

Capitolo 1

La “Tobin tax”. Le origini e il fondamento teorico del granello di sabbia negli ingranaggi della speculazione finanziaria

SOMMARIO: 1. Premessa. – 2. Alle radici della “Tobin tax”: speculazione, intraprendenza e “animal spirits” nel pensiero di John Maynard Keynes. – 3. Il granello di sabbia negli ingranaggi della speculazione finanziaria: il contesto storico del modello proposto da James Tobin. – 4. I fondamenti teorici della “Tobin tax”. – 5. Architettura complessiva, lineamenti sistematici e profili soggettivi del tributo ipotizzato da Tobin. – 6. Il presupposto oggettivo e la base imponibile nella “Tobin tax”. – 7. Le aliquote ipotizzate e le stime di gettito. – 8. L’amministrazione del tributo e la destinazione del gettito. – 9. La “Tobin tax” dal dibattito scientifico all’irruzione nell’agenda politica internazionale.

1. *Premessa*

Ogniqualevolta si affronta il tema dell’imposizione fiscale sulle transazioni finanziarie, il pensiero corre inevitabilmente alla proposta avanzata nel 1972 dall’economista statunitense James Tobin di introdurre un tributo specifico, destinato a colpire le operazioni speculative a breve termine sulle valute, in modo da ammortizzare le fluttuazioni dei tassi di cambio.

Per quanto sia da considerare tecnicamente improprio, anzi, il riferimento al modello teorico prospettato da James Tobin è ormai talmente diffuso e consolidato che nel linguaggio comune si parla, appunto, di “*Tobin tax*” per indicare in modo generico qualsiasi tipo di prelievo fiscale sulle transazioni finanziarie.

Come lo stesso Tobin ebbe modo di ricordare in più occasioni¹, tutta-

¹ Il riferimento a John Maynard Keynes è presente in tutti i principali lavori di To-

via, contro i rischi di una crescita incontrollata delle operazioni puramente speculative si era già espresso molto prima – ed in un contesto storico ed economico completamente diverso – anche John Maynard Keynes.

È dunque a quest'ultimo, semmai, che occorre riferirsi per la reale primumogenitura del modello impositivo in questione.

2. Alle radici della “Tobin tax”: speculazione, intraprendenza e “animal spirits” nel pensiero di John Maynard Keynes

Già nel 1936, in effetti, nel dodicesimo capitolo della sua “Teoria generale dell’occupazione, dell’interesse e della moneta”, l’illustre studioso di Cambridge aveva accennato all’opportunità di introdurre una misura impositiva volta ad arginare gli eccessi della speculazione sui mercati. Si trattava, invero, di un accenno piuttosto fugace, espresso tuttavia nella chiara forma di un auspicio concreto, laddove l’economista britannico affermava che l’introduzione “di una forte imposta di trasferimento per tutte le negoziazioni potrebbe dimostrarsi la riforma più utile, allo scopo di mitigare il predominio della speculazione sull’intraprendenza negli Stati Uniti”.

Del resto, questa intuizione – seppur non ulteriormente approfondita o sviluppata sotto il profilo tecnico – si conformava in pieno alla riflessione complessiva di Keynes. Ponendosi in rottura radicale con il pensiero economico classico², basato essenzialmente sulla *legge di Say*³, John Maynard

bin dedicati all’illustrazione dettagliata della sua proposta. Si veda in particolare J. TOBIN, *A Currency Transaction Tax: why and How*, in *Open Economies Review*, 1996, 66. Come si avrà modo di vedere, l’idea di istituire un’imposta sulle operazioni speculative a breve termine sulle valute, sostenuta per la prima volta a Princeton nel 1972 nel corso di un ciclo di lezioni in onore di Joseph Schumpeter (J. TOBIN, *The New Economics One Decade Older*, Eliot Janeway Lectures in Honor of Joseph Schumpeter, Princeton, 1974), venne poi formalizzata da Tobin in un saggio del 1978 (J. TOBIN, *A Proposal for International Monetary Reform*, in *Eastern Economic Journal*, vol. 4, 1978, 153 ss.) e ripresa in altri, successivi, lavori, tra cui ID., *On the Efficiency of the Financial System*, in *Lloyds Bank Review*, 153, 1984, 1 ss.; ID., *International Currency Regimes, Capital Mobility and Macroeconomic Policy*, in *Cowless Foundation Discussion Paper*, 993, 1991.

