

PERCHÉ È IL MOMENTO DI UNA TASSA SULLE TRANSAZIONI FINANZIARIE

di Roberto Tamborini
19 novembre 2010

Centotrenta economisti italiani (tra cui il sottoscritto) hanno firmato un Appello per la introduzione di una tassa sulle transazioni finanziarie (TTF).

» Leggi l'appello

L'idea di un provvedimento di questo tipo circola da alcuni decenni, sotto svariate forme, partendo dalla cosiddetta Tobin Tax, che porta il nome di uno dei più influenti economisti della generazione keynesiana, Premio Nobel del 1981. Questa volta il fronte favorevole va molto oltre alcuni circoli accademici demodé, movimenti terzomondisti o no global. Questa volta sono in prima fila alcuni capi di governo (come Sarkozy e Merkel), e di istituzioni internazionali (Barroso). In Italia è stato presentato un progetto di legge (20-10-2010) sostenuto da un ampio fronte bipartizan. Ecco perché è il momento di sostenere questa proposta.

L'Appello espone sinteticamente le ragioni in favore della TTF, definendola "una questione di civiltà"¹. Siccome questo genere di provvedimento non ha mai avuto successo planetario, infrangendosi contro cortine di obiezioni di principio, tecniche o pratiche, oltre che contro l'istintiva allergia della maggioranza della professione per interventi fiscali, l'Appello si apre con una serie di considerazioni alternative a tali obiezioni tradizionali, con rimandi ad alcuni interessanti studi empirici, tra cui uno del Fondo monetario internazionale (Thornton Matheson, "Taxing Financial Transactions: Issues and Evidence" <http://timworstall.com/wp-content/uploads/2010/09/imfrobindocument.pdf>). A questo proposito, nell'Appello viene opportunamente ricordato che varie forme di TTF sono già in vigore in 23 paesi del mondo, principalmente con lo scopo di finanziare i costi di funzionamento delle Borse locali.

"L'entità delle somme raccolte varia sensibilmente ed arriva dallo 0.4 per cento del Regno Unito nel 2009 sino al 2.1 per cento del Pil nel caso di Hong Kong nel 2008. Numerose ricerche hanno studiato gli effetti della tassa dal punto di vista teorico. Alcuni critici temono che essa possa ridurre il valore delle attività finanziarie sottostanti, far crescere il costo del denaro e persino aumentare e non ridurre la volatilità dei mercati riducendo volumi e liquidità delle transazioni. Le simulazioni effettuate evidenziano però che l'impatto di una tassa molto piccola (dall'1 al 5 per 10000) avrebbe un effetto pressoché nullo sul valore delle attività finanziarie e sul costo del capitale. Inoltre gli effetti perversi sulla liquidità e sulla volatilità generati dalle modifiche dello spread tra denaro e lettera sarebbero tutt'altro che certi e dipenderebbero dalla forma di mercato degli intermediari di borsa".

Detto che gran parte delle obiezioni tecniche e pratiche non sono corroborate da una solida evidenza empirica, rimane aperta la discussione su due punti cruciali: primo, il motivo per cui introdurre una TTF; secondo, il suo utilizzo. Il fatto che una TTF non sia nociva non è sufficiente per dire che sia utile. L'Appello tratta in misura limitata il primo punto, mentre dà molto rilievo al secondo. Il motivo più popolare a sostegno di una Tobin Tax è sempre stato quello della "lotta contro la speculazione finanziaria". Dati i tempi, non occorre sprecare tempo per spiegarne l'appello politico da parte di capi di governo schiacciati tra la lobby finanziaria internazionale, i costi pubblici esorbitanti dei salvataggi del 2008-09, e il malcontento dei contribuenti elettori. Su questo punto, l'Appello è più specifico e motivato, e ci tornerò tra breve. Quanto all'utilizzo del gettito della TTF, nell'ipotesi più conservativa stimato intorno ai 200 miliardi di dollari, l'Appello punta decisamente sul "finanziamento di beni pubblici globali", come scolarizzazione, salute, nutrizione, microcredito e microfinanza. Anche qui non mancano variegate obiezioni intorno alla inefficacia o nocività degli aiuti internazionali, che

L'Appello prende in considerazione. La chiave risolutiva rispetto al problema dell'efficacia degli aiuti si può sintetizzare in questo modo: una piccola imposta, prelevata a molti e distribuita a molti. Una tipica imposta liberal, insomma. Il modello di erogazione degli aiuti, naturalmente, è quello di successo del microcredito alla Yunus, ma non solo.

