

Taxation or regulation in preventing systemic risk? The political distortion

Occorre ripensare completamente la scelta tra regolamentazione e tassazione come strumenti di politica economica per affrontare il rischio sistemico.

Modellando il rischio sistemico come un problema di inquinamento, il lavoro mostra come la regolamentazione impatti solo sui detentori di grandi portafogli ad alto rischio, mentre la tassazione impatta anche su chi possiede piccoli portafogli. Nelle democrazie, popolate da proprietari di portafoglio a basso rischio, i politici hanno optato per la regolamentazione invece della tassazione. Con gravi conseguenze negative nella genesi e durante la crisi finanziaria.

Donato Masciandaro

Università Bocconi, Milano

Francesco Passarelli

Università di Teramo

Free riding leads to excess risk production. This problem may be solved, at least partially, either by financial regulation or by taxation. From a normative viewpoint, taxation is superior in many respects. However, reality shows that financial regulation is adopted more frequently. If the majority chooses regulation, the level is likely to be too harsh. If it chooses taxation, then the level is likely to be too low. Due to regressive effects, a tax on financial transactions receives low support from a majority of low polluting portfolio owners. The same kind of majority may strategically choose regulation in order to burden the minority with a larger share of the cost of reducing systemic risk.

1 Introduzione

Il dilemma tra regolamentazione e tassazione delle attività finanziarie è tornato di attualità a causa della recente crisi economica e finanziaria. La ragione principale è che sia la regolamentazione che la tassazione rappresentano strumenti di politica economica per affrontare il rischio sistemico, che è poi un caso particolare di esternalità derivante da effetti di contagio.

In un mondo perfetto, tassazione Pigouviana e regolamentazione sarebbero strumenti equivalenti: entrambi gli interventi pubblici, se ben calibrati, possono conseguire il risultato ottimale in termini di prevenzione e gestione dei costi delle esternalità. Questo vale anche per il rischio finanziario sistemico. Ma nel mondo reale osserviamo che la scelta di utilizzare la regolamentazione invece che la tassazione è la norma.

Durante l'ultimo decennio diversi paesi del G20 hanno imposto forme di tassazione sulle transazioni finanziarie, ma con una tendenza generale a ridurre la loro applicazione (Matheson, 2010). Anche le esperienze più recenti confermano questa tendenza. Negli Stati Uniti il Dodd Frank

Act del 2010 si è concentrato sui requisiti di adeguatezza patrimoniale – invece di pensare all'uso della tassazione – per contenere il rischio finanziario sistemico. Nell'Unione europea gli sforzi per introdurre una tassa finanziaria sono stati frustrati finora dalla impossibilità di raggiungere un consenso tra tutti i 27 Stati membri, mentre gli Stati stessi sono stati in grado di definire almeno le linee guida comuni in materia di regolamentazione bancaria, sempre per affrontare il rischio sistemico. Come spieghiamo questa dominanza della scelta regolamentare rispetto a quella fiscale?

La prima spiegazione che di solito viene data è che i governi sono catturati dalla finanza, che preferisce essere regolamentata invece che tassata. Non ci sembra una spiegazione molto robusta. In primo luogo, non è affatto scontato che la regolamentazione sia più conveniente della tassazione, dal punto di vista degli intermediari. In secondo luogo, non si comprende perché gli interessi specifici dei regolati dovrebbero sistematicamente avere la meglio sugli interessi generali – in una visione alla Stigler – anche in un momento, come l'attuale, in cui i costi del rischio sistemico per i cittadini sono evidenti.

Keywords: crisi finanziaria, rischio sistemico, regolamentazione bancaria, tassazione sulle transazioni finanziarie

Jel codes: O23, O43, O51

Una seconda spiegazione – senza ricorrere all’idea dei governi catturati dai regolati – si basa su un argomento squisitamente tecnico-normativo. La regolamentazione finanziaria tende ad avere effetti progressivi sulla riduzione del rischio sistemico, mentre la fiscalità tende a produrre un impatto al massimo proporzionale. Per cui la regolamentazione viene preferita, in quanto colpisce i produttori di rischio sistemico con maggior forza.

Inoltre la possibilità che esistano distorsioni nella capacità di misurazione del rischio sistemico rafforza questo argomento. La regolamentazione, arrivando a limitare – fino a vietarle – le attività a maggior rischio sistemico, è meno soggetta alla distorsione da misurazione del rischio. Più il mondo è dominato da incertezza e da fenomeni di informazione asimmetrica, più il vantaggio di usare la regolamentazione è alto.

Noi proponiamo una visione alternativa: possono essere i cittadini a preferire la regolamentazione alla tassazione. In questo articolo si applica al caso del rischio finanziario sistemico un modello di analisi proposto da Alesina, Passarelli (2010) per affrontare in generale le questioni legate alle esternalità. Supponiamo che la regolamentazione abbia un impatto più forte sui portafogli finanziari a più alto rischio sistemico, mentre l’imposta viene riscossa – ancorché proporzionalmente – su tutti i portafogli finanziari. Allora, se la maggioranza dei cittadini ha portafogli a basso rischio sistemico, può trovare conveniente preferire la regolamentazione alla tassazione, in più con un livello eccessivo di severità, rispetto a quello ottimale.