² Ai “postulati dell’economia classica” è dedicato il secondo capitolo della *Teoria generale* di Keynes, ove si ricordano, in particolare, gli studi di Jean-Baptiste Say, David Ricardo, Arthur Cecil Pigou, John Stuart Mill (cfr. J.M. KEYNES, *The general Theory of Employment, Interest and Money*, London, 1936, ed. it. *Teoria generale*

Keynes rifiutava infatti l'idea che il capitalismo operasse come un meccanismo perfetto e che il mercato fosse in grado di auto-equilibrarsi.

A differenza della visione classica basata sul teorema delle “aspettative razionali”, anzi, Keynes vedeva l'economia dominata dagli “*animal spirits*” degli imprenditori che, per la natura stessa del mercato, non hanno la capacità di prevedere ogni singola conseguenza delle loro azioni e, pertanto, agiscono di istinto o basandosi su previsioni parziali, spesso fuorvianti⁴.

dell'occupazione, dell'interesse e della moneta, a cura di T. Cozzi, trad. di A. Campo-
longo, Torino, 2017, 188 ss.).

³La *legge di Say*, detta anche “legge degli sbocchi”, fu enunciata dall'economista francese Jean-Baptiste Say nel suo *Trattato di economia politica* del 1803, in riferimento al fenomeno delle crisi economiche. Nella sintesi che qui si impone, egli sosteneva che in regime di libero scambio non è possibile che si verifichino crisi troppo prolungate, dal momento che l'offerta di beni e servizi è sempre in grado di generare nuova domanda. La giustificazione razionale di questo assunto sta nel fatto che in un'economia di libero mercato ciascun soggetto sceglie liberamente di essere compratore o venditore e se in un dato momento si avrà un eccesso di offerta, i prezzi tenderanno a scendere, cosicché la discesa dei prezzi renderà conveniente nuova domanda: è dunque in tal senso che l'offerta riesce sempre a creare nuova domanda. In caso di crisi da sovrapproduzione, il rimedio non doveva perciò, secondo Say, essere ricercato in un intervento dello Stato, ma in un meccanismo autosufficiente, in una sorta di capacità auto-regolatoria del mercato. In ogni caso, poi, anche nell'eventualità di crisi prolungate o ricorrenti, il libero scambio fungerebbe di per sé da rimedio, portando di necessità alla formazione di un nuovo equilibrio economico. Come accennato, questa legge è detta anche “legge degli sbocchi”, poiché ogni produzione troverebbe sempre un naturale sbocco sul mercato e, in questa prospettiva specifica, Say era convinto che il mercato lasciato a se stesso tenderebbe autonomamente a raggiungere l'equilibrio della piena occupazione. Muovendo da queste considerazioni, la spiegazione neoclassica di questa legge consiste nel sostenere che c'è un prezzo – che in questo caso è il tasso di interesse – che porta sempre in equilibrio risparmio e investimento, in modo da far sì che domanda e offerta di beni vengano eguagliate (cfr. B. JOSSA, *Macroeconomia*, Padova, 2000, 27). Rispetto a tale prospettazione teorica, Keynes non contesta la tesi che la produzione generi un reddito di importo equivalente, bensì si concentra sull'argomentazione successiva: il fatto che tutto il reddito venga speso (prima o poi) è a suo avviso un'assunzione errata, e la spiegazione va cercata soprattutto nelle motivazioni individuali che determinano le scelte di investimento (cfr. J.M. KEYNES, *Teoria generale dell'occupazione, dell'interesse e della moneta*, cit., 202 ss.).

⁴Il passaggio in cui Keynes evoca gli “*animal spirits*” è nel capitolo dedicato all'“*aspettativa a lungo termine*” (il dodicesimo della sua *Teoria generale*), ove ricorda che “a prescindere dall'instabilità dovuta alla speculazione, vi è un'instabilità di altro genere, dovuta a questa caratteristica della natura umana: che una larga parte delle nostre attività positive dipende da un ottimismo spontaneo piuttosto che da un'aspettativa in termini matematici, sia morale che edonistica o economica. La maggior parte,

In questa prospettiva, Keynes segnalava il rischio di una sorta di “capitalismo d'azzardo”⁵, in cui la speculazione, favorita dal perfezionamento organizzativo dei mercati, tende facilmente a prendere il sopravvento sulla “intraprendenza”: in un celebre passaggio argomentativo, spiegava che se intendiamo “applicare il sostantivo *speculazione* all'attività di prevedere la psicologia del mercato, e il sostantivo *intraprendenza* all'attività di prevedere il rendimento prospettico dei beni capitali per tutta la durata della loro vita, è certo che non sempre si verifichi che la speculazione predomini sull'intraprendenza. Tuttavia, quanto più perfezionata è l'organizzazione dei mercati di investimento, tanto maggiore sarà il rischio che la speculazione prenda il sopravvento sull'intraprendenza”⁶.

