

Un'imposta generale sulle transazioni finanziarie può aiutare le economie a riprendersi dallo shock. La sua introduzione avrebbe un doppio effetto positivo: sulla stabilità del sistema e sui bilanci pubblici messi a dura prova dalla recessione. Una tassa del genere potrebbe infatti portare all'Europa un gettito pari all'1,63 per cento del prodotto. Ecco i risultati di uno studio sui suoi effetti pratici, in relazione a diversi livelli di aliquota.

L'idea di introdurre una tassa generale sulle transazioni finanziarie è tornata negli ultimi tempi al centro della scena. Tre sono le ragioni che spiegano tale interesse. La prima è che la crisi economica è stata aggravata dall'instabilità dei prezzi dei titoli, dei tassi di cambio e delle quotazioni delle materie prime. Una tassa di questo tipo potrebbe ridurre drasticamente tali instabilità. La seconda è che, a causa della crisi economica, c'è la necessità di risanare i conti pubblici. Una tassa generale sulle transazioni finanziarie offrirebbe ai governi un gettito considerevole. La terza è che l'effetto negativo di tale tassa sull'economia reale sarebbe comunque minore rispetto a

Stephan Schulmeister è ricercatore presso l'Österreichischen Institut für Wirtschaftsforschung (Wifo, Istituto austriaco di ricerca economica), e docente presso l'Università di Vienna. Tra i suoi principali interessi di ricerca, l'impatto della speculazione sul sistema finanziario e sull'economia reale.

quello di altre misure sulle entrate, come ad esempio un aumento dell'Iva.

Queste considerazioni hanno portato il nostro istituto di ricerca (Wifo) a studiare l'effetto in termini di stabilizzazione e di potenziali introiti che una tassa sulle transazioni finanziarie generale ed uniforme avrebbe per tre ipotetici livelli di aliquota (0,1%, 0,05% e 0,01%). Questa tassa colpirebbe le transazioni avvenute per oggetto ogni tipo di strumenti finanziari; dunque il suo impatto non sarebbe ristretto a mercati specifici, come nella proposta di Keynes, limitata al mercato azionario, e in quella di Tobin, limitata al mercato dei cambi, o com'è stato per alcune imposte fisse sui titoli realizzate in passato (ad esempio, l'imposta di bollo sui titoli azionari). Il presente articolo sintetizza e aggiorna i risultati di questo studio (Schulmeister et al., 2008).

Riassumiamo qui le caratteristiche delle transazioni e delle dinamiche di prezzo nei mercati finanziari:

- il volume delle transazioni finanziarie a livello globale è 73,5 volte più grande del Pil nominale mondiale; nel 1990 questo stesso rapporto ammontava "soltanto" a 15,3. Questo aumento è dovuto essenzialmente all'esplosione dei mercati dei derivati, in particolare nei mercati organizzati quali Euronext (Londra) o Eurex (Francoforte);

- il prezzo dei titoli fluttua quasi sempre intorno ad andamenti "sottostanti" misurati secondo diverse scale temporali, come, ad esempio, trend basati su dati giornalieri o su dati al minuto;

- il *trading* di tipo tecnico, la strategia più diffusa nei mercati finanziari moderni, mira a sfruttare gli andamenti di prezzo dei titoli. La maggiore disponibilità di dati intragiornalieri, i migliori programmi software di *trading* e il miglior accesso al mercato grazie alla rete internet hanno contribuito ad aumentare l'utilizzo degli stessi dati intragiornalieri (Schulmeister 2009c);

i diversi operatori usano modelli differenti, cercando comunque di sfruttare le accelerazioni dei prezzi dei titoli rispetto ai loro valori tendenziali. Questo interagisce con il comportamento aggregato di tutti i modelli che misurano la lunghezza di tali accelerazioni (Schulmeister 2006; 2009b);

queste rincorse dei prezzi si sommano agli andamenti di lungo periodo: quando nei mercati prevale un umore ottimistico (il "toro"), i rialzi dei prezzi durano per un periodo superiore rispetto a quelli dei ribassi; quando il mercato è ribassista (nella fase dell'"orso"), accade l'opposto (Schulmeister 2009a; 2009d);

tutti i prezzi dei più importanti strumenti finanziari — come i tassi di cambio, i titoli o gli indici delle materie prime — fluttuano sul mercato in una sequenza di fasi "toro" o "orso", che per lo più durano diversi anni. Perciò, i prezzi dei prodotti finanziari si muovono seguendo onde lunghe, senza alcuna tendenza a convergere verso il loro valore fondamentale.

In conclusione: i mercati finanziari sono caratterizzati da eccessiva liquidità ed eccessiva volatilità dei prezzi, determinando ampie e persistenti situazioni di *overshooting* (cioè livelli superiori al valore di lungo periodo) dei prezzi dei titoli, dei tassi di cambio e delle materie prime.