Il nostro modello prevede che in una società che democraticamente sceglie le sue politiche pubbliche, più la maggioranza dei cittadini ha portafogli a basso rischio sistemico, più è probabile la scelta della regolamentazione rispetto alla tassazione. La ragione è che la regolamentazione consente alla maggioranza di far gravare sulla minoranza una quota superiore dei costi per ridurre il rischio sistemico.

Questo articolo si lega a un recente filone della letteratura economica che ha studiato gli strumenti di politica economica per affrontare il rischio finanziario sistemico (Gorton, 2009; Brunnermeier, 2010; Allen, Babus, Carletti, 2010; Acharya, Öncü, 2010; Farhi, Tirole, 2010; Perotti,

Suarez, 2011). La maggior parte di questa letteratura si pone la domanda «qual è la cosa migliore da fare?»; noi invece ci chiediamo «qual è la cosa più probabile che accada?».

2 Il dibattito attuale

L’esternalità che giustifica l’intervento del governo nel settore finanziario nel suo complesso è il rischio di contagio sistemico (Goodhart, 2010; Claessens et al., 2010; Hanson et al., 2011). La definizione di ogni portafoglio finanziario si basa su contratti di indebitamento, e non è detto che tutti gli effetti potenziali di ciascuna delle scelte fatte vengano completamente internalizzati nel rapporto contrattuale stesso. Lo specifico rischio default di un portafoglio finanziario può avere effetti che si trasmettono e si amplificano su altri operatori, producendo il cosiddetto effetto domino, con i connessi costi sistemici. Quindi ogni portafoglio finanziario può essere caratterizzato da un livello di tossicità, in termini di esternalità legata al rischio sistemico (Sistemic risk externality, Sre). Allo stesso modo, ogni intermediario finanziario può essere considerato come la somma più o meno complessa di contratti finanziari, che concorre in modo più o meno forte alla formazione del rischio sistemico (Claessens, 2010; Acharya et al., 2010b; Acharya et al., 2011).

Per affrontare l’esternalità finanziaria il governo può utilizzare due diverse politiche: la tassazione o la regolamentazione. La tassazione rende più costosi i portafogli con alta esternalità da rischio sistemico (Sre), disincentivandoli. In alternativa, il governo può limitare o vietare la possibilità di costruire portafogli con alta Sre.

In linea di principio, anche la tassazione può produrre un effetto progressivo sulla esternalità, calibrando opportunamente le aliquote marginali. Inoltre l’imposta è superiore alla regolamentazione quando non si conosce *ex ante* quale siano le preferenze in termini di disegno e composizione dei portafogli finanziari (Claessens et al., 2010; Jeanne, Korinek, 2010). Keynes è stato il più famoso sostenitore di una tassa finanziaria basata sul rischio sistemico; altri successivamente lo hanno seguito (tra cui, Stiglitz, 1989).

Come è stato chiaramente evidenziato da Goodhart (2010), le imposte basate sulla Sre possono essere disegnate in funzione dei costi sociali attesi prodotti dalle varie attività finanziarie, e il conseguente effetto di deterrenza può essere prodotto gradualmente, piuttosto che essere imposto da una regola o divieto. Inoltre la tassazione basata sulla Sre tende a influenzare *ex ante* il comportamento degli operatori sui mercati bancari e finanziari, piuttosto che limitarli o vietarli.

Nonostante diversi autori abbiano recentemente riaffermato che una tassazione basata sulla Sre possa rappresentare uno strumento efficace per prevenire il rischio sistemico (Acharya et al., 2009, 2010a; Adrian, Brunnermeier, 2009), sia il mondo accademico che il dibattito di politica economica hanno prestato relativamente poca attenzione al suo possibile utilizzo. Nel mondo reale la regolamentazione è lo strumento principale per far fronte alle esternalità finanziarie, mentre la tassazione sembra avere un ruolo marginale, volto a perseguire obiettivi diversi da quello di affrontate la tematica del rischio sistemico (Claessens et al., 2010).

Il dibattito recente all'interno dell'Unione europea è stato illuminante. La crisi iniziata nel 2007 ha provocato danni ingenti. Molti governi europei hanno adottato una serie di misure di regolamentazione per prevenire futuri rischi sistemici, come i programmi di ricapitalizzazione delle banche e di assicurazione sui depositi. Ulteriori misure sono state adottate a livello europeo, connesse all'architettura della regolamentazione e della vigilanza europea. Prosegue invece con difficoltà la proposta di disegnare una comune tassazione sulle attività finanziarie (Cortez, Vogel, 2011).

Come già sottolineato, la preferenza per la regolamentazione può essere spiegata con le difficoltà di misurazione del rischio sistemico. Per cui la tassazione finanziaria non è stata definita in funzione del rischio sistemico, ma guardando ad altre variabili (ad esempio, dimensione e redditività), ovvero pensando a obiettivi macroeconomici diversi dalla prevenzione del rischio sistemico (Tobin, 1978; Lockwood, 2010; Claessens et al., 2010). La tassazione invece tende ad essere utilizzata per finanziare *ex post* le politiche di salvataggio delle banche, ovvero per rispondere a più generali esigenze di equilibrio dei conti pubblici (Matheson, 2010).

Infine, si sostiene che la regolamentazione tende ad essere preferita alla tassazione perché i costi di armonizzazione e di coordinamento internazionale sono minori (Claessens et al., 2010). In questo articolo proponiamo una prospettiva diversa, che non si sostituisce alle altre, ma può utilmente integrarle.