Riflessioni che poi collocava puntualmente in uno spazio ed in un tempo ben definiti, ricordando che in “uno dei maggiori mercati di investimento del mondo, New York, l'influenza della speculazione (nel senso suddetto) è enorme” e notando come sia “raro – si dice – che un americano investa, come fanno ancora molti inglesi, «per il reddito»; ed egli non sarà

forse, delle nostre decisioni di fare qualcosa di positivo, le cui conseguenze si potranno valutare pienamente soltanto a distanza di parecchi giorni, si possono considerare soltanto come risultato di «slanci vitali» (*animal spirits*), di uno stimolo spontaneo all'azione invece che all'inazione, e non come risultato di una media ponderata di vantaggi quantitativi, moltiplicati per probabilità quantitative” (J.M. KEYNES, *Teoria generale dell'occupazione, dell'interesse e della moneta*, cit., 347-348).

⁵ Su questi temi, si veda anche S. STRANGE, *Casino Capitalism*, Oxford, 1986, ediz. it. *Capitalismo d'azzardo*, pref. di C. Demattè, Roma-Bari, 1988, 121 ss.

⁶ Così J.M. KEYNES, *Teoria generale dell'occupazione, dell'interesse e della moneta*, cit., 336 ss., specialmente 345. Collocando queste riflessioni in una traiettoria temporale, l'illustre economista spiega come nei “tempi trascorsi, quando le imprese erano di proprietà di coloro che le gestivano o dei loro amici e soci, l'investimento dipendeva dall'esistenza di un numero sufficiente di temperamento ottimista e di impulsi costruttivi, i quali si dedicavano agli affari come un modo di vivere, senza basarsi effettivamente su un calcolo preciso dei profitti prospettici (...). Nell'impresa privata vecchio stile, le decisioni di investimento erano però decisioni in gran parte irrevocabili, non soltanto per la collettività in complesso, ma anche per il singolo. Con la separazione, oggi esistente, fra proprietà e amministrazione delle imprese, e con lo sviluppo di mercati organizzati di titoli di investimento, è entrato in gioco un fattore nuovo di grande importanza, il quale talvolta facilita l'investimento, ma talvolta accresce grandemente l'instabilità del sistema. In mancanza di un mercato dei titoli, non vi è scopo di cercare di rivalutare spesso un investimento in cui siamo interessati. Ma la borsa dei titoli rivaluta giornalmente molti investimenti, e le rivalutazioni offrono una frequente occasione all'individuo (non però alla collettività in complesso) di rivedere l'ampiezza dei suoi interessi nei vari investimenti”.

molto disposto ad acquistare un titolo se non nella speranza di un aumento delle quotazioni. In altre parole, l'americano, quando acquista titoli, ripone le speranze non tanto sul loro rendimento prospettico, quanto su un mutamento favorevole della base convenzionale, è quindi uno speculatore, nel senso precisato”⁷.

