezzature e macchinari (R. H. Gordon, J. Hines, L. Summers); distorsioni indotte dalla legislazione fiscale a favore degli investimenti in scorte e in im-

---

(1) Sul tema del rilancio degli investimenti in Europa, cfr. Blanchard et al 1985, Fitoussi e Phelps 1988, Florio 1988 a.

mobili occupati dai proprietari rispetto agli investimenti fissi in scorte e in immobili occupati dai proprietari rispetto agli investimenti fissi in genere (P. Hendershott); criteri di valutazione dei progetti nelle grandi imprese e maggior grado di incentivazione ottenibile attraverso crediti di imposta rispetto agli ammortamenti accelerati (L. Summers); effetti delle regole che consentono il rinvio dell'imposta ad anni successivi per società in perdita (A. Auerbach e J. Poterba; S. Majd e S. Myers); infine tre lavori riguardano proposte di riforma fiscale: M. King, della London School of Economics, unico europeo fra i collaboratori del progetto), ripropone uno schema di imposta sul reddito d'impresa calcolata sui flussi di cassa in contrapposizione ai criteri di competenza comunemente adottati nella legislazione vigente; D. Fullerton e Y. Henderson utilizzano un modello di equilibrio generale per simulare gli effetti di diversi schemi di riforma presentati dal governo; un altro esercizio di analisi quantitativa in un contesto di equilibrio generale riguarda una ipotesi di introduzione dell'IVA negli Usa, bilanciando il gettito addizionale con tagli nella imposta sui redditi (C. Ballard, J. Scholz, L. Shoven).

L'insieme del volume, pur nella varietà di temi e di metodi di indagine, spezza una lancia a favore della tesi che la politica tributaria può essere molto importante nel determinare il tasso di accumulazione di una economia; in particolare il suo curatore torna sull'argomento che egli ha vigorosamente sostenuto in altre occasioni (cfr. ad es. Feldstein 1982): la incentivazione fiscale dei risparmi, abbassando il costo del capitale per le imprese, favorisce gli investimenti e quindi il reddito futuro. Le imposte che lo Stato potrà prelevare su questi incrementi di reddito, possibilmente nel momento in cui essi vengono spesi, ripagheranno il minore gettito presente.

### *3. Il caso statunitense nel trentennio 1955-1985*

Lo studio del caso statunitense costituisce certamente un banco di prova di rilievo di questa tesi. Le evidenze a riguardo, presentate dallo stesso Feldstein e da Joosung Jun, sono basate su due semplici modelli empirici.

Nel primo di essi viene stimato il rapporto fra investimento netto e reddito nazionale lordo ( $I_t/Y_t$ ) in funzione del tasso di rendimento nell'anno precedente ( $R_{Nt-1}$ ) e della capacità utilizzata

UCAPt-1). Il periodo considerato è il trentennio 1955-1985. La variabile esplicativa chiave in questo modello è ovviamente RN, che è stata ottenuta partendo dalle informazioni disponibili presso la Federal Reserve sui bilanci delle imprese non-finanziarie, da cui sono calcolati i tassi di profitto *pre-tax* e sottratti poi i tassi effettivi di imposta. Questi includono sia le aliquote effettive medie delle imposte sul reddito di impresa, sia la tassazione dei profitti distribuiti.

Il parametro stimato per RN è di 0.412 (in linea con stime precedentemente effettuate dagli stessi autori per il periodo 1954-1978), che implica che ogni aumento di un punto percentuale nel tasso di rendimento dopo le imposte si tradurrà in circa 0.4 punti di guadagno del rapporto I/Y. Il parametro stimato per UCAP è 0.021. L'equazione stimata mostra un  $R^2 = 0.598$  e  $DW = 1.92$ ; la relazione è notevolmente stabile nei vari sottoperiodi e strutture più compresse di ritardi distribuiti non sembrano comportare miglioramenti di rilievo. La sostituzione della variabile UCAP con altri indicatori di domanda, quali il tasso di disoccupazione o il prodotto industriale non modificano il valore del parametro, mentre variabili addizionali, quali il tasso di inflazione, un *trend* temporale o il rapporto fra *cash flow* e PNL non risultano significative.

