

PRESIDENZA DEL VICEPRESIDENTE
DELLA VI COMMISSIONE
ALFIERO GRANDI

La seduta comincia alle 11.40.

(Le Commissioni approvano il processo verbale della seduta precedente).

Sulla pubblicità dei lavori.

PRESIDENTE. Avverto che, se non vi sono obiezioni, la pubblicità dei lavori sarà assicurata anche mediante l'attivazione dell'impianto audiovisivo a circuito chiuso.

(Così rimane stabilito).

**Audizione di studiosi ed esperti
della materia.**

PRESIDENTE. L'ordine del giorno reca, nell'ambito dell'indagine conoscitiva sui temi relativi all'imposizione sulle transazioni valutarie, l'audizione di studiosi ed esperti della materia.

Desidero innanzitutto porgere ai nostri ospiti le scuse del presidente della VI Commissione Giorgio La Malfa, impossibilitato a partecipare all'audizione a causa di un concomitante impegno istituzionale. Anche il deputato Landi di Chiavenna, relatore sui provvedimenti per la III Commissione, non potrà essere presente, ma come tutti potrà conoscere il contenuto degli interventi attraverso il resoconto stenografico.

Non credo vi sia bisogno di spiegare altro perché sia il professore Graziani sia il professor Marzo hanno già avuto modo di visionare il materiale e conoscono quindi il tipo di discussione che si è svolta

nel corso della scorsa seduta — il cui resoconto è stato tempestivamente pubblicato sul sito Internet della Camera — attorno alle proposte di introdurre quella che viene definita per brevità *Tobin tax*. In realtà la discussione è molto più ampia, perché riguarda anche argomenti quali i movimenti di capitali e i sistemi di controllo e di tassazione.

Do ora la parola ai nostri ospiti.

MASSIMILIANO MARZO, *Ricercatore presso il Dipartimento di scienze economiche dell'Università di Bologna*. Vorrei innanzitutto ringraziare il vicepresidente Grandi, i presidenti La Malfa e Selva, nonché tutti i commissari per l'invito a questa audizione.

Il tema è estremamente interessante, dal momento che la discussione intorno alla cosiddetta *Tobin tax*, e più in generale alla tassazione delle transazioni valutarie, ci porta a affrontare una serie di argomenti che appaiono cruciali nella discussione riguardante la stabilizzazione dei tassi di cambio e il ruolo della politica economica in un'economia aperta.

L'iniziativa del Parlamento relativa alla discussione di questo tema è opportuna e tempestiva. In questo senso, il Parlamento italiano dimostra ancora una volta una grande sensibilità rispetto ai temi dello sviluppo economico e al possibile impiego del gettito della tassa, nonché riguardo alla politica economica e alla stabilizzazione delle eccessive fluttuazioni del cambio.

Al tempo stesso, tale discussione ci porta ad esaminare le sfide dell'economia che dovremo fronteggiare nel prossimo futuro. Ho trovato nella discussione riguardo a questo tema una grande sensibilità da parte di tutti i parlamentari, unita ad una grande apertura mentale e ad una volontà di comprendere fino in

fondo gli effetti e le caratteristiche di tale imposizione, al di là dalle rispettive posizioni politiche. Ciò fa onore ai membri di queste Commissioni e al nostro Parlamento.

Detto questo, vorrei iniziare la discussione richiamando brevemente il fatto che un'analisi appropriata delle caratteristiche della *Tobin tax* deve necessariamente tenere conto della mutazione delle caratteristiche microstrutturali del mercato finanziario che sono avvenute nel corso degli ultimi trent'anni.

Va subito ricordato, infatti, che le leggi, i progetti di legge e le relazioni di accompagnamento dei disegni di legge presentati sono il risultato di analisi e di dati estrapolati da fonti che risalgono purtroppo a qualche anno fa. In particolare, gran parte dei contributi richiamano un lavoro del 1996, che si riferisce prevalentemente ad un'indagine triennale della Banca dei regolamenti internazionali del 1995.

Anche le stime del gettito sono spesso considerate indipendentemente dall'evoluzione di alcuni parametri cruciali, quali l'elasticità della domanda di attività estere espressa dagli operatori. Va rilevato, infatti, che la struttura del mercato dei cambi da qualche anno è cambiata radicalmente. Proprio per questa ragione e per le ragioni che dirò in seguito, relative alla mancanza di informazione su volumi e ordinativi alla base del mercato dei cambi, va detto che la ricerca economica su questo tema attualmente verte ancora in uno stato embrionale.

Per una corretta valutazione dell'impatto della *Tobin tax* abbiamo bisogno di esplorare con più attenzione tutta una serie di aspetti, che risultano oscuri alla maggior parte degli economisti, che peraltro sono essenziali per una corretta valutazione dell'imposta. Molto brevemente, tali aspetti riguardano: il ruolo dei costi di transazione, della liquidità, della relazione esistente tra costi di transazione, liquidità e volatilità, il ruolo del flusso degli ordinativi, dell'organizzazione del mercato e del grado di competitività degli operatori,

nonché il ruolo delle variabili fondamentali nel processo di determinazione del tasso di cambio.

In un certo senso, siamo ancora all'inizio, e dal punto di vista della ricerca scientifica la *Tobin tax* è certamente una grande occasione per stimolare ulteriormente gli studi in questa direzione. Anticipando alcuni dei risultati che andrò discutendo in seguito, mi preme subito sottolineare che la *Tobin Tax* risponde a giusti principi. Tuttavia, cercherò di argomentare che tale tassa, da sola, non può risolvere completamente il problema della stabilizzazione dei tassi di cambio. Il mercato dei cambi ha una struttura tale per cui si rende urgente una sua riorganizzazione, volta a favorire la concentrazione degli scambi e la trasparenza delle negoziazioni, e pertanto sono necessarie profonde riforme di struttura del mercato stesso.

In secondo luogo, la tassa non deve essere applicata a livello locale, ma a livello internazionale: infatti, non credo che l'applicazione della tassa solo da parte dell'area economica e monetaria dell'euro, esclusa quindi la Gran Bretagna, rappresenti un buon servizio, sia per gli scopi che la tassa stessa si prefigge, sia per l'esigenza reale di pervenire ad una effettiva stabilizzazione del tasso di cambio. Se poi anche la Gran Bretagna aderisse a questa iniziativa, allora il quadro muterebbe senza dubbio in meglio, anche perché il mercato dei cambi di Londra rappresenta la piazza finanziaria più importante al mondo, con il 33 per cento circa del complesso delle transazioni valutarie (tralascio per il momento di ricordare i dati relativi alla Germania e ad altri paesi che sono stati citati nella relazione del professor Bellofiore la settimana scorsa).

Pertanto, viste le profonde trasformazioni microstrutturali che tale tassa andrebbe a provocare, c'è da chiedersi se l'introduzione di tale strumento sia realmente efficace per migliorare la situazione strutturale del mercato, o piuttosto, se non sia il caso che il Parlamento italiano insieme a quello europeo promuovano una serie di iniziative tese al miglioramento dei

meccanismi che sono alla base dei criteri di formazione del prezzo nei mercati finanziari internazionali.