⁷Se proviamo ad attualizzare queste affermazioni e a leggerle con la lente della dottrina tributaria italiana, quella che viene qui in evidenza è una distinzione molto risalente, ma tuttora ben ossificata all'interno del TUIR, ossia quella tra redditi “di capitale” (che Keynes definirebbe “rendimenti prospettici” e che molti autorevoli studiosi hanno indicato come “frutti” del capitale) e “redditi diversi di natura finanziaria” (che si sostanziano prevalentemente in proventi differenziali derivanti da operazioni “speculative” di negoziazione del capitale, o di un determinato strumento finanziario). Mi sono già occupato in altri lavori di queste tematiche e non intendo riproporre qui considerazioni già svolte: segnalo soltanto che alla necessità di superare questa risalente distinzione fanno riferimento alcuni studi recenti, tra cui, per tutti, G. CORASANITI, *Diritto tributario delle attività finanziarie*, Milano, 2012, 108 ss.; F. MARCHETTI, *I redditi finanziari. La riforma della tassazione sui redditi finanziari fra scelte tecniche e riforma dell'imposizione, dell'imposizione sul reddito*, in AA.VV., *I redditi finanziari: determinazione della categoria e proposte di riforma*, Roma, 2016, 3 ss. e, se si vuole, A. MARINELLO, *Redditi di capitale e redditi diversi di natura finanziaria*, Torino, 2018, specie 125 ss. Ciò che è interessante ricordare in questa sede, però, è che intorno al c.d. “intento speculativo” è stata costruita una parte fondamentale della teorizzazione giuridica del reddito mobiliare nell'ordinamento tributario italiano. Ricordo, per sommi capi, che sotto la vigenza dell'imposta di ricchezza mobile fu la giurisprudenza a sviluppare il requisito del *preordinato intento speculativo*, quale condizione essenziale per l'imposizione delle plusvalenze realizzate in operazioni isolate effettuate al di fuori dell'esercizio di attività imprenditoriali (cfr. in proposito, anche per i riferimenti giurisprudenziali più rilevanti, A. FEDELE, *Profili dell'imposizione degli incrementi di valore nell'ordinamento tributario italiano*, in AA.VV., *L'imposizione dei plusvalori patrimoniali*, Milano, 1970, 121 ss.). In particolare, l'operazione speculativa venne identificata nell'attività, sia pure occasionale e isolata, di acquisto e successiva cessione di un determinato bene, caratterizzata sin dall'inizio dall'intento di realizzare un plusvalore finale. Solo in presenza dello scopo originario di conseguire un lucro, la plusvalenza poteva così rappresentare un guadagno di capitale da assoggettare a imposizione, mentre senza tale scopo iniziale l'incremento di valore perdeva rilevanza ai fini tributari. Ciò in quanto, si osservava, l'incremento di valore di un cespite è ottenuto – di regola – senza alcun intervento diretto ad accrescere le utilità intrinseche del bene e dipende essenzialmente da fattori aleatori e indipendenti dalla volontà del soggetto (a tale riguardo, si veda la ricostruzione di G. FALSITTA, *Le plusvalenze nel sistema dell'imposta mobiliare*, Milano, 1966, 39 ss.); l'unica ipotesi in cui è possibile rintracciare un'operazione economica alla base dei plusvalori realizzati è quella, appunto, della speculazione preordinata ed intenzionale. Nell'elaborazione della teoria dell'intento speculativo, sia la dottrina che la giurisprudenza furono concordi nel ritenere che gli

Fino alla rappresentazione icastica del rapporto tra speculazione e intraprendenza, per cui quando la speculazione è un fenomeno di dimensioni accettabili – una sorta di bolla d'aria “in un flusso continuo di intraprendenza” – il tempo ha una funzione sociale, perché si espande nel futuro come durata, come misura del “rendimento prospettico dei beni capitali”. Quando invece è l'intraprendenza a diventare “la bolla d'aria in un vortice di speculazione”, il tempo perde la sua funzione sociale, si contrae fino all'effimero, “rubando” la prospettiva del futuro⁸.

incrementi patrimoniali fossero sì riconducibili ad eventi aleatori e/o a forze operanti sul mercato, ma che il soggetto li avrebbe comunque conseguiti grazie alla sua abilità speculativa ed investendo i propri capitali. Come notava efficacemente L.V. Berliri, la condotta dello speculatore è “ab origine programmaticamente indirizzata al conseguimento di un risultato e l'abilità dello speculatore precisamente consiste nel saper diagnosticare in anticipo certe oscillazioni di prezzi di taluni beni e nell'approffittarne, volgendo a proprio favore gli effetti di esse, mediante un tempestivo impiego di capitale” (così testualmente L.V. BERLIRI, *Su talune controverse questioni, di applicazione del concetto di “reddito” nel sistema dell'imposta mobiliare*, in *Riv. dir. fin. sc. fin.*, 1939, I, 173 ss., specie 201). Gli incrementi patrimoniali, in sostanza, assumevano rilevanza ai fini fiscali solo quando le operazioni ad essi relative erano contraddistinte da un carattere speculativo originario, ravvisabile ogni qual volta l'atto di acquisto fosse stato preordinato *ab initio* al successivo atto di vendita, rappresentando i due atti gli elementi di un'unica fattispecie complessa a formazione progressiva. A fianco dei proventi “prodotti” per effetto dell'impiego di una forza produttiva o dell'esercizio di un'attività, emerse dunque una distinta categoria di incrementi realizzati a fronte di un investimento speculativo, attraverso la quale chiudere il sistema e delimitare il perimetro di applicazione dell'imposta. In tal modo, l'ancoraggio alla nozione tradizionale di reddito prodotto finì per essere ribadito e, se possibile, rinsaldato (cfr. R. RINALDI, *L'evoluzione del concetto di reddito*, in *Riv. dir. fin. sc. fin.*, 1981, I, 418 ss.; G. CORASANITI, *Diritto tributario delle attività finanziarie*, cit., 18 ss.).