Non mi soffermo più a lungo su questo tema, anche se è quello a cui viene dato maggior peso, perché vorrei invece tornare al punto relativo alle ragioni tecniche per introdurre, oggi, una TTF. Come dicevo, l'Appello dice qualcosa in più, ma non abbastanza, rispetto alla tradizionale "lotta alla speculazione finanziaria". Uno slogan, per la verità, che non ha mai portato fortuna ai movimenti pro Tobin Tax, anche perché, obiettivamente, debole e di difficile concretizzazione e realizzazione. L'Appello fa riferimento, en passant, ad un punto più specifico: "rallentare il volume via via crescente degli scambi ad alta frequenza in borsa effettuati automaticamente dagli algoritmi dei computer. Solo dal 2006 al 2009 il volume di queste transazioni automatiche è aumentato dal 30 al 60 percento sul totale degli scambi". Si tratta, invece, di un punto importante, che va al di là del segmento degli scambi computerizzati, e che va inserito nel quadro più generale delle ridefinizione degli strumenti di regolazione dei mercati finanziari seguita alla crisi.

Per rendere più chiaro l'argomento, farò ricorso all'efficace analogia proposta da una nota economista finanziaria, Sheri Markose, dell'Università di Exeter (Gran Bretagna) in una recente conferenza internazionale tenutasi all'Università di Macerata: il rischio finanziario è diventato come l'inquinamento industriale. Nei manuali di economia pubblica si trova, immancabilmente, l'esempio di una fabbrica che, con i suoi scarti, inquina un fiume che passa nelle vicinanze, creando un danno per i cittadini del villaggio a valle, che nulla hanno a che vedere col business della fabbrica. L'esempio introduce al tema delle esternalità negative, gli effetti negativi indiretti su terzi dell'attività economica di un soggetto, tema che a sua volta rientra nella parte del manuale che tratta di uno dei fondamenti dell'economia pubblica, la correzione dei cosiddetti "fallimenti del mercato".

Non ho intenzione di addentrarmi qui in questa materia altamente sofisticata, ma forse chi ci legge e non è un economista di professione (cosa che auspichiamo) vuole capire meglio in che senso l'inquinamento industriale del fiume è, oltre che un problema ambientale, un "fallimento del mercato". La risposta, se si riesce a dire in parole semplici, è questa. Il prezzo di mercato a cui la fabbrica vende il suo prodotto comprende tutti i costi di produzione diretti (materie prime, salari, interessi, ecc.) ma non quelli dell'uso del fiume come discarica. Quindi, il prezzo di mercato è più basso di quanto sarebbe se includesse anche il costo di utilizzo del fiume, mentre la quantità fabbricata e venduta del prodotto è più alta. In senso preciso, possiamo dire "troppo alta". Una soluzione possibile, anche se non l'unica, è l'introduzione di un'imposta di fabbricazione che, per quanto possibile, trasferisca sul prezzo di vendita il "costo ombra" dell'utilizzo del fiume. Il risultato atteso è prezzo più alto, e consumo, produzione, inquinamento più bassi. Il prototipo di queste imposte è la carbon tax, che nelle sue molteplici incarnazioni ha avuto, e ha, un ruolo rilevante nelle politiche ambientali.

Che c'entra l'inquinamento del fiume col rischio finanziario? Secondo la teoria dei mercati finanziari efficienti, non c'entra nulla. Infatti, il prezzo di mercato di prodotti finanziari rischiosi, dice la teoria, "incorpora" la valutazione della rischiosità, che viene per intero, e consapevolmente, trasferita sul compratore. Se il compratore subisce dei danni a causa del rischio contenuto nel prodotto ne paga le conseguenze, così come avviene coi rischi della guida di un'auto (per altro, i rischi si possono assicurare, ecco perché i prodotti finanziari assicurativi derivati sono tenuti in così alta considerazione e stima dagli esperti, a differenza della quasi totalità della rimanente popolazione). In questo tipo di mercato ideale, il rischio non è mai "troppo" per ogni singolo soggetto, non ci sono esternalità negative, tutto viene "internalizzato" dal prezzo, e non c'è nessuna buona ragione pubblica d'interferire con esso.

Se ora rileggete bene il paragrafo precedente, anche se non siete esperti di finanza ma avete letto i giornali, e magari in particolare NelMerito, negli ultimi due anni, vi accorgete sicuramente che la crisi del 2008-09 ha

mostrato, oltre ogni ragionevole (disinteressato) dubbio, che il mercato finanziario globale ha prodotto risultati opposti a quelli previsti. La gran parte degli esperti ci ha spiegato che 1) produttori e consumatori di prodotti finanziari hanno assunto "troppi rischi", 2) i prezzi di questi prodotti erano drasticamente sbagliati, cioè non incorporavano una valutazione corretta del rischio, 3) c'è stata una crescita vertiginosa della produzione e dello scambio di questi prodotti, e quindi della massa totale di rischio (il cosiddetto rischio sistemico, o non diversificabile), 4) i prodotti e i mercati assicurativi derivati hanno contribuito al, e sono stati travolti dal, gigantesco fallimento del mercato, in quanto hanno alimentato l' "illusione finanziaria" più letale, la scomparsa del rischio (la nostra assicurazione auto non fa diminuire il rischio di un incidente o di un furto).