Qual è la struttura del mercato dei cambi in questo momento? La prima cosa da dire è che si tratta di un mercato altamente segmentato, in cui esistono molte piazze e molti operatori sparsi in tutto il mondo. Non esiste alcuna autorità regolamentare centralizzata, e tale mercato offre un esempio di regolamentazione effettuata su base privatistica, nella quale i partecipanti si accordano sull'insieme di regole che governano le transazioni, un po' come in un mondo « hobbesiano ». Come già segnalato, il volume delle transazioni su questo mercato è elevatissimo. L'euro coinvolge il 35 per cento degli scambi nel complesso. Inoltre, i costi di transazione di questo mercato, gli *spread*, sono estremamente bassi. Una misura comunemente adottata è ad esempio il differenziale *bid-ask*. Gli *spread* attualmente corrispondenti nel mercato vanno dallo 0,5 ad 1,5 punti base, e quindi sono estremamente sottili. Per confrontare questo dato con gli *spread* che esistono sui mercati azionari, basti dire che il mercato azionario, per i titoli più liquidi, comporta *spread* 50 volte più grandi di questo.

Inoltre, il mercato delle azioni e dei titoli di Stato è organizzato su base centralizzata. Questa centralizzazione ha il vantaggio enorme di evidenziare tutti gli ordini emessi dalle controparti, aumentando così la trasparenza e l'efficienza del mercato, riducendo le manovre speculative al minimo, e consentendo l'identificazione dei soggetti che danno inizio a manovre speculative.

Infatti, nell'effettuazione di un *trade* il singolo *dealer* rivela l'informazione privata riguardo la sua posizione di titoli in portafoglio e la sua posizione desiderata in acquisto o in vendita. Quindi, i partecipanti ai mercati centralizzati osservano tutto ciò che fanno gli altri agenti.

Ciò non accade sul mercato dei cambi, il quale è completamente decentralizzato e formato da una rete di relazioni bilaterali, nella quale gli ordini ed i volumi associati

divengono una variabile privata, poiché ciascun operatore ha una sola controparte.

Recentemente, è stato introdotto il sistema di « brokeraggio » elettronico ad opera di due operatori, la Reuters Dealing e la Electronic Brokering Services; alcune analisi basate su tali dati provano che almeno il 66 per cento del totale delle transazioni utilizza il « brokeraggio » elettronico.

Mi preme ora di chiarire un altro aspetto evidenziato anche negli interventi della precedente audizione. Spesso si fa riferimento al fenomeno della cosiddetta *hot potato trading*, per cui la moneta è una « patata bollente » che viene scambiata tra gli operatori in maniera molto veloce, e ciò — come sappiamo — determina l'elevato flusso di ordinativi e scambi del mercato. A cosa serve questa *hot potato trading*, perché esiste questo « commercio di patata bollente »? Va subito detto che questo tipo di *trading* è principalmente realizzato da intermediari finanziari bancari, cioè da banche di affari e non da *fund manager* o gestori di attività. Ciò avviene perché le banche, che sono i recettori degli ordinativi più importanti, hanno spesso la necessità di disfarsi di un elevato quantitativo di titoli presente nel portafoglio, per evitare una manovra avversa, speculativa sul cambio, generalmente non messa in atto dalle banche per la loro natura di agenti che immettono liquidità sul mercato. Le banche devono, quindi, cercare controparti alle quali « spezzettare » la quota iniziale, vendendo e cedendo il continuo flusso di moneta con una funzione di ripartizione del rischio tra gli operatori.

Una seconda funzione di questo tipo di attività è essenzialmente informativa. Infatti, in un mercato in cui vi è totale assenza di informazione centralizzata, l'attività di negoziazione rappresenta un'occasione per acquisire nuova informazione relativamente alla situazione di *inventory* o alla quantità di titoli detenuti dagli altri operatori del mercato.

Vorrei sottolineare che esiste ampia evidenza empirica del fatto che un ammontare assai consistente di transazioni a fondo speculativo è concentrato nelle mani

dei *fund manager*. Chiediamoci, a questo punto, quale potrebbe essere l'effetto determinato dall'introduzione della cosiddetta *Tobin tax* sull'attività di *trading* di questo tipo di gestori.

In primo luogo, se l'attività speculativa è effettivamente nelle mani dei *fund manager*, che non praticano attività di *trading* tra loro stessi avendo come unica controparte l'utente finale, in seguito all'introduzione della tassa si avrebbe, come primo effetto, di allargare i margini di contrattazione in modo che essi possano rivalersi dell'effetto della tassa sull'utente finale. Successivamente, l'effetto più pericoloso per la stabilità del cambio è dato dal fatto che questi operatori avrebbero la necessità di effettuare un'attività di *trading* più intensa con *stock* di ordini più forti, che incrementerebbe il cosiddetto effetto *price impact* dell'attività di *trading*, peggiorando, in ultima analisi, la volatilità sul mercato dei cambi. Uno studio empirico molto preciso e recente, del 2002, perviene a questo risultato servendosi della relazione esistente tra liquidità, costi di transazione e volatilità.

Intendo evidenziare questo aspetto, riflettendo anche sulle posizioni di *trading* ed il loro relativo orizzonte temporale. Come rilevato precedentemente, vista la necessità di disfarsi molto velocemente delle posizioni, le banche hanno un orizzonte temporale di *trading* ristrettissimo, anche solo di dieci minuti. Questo tipo di transazioni, spesso effettuate con tagli minimi, produce uno scarso effetto sul tasso di cambio. Viceversa, le transazioni effettuate dai *fund manager* rivelano chiaramente, in base ad un'analisi più disaggregata, di avere un effetto maggiore sul tasso di cambio.

Vorrei riassumere velocemente quanto detto: in primo luogo le banche rappresentano una posizione dominante nell'ambito dei flussi di cambio (come è stato, tra l'altro, precisato nell'audizione precedente), ma mi preme aggiungere che la proporzione degli scambi gestita dalle banche è progressivamente in calo, anche a seguito del processo di concentrazione del settore bancario.

In secondo luogo, le banche effettuano un'intensa attività di *trading*, ma soprattutto a livello di attività *interdealer* e la gran parte di volume scambiato dalle banche non è speculativo, dal momento che vi è la preoccupazione di questo tipo di intermediario di coprirsi rispetto a transazioni avverse.

In terzo luogo, gli *asset manager* sono i veri responsabili dell'attività speculativa.

Date queste caratteristiche, bisogna considerare se la tassa possa davvero essere utile. Riflettiamo sull'ampiezza degli *spread*, dato che questo è il punto più importante.

Sappiamo che il 99 per cento delle operazioni di cambio interbancarie, il commercio *interdealer*, avviene con uno *spread* inferiore allo 0,1 per cento. Inoltre, il 96 per cento del *trading* interbancario avviene con uno *spread* addirittura inferiore allo 0,05 per cento. Pertanto, è immediato comprendere che l'introduzione di una tassa sul mercato interbancario avrebbe effetti negativi, perché condurrebbe alla sua scomparsa e non ad eliminare la vera componente speculativa del mercato, quella degli *asset manager*.

Penso valga la pena chiedersi se il successo dell'inserimento della tassa non dipenda in modo cruciale dal grado di coordinamento internazionale raggiunto nelle opportune sedi e quindi non sia piuttosto auspicabile intervenire direttamente, fin d'ora, nella gestione di una negoziazione per garantire riforme che favoriscano la concentrazione degli scambi e la *disclosure* di tutte le informazioni relative ai volumi e agli ordinativi in fase di contrattazione. Mi riferisco, in particolare, ai volumi di scambio, ai prezzi che vengono quotati ed ai flussi di ordinativi sia in acquisto sia in vendita.