⁸ Dopo essersi soffermato, nel quinto capitolo della *General Theory*, sull'aspettativa di breve termine negli investimenti (“sulla cui base un produttore stima ciò che otterrà da un prodotto, quando questo sarà finito, se decide di cominciare attualmente a produrlo con gli impianti esistenti”), Keynes dedica il dodicesimo capitolo della sua opera principale all'aspettativa di lungo termine. Le considerazioni su cui si fondano le aspettative di rendimenti futuri poggiano in parte su dati noti (tali essendo, in particolare, la consistenza esistente di vari tipi di attività e dei capitali in generale, e l'intensità della domanda esistente da parte dei consumatori per merci la cui produzione efficiente richieda un intervento relativamente alto di capitale), in parte su “*future events*”, che è possibile solamente prevedere “*with more or less confidence*”. Essi “comprendono le variazioni future della consistenza dei capitali, in qualità e in quantità, dei gusti dei consumatori e dell'intensità della domanda effettiva col passare del tempo durante la vita dell'investimento considerato, e le variazioni dell'unità di salario in termini di

Ecco che, allora, l'economia diventa preda di elementi di instabilità, connessi agli esercizi di previsione della "psicologia del mercato", con la conseguenza che allo scopo "sociale" si sostituisce lo scopo "privato"⁹. E sono proprio l'incertezza, le aspettative, la fiducia o la sfiducia in un futuro sostanzialmente inconnoscibile, gli istinti (in particolare il desiderio di accumulare la moneta), a rendere il capitalismo, quando viene lasciato a se stesso, soggetto a squilibri gravi e imprevedibili.

Il fatto poi che in esso domini "la moneta e quella pulsione irrazionale verso l'accumulazione del denaro in sé", piuttosto che del denaro come semplice mezzo per acquistare beni e servizi utili, comporta il suo allontanamento dai bisogni reali della società, mentre la disponibilità di ingenti masse di moneta liquida, non impiegata in investimenti a lungo termine, è la "materia prima" per le speculazioni finanziarie.

Quanto ai mercati finanziari, in un altro celebre passaggio, Keynes sosteneva che questi funzionano come quei concorsi di bellezza nei quali si vince se si indovina la candidata che risulterà più votata dal pubblico degli scommettitori; in quel caso, ogni scommettitore si preoccupa di prevedere le scelte degli altri scommettitori per uniformarsi ad esse, piuttosto che scegliere in base al proprio criterio di valutazione¹⁰.

E, in coda a queste considerazioni critiche che mettevano in evidenza le inefficienze del mercato e i rischi della speculazione, l'idea della necessità di un intervento pubblico, anche nella forma di una misura fiscale specifica: un'imposta sulle transazioni finanziarie, che avrebbe potuto rafforzare il peso dei fondamentali a lungo termine nella determinazione dei prezzi

moneta che si possono verificare durante la vita dell'investimento medesimo". A fronte dell'incertezza generata da tali *future events*, "*the state of long-term expectation*" – afferma Keynes – non differisce in nulla rispetto ad uno "*state of psychological expectation*" (cfr. J.M. KEYNES., *Teoria generale dell'occupazione, dell'interesse e della moneta*, cit., 339 ss.).

⁹Nel definire "lo scopo privato", Keynes ricorre all'espressione "*to beat the gun*", ossia approfittare degli altri, passando "la moneta cattiva o svalutata". Cfr. J.M. KEYNES., *Teoria generale dell'occupazione, dell'interesse e della moneta*, cit., 341.

¹⁰La metafora del concorso di bellezza, come si vedrà subito, verrà ripresa da James Tobin nella elaborazione della sua proposta di introdurre un tributo sulle transazioni valutarie: "L'idea di Keynes del concorso di bellezza trova applicazione in quanto gli speculatori si concentrano su come i mercati risponderanno alle notizie, anziché sugli indicatori economici o gli avvenimenti fondamentali" (cfr. J. TOBIN, *Tobin Tax. Perché una tassa sulle transazioni finanziarie*, raccolta di scritti pubblicata in Italia, Milano-Udine, 2012, 29).

dei mercati azionari, agendo contro le previsioni di coloro che speculano a breve termine sui comportamenti degli altri operatori.