3 Il framework teorico¹

In generale, una certa quantità di rischio sistemico è associata agli strumenti finanziari in ogni possibile portafoglio. In altre parole, ogni investitore con le sue scelte finanziarie produce un certo ammontare, seppur minimo, di Sre nel sistema. Consideriamo un continuum di investitori, che sono al tempo stesso elettori. Ogni agente fa una scelta di portafoglio. Chiameremo «tipo» la quantità di rischio prodotta da un agente quando sceglie il suo portafoglio preferito. In un certo senso il tipo è una misura dell'attività inquinante dell'agente quando la sua scelta non è vincolata o condizionata in alcun modo.

Ci concentriamo sull'eterogeneità nella produzione di Sre. Pertanto i tipi rappresentano l'unica fonte di eterogeneità tra gli agenti. Diciamo che un agente è di «tipo basso» quando il rischio prodotto dal suo portafoglio preferito è basso, e viceversa. Un tipo basso è un agente che sceglie unilateralmente una piccola quantità di strumenti tossici nel suo portafoglio. Viceversa, un agente è di «tipo alto» quando preferisce strumenti altamente inquinanti.

Per definizione, un investitore massimizza la sua utilità quando la sua effettiva scelta di portafoglio corrisponde al suo tipo. Fare una scelta diversa dal tipo, cioè scegliere un portafoglio con una differente quantità di rischio sistemico rispetto al portafoglio preferito, comporta una disutilità che può essere descritta come un costo che aumenta con la distanza tra la scelta di portafoglio effettiva e la scelta preferita (cioè il tipo dell'agente). Se la scelta effettiva è un portafoglio con livello di rischio sistemico più basso rispetto al tipo, si genera un beneficio sociale che si diffonde su tutta la popolazione. Ciò tuttavia comporta per l'agente un sacrifi-

¹ I punti teorici presenti in questa sezione e nelle successive sono sviluppati in Masciandaro e Passarelli (2013).

cio privato, che consiste nel fare una scelta diversa da quella preferita. L'analogia fra questo approccio e quello relativo all'analisi delle scelte di inquinamento è chiara.

Dal momento che gli individui sono infinitesimali nella popolazione, il beneficio che un individuo riceve dal ridurre il rischio da lui prodotto è infinitesimale, a fronte di un sacrificio privato che ha dimensione non nulla. Pertanto nessuno ha incentivo a ridurre unilateralmente il rischio sistemico nel suo portafoglio al di sotto di quello preferito. Un problema di free riding emerge in questo caso. La causa di questo problema è la discrepanza tra benefici privati e benefici sociali della riduzione del rischio. Pertanto, vi è spazio per l'intervento del governo: regolamentazione o tassazione.

4 Politiche di regolamentazione del rischio

La regolamentazione finanziaria è costituita da un insieme di politiche volte a prevenire direttamente l'emissione, da parte di istituzioni finanziarie, di strumenti che originano un rischio sistemico eccessivo. Con queste politiche, gli agenti che detengono questo tipo di strumenti dovranno apportare modifiche sostanziali ai loro portafogli. L'idea è che tali politiche hanno un impatto molto forte sui portafogli «altamente inquinanti» mentre colpiscono solo moderatamente i portafogli a basso rischio sistemico.

Possiamo formalizzare questa idea assumendo che la regolamentazione obblighi gli investitori a riduzioni più che proporzionali del rischio sistemico. Il grado di impatto della regolamentazione può essere catturato da un parametro che ne misura la restrittività (per una formalizzazione si veda Masciandaro, Passarelli, 2013).

Quando la regolamentazione viene applicata, gli individui devono scegliere portafogli con livelli di rischio che diminuiscono più che proporzionalmente rispetto ai loro tipi. Più restrittiva la regola, maggiore l'impatto sui portafogli più inquinanti. Assumiamo che la decisione in merito al parametro di regolazione non sia presa da un pianificatore sociale, ma sia assunta tramite una votazione diretta a maggioranza. Allo stadio 1, data la popolazione di agenti e la

distribuzione dei loro tipi, gli agenti calcolano le loro preferenze riguardo al parametro di regolazione. Nello stadio 2, gli agenti votano sul parametro. Il voto a maggioranza determina la politica di equilibrio (il Condorcet winner). Nello stadio 3, gli agenti scelgono i loro portafogli e i loro effettivi livelli di rischio.

Assumiamo che le preferenze per il parametro della regolazione siano concave. Questo accade se i costi del modificare le scelte di portafoglio sono convessi. Ogni agente ha un unico livello preferito di regolamentazione, il bliss point. Il livello preferito di regolazione è il valore del parametro al quale il beneficio privato causato da un aumento marginale nel parametro uguaglia il costo marginale privato di rispettare la regola.

Il fatto che tutti gli individui abbiano un solo valore preferito della politica esclude comportamenti strategici durante il voto e permette l'esistenza di un equilibrio che, nel caso si adotti la maggioranza semplice, è anche unico. I bliss points sono negativamente correlati ai tipi: l'eterogeneità nelle preferenze politiche è dovuta a differenze nei tipi. Un investitore con portafoglio altamente inquinante (un tipo alto) vuole una regola permissiva. Un agente con un portafoglio a basso rischio preferisce una regola relativamente restrittiva. La ragione è semplice. I benefici privati della regolazione sono uguali per tutti, ma per ogni livello del parametro di regolazione un tipo superiore sopporta costi privati più elevati. La sua utilità è quindi massimizzata con una regola più bassa. Il teorema del votante mediano si applica in questo caso: con un voto a maggioranza semplice, il risultato del voto è il livello di regolamentazione preferito dal mediano.