Vorrei brevemente soffermarmi sull'eventualità che soltanto l'area dell'euro introduca la *Tobin tax*. Nutro forti dubbi sull'utilità di questa ipotesi e non per la rilevanza o meno del tributo, che reputo molto importante, ma per una questione di efficienza. La Gran Bretagna comprende, da sola, il 33 per cento degli scambi, la Germania il 5,4 per cento, la

Svizzera il 4,4, ed è in crescita. Se soltanto l'area dell'euro introducesse la *Tobin tax*, vi sarebbe il rischio che tutti gli operatori, i *dealer*, cerchino di far partire gli ordinativi dai paesi in cui la *Tobin tax* non è vigente. Se la Gran Bretagna non introducesse la tassa, per tutti questi grandi operatori sarebbe estremamente facile far partire gli ordinativi di compravendita direttamente da questo paese, dove già hanno importanti sedi e branche operative. Londra è la piazza finanziaria più importante del mondo dal punto di vista del mercato dei cambi e non vi sarebbero costi di spostamento degli uffici deputati all'immissione degli ordini. Viceversa, se anche la Gran Bretagna fosse coinvolta, la situazione sarebbe estremamente diversa.

Inoltre, un altro effetto negativo deriverebbe dalla depressione del mercato interbancario europeo continentale, ponendo gli intermediari finanziari e bancari europei in situazione di svantaggio competitivo rispetto a quello di altri paesi.

Concludo sottolineando ancora una volta l'aspetto dell'internazionalità e richiamando la vostra attenzione sul fatto che la tassa non è una condizione necessaria né sufficiente per ridurre la speculazione sul mercato dei cambi internazionali. Tuttavia, da più parti si avverte l'esigenza di ulteriori riforme istituzionali, di cui il Parlamento italiano, cogliendo questa importante occasione, potrebbe farsi promotore a livello europeo ed internazionale. È giunto il momento di trovare un'efficiente regolamentazione di questo mercato, che sia almeno comparabile a quella vigente sui mercati finanziari dei titoli di Stato e delle azioni.

In alcuni dei progetti di legge in discussione si prevede di inserire una *Tobin tax* pari a zero, che diventi poi positiva, qualora anche altri paesi europei decidano di introdurre tale tributo. Supponiamo allora che un parlamento decida di introdurre autonomamente tale tassa, indipendentemente dalla volontà degli altri paesi, il primo effetto che si determinerà, sarà un

crollo del mercato interbancario di tale paese, con conseguenze anche sulla stabilità del sistema finanziario nel suo complesso. Il mio convincimento è che le nostre economie, particolarmente « finanziarizzate », nella fase attuale non possano permettersi un ulteriore elemento di instabilità. Se, però, la *Tobin tax* fosse varata unitamente ad altre riforme istituzionali, credo che l'obiettivo che ci si prefigge potrebbe essere centrato.

Infine, se lo scopo ultimo è rappresentato dalla garanzia di un determinato flusso di gettito da destinare ai paesi in via di sviluppo (non vi è dubbio che tale imposta rappresenta seriamente una fonte importante di gettito), per garantire che l'iniziativa non sia controproducente — perché, se crolla un mercato interbancario, viene meno anche una cospicua fonte di gettito — è necessario, anche al fine di evitare che i mercati finanziari non vivano l'introduzione di tale imposta come un atto punitivo nei loro confronti, coinvolgere in maniera decisiva gli operatori, per ottenere un loro giudizio, per tentare di concertare un'iniziativa a livello internazionale e raggiungere quel grado di trasparenza e affidabilità sul mercato finanziario che è da tutti auspicato, ma fino ad oggi non è ancora stato realizzato.

Con questo concludo la mia esposizione e vi ringrazio.

PRESIDENTE. Ringrazio il professor Marzo. Do ora la parola al professor Graziani.

AUGUSTO GRAZIANI, *Professore di economia politica presso la facoltà di economia dell'Università di Roma « La Sapienza »*. L'esposizione, così ampia e dettagliata, del professor Marzo mi consente di ridurre la mia presentazione ai punti che mi sembrano di maggior interesse.

Ci troviamo in parte di fronte ad un cambiamento di prospettiva. L'economista e premio Nobel, James Tobin, quando

propose l'introduzione della tassa sui movimenti di capitali, aveva in mente soprattutto l'obiettivo di moderare — non riteneva certamente di bloccarli — i movimenti speculativi, che sono fonte di instabilità nei mercati dei cambi ed in quelli finanziari. Per completare e, forse, per rendere più seducente la sua proposta, Tobin aveva aggiunto che il gettito dell'imposta avrebbe potuto essere devoluto a favore dei paesi in via di sviluppo — un tocco di solidarietà internazionale che giovò grandemente alla sua proposta. Prendendo visione di almeno uno dei disegni di legge, ho l'impressione che l'idea che si ripresenta oggi, a distanza di più di trenta anni, sia, invece, quella di procurarsi anzitutto un gettito da devolvere a favore dei paesi in via di sviluppo e che, dovendo trovare una fonte di capacità contributiva idonea allo scopo, essa sia stata individuata presso i grandi finanziari che muovono somme ingenti di capitali finanziari. Ho, cioè, l'impressione che oggi il problema del gettito sia quello dominante e — di riflesso — la lotta ai movimenti speculativi sia meno pressante.

I movimenti di capitali, come è noto, sono legati — in parte — al rendimento dei capitali finanziari; lo speculatore (ma anche, ovviamente, il piccolo risparmiatore) cerca ovviamente di collocare i suoi capitali finanziari dove i rendimenti sono più elevati. È noto peraltro che il rendimento di un capitale finanziario è strettamente legato alla valuta in cui i titoli acquistati sono stilati. Da tale punto di vista, sia gli speculatori sia i risparmiatori cercano di collocare i propri capitali in quella valuta il cui corso si prevede in crescita nel mercato internazionale. Ormai, vi sono tre grandi valute mondiali: il dollaro, l'euro e lo yen, ed è tra le suddette tre aree valutarie che si giocano i grandi movimenti di capitali. Naturalmente, quando si tratta di prevedere l'andamento di una valuta rispetto alle altre si entra in un campo di incertezza estremamente accentuata, in cui le previsioni, le aspettative ed i movimenti di opinione finiscono per avere la prevalenza sui calcoli che possono essere fatti su base ragionata.

L'introduzione di un'imposta sui movimenti di capitali potrebbe presumibilmente condurre ad una riduzione dei movimenti stessi. Mi riallaccio, su questo punto, a ciò che diceva il collega, professor Marzo. È davvero possibile attendersi che l'introduzione di detta imposta agisca come un prezzo, secondo il principio elementare che se il prezzo di una merce cresce la quantità domandata cade? Il professor Marzo ha sollevato alcuni dubbi in proposito, dubbi dipendenti — se non ho inteso male — da due elementi.

Il primo di tali elementi è costituito dalla strutturazione dell'imposta: si tratterà di un'imposta percentuale, proporzionale, progressiva? Le modalità nel campo dell'imposizione tributaria sono molteplici ed ognuna di esse produce effetti diversi.