3. *Il granello di sabbia negli ingranaggi della speculazione finanziaria: il contesto storico del modello proposto da James Tobin*

Alcuni decenni più tardi, nel 1972, l'idea di Keynes venne ripresa e rilanciata in una nuova veste da James Tobin¹¹, che nel corso delle "*Eliot Janeway Lectures on Historical Economics*" tenute all'Università di Princeton propose di istituire un'imposta sulle operazioni di acquisto e vendita di valuta estera a breve termine, allo scopo dichiarato di contrastare l'eccessiva volatilità dei cambi¹².

Come si può facilmente notare già ad una prima impressione, l'ambito di applicazione del modello proposto da Tobin si differenzia ed è per certi versi più circoscritto rispetto all'ipotesi keynesiana, dal momento che non riguarda la generalità degli strumenti finanziari, né le operazioni speculative sui titoli azionari od obbligazionari, bensì le sole operazioni di acquisto o cessione di valuta estera.

¹¹James Tobin fu insignito del Premio Nobel per l'economia nel 1981, per "*la sua analisi dei mercati finanziari e le loro relazioni con le decisioni di spesa, con l'occupazione, con la produzione e con i prezzi*". Laureato presso l'Università dell'Illinois a Urbana-Champaign e alla Harvard University, dove poi iniziò la sua attività di docenza, James Tobin era membro dell'*American Economic Association*, di cui fu anche presidente (nel 1971), e dell'*Econometrics Society* ed ha avuto un ruolo di primo piano nella *governance* dell'economia americana come consulente della *Federal Reserve*. La carriera accademica di Tobin è legata principalmente alla Yale University, nella quale insegnò per anni, a partire dal 1955, come *Sterling Professor of Economics*, collezionando al contempo prestigiosi riconoscimenti e svolgendo attività di consulenza in commissioni del Congresso, agenzie governative, e varie fondazioni. Tra queste spicca quella di membro del *Board of Directors* dell'*Aetna Fund, Inc.* (dal 1969 al 1977), società controllata dalla *Aetna Capital Management, LLC* ("ACM"), un *hedge fund* specializzato nella costituzione e gestione di "portafogli multi-manager" e "fondi multi-strategy". Pur non avendo mai ricoperto incarichi governativi, inoltre, Tobin fu consigliere economico di John F. Kennedy in qualità di componente del *President's council of economic advisers* (1961-62). Per ulteriori dettagli sul profilo accademico, oltre che sulle esperienze direttive e professionali, di James Tobin, si veda R. SHILLER, *The ET Interview: Professor James Tobin*, in *Econometric Theory*, 15, 1999, 867 ss.

¹²Cfr. J. TOBIN, *The New Economics One Decade Older*, cit.

La logica che lo ispira, però, così come la rappresentazione immaginifica delle finalità di un tale intervento, si pongono pienamente in linea di continuità con l'intuizione di Keynes¹³: se per quest'ultimo si trattava di limitare gli eccessi del capitalismo d'azzardo, per Tobin l'intervento suggerito equivarrebbe a "gettare sabbia negli ingranaggi" dei mercati, quando questi dimostrano di funzionare fin troppo bene¹⁴.

Come i granelli di sabbia nelle ruote di un ingranaggio, i maggiori costi di negoziazione connessi al prelievo fiscale dovrebbero così rallentare i flussi "destabilizzanti" di capitali a breve termine, contrastando la speculazione. Ed il coordinamento internazionale delle politiche macroeconomiche – condizione necessaria per la stessa esistenza di una "*internationally uniform tax*"¹⁵ – farebbe dell'imposta uno strumento utile per accrescere non solo l'efficienza del mercato, ma anche la stabilità finanziaria globale¹⁶.

