

MEGLIO TASSARE IL POSSESSO DI ATTIVITÀ FINANZIARIE CHE LE TRANSAZIONI

di Emilio Barucci
03 dicembre 2010

Roberto Tamborini su questa rivista è entrato nel merito dell'ipotesi di tassare le transazioni finanziarie.

Una misura riproposta di recente da più di un leader politico e da numerosi economisti, tra i quali i 130 che hanno firmato l'appello cui si riferisce l'articolo.

Tamborini pone un punto corretto: a seguito della crisi finanziaria - che ha fatto emergere in modo drammatico l'accoppiata rischio sistemico/contagio e la non efficienza dei mercati - l'ipotesi di intervenire sul funzionamento dei mercati finanziari anche via tassazione non può essere più considerata un tabù. La crisi ha mostrato da un lato la non efficienza dei mercati (almeno in alcuni casi i mercati non sono stati in grado di valutare correttamente le attività finanziarie) dall'altro che vi possono essere degli effetti a catena dovuti al comportamento degli agenti di mercato capaci di destabilizzarlo portandolo lontano dal valore "corretto" dei titoli. Ne consegue che le attività finanziarie (il loro possesso o il loro scambio) siano associate ad esternalità negative per la società (come i fumi inquinanti di un'impresa) che non sono valutate correttamente dai singoli operatori: il rischio dei titoli strutturati non "prezzato" correttamente ha rappresentato una bomba ad orologeria dalle conseguenze devastanti per il sistema finanziario nel suo complesso. Per limitare questi effetti, la proposta classica della teoria economica è di tassare le attività dannose per la società. In questo caso si può tassare il possesso delle attività finanziarie rischiose o le loro transazioni. La proposta dell'appello - che ricorda la famosa Tobin tax - è di tassare le transazioni finanziarie con l'obiettivo di ridurre la speculazione nei mercati finanziari.

Il riferimento alla speculazione finanziaria appare fuorviante. La categoria speculazione finanziaria è infatti indefinita. Si può scambiare in un mercato finanziario per più di un motivo: per l'informazione che abbiamo su un titolo, per la necessità di reperire liquidità, per coprirsi dal rischio che deriva da un'altra posizione, per diversificare il portafoglio, per manipolare il mercato, per gabbare una controparte inesperta. Quando ci si riferisce alla speculazione come ad un fenomeno negativo si fa riferimento tipicamente a queste due ultime attività che sono però una parte delle transazioni e sono soprattutto indistinguibili dalle altre. Più difficile è stabilire che le transazioni dovute a informazioni private abbiano natura negativa e destabilizzante per l'economia. Una tassa sulle transazioni finanziarie colpisce dunque le transazioni "negative" ma finirebbe per colpire tutte le transazioni.

La proposta di tassare le transazioni non convince sia sul piano teorico che su quello empirico e pratico. Da un punto di vista teorico una tassa sulle transazioni coglie nel mucchio e non è selettiva, il risultato è alla meglio imprevedibile e il più delle volte è stato perverso. Empiricamente, a seguito dell'introduzione di una tassa sulle transazioni finanziarie, si osservano infatti minori scambi, minore diffusione dell'informazione riguardo ai titoli, riduzione del valore dei titoli, volatilità elevata e riduzione della liquidità. Proprio perché i mercati sono complessi e gli operatori operano per più di un motivo è difficile stabilire con esattezza le ricadute per l'intera economia di una tassa del genere, nella letteratura non vi è però traccia di studi che dimostrino un incremento di efficienza e maggiore stabilità per l'economia nel suo complesso a seguito della sua introduzione. Da un punto di vista pratico una tassa sulle transazioni è facilmente eludibile in quanto basta ricorrere a scambi fuori mercato non registrati per non pagare il dazio.

Quindi una tassa sulle transazioni è di dubbia efficacia e di difficile implementazione. E' molto più semplice ed efficace proporre una tassa sul possesso di attività finanziarie rischiose. Questo in virtù di più di un motivo:

1. gli intermediari hanno dimostrato di non essere capaci di valutare correttamente titoli finanziari complessi e rischiosi, una tassa che colpisce il loro possesso avrebbe l'effetto di limitarne la diffusione rendendo più costoso il loro utilizzo;

2. è possibile dimostrare che in un mercato regolato con intermediari finanziari soggetti a un vincolo fondato su una misura del rischio quale il Value at Risk si può creare una pericolosa spirale per cui al diminuire del prezzo delle attività finanziarie segue un incentivo a venderle con un'ulteriore diminuzione dei prezzi. Questo porta ad una elevata volatilità proprio quando il mercato si trova in difficoltà (prezzi dei titoli bassi). Orbene una tassazione sul possesso di attività finanziarie è in grado di limitare l'effetto destabilizzante dell'attuale regolazione, si veda Barucci e Cosso (2010) Does a equity holding tax help to stabilize a VaR regulated financial market?;

3. una tassa sul possesso di attività finanziarie è molto più facile da implementare e più difficile da eludere rispetto ad una tassa sulle transazioni finanziarie: la tassa si applica agli assets di una impresa e segue dunque il suo bilancio mentre è possibile scambiare i titoli in mercati non regolamentati che sono difficilmente intercettabili.

Discutere concretamente per ricostruire un sistema finanziario che coniughi efficienza e stabilità dopo la crisi finanziaria è impresa non semplice. Una tassazione sulle attività - che va ad aggiungersi ad una rivisitazione significativa del sistema dei requisiti dei capitali e della valutazione del rischio - sembra essere una risposta più efficace rispetto ad una tassa sulle transazioni e soprattutto è una misura più facilmente implementabile. L'auspicio è che si discuta di misure del genere senza appiattirsi su posizioni fideistiche sull'efficienza dei mercati e senza imboccare strade (quali la tassazione delle transazioni) che appaiono portare ad effetti perlomeno incerti se non controproducenti.