Il secondo elemento è rappresentato dal comportamento dei grandi intermediari finanziari che muovono capitali propri ed altrui, a scopo di guadagno. Costoro aspirano a profitti personali di cui formulano anche obiettivi quantitativi. Nulla ci impedisce di attenderci che qualora la loro attività venga tassata e si cerchi di ridurre il loro profitto netto, gli intermediari possano reagire con l'aumento del volume delle transazioni, così da procurarsi comunque quel reddito su cui potevano far conto in precedenza (a somiglianza di quanto accade con un lavoratore a cottimo: questi, se viene pagato di meno per ogni unità di prodotto consegnata, sarà costretto a lavorare di più per procurarsi il reddito di sussistenza nella stessa misura di prima). Concludeva, dunque, il professor Marzo, potremmo avere una reazione opposta ed incentivare, anziché mitigare, i movimenti di capitali.

Su tale terreno, personalmente rimango ancora ottimista e penso che un'imposizione possa scoraggiare in certa misura i movimenti di capitali.

Divento invece molto più prudente quando si entra in quello che apparentemente potrebbe sembrare un piccolo dettaglio, ma, in realtà, non lo è. È cosa nota che, nell'ambito dei movimenti di capitali si muovono almeno due grandi correnti, che idealmente si possono tenere separate.

Da un lato vi sono i risparmiatori, impiegano la parte del loro reddito sottratta al consumo; dall'altro, gli speculatori, che spesso impiegano fondi presi a prestito.

Venendo dal soggetto all'oggetto, ovvero al movimento di capitali, vi sono movimenti di capitali puramente speculativi, volatili, pronti a muoversi da una piazza all'altra, inseguendo il rendimento maggiore e la valuta più promettente; e movimenti di capitali che sono invece autentici investimenti, quando ad esempio si muove un capitale per creare un'impresa o per avviare un'attività produttiva. Tali movimenti sono evidentemente molto più stabili.

Istintivamente, saremmo inclini ad ostacolare i movimenti di capitali speculativi che sono fonte di instabilità, mentre ma non abbiamo ragione di ostacolare i movimenti di capitali a scopo di investimento, che dovrebbero portare i capitali finanziari laddove le attività produttive sono più redditizie e quindi assicurare una migliore utilizzazione delle risorse in generale. Tanto più che anche il nostro paese, ormai da più di dieci anni, dal 1990, ha imboccato la strada della piena liberalizzazione dei movimenti di capitali e certamente non lo ha fatto con l'idea di aprire la porta ai movimenti speculativi ma con l'idea di facilitare l'afflusso degli investimenti laddove il rendimento delle attività produttive è maggiore. Quindi, la liberalizzazione dei movimenti di capitali ha lo scopo di ottenere una migliore utilizzazione delle risorse.

Tornando alla *Tobin tax*, avendo in mente queste due diverse motivazioni nei movimenti di capitali, maturiamo subito un'idea estremamente difficile da realizzare, ovvero quella di attuare un'imposta selettiva, che colpisca i movimenti speculativi che riteniamo fonte di instabilità, ma non ostacoli i movimenti a scopo di investimento, che riteniamo invece fonte di maggiore efficienza nell'utilizzazione delle risorse. Purtroppo i movimenti di capitali sono anonimi, lo scopo finale del movimento di capitale è impossibile da individuare e quindi l'idea di istituire una tassa selettiva sui movimenti di capitali è estre-

mamente difficile da realizzare, il che, a mio avviso, deve indurci alla prudenza.

Aggiungo un ulteriore elemento di prudenza, pur non essendo, in linea di principio, affatto contrario all'istituzione di questa tassa: ricordo che anche il nostro paese trae vantaggio dai movimenti di capitali, perché esso ha avuto in passato ed ha tuttora una tendenza ai disavanzi nei movimenti di merci, che vengono compensati da importazioni di capitali. Tali difficoltà nei movimenti di merci — non voglio affatto fare il profeta di sventura né essere eccessivamente pessimista — sono aggravate in primo luogo dall'adozione dell'euro, il che vuol dire cambi inesorabilmente fissi. Quindi, non appena si registra un lieve incremento dell'inflazione, i prezzi delle nostre esportazioni crescono in tutti i paesi europei, il che ci danneggia. La tendenza ai disavanzi nei movimenti di merci è stata quindi accentuata dall'euro.

Il secondo elemento di accentuazione ci è stato ricordato molto di recente da alcune fonti ufficiali: sembra che l'industria italiana vada perdendo competitività per inadeguatezza tecnologica. Lo abbiamo letto nell'ultima relazione della Banca d'Italia e anche altre alte istituzioni nazionali si sono espresse in maniera molto riservata sull'adeguatezza tecnologica e quindi sulla competitività internazionale della nostra industria.

Ciò dovrebbe suggerire di non ridurre, ma anzi di incentivare, le importazioni di capitali compensativi per ottenere un pareggio nella bilancia dei pagamenti. Abbiamo visto negli ultimi mesi che i movimenti di capitali hanno mostrato una tendenza ad abbandonare il mercato del dollaro e a ritornare verso il mercato dell'euro a seguito di alcune vicende riguardanti imprese industriali e finanziarie statunitensi. Tale tendenza ha portato ad un aumento del corso dell'euro rispetto al dollaro, che ci ha consentito e ci consente tuttora alcuni risparmi non trascurabili nel costo delle importazioni: il prezzo del petrolio greggio è quotato in dollari e avere un euro forte consente in definitiva un risparmio nell'acquisto del greggio. Il problema del prezzo mondiale del greggio

è, ovviamente, un problema molto al di sopra delle nostre possibilità di previsione e di controllo. Sappiamo che gli Stati Uniti si muovono su base internazionale, e non sempre soltanto pacifica, con l'intenzione di ottenere una riduzione del prezzo mondiale del greggio; sappiamo che la Russia, invece, essendo produttrice, cerca di tenere più elevato il prezzo del greggio e si serve della manovra sul prezzo del greggio su base amichevole anche per stabilire alleanze politiche con la Germania e con la Francia. Rispetto al prezzo del greggio il rialzo dell'euro ci favorisce, ma si tratta di un prezzo che è manovrato a livelli di politica internazionale molto elevati.

Un'ultima osservazione: non sono in linea di principio, come dicevo, contrario all'istituzione di un'imposta sui movimenti di capitali, perché essa certamente individua un'area di capacità contributiva che può, e in un certo senso deve, essere colpita e chiamata a contribuzione. Come ha osservato già il professor Marzo, un'imposta del genere va applicata su una base perlomeno europea se non internazionale. Altrimenti, l'applicazione di questo genere di imposta su iniziativa del nostro paese, senza essere seguiti dagli altri paesi europei, ci esporrebbe al rischio di fughe di capitali e di perdere tali transazioni senza poi, di conseguenza, realizzare alcun gettito. Il giorno in cui, infatti, non vi fossero più movimenti di capitali in partenza dal nostro paese — in quanto tali movimenti partirebbero dai paesi che non applicano l'imposta — anche il gettito eventuale e sperato sarebbe destinato ad inaridirsi.

PRESIDENTE. Do ora la parola ai colleghi che desiderano intervenire.

NERIO NESI. Desidero anzitutto ringraziare il professor Marzo e il professor Graziani, che è uno dei nostri maestri in questa materia, per la loro esposizione. Sono uno dei presentatori delle proposte di legge in esame, in forza della mia lunga esperienza nel settore bancario, che mi ha insegnato molte cose.