L'efficienza di questo risultato può essere studiata confrontando la scelta del votante mediano con la scelta che avrebbe fatto un pianificatore sociale che massimizza l'utilità totale. Se assumiamo che il costo di conformarsi alla regola è convesso e la regola ha un impatto progressivo sulla riduzione del rischio, allora una distribuzione degli agenti con una mediana inferiore alla media rappresenta una condizione sufficiente perché dal voto emerga una regola troppo restrittiva. Ma possiamo avere regole troppo restrittive

anche se la mediana è leggermente superiore alla media. In particolare, all'aumentare della convessità nei costi, la regola scelta dalla maggioranza diventa sempre più restrittiva e sempre più inefficiente rispetto alla regola socialmente ottima. Questo risultato non è influenzato dalla forma della funzione di esternalità, cioè dalla natura del danno sociale provocato dal rischio sistemico dei portafogli.

L'idea è che quando la regolamentazione finanziaria è decisa attraverso il voto, è piuttosto facile che emerga una politica socialmente troppo restrittiva. Anche un elettore mediano che preferisce portafogli più rischiosi della media (cioè inquina più della media) sceglie opportunisticamente una regola troppo restrittiva, al fine di costringere la minoranza di coloro che inquinano più di lui a modifiche sostanziali ai loro portafogli. L'elettore mediano non prende in considerazione il costo sostenuto da chi, più di altri, deve adeguarsi alla regola. Egli guarda piuttosto alla regolamentazione come a un modo di far pagare alla minoranza un onere maggiore per la riduzione dell'esternalità. La ragione è che la regolamentazione incide principalmente su quella minoranza, costringendola ad aggiustamenti molto forti nelle loro scelte di portafoglio. Questo produce elevati benefici per la maggioranza, che pertanto ha incentivo a scegliere regole molto restrittive; più restrittive del livello socialmente ottimale. Questa mancata efficienza della decisione tramite il voto può essere definita «distorsione politica».

Il voto sulla regolamentazione finanziaria produce molto facilmente regole socialmente restrittive. L'inefficienza della decisione a maggioranza è maggiore quando i costi sono più convessi e quando la mediana della distribuzione dei tipi è relativamente bassa. Inoltre, questo tipo di inefficienza è maggiore quando l'impatto della regolamentazione sulle scelte di portafoglio è molto progressivo.

5 Politiche di tassazione del rischio

Una tassa sul rischio finanziario sistemico ha l'effetto di aumentare i costi della produzione privata di rischio, disincentivandola. Il problema di questo strumento è che il ri-

schio non è di solito facile da misurare. Così l'imposta è riscossa spesso su misure distorte del rischio, come ad esempio l'importo monetario delle transazioni finanziarie. In questo caso gli agenti che fanno la stessa quantità di transazioni finanziarie pagano uno stesso ammontare di tasse, indipendentemente dal reale rischio sistemico prodotto. Vedremo più avanti che tassare una misura distorta del rischio non solo è socialmente inefficiente, ma dà luogo a una ulteriore distorsione politica. Iniziamo con il considerare una tassa che sia in grado di colpire il rischio. In seguito analizzeremo cosa succede quando c'è un problema di misurazione.

Tasse sul rischio sistemico: il pianificatore sociale.

Partiamo con l'ottimo sociale. Supponiamo che il pianificatore sociale sia in grado di rilevare il vero rischio sistemico in ogni portafoglio, cioè il livello effettivo di esternalità prodotta da ogni agente. Un risultato fondamentale nella teoria della tassazione ottimale si applica in questo caso: il benessere è massimizzato se, per ogni agente, dopo le imposte il costo marginale privato dovuto al pagamento della tassa e alla riduzione dell'esternalità è pari al beneficio sociale dell'esternalità. Poiché quest'ultimo è lo stesso per ogni agente, allora una tassa ottimale deve assicurare che i costi marginali siano gli stessi per tutti gli agenti.

Supponiamo che le preferenze degli agenti siano quasi-lineari nella moneta; un'ipotesi tipica in questa letteratura. Se l'esternalità dipende dal rischio totale prodotto, la condizione di ottimalità è soddisfatta da una tassa proporzionale sul rischio che inoltre preveda il rimborso in misura fissa dei proventi (lump sum rebate). L'idea è che il pianificatore sociale venda i «diritti» per la produzione di rischio a un prezzo unitario fisso, e questo può essere fatto appunto con una tassazione proporzionale del rischio. Gli agenti sono indotti a ottimizzare il proprio portafoglio, scegliendo un livello di rischio tale che il costo marginale della riduzione del rischio sia pari alla tassa (ossia al prezzo pagato) per ogni unità di rischio. Questo first best è possibile grazie alla capacità del governo di individuare e tassare la produzione effettiva di rischio sistemico (per i dettagli formali, si veda Masciandaro, Passarelli, 2013).

Tasse sulle transazioni finanziarie: il pianificatore sociale. Il problema di una tassa sul rischio sistemico è che in realtà il rischio è molto difficile da misurare. Più spesso, con una tassa si colpiscono misure distorte di rischio, come le transazioni finanziarie. Al fine di studiare gli effetti di una tassa sulle transazioni abbiamo bisogno di specificare come la tassa è legata al rischio prodotto.