Il secondo modello preso in considerazione dagli autori mette in relazione il rapporto I/PNL con la differenza fra il massimo rendimento netto atteso di un investimento *standard* e il costo dei finanziamenti necessari per attivarlo: si tratta della consueta ipotesi microeconomica fisheriana<sub>1</sub> (accolta anche da Keynes) sulla relazione tra efficienza marginale del capitale (EMC) e tasso di interesse.

In questo modello, la EMC tiene conto del prelievo fiscale, e di conseguenza è abbassata in proporzione alla aliquota effettiva. I parametri ottenuti con la stessa tecnica di stima sopra descritta, ancora con l'impiego della variabile UCAP-t1, sono 0.313 per la variabile differenza fra EMCN e costo dei fondi (COF) e 0.058 per UCAPt-1. Il coefficiente di determinazione è 0.514 e il  $DW = 1.78$ , nel periodo 1961 e 1984. Valori analoghi si ottengono stimando separatamente i parametri delle due variabili esplicative EMCN e COF, nonché con stime alternative a quelle descritte per il modello precedente.

Sulla base di questi risultati gli autori pervengono alla seguente conclusione: la diminuzione del 22% del tasso effettivo di

imposta pagata dalle imprese e dagli azionisti in seguito agli sgravi ERTA, implica un incremento di 1.8 punti del tasso di rendimento netto e quindi, in base alla elasticità stimata, un aumento del rapporto I/GNP di 0.7 punti. Poiché effettivamente questo è ciò che si è verificato (+0.6 punti osservati in presenza di una caduta del tasso di utilizzazione degli impianti) secondo Feldstein e Jun « *l'analisi mostra che virtualmente tutta la crescita nel rapporto investimenti-Pil sembra essere stata dovuta alla riduzione nei tassi effettivi di imposta, dovuti al declino dell'inflazione, a minori tassi dell'imposta sulle persone e agli ammortamenti accelerati di impianti e macchinari* » (pag. 135).

Peraltro il secondo modello mostrerebbe che circa due terzi della crescita potenziale degli investimenti è stata vanificata dall'aumento del costo dei fondi nello stesso periodo (2).

#### 4. Un commento: conclusioni « forti » per segnali « deboli »

Si tratta, come si vede, di conclusioni « forti », che meritano di essere discusse accuratamente per le loro trasparenti implicazioni di politica fiscale, del resto approfondite, come si è detto, negli altri lavori pubblicati nello stesso volume. Sotto questo profilo, occorrerebbe meditare sulla particolare specificazione della variabile dipendente scelta dagli autori.

Mentre in uno schema di matrice keynesiana si utilizzano specificazioni in cui la variabile dipendente è rappresentata dagli investimenti lordi a prezzi correnti o a prezzi costanti e la variabile

---

(2) Nel modello « *Effective tax rate* » la redditività è al netto del carico fiscale gravante su tutte le categorie di percettori di reddito: società, azionisti, creditori. Nel modello tipo Fischer-Keynes l'unico tipo di imposta considerata è quella societaria. È stato osservato (Marenzi A., Osculati F. 1988) che la somiglianza di risposta del modello alle due diverse specificazioni fiscali genera dubbi sulla correttezza dei suoi presupposti analitici. Inoltre, come ha notato il *discussant* del lavoro di Feldstein e Jun al convegno citato (Gordon, 1987) il modello ETR manca di catturare gli effetti sulla propensione all'investimento delle importanti modifiche verificatesi nel periodo considerato sotto il profilo: a) della imposta sulle persone fisiche; b) dei tassi di interesse; c) del tasso di inflazione. Questi limiti sono in parte assenti nel secondo modello, che tuttavia è fortemente dipendente dalle ipotesi sul tasso di rendimento *standard*, in particolare per quanto riguarda il rischio connesso.

esplicativa fondamentale è data dal Pil, in modo da isolare l'effetto accelerativo dall'investimento autonomo, Feldstein e Jun si propongono di spiegare il *rapporto fra investimenti netti e Pil*, assegnando alla capacità utilizzata il ruolo di fattore di domanda. Essi trovano, diversamente da quanto si è spesso verificato con i modelli del tipo sopra richiamato, un elevato valore del parametro rappresentativo del rendimento atteso (nelle due distinte specificazioni di tasso di rendimento netto e di tasso di rendimento netto meno il costo del capitale), e un basso valore del parametro della capacità utilizzata. Tuttavia, ci sembra che con la specificazione da essi adottata, la presenza del Pil al denominatore della variabile dipendente rende l'interpretazione dei risultati meno trasparente di quanto implicato dalle conclusioni cui gli autori ritengono di poter pervenire.