Alcuni anni fa fui colpito da un passo della relazione del procuratore generale

presso la Corte d'appello di Milano, ladove sottolineava che, sulla base dei dati di cui era in possesso la magistratura milanese, su cento lire dirette verso l'estero o provenienti dall'estero, dieci erano a fronte di merci o di servizi e novanta a fronte di speculazioni, totalmente legittime, operate da persone che manovravano i propri capitali per guadagnare di più, inviandoli dove la tassazione era minore o il reddito o i plusvalori che si creavano erano maggiori (questa è la logica di qualunque risparmiatore, non uso neppure il termine speculatore).

La speculazione molte volte viene intesa in senso esclusivamente negativo ma non è sempre così.

Dialogando con i miei collaboratori per capire come si poteva reagire ad una così forte diminuzione di approvvigionamento finanziario, in un paese che ha tanto bisogno di introiti fiscali, essi mi hanno dimostrato, ma su questo vorrei il loro conforto tecnico, che, a fronte di ogni trasferimento di capitale, rimane sempre un pezzo di carta, anche quando la transazione viene fatta in tempo reale, relativo all'addebito che la banca o il fondo di investimento fa al cliente. Si può quindi agire su quel documento, facendo della banca o del fondo di investimento il debitore ufficiale, giuridico o legale dello Stato e sfruttando il fatto che in quel momento la banca o il fondo è creditore verso il cliente e gli fa pagare una commissione.

Secondo i miei collaboratori basterebbe prevedere che la commissione ricevuta dalla banca per la transazione — perché ogni transazione ha la sua commissione, e questo vale sia che essa sia stata fatta dalla banca sia da un investitore di altra natura (un agente di cambio, per esempio) — sia aumentata di una piccola entità, ordinando alla banca o alla società finanziaria di riceverla per conto dello Stato e poi versarla a quest'ultimo.

Naturalmente mi rendo conto, come osservavano il professor Graziani e il professor Marzo, che anche se venisse accettata questa impostazione tecnica, rimane il dubbio che qualora la *Tobin tax* fosse

applicata in un solo paese, ciò potrebbe determinare una fuga — obiettivamente giustificata — di capitali verso quei paesi nei quali non fosse prevista un'imposizione sulle transazioni valutarie.

Per questo, il suggerimento che tutti noi presentatori di una proposta di legge in materia abbiamo accolto è di prevedere un'imposta di lieve entità, in grado di non turbare lo speculatore (inteso non in senso negativo), dal momento che non inciderebbe in modo particolare sul suo guadagno. Il risparmiatore trarrebbe comunque convenienza da queste transazioni perché l'applicazione della commissione da parte della banca, della società finanziaria o dell'agente di cambio, anche se sommata ad una piccola cifra che va allo Stato, gli consentirebbe lo stesso un guadagno notevole.

Mi rendo conto, per diretta esperienza, che le osservazioni dei due illustri professori sono corrette. Un'osservazione di carattere generale riguarda, in particolare, il ruolo della Gran Bretagna. Se effettivamente si inducesse la Gran Bretagna ad entrare nella logica da noi suggerita, credo che tutti noi potremmo procedere tranquillamente. Sappiamo tutti, infatti, che anche recentemente la Gran Bretagna ha sollevato tante obiezioni all'ingresso nel sistema monetario europeo; la borsa di Londra rappresenta una fonte di guadagno enorme, non paragonabile a qualsiasi altra borsa del mondo, senza dubbio né a Milano, né a Parigi.

Insisto su questo aspetto e suggerisco alla presidenza di ascoltare sul punto anche gli esperti tecnici, non di altissimo livello, che si occupano di queste transazioni nel sistema bancario, per verificare in una sede ufficiale le valutazioni cui ho fatto riferimento.

FAMIANO CRUCIANELLI. Mi pare che entrambi i relatori in linea di principio valutino positivamente la proposta di un'imposizione sulle transazioni valutarie. Gli argomenti addotti, peraltro, sono gli stessi delle discussioni che abbiamo già svolto.

Io credo che la difficoltà maggiore sia rappresentata proprio dall'ultima questione indirettamente sollevava anche dall'onorevole Nesi, vale a dire l'ambito internazionale di applicazione di un'imposizione di questo tipo. Se ho ben compreso l'argomentazione dell'onorevole Nesi, ci sarebbe un'incertezza legata alla valutazione del singolo speculatore, che dovrebbe accettare di perdere qualcosa dal momento che il suo guadagno resterebbe comunque alto. Mi chiedo tuttavia perché un risparmiatore dovrebbe accettare di perdere qualcosa, rinunciando a una parte del guadagno, a meno che non sia un filantropo. Per questo trovo veramente difficoltà nel capire come si possa pensare di applicare questo tipo di imposizione se non in un contesto generale.

Il professor Marzo diceva — e su questo vorrei un chiarimento — che la condizione per la realizzazione di tale imposizione sta non solo nel contesto generale ma anche nella realizzazione di altre riforme. Sarebbe interessante capire quali altre misure dovrebbero accompagnare un'iniziativa di questo tipo per renderla possibile ed efficace.

PRESIDENTE. Vorrei innanzitutto ringraziare il professor Marzo e il professor Graziani, che non solo hanno aderito al nostro invito, ma hanno anche cercato di entrare nel merito con un contributo molto interessante.

Dal lavoro che le Commissioni hanno appena iniziato a svolgere comincia a delinearsi il quadro del problema che abbiamo di fronte, che, se nell'immediato interessa le proposte di legge e le diverse ipotesi che contengono, solleva nel complesso la questione della regolazione dei flussi finanziari e del controllo della politica economica. Ritengo infatti che il patrimonio importante che ci viene consegnato da questa come dalla precedente audizione sia quello della possibilità di disporre di uno strumento in più di politica economica per guidare i processi in corso, che molte volte creano guasti di notevoli dimensioni.

È all'ordine del giorno dei lavori della Commissione finanze una proposta di legge recante la disciplina delle attività di consulenza su strumenti finanziari, il cui contenuto è solo apparentemente distante dal tema oggi in discussione e che prende spunto dal dramma che ha colpito l'Argentina, ma che ha interessato la collocazione dei titoli di tante aziende, come la Cirio ed altre.

Vorrei approfondire con il professor Marzo — ma anche con il professor Graziani — la questione relativa al presumibile comportamento dei gestori di fondi, individuati come il soggetto fondamentale su cui ragionare, dal momento che le transazioni bancarie sono considerate importanti ma non decisive nell'ambito dei movimenti finanziari, poiché — come il professor Marzo, molto correttamente, ha osservato — le relazioni sono prevalentemente bilaterali. Nell'ambito delle relazioni bilaterali, il dubbio è che possa aumentare la volatilità dei processi — se ho ben compreso — con il conseguente rischio di non ottenere un risultato adeguato.

Un'altra questione è attinente all'argomento sollevato, poc'anzi, dall'onorevole Crucianelli, che potrebbe essere completato in questi termini. Oltre a sapere quali altri interventi potrebbero essere suggeriti, sarebbe utile anche un esame, sia pure in prima approssimazione, della natura e delle sedi in cui la questione potrebbe essere affrontata. Recentemente, a Basilea, i governatori delle banche centrali hanno affrontato il problema, di loro competenza, della regolazione della quantità monetaria e dei flussi monetari — cioè il governo della moneta — e, in relazione a questo, anche il problema del credito al sistema economico in una fase di difficoltà. È stata redatta una relazione, portata anche all'attenzione delle Commissioni parlamentari, sicuramente di grande interesse.