È ragionevole ritenere che la Sre prodotta da un portafoglio sia dovuta a due fattori: in primo luogo, l'entità di strumenti tossici presenti nel portafoglio; in secondo luogo, la dimensione del portafoglio. Solo quest'ultimo fattore, e non il primo, è in realtà correlato alle transazioni effettuate dall'investitore. Con una tassa proporzionale sulle transazioni, pertanto, un agente paga solo in base al secondo fattore. In un certo senso, una tassa sulle transazioni (la cosiddetta Tobin Tax) non colpisce l'intero ammontare di Sre, ma solo una parte di essa. Così possiamo realisticamente supporre che una tassa che è proporzionale alle operazioni finanziarie sia di fatto regressiva rispetto al rischio prodotto.

Questo fa sì che una tassa sulle transazioni finanziarie sia un second best. Tassare le transazioni costringe il governo ad adottare una tassa che è di fatto regressiva rispetto al rischio. Se la capacità di una tassa sulle transazioni di colpire il rischio prodotto è bassa, allora è meglio avere una bassa tassazione. Questo riduce la distorsione dovuta al tassare qualcosa di «sbagliato». Viceversa, se la tassa sulle transazioni riesce a colpire la Sre (non c'è errore di misurazione) allora una tassa lineare sulle transazioni si avvicina al first best.

In sintesi, quando il pianificatore sociale adotta una tassa lineare sulle transazioni finanziarie, sceglie un livello troppo basso. La ragione è che le transazioni sono una misura distorta del rischio, che induce regressività. Chi produce molto rischio non paga a sufficienza (il suo costo marginale privato dopo la tassa è troppo basso). Chi produce poco rischio paga troppe tasse. Questa è la distorsione economica insita nell'adozione di una tassa sulle transazioni. In questo caso, il pianificatore dovrebbe compensare la regressività con una tassa progressiva sulle transazioni.

Infine, osserviamo che con una tassa regressiva l'aliquota ottimale deve essere maggiore quando la media di chi pro-

duce rischio è maggiore, perché a causa della regressività il costo marginale medio del ridurre il rischio diminuisce.

Oltre alla distorsione economica, nel caso di una tassa lineare sussiste il rischio di una distorsione politica quando la tassa viene decisa tramite il voto. Analizziamo questo tipo di distorsione nei due sottoparagrafi seguenti.

Tasse sul rischio sistemico: la decisione a maggioranza. Come per la regolazione, anche per la tassazione l'emergere di una distorsione politica è molto probabile, quando a decidere non è un pianificatore sociale ma la maggioranza. Consideriamo il caso in cui non esista errore di misurazione: la tassa viene applicata sulla produzione di Sre direttamente. Che cosa sceglie la maggioranza in questo caso? Un votante che possiede un portafoglio a basso rischio ha un doppio incentivo a scegliere una tassa elevata: da un lato, così facendo costringe chi produce molto rischio a riduzioni molto marcate e, dall'altro, riceve un elevato beneficio netto dai proventi della tassa (che infatti sono redistribuiti, o entrano nel bilancio pubblico). Viceversa i tipi che con i loro portafogli producono più Sre vogliono tasse più leggere. Le aliquote preferite (i bliss points) sono quindi inversamente correlate alla Sre prodotta. La tassa che viene adottata a maggioranza è quella preferita dal mediano. Si può dimostrare che se i costi di modificare le scelte di portafoglio sono quadratici, allora il risultato è una tassa troppo alta. Se il mediano produce meno Sre della media, preferirà una tassa troppo alta. Se invece è sopra la media, allora la tassa sarà troppo lieve. In entrambi i casi si ha una distorsione politica; ovviamente in direzioni opposte. La distorsione politica non si verifica solo se il votante mediano produce una quantità di rischio esattamente uguale alla media. Questo risultato in materia di tassa sulle esternalità è simile a un risultato ben noto nella letteratura di finanza pubblica in materia di tassazione del reddito (Meltzer, Richard, 1981).

Tasse sulle transazioni finanziarie: la decisione a maggioranza. Consideriamo ora la distorsione politica quando una tassa viene riscossa sulle transazioni finanziarie. Come specificato sopra, si verifica un errore di misurazione: il rischio sistemico non è interamente tassato. In fase di vo-

to, le aliquote fiscali più preferite diminuiscono nei tipi. Ciò significa che, anche in questo caso, gli agenti che detengono titoli poco rischiosi desiderano tasse elevate. La tassa sulle transazioni scelta dalla maggioranza è quella preferita dal votante mediano. La distorsione politica è data dalla somma di due fattori. Il primo fattore è dato dalla posizione relativa del mediano. A causa della regressività della tassa sulle transazioni, un mediano in una posizione elevata vuole una tassa troppo alta. La ragione è che la quantità di tasse che deve pagare è relativamente bassa rispetto alla Sre da lui prodotta. Questo riduce il suo costo marginale e lo induce a preferire una tassa socialmente troppo alta. Il secondo fattore è la distorsione politica «tipica», che funziona in modo opposto: un mediano in una posizione elevata vuole una tassa lieve perché paga più tasse degli altri. È interessante notare che la distorsione politica che viene fuori dall'interazione di questi due fattori dipende dall'errore di misurazione.