Il rapporto  $I/Y$  è infatti legato al tasso di accumulazione (in senso proprio:  $I/K$ ) dall'inverso della produttività del capitale. Il tasso di rendimento degli investimenti dopo le imposte, dipende quindi, oltre che dal tasso di imposta stesso, dalle relazioni che determinano  $Y/K$ . Attribuire esclusivamente alla leva fiscale la crescita degli investimenti implica, quindi, *una ipotesi di produttività globale costante dei fattori nel periodo considerato*, e questo non è plausibile (3).

Gli anni della prima amministrazione Reagan, infatti sono stati caratterizzati dalla manovra fiscale descritta, ma contemporaneamente anche da una recessione generale che ha favorito la riorganizzazione produttiva e successivamente da una sostenuta politica di *deficit spending*: in questo quadro si è verificata una sostenuta crescita della produttività e quindi della redditività.

Passando dal quadro macroeconomico a quello delle decisioni

---

(3) Hall (1987) ha testato un modello degli investimenti in condizioni di incertezza per sette industrie negli USA, sulla linea della teoria neo-classica di Jorgenson, secondo cui la produttività marginale in valore del capitale deve uguagliare le aspettative sul costo d'uso del capitale. L'analisi sembra mostrare che l'ipotesi è rigettata non ambigualmente e che quindi si deve supporre l'esistenza o di permanente eccesso di capacità o di rendimenti crescenti di scala (o di entrambi i fenomeni) e che quindi «non ci si può attendere che nessuna semplice relazione fra output, costo d'uso del capitale, e stock di capitale possa descrivere il comportamento degli investimenti». Studi recenti su questa linea mostrano la soverchiante importanza nelle decisioni microeconomiche degli «shocks» specifici all'impresa rispetto a quelli di natura settoriale o aggregata (Shankerman, 1988).

microeconomiche, l'attività di investimento è certamente il risultato di un processo complesso, influenzato simultaneamente da molte variabili incerte; le prospettive di ricavo implicano previsioni sia sulle quantità che sui prezzi; le previsioni relative ai costi operativi dipendono da aspettative sui costi unitari dei fattori e sul profilo temporale della loro produttività; i costi finanziari rilevanti sono solo in parte quelli presenti, più spesso è necessario considerare dei tassi di interesse attesi, corretti con variazioni nell'indice dei prezzi interni e — nel caso di operazioni in valuta — corretti anche con variazioni previste nel corso dei cambi; il costo-opportunità dell'investimento, a sua volta, è solo molto grossolanamente rappresentato dal tasso di rendimento delle attività finanziarie: è costante osservazione empirica la dispersione anche accentuata dei tassi di rendimento reale fra settori e fra imprese, sia *ex-post* che *ex-ante*, nonché lo scarso adattamento di tali *trend* agli andamenti degli indici di borsa o di altri mercati mobiliari. Del resto, la migliore teoria economica dell'impresa considera che senza fondamentale erraticità dei tassi di rendimento, il processo dinamico capitalistico sarebbe addirittura impensabile. La decisione di investimento è quindi la risultante di un calcolo le cui variabili sono numerose, stocastiche, spesso con distribuzioni di probabilità ignote o incerte.

Non è quindi sorprendente che la stima di funzioni empiriche degli investimenti in cui compaia esplicitamente la variabile fiscale accanto ad altre variabili esplicative possa condurre a risultati di dubbia interpretazione. Uno *shock* fiscale, positivo o negativo, innanzitutto difficilmente è in grado di invertire il segno delle decisioni di investimento o disinvestimento, che dipendono in linea generale dagli altri fattori menzionati; inoltre, eccetto che in caso di imposte congegnate con modalità del tutto particolari, difficilmente la manovra fiscale può influire sui *rapporti fra tasso di rendimento atteso di un investimento e costo opportunità specifico*. Infatti ogni movimento della aliquota effettiva si riflette sia sul progetto di investimento che sulla alternativa più favorevole rilevante per la maggior parte delle imprese, quanto meno a breve-medio termine: è certamente possibile che più a lungo termine si verificino effetti di disturbo sulla composizione intersettoriale degli investimenti, sulle scelte tecnologiche, sul rapporto fra investimento finanziario e investimento reale, ma questi effetti di disturbo saranno a loro volta una frazione degli effetti imputabili al movimento di altre variabili.