Gli organismi mondiali — il Fondo monetario internazionale, la Banca mondiale e il WTO — hanno già consolidato la loro funzione. Uno di essi potrebbe offrire la sede in cui svolgere un ragionamento

perché — ha ragione l'onorevole Nesi — tutti coloro che si sono occupati di questa materia hanno ragionato sulla ipotesi di una iniziativa nazionale, individuando, nello stesso tempo, la necessità di un'iniziativa di carattere internazionale a livello europeo (a seguito dei chiarimenti di questa mattina, naturalmente, ci riferiamo ad una partecipazione a livello europeo « significativa ») e non solo. L'imposizione ha infatti valore se l'iniziativa è aperta e perché sia così bisogna avere un'idea di quali siano gli strumenti e le sedi a disposizione. Si potrebbe immaginare, persino, uno strumento del tutto nuovo. Autorevoli studiosi e responsabili della politica hanno parlato, addirittura, di una sorta di ONU dell'economia, ragionando in merito al problema dei paesi poveri, al rapporto tra nord e sud del mondo e così via. Sarebbe interessante conoscere le vostre indicazioni in materia.

Un'ulteriore considerazione attiene alla parte finale dell'intervento del professor Graziani. Infatti, al di là della discussione che si svolge oggi, è utile ricevere un chiarimento più ampio, se possibile, in merito al rapporto euro-dollaro in questa fase. Il professor Graziani, anche per lo scopo del ragionamento che stava svolgendo, ha accentuato molto il risvolto positivo del rafforzamento dell'euro che — il professore lo sa meglio di me — contrasta abbastanza significativamente con le grida di dolore che provengono, invece, soprattutto dal mondo delle imprese e dei competitori in genere, i quali si sentono penalizzati. Anche a mio parere essi non vedono il risvolto positivo che esiste nell'acquisto di materie prime e prodotti energetici ma rilevano soltanto la difficoltà di competere sul versante dei prezzi; una competizione basata solo sul prezzo, infatti, oltre a non tenere in alcun conto la qualità, tende a porre in situazione di debolezza quanti non dispongono di strumenti efficaci a garantire il contenimento dei costi.

Vorrei che il professor Graziani, se è in grado e se lo ritiene opportuno, approfondisse questo aspetto anche dal punto di vista del movimento dei capitali. Vorrei

capire meglio come e quando sia iniziata una inversione di tendenza e se ciò accada su una piazza più ampia. Per l'Italia, come per ogni paese, è più difficile capire se ci troviamo in una fase di mare mosso perché attorno alla nave vi è un barile d'olio, costituito dall'euro, ed essa, al momento, si trova in una zona di apparente tranquillità. Tuttavia, è tutta la zona che ribolle attorno che dovrebbe suscitare qualche preoccupazione. Vorrei sapere se ci sia, in questi movimenti di capitale, qualcosa di spontaneo e qualcosa di guidato. Vi è stata una voce dal sen fuggita — successivamente smentita, in parte, e ridimensionata ma pur sempre fuggita — del segretario al Tesoro degli Stati Uniti il quale ha affermato che essi lavorano per un dollaro debole. Si tratta solo di una dichiarazione ma, nel momento in cui l'euro si rafforza e il dollaro si indebolisce, potrebbe anche essere qualcosa di più.

In quali termini, e come mai, ciò influenza effettivamente i movimenti di capitale? Sono iniziati prima i movimenti di capitale o c'è un'interazione tra i due elementi, quello politico e quello oggettivo? C'è un obiettivo di natura speculativa che, ancora, non è del tutto chiarito? In questo senso, l'idea di una tassazione come quella indicata, è troppo debole, è insufficiente? In effetti, professor Graziani (non so se posso esprimermi a nome di tutti i presentatori delle proposte di legge) ritengo che il tema del gettito, per quanto importante, sia subordinato all'elemento del controllo e del disincentivo. Questo elemento credo che sia comune a tutte le proposte. L'idea è quella di una imposizione volta a regolare il mercato finanziario piuttosto che ad incassare denaro. Sarebbe utile per noi capire se lo strumento che ipotizziamo sia utile a raggiungere tale scopo.

Do la parola ai nostri ospiti per le risposte.

MASSIMILIANO MARZO, *Ricercatore presso il Dipartimento di scienze economiche dell'Università di Bologna*. Innanzitutto, desidero replicare all'onorevole Nesi, il quale insiste soprattutto, e giustamente,

su un punto che è *in nuce*, vale a dire sull'origine e sulla *ratio* della *Tobin tax*. In buona sostanza, non è possibile osservare queste migliaia di transazioni finanziarie, di ammontari notevolissimi e, nello stesso tempo, constatare che tanta gente è ridotta alla fame. Per un momento, osservo il problema dal punto di vista del gettito, pur condividendo la puntualizzazione del presidente riguardo all'esigenza di separare il controllo del movimento di capitale e dei tassi di cambio dalla questione del gettito. Come è possibile allora consentire questa elevata turbolenza monetaria mentre altre persone non possono avvantaggiarsi della enorme ricchezza derivante dalle transazioni ad essa associate, anche se in minima parte. L'onorevole Nesi afferma che la tassa verrebbe a configurarsi come una semplice commissione, essendo fissata ad un ammontare minimo. Il punto è questo. Precedentemente, ho affermato che il problema è proprio nella dimensione, cioè quanto questa tassa debba essere piccola. Il vero problema dei tassi di cambio sul mercato finanziario riguarda il fatto che la gran parte delle transazioni, il 66 per cento, è interbancaria. In questo mercato, i costi di tassazione, gli *spread*, sono bassissimi e possono essere inferiori, addirittura, alla tassa che è stata proposta, dello 0,2 cento. Certamente, sulle monete più liquide gli *spread* sono inferiori mentre, se parliamo di monete meno liquide, allora sono certamente superiori. Se, dunque, inserita in transazioni monetarie che coinvolgono monete meno liquide, la tassa potrebbe non avere gli effetti negativi di cui dicevo sul mercato interbancario.

Infatti, per una moneta che viene quotata poche volte al giorno, i costi di transazione in tal caso sono più elevati; però, mi preme rilevare che non disponiamo di informazioni precise riguardo ai costi di transazione e ai flussi netti di ordinativi. Devo sottolineare con forza tale aspetto; disporre dei dati completi sulle transazioni, i volumi per gli organi istituzionali, per gli organi di vigilanza internazionale e per noi ricercatori è cruciale. Le conoscenze sugli *spread*, sui dati ed i volumi, rimangono nascoste; tale informa-

zione viene rilasciata, sostanzialmente, una volta ogni tre anni, quando la Banca dei Regolamenti internazionali pubblica la sua indagine sui tassi di cambio.

Quindi, quali effetti potrà avere una tassa piccola? Mi riallaccio così alla domanda degli onorevoli Grandi e Crucianelli circa la questione degli speculatori.

PRESIDENTE. Mi perdoni, professore, se le rivolgo un'ulteriore domanda: la Banca dei regolamenti internazionali, in ipotesi, potrebbe avere i dati più rapidamente, in tempo reale?