Per chiarire questo punto, supponiamo che il mediano produca un livello di rischio inferiore alla media. In questo caso, la distorsione «tipica» si verifica solo se la tassa sulle transazioni colpisce correttamente il rischio (cioè se la regressività è bassa). Pertanto il secondo fattore prevale. Quindi, se l'errore di misurazione del rischio è poco rilevante, un mediano più basso della media sceglierà una tassa sulle transazioni troppo bassa, e viceversa. Se invece in buona parte il rischio effettivamente prodotto sfugge a una tassa sulle transazioni (alta regressività ed errore di misurazione) allora un mediano basso sceglie una tassa troppo bassa e un mediano alto sceglie una tassa troppo elevata.

6 La distorsione politica

Mettiamo a confronto la distorsione politica nel caso di una tassa sulle transazioni con la distorsione politica nel caso di una regola. Consideriamo il caso più interessante: le transazioni sono una cattiva misura del rischio. Supponiamo che la mediana sia uguale alla media. In questo caso la regolamentazione è sempre troppo restrittiva: un me-

diano che produce una quantità di rischio uguale alla media utilizza la regolamentazione come strumento per far pagare ad altri la quota maggiore dei costi del ridurre il rischio. Questo provoca la perdita di benessere sociale. Al contrario, una tassa è troppo bassa: a causa della regressività il votante mediano deve pagare tasse relativamente elevate, così preferisce un livello di tassazione troppo basso. Questo rapporto tra le distorsioni politiche e la posizione della mediana è continuo. Anche quando la mediana è moderatamente superiore alla media, la regola è troppo restrittiva e una tassa è troppo bassa. Con una media molto alta, sia una regola che una tassa sono troppo restrittive.

In generale, regolamentazioni troppo restrittive hanno quindi più probabilità di emergere rispetto a imposte troppo restrittive. La ragione è che la regolamentazione rappresenta un meccanismo progressivo, mentre le tasse sulle transazioni sono regressive. Così, da un lato un mediano relativamente basso, che non è necessariamente al di sotto della media, preferisce norme troppo restrittive per costringere a forti riduzioni del rischio gli agenti che ne producono di più. Quando la tassa è soggetta a grossi errori di misurazione, quel mediano preferisce una tassa molto bassa perché altrimenti dovrebbe pagare tasse più elevate della media.

7 La scelta fra regolamentazione e tassazione

Immaginiamo ora che la maggioranza stabilisca non solo il livello dello strumento politico, ma anche quale strumento adottare. Si può realisticamente supporre che la votazione si svolga in sequenza: prima si vota sullo strumento (regolamentazione o tassazione), poi si sceglie il suo livello.

I votanti sanno che, qualunque sia lo strumento, il livello che passerà nella seconda votazione sarà quello preferito dal mediano. Ogni votante confronta allora la propria utilità in entrambi i casi, e sceglie lo strumento a lui più favorevole. Nel primo stadio, la maggioranza si comporta come un leader di Stackelberg: seleziona lo strumento e permette a una maggioranza possibilmente diversa di scegliere il li-

vello nella seconda votazione. Non c'è possibilità di voto strategico.

Quando la maggioranza sceglie la regolamentazione? Un agente che ha pochi titoli rischiosi nel proprio portafoglio preferisce la regolamentazione per il suo impatto progressivo. Con la regolamentazione, egli dovrà apportare piccole modifiche alla struttura del proprio portafoglio. Le maggiori modifiche saranno messe in atto da chi produce più rischio. La regolamentazione per un agente che non detiene molti titoli rischiosi è un metodo piuttosto economico per ridurre il rischio nel sistema: a pagare per la riduzione del rischio sono soprattutto gli altri.

Con una tassa il quadro è molto diverso. A causa della regressività, una tassa sulle transazioni costringe anche un votante con pochi titoli rischiosi in portafoglio a pagare relativamente molto. Viceversa, un agente con molti titoli rischiosi nel suo portafoglio ha preferenze opposte: la tassa sulle transazioni è per lui preferibile alla regolamentazione perché con la prima l'onere della riduzione del rischio sistemico è sopportato anche da chi detiene portafogli a basso rischio.

Un probabile scenario è il seguente: se chi possiede portafogli ad alto rischio costituisce una minoranza, allora con il voto sarà scelta la regolamentazione. Si osservi che non si richiede che la mediana sia inferiore alla media in questo caso. Se la regolazione ha un impatto fortemente progressivo, anche possessori di portafogli moderatamente tossici la preferiscono. Viceversa, una tassa sulle transazioni con impatto regressivo è preferita dalla maggioranza solo quando la popolazione è fatta soprattutto da possessori di titoli molto rischiosi.

Dal punto di vista normativo, una tassa ha effetti più equilibrati rispetto alla regolamentazione e più spesso rappresenta lo strumento migliore. Tuttavia, quando la regressività della tassa è forte, una maggioranza di agenti che possiedono portafogli a basso rischio preferisce la regolazione alla tassazione. In questo caso una duplice distorsione politica avviene. In primo luogo, la maggioranza sceglie lo strumento sbagliato: regolamentazione anziché tassazione. In secondo luogo, la maggioranza sceglie un livello di regolamentazione socialmente troppo restrittivo.

8 Conclusioni

Il punto principale di questo lavoro è che quando le politiche economiche per ridurre il rischio finanziario sistemico sono decise attraverso meccanismi democratici di voto, gli aspetti politici della decisione sono molto rilevanti e possono causare effetti significativi e non scontati.