È dunque pensabile che l'uso dello strumento fiscale allo scopo di incentivare gli investimenti possa avere complessivamente effetti modesti, anche se non necessariamente trascurabili: ad esempio in una fase favorevole può accelerare il processo decisionale, costituendo fra l'altro un *segnale* che l'investitore può interpretare come favorevole atteggiamento del governo; simmetricamente in fase di congiuntura sfavorevole, una manovra tendente ad inasprire il carico fiscale per le imprese può accentuare il pessimismo. Difficilmente, invece, manovre tributarie anti-cicliche saranno da sole in grado di ottenere effetti consistenti. Questa potrebbe essere anche la ragione del buon adattamento statistico delle stime, nonostante le perplessità che suscita la specificazione del modello: spesso le misure di detassazione degli investimenti (e quelle opposte) sono parte di pacchetti di politica fiscale che agiscono simultaneamente in più direzioni, contribuendo alla formazione di aspettative sul quadro macroeconomico e sull'andamento della distribuzione dei redditi fra fattori. In questo senso le modifiche della imposta sui profitti possono essere uno strumento previsivo rappresentativo, nella equazione di comportamento degli investitori, di un fascio di aspettative correlate, di cui il governo è sia interprete che concausa.

Con ciò non si vuole negare la conclusione fondamentale dei contributi raccolti in questo stimolante volume, e cioè che gli investimenti siano influenzati dalla imposizione sul reddito da capitale e da impresa, ma suggerire che se la incentivazione fiscale degli investimenti può essere utile, essa non può essere l'unico strumento per il loro rilancio. L'esperienza europea, come abbiamo sostenuto altrove (4), mostra che se alti tassi di interesse ed una elevata fiscalità scoraggiano le imprese, bassi tassi di interesse e detassazione degli utili non necessariamente possono riavviare il ciclo, se le condizioni strutturali delle imprese e le aspettative di domanda non sono positive.

Urbino, Dicembre 1988.

---

(4) Nel caso britannico, riforme fiscali dello stesso tipo di quelle statunitensi, ma condotte in presenza di una brusca deflazione e di politiche di bilancio più restrittive, hanno avuto deboli effetti diretti sugli investimenti: il tasso di risparmio delle famiglie è addirittura *caduto*, contribuendo al successivo rilancio dei consumi e — in un secondo tempo — degli investimenti, tramite il consueto meccanismo moltiplicativo-accelerativo (cfr. Florio 1988 b).

## RIFERIMENTI BIBLIOGRAFICI

- BLANCHARD O., DORNBUSH R., DRÈZE J., GIERSH M., LAYARD R., *Occupazione e crescita in Europa: un intervento su due fronti*, in *Giornale degli economisti e annali di economia*, Novembre-Dicembre 1985.
- FELDSTEIN M. (editor), *The effects of taxation on Capital Accumulation; a National Bureau of Economic Research project report*, The University of Chicago Press, Chicago and London, 1987.
- FELDSTEIN M., *Inflation, tax rules and investment: some econometric evidence*, *Econometrica*, 4, 1982.
- FITOUSSI J.D., PHELPS E., *The Slump in Europe. Reconstructing Open Economy Theory*, Basil Blackwell, Oxford 1988.
- FLORIO M., *Politiche macroeconomiche e completamento del mercato interno: investimenti pubblici a scala europea*, in «*Rivista di Politica Economica*», Settembre 1988a.
- FLORIO M., *Riforma fiscale, distribuzione dei redditi e tasso di risparmio in U.K.; un commento al Budget Report 1988-89*, in «*Rivista di Diritto finanziario e di Scienza delle Finanze*», Settembre 1988b.
- MARENZI A., OSCULATI F., *Imposta sulle società e investimenti*, comunicazione al Convegno *Le imposte del 1992: aspetti fiscali del completamento del mercato interno*, Pavia, 14-15 ottobre 1988.
- HALL R.E., *Investment under uncertainty: theory and tests with industry data*, NBER Working paper n. 2264, Cambridge (Ma), May, 1987.
- SHANKERMAN M., *Micro and aggregate shock to investment decisions*, non pubblicato, Londra, Maggio 1988.