MASSIMILIANO MARZO, *Ricercatore presso il dipartimento di scienze economiche della Università di Bologna*. Credo di sì. Però, non ne sono sicuro in quanto l'istituto pubblica questa indagine ogni tre anni sostenendo di raccogliere autonomamente tali informazioni. Presumo che le Banche Centrali di ogni paese svolgano un ruolo chiave nel coadiuvare la Banca dei Regolamenti Internazionali. Infatti, sono sicuro che, per esempio, l'Ufficio Italiano dei Cambi abbia informazioni assai di prima mano, da tale punto di vista. Certo, con l'introduzione del circuito elettronico — il sistema di brokeraggio elettronico —, le istituzioni preposte al suo funzionamento (la Electronic Banking Systems e la Reuters Dealing) conservano il *record* di tutte le transazioni effettuate (custodito all'interno del sistema). Però, non viene rilasciato facilmente; quindi, occorrerebbe che qualcuno imponesse l'accesso a tali informazioni, per poter realizzare indagini più accurate.

NERIO NESI. La banca, in passato, doveva comunicare le informazioni su ogni transazione superiore a 20 milioni di lire; l'obbligo esiste tuttora, ma l'impegno della banca è che tali cifre non possano essere utilizzate nominativamente; esse devono servire solo per la statistica generale — il che è giusto — di quanti mezzi finanziari italiani siano portati all'estero e di quanti mezzi finanziari, dall'estero, vengano portati in Italia. Questo è l'impegno che ogni banca assume.

MASSIMILIANO MARZO, *Ricercatore presso il dipartimento di scienze economiche della Università di Bologna*. Rispondo immediatamente alla domanda dell'onorevole Crucianelli riguardo a due ulteriori possibili riforme da effettuarsi congiuntamente all'introduzione della *Tobin tax*; della prima, implicitamente, ho già parlato: mi riferisco alla necessità, impellente, di divulgare completamente la struttura del mercato, in fase di contrattazione. Si tratta di aprire l'informazione a tutti gli operatori; il vantaggio di tale operazione è duplice: anzitutto, avremmo maggiore possibilità di comprendere a fondo certi meccanismi alla base delle contrattazioni; in secondo luogo, aprire l'informazione e liberalizzare le contrattazioni consentirebbe anche ad altri operatori, diversi dalle banche e dai *fund manager*, di affacciarsi su tale mercato e di conquistare posizioni per conto proprio. È esattamente quanto è avvenuto per i mercati finanziari normali, dei titoli di Stato e delle azioni, visto che è a tutti noto che il mondo è pieno di persone che acquistano posizioni in proprio su tali mercati. Grazie alla pubblicizzazione totale degli ordini, tutti noi possiamo entrare in una qualunque banca e conoscere il *book*, verificando come viene fatto l'ordinativo; se siamo interessati ad operare su cento azioni di un determinato titolo, possiamo constatare come le cento azioni siano in *stand by* per essere acquistate o vendute a un dato prezzo. Ma tale verifica possiamo farla solo sulle azioni, non sui cambi. Quindi, allo stato attuale dei fatti, questa sarebbe veramente la prima importante innovazione.

È poi chiaro come tale innovazione debba essere varata nelle sedi opportune, nel senso che, evidentemente, essa può essere effettuata soltanto da un organismo internazionale; è chiaro però che, a tale riguardo, i Parlamenti possono farsi promotori molto attivi; al limite, potremmo immaginare una sorta di atto di imperio. Però tale ultima ipotesi rischierebbe di generare tensioni aggiuntive sul mercato finanziario. In linea teorica, però, si tratterebbe di una iniziativa molto meno impopolare rispetto ad una tassa, per quanto

piccola quest'ultima sia. Infatti, ad un certo punto, il Parlamento potrebbe imporre la *disclosure* dei dati.

Una seconda possibilità forse ancora più interessante è la seguente; un Parlamento potrebbe promuovere un'indagine di studio, obbligando alcune istituzioni che hanno il *record* delle transazioni a rilasciarlo a fini di studio. Successivamente, si potrebbero, eventualmente, prendere altre decisioni se, ad esempio, rendere tale *disclosure* permanente o no.

Comunque, sostanzialmente, il punto è di innovazione istituzionale: trasparenza e concentrazione delle transazioni. Non possiamo più avere un mercato bilaterale che, come rilevato, è fonte di grosse ondate di speculazione, difficilmente controllabili.

Vengo, ora, al discorso *fund manager*; come abbiamo detto, le banche sono gli istituti che, per così dire, preoccupano di meno dal punto di vista dell'attività speculativa in quanto, data la necessità di « coprirsi » dal rischio, sono costrette a disseminare i quantitativi di *trading* in parti molto piccole per essere certi di trovare acquirenti sul mercato. Evidentemente, l'impatto sul prezzo di questo tipo di *trading* è ridotto mentre i *fund manager* hanno, al riguardo, un impatto molto più forte e, da tale punto di vista, molto più preoccupante. Il primo aspetto, quindi, è che il *fund manager*, avendo, come sua caratteristica strutturale, un impatto sul prezzo più forte, potrebbe — come è stato rilevato anche dal professore Graziani —, attivare un diverso tipo di attività di commercio di transazioni valutarie al fine di rivalersi sulla tassa. In altre parole, questo tipo di gestore ha due modi di controbilanciare il gettito della tassa. Il primo riguarda il cliente finale. Il *fund manager*, infatti, ha un suo cliente finale. Le transazioni valutarie messe in moto dalle banche non hanno come contropartita principale gli utenti finali: anche il *fund manager* è un intermediario ma i clienti finali sono gli investitori. Anch'io posso essere un investitore: se, ad esempio, impiego i miei soldi nel fondo comune d'investimento; a seguito dell'introduzione

della tassa il gestore avrà l'incentivo a rivalersi su di me aumentando il costo di transazione e, quindi, il differenziale *bid-ask*. In secondo luogo, il gestore può rivalersi in un modo più indiretto anche con l'attività di *trading*: anziché fare transazioni per un certo quantitativo — ad esempio, per un ammontare x —, può, ad un certo punto, decidere di fare transazioni per un ammontare x più δ . Queste transazioni, infatti, garantiscono un impatto sul prezzo maggiore e, quindi, gli consentono di guadagnare sul differenziale di prezzo da lui stesso indotto attraverso il *trading*. Questo, in buona sostanza, è il pericolo; ribadisco ancora, però, che si tratta di un'analisi preliminare: non voglio assolutamente pretendere che quanto sto riferendo sia necessariamente « oro colato ». Tuttavia, da studi preliminari, questo appare essere, sostanzialmente, il possibile meccanismo. In ogni caso vi è bisogno assoluto di approfondire tale tema. Siamo ancora all'inizio, come dicevo poc'anzi.

Senza dubbio, il discorso delle sedi è rilevante; penso che questa sia una delle sedi più importanti e, unitamente a questa, il Parlamento europeo. Però poi occorrerà, per così dire, operare nelle sedi « fattive »; a quel punto, quindi, saranno i Governi a dovere agire, partecipando ai *meeting* internazionali del G8 e, per quanto possibile, facendo la voce grossa presso il Fondo monetario internazionale e la Banca mondiale, istituzioni investite del ruolo di regolatori del mercato finanziario delle valute internazionali.