Ciascuno di questi quattro fenomeni ha, a sua volta, delle cause più profonde; ma qui mi preme solo rilevare come essi abbiano reso il rischio finanziario molto più simile all'esempio della fabbrica inquinante del manuale di economia pubblica, che a quello del mercato efficiente del manuale di finanza. Sarà un caso, ma proprio nell'epicentro del "disastro ambientale", gli Stati Uniti, si è coniato il termine di toxic assets. Manca solo un ultimo elemento per completare il quadro: l'esternalità negativa. Eccola: si chiama contagio finanziario, un fenomeno noto dai tempi delle crisi bancarie scudate da Walter Bagehot (1826-1877), puntualmente verificatosi su scala planetaria nell'ultima crisi. Il villaggio a valle della fabbrica del rischio inquinante è composto dalla moltitudine di soggetti non direttamente coinvolti nella produzione e scambio dei prodotti tossici, ma che sopportano i costi del disastro ambientale: si va dai clienti (e dipendenti, azionisti, ecc.) d'istituzioni finanziarie sane (in genere, banche tradizionali collocate in posizioni periferiche) ai contribuenti che devono pagare il conto del risanamento.

Alla luce di questi fatti, che possono essere ricostruiti e analizzati in maniera molto più approfondita, dovrebbero essere gli scettici a dover spiegare perché non introdurre una carbon tax finanziaria. Tocco rapidamente uno solo degli argomenti degli scettici, forse il più classico: la TTF sarebbe controproducente, perché viene trasferita sul prezzo (la pagano i piccoli risparmiatori finali) e riduce i volumi di transazioni (il mercato è meno liquido). Ebbene, questi sono proprio gli effetti attesi e desiderabili di una carbon tax. I piccoli risparmiatori possono essere poco lieti di pagare un po' di più servizi e prodotti finanziari, e utilizzarne di meno, ma questo è il modo per ridurre la loro esposizione al rischio, visto che non lo fa il mercato (o, più maliziosamente, il loro promotore finanziario). Il mercato sarà pure meno liquido, ma se la liquidità prosciugata è quella tossica, il risultato finale è desiderabile socialmente. Vorrei sottolineare che se l'obiettivo è questo, l'intervento fiscale corretto è proprio una TTF, e non un'imposta sui profitti degli intermediari finanziari, che non discrimina tra chi produce inquinamento finanziario e chi no. Anzi, un punto di forza di una TTF efficiente ed efficace può essere quello di andare a sostituire altre imposte.

Si può obiettare che alti volumi di scambi non sono di per sé causa sufficiente dell'inquinamento finanziario; vero, ma essi sono una buona approssimazione, per ragioni tecniche che non è possibile approfondire qui, sia dell'accumulazione del rischio che della sua diffusione (vedi punto 3 precedente). Ricordo solo, a titolo di esempio, che nel momento del fallimento Bear Stearns (la prima vittima illustre della crisi) aveva qualcosa come 150 milioni di posizioni aperte con 5000 controparti, e che queste posizioni erano cresciute costantemente negli anni precedenti. Infine, una chiara identificazione degli obiettivi della TTF qui indicati ne renderebbe più semplice la comunicazione, e la scelta dell'utilizzo del gettito, tra cui includerei la costituzione di fondi di sicurezza, garanzia, risanamento, ecc., in alternativa al dispendio netto di risorse pubbliche aggiuntive.

Queste considerazioni non devono far pensare che basti introdurre una TTF per risolvere il problema dell'inquinamento finanziario. Prima di tutto, ci sono molti problemi tecnici, seri e reali, che vanno affrontati per renderla efficace. In secondo luogo, essa va introdotta nel quadro più generale della riforma degli istituti e dei sistemi di regolazione e regolamentazione dei mercati. Tuttavia, non ricordo di aver mai letto argomenti tecnici forti contro una TTF che non fossero ribaltabili su qualunque altra imposta sulle transazioni, dall'IVA alle carbon tax vere e proprie. Mi pare giunto il tempo di smettere di credere e far credere che il mercato finanziario globale sia il regno intoccabile dell'efficienza e che, di conseguenza, qualsiasi "interferenza" sia

inevitabilmente peggiorativa.

1. Per un'esposizione e commento dettagliato vedi Becchetti