Abbiamo considerato il rischio finanziario sistemico da contagio come una esternalità negativa da affrontare con la scelta di strumenti di politica economica alternativi: regolamentazione o tassazione. Con la regolamentazione, i costi del ridurre l'esternalità gravano relativamente di più su chi produce molto rischio sistemico, mentre con la tassazione i costi si distribuiscono proporzionalmente su tutti i portafogli finanziari. Se la popolazione è composta in maggioranza da proprietari di portafogli a basso rischio, le preferenze si aggregano a favore della regolamentazione, anche se la tassazione fosse più efficiente. Inoltre, anche nel caso in cui venisse utilizzata la tassazione, le aliquote scelte dalla maggioranza sarebbero inefficienti, cioè troppo basse.

In Italia, Europa e Stati Uniti i politici continuano a occuparsi del sistema finanziario e delle banche, sapendo quanto i loro elettori siano sensibili sull'argomento. Nuove regole sono all'orizzonte, con Basilea 3; ma anche il tema della tassazione delle attività finanziarie è sistematicamente presente nell'agenda delle riforme. Regole e tassazione possono essere entrambi utili strumenti, purché maneggiati nel modo giusto; ci sono degli errori da evitare. Dopo la crisi finanziaria tutti i politici hanno solennemente promesso che si sarebbero impegnati a evitare di ripetere l'errore di trascurare i danni che l'instabilità sistemica, nata dal cattivo funzionamento del settore bancario e finanziario, può causare ai cittadini nel loro complesso, che sono poi chiamati a pagarne i costi, in termini di incertezza e maggiori tasse. L'instabilità finanziaria nasce dall'incertezza, che a sua volta ha origine nel sospetto che uno o più soggetti economici non possano onorare i propri debiti finanziari. L'incertezza nasce e si sviluppa più facilmente quando c'è un eccesso di assunzione del rischio.

Il meccanismo generale trova piena conferma nell'evoluzione della presente crisi finanziaria. A partire dagli Stati Uniti, la regolamentazione ha consentito una moltiplicazione delle possibilità di assunzione del rischio, da parte di tutti: intermediari, imprese, famiglie. L'assunzione del rischio può essere più o meno alta a seconda dell'attività bancaria o finanziaria considerata. In altri parole dipende dal tipo di contratto: il disegno di un tradizionale contratto di mutuo implica una assunzione del rischio minore di quella originata da un sofisticato contratto derivato. Poi, dato il contratto, il volume e le caratteristiche che ciascuna attività assume contribuisce alla dinamica dell'assunzione del rischio. La possibilità per ciascuno di assumersi rischi eccessivi ha causato alla fine una situazione in cui – in aggregato e sovente anche individualmente – la distribuzione del rischio era ignota. Da qui nascono incertezza e crisi di fiducia.

Per affrontare le esternalità che l'instabilità dell'attività bancaria o finanziaria può causare ci sono due strade. L'attività può essere limitata ovvero addirittura vietata, usando la regolamentazione. Ovvero si può tassare, disegnando la tassazione in modo da penalizzare chi si impegna nelle attività potenzialmente più tossiche. In linea di principio, tassazione e regolamentazione possono essere egualmente efficaci per ridurre i rischi di inquinamento da instabilità finanziaria.

Nella realtà la maggiore difficoltà è misurare il grado di tossicità sistemica che uno strumento finanziario, piuttosto che una specifica attività, possono causare. Un qualunque contratto finanziario – può essere un mutuo o un derivato – può essere più o meno tossico a seconda degli operatori, del mercato, e della situazione contingente in cui viene usato. La difficoltà di misurare la potenziale rischiosità sistemica di un certo contratto finanziario – che non deve comunque essere considerato un problema di cui smettere di cercare la risposta – ha rappresentato però un comodo alibi per commettere un grande errore: considerare separatamente il tema della tassazione da quello della regolamentazione delle attività finanziarie.

Nel dibattito corrente l'impostazione più frequente è quella di considerare regolamentazione e tassazione due strumenti separati per affrontare due problemi diversi: la

regolamentazione deve occuparsi di prevenire l'insorgere di crisi sistemiche; la tassazione deve preoccuparsi di gestire i costi che le crisi, una volta avvenute, producono sulla comunità.

La regolamentazione finanziaria è divenuta l'intervento preferito dalla politica per affrontare la questione di come disincentivare i comportamenti potenzialmente tossici. La regolazione può imporre divieti e limiti in via diretta; pensiamo a interventi dello Stato tipo la cosiddetta Volcker Rule, che limitano strutturalmente la possibilità degli intermediari di impegnarsi in determinate attività. Oppure il disegno delle regole può cercare di ridurre *ex ante* il rischio di instabilità sistemica in via indiretta, attraverso politiche tipo Basilea 3 che stabiliscono in via prudenziale rapporti costanti tra le scelte imprenditoriali delle banche e la loro struttura di indebitamento.

Per quel che riguarda la tassazione invece si è rinunciato a provare a disegnarla in modo coerente con la rischiosità sistemica delle diverse attività finanziarie. Si è preferito assegnarle una funzione distributiva: occorre trovare un criterio per raccogliere risorse, che possano essere utilizzate per coprire i costi sistemici che le crisi provocano. Per cui gli intermediari devono essere tassati a seconda della loro dimensione, ovvero dei loro profitti. Peccato che proprio l'ultima crisi finanziaria ha evidenziato come non esista correlazione tra dimensione, ovvero redditività, e rischiosità in termini sistemici di un intermediario.