Volevo aggiungere una considerazione fugace circa la politica monetaria. Nella precedente audizione sono state riferite alcune osservazioni riguardo a tale tema. Personalmente, condivido al 100 per cento quanto riferiva il professor Graziani. Tuttavia, desidero solo aggiungere la valutazione di un aspetto: al di là della questione se sia meglio l'euro forte o debole, bisogna chiarire una circostanza. L'euro forte può rappresentare un disturbo per le possibili conseguenze circa una deflazione interna all'Unione europea; oggi, in tutto mondo, è questo il pericolo maggiore delle varie economie, come abbiamo appreso — e

tuttora apprendiamo — dall'esperienza giapponese e come insegna, oggi, la vicenda americana. Noi dovremo, probabilmente, essere in grado di fronteggiare un possibile rischio di deflazione perché una tale evenienza (insegnano grandi economisti) può essere anche più rischiosa dell'inflazione; infatti, contro la deflazione le armi della politica monetaria rischiano di essere spuntate se non si può usare l'arma del cambio in maniera efficace. Gli Stati Uniti — proprio come dichiarava il loro Segretario al Tesoro — hanno capito benissimo tale aspetto; siccome, in quel paese, detto problema è molto sentito, utilizzano il cambio per cautelarsi rispetto alla possibile crisi di deflazione. Credo che se il dollaro non fosse così deprezzato rispetto all'euro, probabilmente, l'inflazione americana sarebbe molto più bassa di quanto non sia, considerata la situazione dell'economia, la recessione e via dicendo.

PRESIDENTE. Sarebbe un'interpretazione esagerata sostenere che lei identifica in una sede OCSE un ambito sufficientemente ampio per una regolazione praticamente mondiale? Dai dati che lei ha esposto mi pare di poter inferire questa conclusione.

MASSIMILIANO MARZO, Ricercatore presso il dipartimento di scienze economiche della Università di Bologna. Credo sia una delle sedi giuste, senza dubbio. Mi domando — però, si tratta veramente di un interrogativo autentico — se sia anche la sede più efficace per promuovere questo tipo di intervento. Certamente, l'OCSE può agire da stimolo ma, forse, la sede più efficace in materia finanziaria, bancaria e monetaria rimane il Fondo monetario internazionale, con tutti i suoi pregi, i suoi limiti e le sue caratteristiche: quindi, penso che, alla fine, le negoziazioni riguardo ad iniziative come la *Tobin tax* dovrebbero comporsi presso il Fondo monetario internazionale.

AUGUSTO GRAZIANI, Professore di Economia politica presso la facoltà di Eco-

nomia dell'università di Roma « La Sapienza ». L'onorevole Nesi ricordava l'opportunità di istituire un'imposta quantitativamente molto piccola, in maniera da rappresentare un deterrente, assicurare un gettito ma non scoraggiare ed annullare i movimenti di capitali. Questa era la proposta iniziale dello stesso Tobin, il quale usava questa espressione: « Gettiamo un granello di sabbia negli ingranaggi, qualche cosa otterremo anche senza bloccare l'intero meccanismo ». Quanto alla sede internazionale competente, non trascurerei l'Organizzazione mondiale del Commercio che, in linea di principio, si occupa di movimenti di merci ma è anche strettamente connessa con i movimenti di capitali. Inoltre, occorrerebbe una sede internazionale perché, alla fine, si tratta di concordare una serie di provvedimenti legislativi che ogni singolo Parlamento deve adottare.

Il rialzo dell'euro rispetto al dollaro mette in difficoltà le esportazioni dall'area dell'euro verso le altre aree. I nostri imprenditori, comprensibilmente, si lamentano; però non dobbiamo nemmeno dimenticare che per le nostre esportazioni un'area tutt'altro che trascurabile è proprio quella dell'euro: in questo caso, i movimenti di cambio tra euro e dollaro non hanno alcun influsso perché quello che esportiamo nell'ambito europeo non è interessato dal rialzo dell'euro che colpisce solo quello che esportiamo verso altre aree.

Il presidente Grandi chiedeva se dietro i movimenti del cambio tra il dollaro e le altre valute ci fosse qualche manovra, facendo appello anche a dichiarazioni ufficiali. La storia degli ultimi sei o sette anni indicherebbe proprio ciò. Secondo interpretazioni ormai consolidate, la crisi asiatica nacque da una politica del dollaro forte. I paesi dell'Estremo oriente avevano condotto una politica di allineamento della loro valuta al dollaro statunitense perché tale legame dava alle loro valute una garanzia di stabilità ed incoraggiava l'afflusso di capitali. Con l'aumento del corso del dollaro, a quanto pare provocato, questi paesi entrarono in difficoltà con le

esportazioni, con un disavanzo nella bilancia dei pagamenti. Intervenne il Fondo monetario internazionale — che, secondo la voce comune, è discretamente pilotato dagli Stati Uniti — e consigliò di liberalizzare il mercato delle valute: le valute nazionali crollarono e si ebbero immediatamente fughe di capitali che costrinsero questi paesi ad una politica restrittiva. Conseguentemente, avvenne lo scoppio della grande crisi asiatica che, secondo le interpretazioni più correnti e risalendo di causa in causa, fu originata proprio dalla politica del dollaro forte.

Adesso abbiamo una politica del dollaro debole e ciò si spiega perché, dopo gli scandali finanziari ed industriali negli Stati Uniti e le prime fughe di capitali dal mercato del dollaro, tale paese — che era abituato ad avere una bilancia commerciale passiva compensata da importazioni di capitali — si è trovato nella necessità di correggere i propri movimenti di merci. Quindi, adesso conduce una politica del dollaro debole, lasciando che il dollaro si deprezzi rispetto all'euro e sperando di guadagnare sul terreno dei movimenti di merci quello che in questo momento sta perdendo sui movimenti di capitali. Questa manovra fa parte della politica valutaria di ogni paese ed, ovviamente, gli Stati Uniti sono in grado di condurla con forze molte maggiori di altri.

Per quanto riguarda l'efficacia di un'eventuale imposta, il Presidente ricordava che non dobbiamo necessariamente pensare all'obiettivo del gettito — anche se almeno una delle proposte di legge prende avvio proprio citando tale argomento — ma, invece, all'efficacia sui movimenti di capitali. In questo caso, anche se molti movimenti avvengono attraverso intermediari finanziari o addirittura mediante

contatti diretti, non trascurerei la partecipazione e la funzione delle banche. Se l'obiettivo è quello di combattere la speculazione, non dovremmo riferirci ai movimenti di capitali che hanno come origine il risparmiatore che opera per avere un rendimento maggiore, bensì allo speculatore che si muove con l'ottica del « mordi e fuggi » e con la flessibilità più ampia.

Lo speculatore puro, non essendo un risparmiatore, non trasferisce fondi propri ma si indebita presso una banca. Questa gli chiederà come compenso un certo interesse ma, se l'operazione andrà a buon fine, lo speculatore potrà rimborsare la banca e pagare gli interessi con un margine attivo di profitto puro. Quindi, a mio avviso, la partecipazione delle banche nei movimenti di pura speculazione — cioè quelli che non muovono il risparmio ma semplicemente fondi originati dal credito bancario — è tutt'altro che da trascurare. Credo che andrebbe chiarito in che misura il credito bancario, interno ed estero, finanzia operazioni di pura speculazione, che rientrano certamente nel buon diritto delle banche ma, nell'ottica generale di controllo dei movimenti di capitali, andrebbero sorvegliate più attentamente.

PRESIDENTE. Ringrazio i nostri ospiti per la loro partecipazione e dichiaro conclusa l'audizione.

La seduta termina alle 13.

IL CONSIGLIERE CAPO DEL SERVIZIO
STENOGRAFIA

DOTT. VINCENZO ARISTA

*Licenziato per la stampa
il 4 luglio 2003.*

STABILIMENTI TIPOGRAFICI CARLO COLOMBO