Il boom dei prezzi dei titoli azionari tra il 2003 e il 2007, così come il boom dei prezzi delle case tra il 1998 e il 2005, ha stimolato fortemente l'economia statunitense. Allo stesso tempo, però, questi "boom gemelli" hanno gettato le basi per i seguenti "crolli gemelli". La svalutazione relativa della ricchezza finanziaria, come di quella immobiliare, ha fortemente depresso consumi e investimenti.

Dopo lo scoppio della crisi dei titoli *subprime* sui mutui, il terzo "mercato del toro", cioè quello dei prezzi delle materie pri-

me, ha accelerato, spinto soprattutto dalla speculazione finanziaria degli investitori nei mercati dei derivati delle materie prime. Questo sviluppo ha peggiorato ulteriormente le prospettive dell'economia.

Tra la primavera del 2008 e quella del 2009 il processo di svalutazione della ricchezza finanziaria, di quella immobiliare e di quella delle materie prime si è sincronizzato a livello globale. E tale processo ha liberato alcune spinte negative nel settore dell'economia reale, deprimendo in particolare gli investimenti e gli scambi commerciali.

Come funzionerebbe la nuova tassa

Una tassa generale sulle transazioni finanziarie le renderebbe tanto più costose quanto più breve è il loro orizzonte temporale. In particolare, essa avrebbe l'effetto di ridurre il cosiddetto *trading* di tipo tecnico, che si basa sempre più sui prezzi intragiornalieri dei titoli. Allo stesso tempo, tale *trading* rafforza le variazioni brusche dei prezzi che, a loro volta, si cumulano agli andamenti di lungo periodo che determinano persistenti allonnamenti dei prezzi dai loro valori fondamentali. Se il *trading* dei titoli a breve scadenza diventasse meno profittevole, queste rincorse dei prezzi diventerebbero meno pronunciate e questo effetto ridurrebbe, a sua volta, l'attrattiva del *trading* di tipo tecnico basato sui dati a frequenza altissima (spesso con sistemi pienamente automatizzati).

Dato che una tassa di questo tipo determinerebbe un aumento dei costi di transazione tanto maggiore quanto più ridotti essi erano prima dell'imposizione della tassa, è chiaro che essa ostacolerebbe gli scambi sui mercati dei derivati più che su quelli dei mercati a pronti. Dato che le transazioni a pronti sono più orientate al lungo termine e, dunque, maggiormente basate sui valori fondamentali dei prodotti finanziari scambiati

rispetto alle transazioni di tipo speculativo sui derivati, è presumibile che una tale taxa possa scoraggiare specificamente le transazioni a breve termine.

Le stime di gettito sono basate sull'ipotesi che il volume delle transazioni verrebbe ridotto grazie all'introduzione di una taxa sulle transazioni finanziarie. Per ogni aliquota e per ogni tipo di strumento, vengono specificati uno "scenario di riduzione delle transazioni" basso, medio e alto. Nel caso di uno scenario medio, si assume che le transazioni si ridurrebbero circa del 75% data un'aliquota dello 0,1%, del 65% nel caso di un'aliquota dello 0,05% e del 25% data un'aliquota dello 0,01%.

La tabella 1 presenta i gettiti potenziali stimati per la Germania, il Regno Unito, l'Europa e per l'economia mondiale, assumendo uno scenario di riduzione delle transazioni di tipo medio nell'ambito sia dei mercati sui tassi di cambio che nei mercati finanziari complessivi.

Tabella 1. Gettito ipotetico derivante da una taxa sulle transazioni (anno 2007, in % del Pil)*

	Germania		Regno Unito		Europa		Mondo					
Aliquota in %	0,10	0,05	0,01	0,10	0,05	0,01	0,10	0,05	0,01			
Transazioni a pronti su tassi di cambio	1.320	0.920	0.390	4.980	3.616	1.618	1.166	0.812	0.342	1.100	0.764	0.32
Tutte le transazioni	1.609	1.137	0.491	9.338	6.885	3.144	2.257	1.630	0.724	1.688	1.205	0.52

* "Scenario di riduzione delle transazioni" medio

L'alto valore del gettito nel Regno Unito riflette il fatto che il volume delle transazioni finanziarie relativamente al Pil è di gran lunga il più alto – nel 2007, esso era 446,1 volte più alto del valore del Pil. In Europa, complessivamente una tale taxa genererebbe un gettito pari all'1,63% del Pil, che scenderebbe allo 0,81% se la taxa fosse limitata alle sole transazioni sui tassi di cambio.