La scelta della politica ha una duplice spiegazione molto semplice. In primo luogo, nei sistemi democratici, tra un intervento dello Stato che colpisce poco ma tutti – una tassazione – e una regolamentazione che invece colpisce selettivamente qualcuno – le banche – gli elettori preferiscono la seconda. E la distorsione aumenta se la tassazione colpisce selettivamente un settore già regolamentato, come è il caso del settore bancario, con rischi di effetti a catena su tutti i portatori di interessi, a partire dalle imprese.

L'universalità della tassa la rende politicamente meno digeribile di una regolamentazione selettiva, anche se è meno efficace. La conferma che la radice della scelta è politica viene dal fatto che lo strumento della tassazione anti-instabili-

tà viene proposto dal politico solo nella sua versione selettiva: tasse sulle banche o sui banchieri, a seconda della dimensione e/o dei profitti. L'efficacia non conta: quello che interessa è il gradimento popolare, con il suo dividendo elettorale. Occorre ripensare completamente il rapporto tra regolamentazione, tassazione e rischio sistemico.

BIBLIOGRAFIA

- Acharya V.V., Öncü T.S.** (2010), «The Repurchase Agreement (Repo) Market», in V.V. Acharya, T.F. Cooley, M. Richardson, I. Walter (eds.), *Regulating Wall Street: the Dodd-Frank Act and the New Architecture of Global Finance*, Wiley Finance Series, Wiley, Hoboken (N.J.).
- Acharya V.V., Pedersen L., Philippon T., Richardson M.** (2009), «Regulating Systemic Risk», in V. Acharya, M. Richardson (eds.), *Restoring Financial Stability: How to Repair a Failed System*, Wiley.
- (2010a), *Measuring Systemic Risk*, Working Paper, Stern School of Business, New York University, mimeo.
- (2010b), *A Tax on Systemic Risk*, Bank Crisis Prevention and Resolution, Working Paper, Duisenberg School of Finance, Amsterdam, June, mimeo.
- (2011), «Taxing Systemic Risk», in V. Acharya, T. Cooley, M. Richardson, I. Walter (eds.), *Regulating Wall Street*, John Wiley & Sons, Hoboken, New Jersey, pp. 121-141.
- Adrian T., Brunnermeier M.** (2009), *CoVar*, Staff Report, Federal Reserve Bank of New York, 348.
- Alesina A., Passarelli F.** (2010), *Regulation versus Taxation*, Nber Working Papers, 16413.
- Allen F., Babus A., Carletti E.** (2010), *Financial Connections and Systemic Risk*, Working Paper 16177, National Bureau of Economic Research.
- Brunnermeier M.K.** (2009), «Deciphering the liquidity and credit crunch 2007-2008», in *The Journal of Economic Perspectives*, 23(1), pp. 77-100.

- Claessens S., Keen M., Pazarbasioglu C.** (2010), *The Financial Sector Taxation*, Imf, September.
- Cortez B., Vogel T.** (2011), «A Financial Transaction Tax for Europe?», in *Tax Review*, 1, pp. 16-29.
- Farhi E., Tirole J.** (2012), «Collective Moral Hazard, Maturity Mismatch, and Systemic Bailouts», in *American Economic Review*, 102(1), pp. 60-93.
- Goodhart C.A.H.** (2010), *The New Emerging Architectures of Financial Regulation*, mimeo.
- Gorton G.** (2010), *Slapped by the Invisible Hand: the panic of 2007*, Oxford University Press, Oxford.
- Hanson S.G., Kashyap A.K., Stein J.C.** (2011), «A Macroprudential Approach to Financial Regulation», in *Journal of Economic Perspectives*, forthcoming.
- Jeanne O., Korinek A.** (2010), *Managing Credit Booms and Busts: A Pigouvian Taxation Approach*, Working Paper Series, Peterson Institute for International Economics, 12.
- Keynes J.M.** (1936), *General Theory of Employment, Interest Rates and Money*, Harcourt Brace & World, New York.
- Lockwood B.** (2010), *How Should Financial Intermediation Services be Taxed?*, Working Paper Series, Cesifo, 3226.
- Masciandaro D., Passarelli F.** (2013), «Financial Systemic Risk: Taxation or Regulation?», in *Journal of Banking and Finance*, 37(2), pp. 587-596.
- Matheson T.** (2010), «Taxing Financial Transactions: Issues and Evidence», in S. Claessens, M. Keen, C. Pazarbasioglu (eds.), *The Financial Sector Taxation*, Imf, September.
- Meltzer A.H., Richard S.F.** (1981), «A Rational Theory of the Size of Government», in *Journal of Political Economy*, vol. 89(5), pp. 914-927.
- Perotti E., Suarez J.** (2011), *A Pigouvian Approach to Liquidity Regulation*, Cepr Discussion Papers 8271.
- Stiglitz J.** (1989), «Using Tax Policy to Curb Speculative Short Term Trading», in *Journal of Financial Services Research*, Vol. 3, 2-3, 101-115.
- Tobin J.** (1978), «A Proposal for International Monetary Reform», in *Eastern Economic Journal*, Vol. 4, 3-4, 153-159.