

SPECULAZIONE E RISCHI

Una Tobin tax? No grazie, meglio tassare i debiti a breve

di **Luigi Zingales**

Torna in voga l'idea di imporre una tassa sulle transazioni finanziarie, nota come «Tobin tax» dal nome dell'economista che per primo la propose. Politicamente ha molto appeal, perché viene incontro alle richieste di penalizzare le banche per la crisi che hanno originato, soddisfa l'esigenza politica di fare qualcosa per evitare una nuova crisi e, in un momento di bilanci pubblici in difficoltà, offre un modo facile per incrementare le entrate senza aumentare le tasse sul reddito. Anche l'Unione europea ha esortato il Fondo monetario internazionale a prendere in considerazione l'introduzione di una tassa di questo tipo.

Nonostante lo sponsor di peso, la Tobin tax presenta molti punti deboli. Innanzitutto, è difficile da mettere in pratica. Se verrà applicata solo alla compravendita di azioni e obbligazioni, otterrà l'effetto di spostare gran parte degli scambi sul mercato dei contratti futures e delle opzioni. Se verrà estesa a tutti i derivati trattati sui mercati ufficiali, favorirà quei contratti non scambiati o nuovi contratti creati appositamente per evitare la tassa. In secondo luogo, se non verrà applicata in modo omogeneo in tutto il pianeta, otterrà l'effetto di dirottare gli scambi sulle piazze offshore: vogliamo veramente che tutti le contrattazioni si trasferiscano alle Bermude? Infine, la teoria secondo cui una tassa del genere eviterebbe una nuova crisi è tutta da dimostrare.

Secondo i suoi sostenitori, lo scopo della misura è quello di scoraggiare il comportamento "speculativo", riducendo la volatilità dei prezzi delle attività. Purtroppo, non c'è nessuna prova che una Tobin tax produca questo effetto. L'idea di una tassa per contrastare un comportamento indesiderabile è valida. Ma se vogliamo prevenire una ripetizione del 2008, dobbiamo concentrarci su quanto ha maggiormente contribuito a scate-

nare la crisi. Non è stato l'eccesso di scambi a originare il disastro, ma l'eccesso di rischio. Quello che ha trasformato le perdite relativamente contenute sui mutui subprime in una crisi è stato l'enorme indebitamento degli intermediari finanziari, un indebitamento per lo più a breve termine.

Come sostengono Gary Gorton e Andrew Metrick in un recente saggio, a far precipitare la crisi sono stati i prestiti pronti contro termine. Quando le perdite dei mutui subprime si sono estese agli intermediari finanziari, i prestatori a breve, temendo la bancarotta, hanno rifiutato di rinnovare il prestito. Questo progressivo prosciugarsi dei fondi ha costretto gli intermediari a vendere più attività, facendo scendere ulteriormente i prezzi. Una situazione simile a quella del tradizionale assalto agli sportelli, tranne che a dare il via in questo caso sono stati i prestatori a breve. Prevedendo questo rischio, perché gli intermediari finanziari hanno scelto di indebitarsi a breve a tal punto? Perché così facendo riuscivano a prendere in prestito più soldi e a condizioni più convenienti, incrementando i profitti.

I prestatori a breve, nel frattempo, erano sicuri che sarebbero riusciti a tirarsi fuori per tempo dalle società in difficoltà. Ma questa opzione era possibile per ogni creditore singolarmente, non per tutti insieme. Quando tutti i prestatori a breve hanno cercato di tirarsi fuori, non solo non sono riusciti a farlo, ma hanno fatto precipitare la crisi. In altre parole, c'è un eccesso di incentivi all'indebitamento a breve, rispetto al livello ottimale da un punto di vista sociale.

È la tipica situazione in cui una tassa può risolvere il problema. Tassando il ricorso al debito a breve termine (con scadenza inferiore a un anno), scoraggeremo l'eccessivo ricorso all'indebitamento eccessivo a breve, prevenendo un'altra crisi. Ma se il debito a breve è tanto pericoloso, perché non ci siamo accorti prima dei suoi effetti nocivi? Quando l'inflazione era alta e volatile, questo debito era costoso e rischioso al

tempo stesso, perché comportava un rischio enorme di rifinanziamento. Gli ultimi trent'anni di inflazione bassa e stabile hanno fatto venir meno questi costi. La politica di tassi d'interesse bassi

portata avanti dalla Fed ha creato incentivi enormi a prestare a breve termine. La forte concorrenza e i sistemi di retribuzione che ricompensavano generosamente i risultati positivi hanno fatto il resto, rendendo estremamente allettante prestare denaro a breve termine, con conseguenze importanti sul sistema.

Qualcuno sostiene che il modo migliore per risolvere il problema sia eliminare la deducibilità fiscale del debito. Il vero problema tuttavia non è il debito in generale, ma quello a breve. In un contesto di tassi d'interesse prossimi

allo zero, l'eliminazione della deducibilità fiscale produrrebbe l'incentivo perverso di favorire il debito a breve rispetto a quello a lunga.

Una soluzione migliore è una tassa sul debito a breve termine, in particolare quello delle società finanziarie. Una tassa dell'1% sull'esposizione in circolazione frutterebbe ogni anno 21,5 miliardi di dollari (14,6 miliardi di euro) solo fra i nove maggiori istituti di credito globali. Non basterà a risolvere i nostri problemi di bilancio, ma sarà sufficiente per finanziare, ad esempio, l'incremento delle truppe in Afghanistan. E soprattutto potrebbe servire a stabilizzare il nostro sistema finanziario e prevenire una nuova crisi.