Sarebbero soggette a una taxa sulle transazioni finanziarie generale e uniforme:

- tutte le transazioni finanziarie a pronti e sui derivati effettuate nei mercati organizzati, come, ad esempio, gli scambi di titoli o gli *swap* sui tassi d'interesse, come pure le transazioni sui *future* e sulle opzioni su tassi d'interesse, valute, titoli azionari e materie prime;

- quelle transazioni sui mercati informali (*over-the-counter*), che sono direttamente legate ai prezzi di strumenti finanziari quali, in particolare, i tassi di cambio e i tassi di interesse, come ad esempio gli scambi di valuta a pronti o di derivati sul mercato valutario o su quello dei tassi di interesse nelle specifiche monete nazionali.

Questo implica che non tutte le transazioni tra clienti (famiglie e imprese) e istituzioni finanziarie sarebbero soggette alla taxa, ma che solo quelle sul mercato valutario. La taxa non dovrebbe colpire nemmeno quelle transazioni che sono l'equivalente finanziario di scambi del "mondo reale" sui mercati dei beni e del lavoro.

Il pagamento della taxa su tutte le transazioni del mercato valutario avverrebbe al momento stesso dello scambio (l'acquirente e il venditore dovrebbero corrispondere ciascuno il 50% della taxa) in base a un sistema elettronico di regolamentazione.

Una taxa generale sulle transazioni finanziarie nelle maggiori economie del mondo potrebbe costituire la fase finale del processo di implementazione. La prima fase potrebbe essere quella di una taxa solo sulle transazioni a pronti e su quelle relative a derivati sui mercati organizzati di alcune delle maggiori economie europee. Sarebbe sufficiente che soltanto il Regno Unito e la Germania introducessero una taxa del genere, dal momento che circa il 97% dell'ammontare complessivo delle transazio-

mi del mercato valutario nell'Unione Europea si realizza in questi due paesi. Un secondo passo potrebbe prevedere l'inclusione di tutte le transazioni informali (*over-the-counter*) realizzate nell'area dell'euro che non coinvolgono altre valute, cioè, in primo luogo i derivati sui tassi d'interesse in euro valuta. Infine, il terzo passo includerebbe le transazioni informali (a pronti e sui derivati) in particolare sul mercato valutario.

Per saperne di più

- Schulmeister S. (2006), *The interaction between technical currency trading and exchange rate fluctuations*, Finance Research Letters, 3 (3), pp. 212-233.
- Schulmeister S. (2009a), *Trading practices and price dynamics in commodity markets and the stabilizing effects of a transaction tax*, Monographien n.1, Wifo. Scaricabile dal sito www.wifo.ac.at/wwwalserver/wwa.upload.
- DownloadServer/bdoc/S_2009_transaction_tax_34919\$.pdf
- Schulmeister S. (2009b), *Aggregate trading behavior of technical models and the Yen/Dollar exchange rate 1976-2007*, Japan and the World Economy, 21(3), pp. 270-279.
- Schulmeister S. (2009c), *The profitability of technical stock trading: has it moved from daily to intraday data?*, Review of Financial Economics, 18(4), pp. 190-201.
- Schulmeister S. (2009d), *Asset price fluctuations, financial crises and the stabilizing effects of a general transaction tax: Motives, revenues, feasibility and effects*, Monographien n. 3, Wifo.
- Schulmeister S., Schrauzenstaller M., Picsek O. (2008), *A general financial transaction tax: Motives, revenues, feasibility and effects*, Monographien n. 3, Wifo. Scaricabile dal sito http://www.wifo.ac.at/wwwalserver/index.jsp?fid=23923&cid=31819&xypld=8&display_mode=2

Andreas Botsch | Come fermare la lobby della finanza in Europa

La finanza è stata salvata dai contribuenti e la speculazione è ora tornata ai livelli pre-crisi. Ridimensionare e regolare la finanza, evitare crescita speculativa e crolli, dev'essere una priorità politica del movimento sindacale europeo. È necessario costruire un'ampia coalizione, campagne di mobilitazione e un lavoro mirato di lobbying negli stati membri.

Nel panorama politico che va dal centro-sinistra ai conservatori moderati era largamente diffusa l'opinione che la crisi scoppiata nel 2008 avrebbe offerto l'opportunità di radicare una volta per tutte la dottrina neolibertista. A un anno e mezzo dal collasso della Lehman Brothers e dalla stretta creditizia che nel settembre 2008 ha portato il sistema finanziario globale sull'orlo del collasso, molti governi sembrano pensare che la crisi sia superata, che sia tempo di prepararsi a "uscirne" e mettere ordine nelle finanze pubbliche. La domanda è ovvia: la crisi è finita e abbiamo perduto quest'opportunità? L'agenda politica per la riforma della finanza adottata dai sindacati in Europa e altrove è ben lontana dall'essere realizzata.

Andreas Botsch è ricercatore all'Etni (Istituto sindacale europeo) e consigliere speciale della Confederazione europea dei sindacati (Eurec) sui temi della regolamentazione finanziaria. In passato, a Berlino è stato segretario e capo del Dipartimento economico della Dgfb, la Confederazione dei sindacati tedeschi.