Quest'ultimo passaggio merita una menzione particolare. Si tratta, a tutti gli effetti, della rappresentazione primigenia di un approccio "globale"

¹³ La radice culturale della proposta di James Tobin è, insomma, "keynesiana" nel senso che si tratta, in entrambi i casi, di legare più durevolmente gli investitori ai loro titoli e di rallentare in questo modo la speculazione a breve o brevissimo termine. Questo perché il mercato non ha, da solo e di per sé, la capacità di garantire l'equilibrio tra domanda e offerta. Di qui, la necessità di un intervento pubblico di sostegno alla domanda, nella chiara consapevolezza che, in caso contrario, il prezzo da pagare sarebbe una disoccupazione eccessiva e che nei periodi di crisi, quando la domanda diminuisce, è assai probabile che le reazioni degli operatori economici alla contrazione della domanda producano le condizioni per ulteriori diminuzioni della domanda aggregata (cfr. J.M. KEYNES, *Teoria generale dell'occupazione, dell'interesse e della moneta*, cit., 137 ss.).

¹⁴ L'immagine della "sabbia gettata negli ingranaggi" è particolarmente rappresentativa della proposta di Tobin. In proposito, si vedano B. EICHEINGREEN-J. TOBIN-C. WYPLOSZ, *Two Cases for Sand in the Wheels of International Finance*, in *The Economic Journal*, 105, 1995, 162 ss. e, tra gli studi italiani, R. BELLOFIORE-E. BRANCACCIO (a cura di), *Il granello di sabbia: i pro e i contro della Tobin tax*, Milano, 2002.

¹⁵ Così J. TOBIN, *A Proposal for International Monetary Reform*, in *Eastern Economic Journal*, cit., 154: "An internationally uniform tax on all spot conversions of one currency into another would reduce these fluctuations. Foreign exchange markets focus strongly on the short run, but this tax would reduce these fluctuations by increasing the cost of such transactions. It throws some sand in the wheels of short-term speculation while increasing the relative advantage of longer-term international investment flows".

¹⁶ Cfr. P.B. SPAHN, *The Tobin Tax and Exchange Rate Stability*, in *Finance and Development*, 33, 1996, 24 ss.

alla tassazione, che ha poi faticato non poco ad imporsi e di cui soltanto oggi – a distanza di più di cinquanta anni ed in un contesto completamente diverso – si è avuta una prima, significativa, traduzione concreta con il progetto di imposizione minima globale a carico dei gruppi multinazionali di imprese¹⁷. Progetto che potrebbe rappresentare un precedente significativo anche in vista di un possibile rilancio in chiave globale dell'imposizione sulle transazioni finanziarie.

Tornando all'idea originaria di James Tobin, è senz'altro utile inquadrare il contesto storico in cui si colloca la proposta, che era quello della transizione dal regime delle parità fisse, ma aggiustabili – sancito nel 1944 dagli accordi di Bretton Woods¹⁸ – al regime dei cambi flessibili¹⁹, passaggio

¹⁷ Come è noto, il progetto di introduzione di una “global minimum tax” a carico dei gruppi di imprese a proiezione multinazionale è stato caldeggiato dall'OCSE a partire da una serie di studi iniziali nel 2019 e 2020 (tra cui OECD/G20, *Addressing the Tax Challenges of the Digitalisation of the Economy – Policy Note As approved by the Inclusive Framework on BEPS on 23 January 2019*; OECD/G20, *Inclusive Framework on BEPS – Programme of Work to Develop a Consensus Solution to the Tax Challenges Arising from the Digitalisation of the Economy*, 29 May 2019; OECD/G20, *Base Erosion and Profit Shifting Project – Tax Challenges Arising from Digitalisation – Report on Pillar Two Blueprint*) ed ha infine trovato concreta attuazione in numerosi Stati del c.d. “Inclusive Framework”, tra cui i Paesi appartenenti all'Unione europea. Per un inquadramento sistematico generale, sia consentito rinviare a A. MARINELLO, *Sovranità dello stato e global minimum tax*, Pisa, 2023.

¹⁸ Si tratta, come noto, degli accordi stipulati in seguito alla conferenza monetaria e finanziaria svoltasi nella cittadina del New Hampshire di Bretton Woods, tra l'1 e il 22 luglio 1944. La conferenza, alla quale presero parte 44 Paesi alleati, intendeva prefigurare le modalità da adottare negli scambi internazionali e nei relativi trasferimenti valutari all'indomani della auspicata cessazione del secondo conflitto mondiale. In particolare, il presupposto fondamentale per superare il regime dei controlli sui movimenti di merci e di capitali istituito durante il conflitto veniva individuato in una forma di convertibilità tra le diverse monete, a sua volta ispirata ad uno scritto di J.M. Keynes del febbraio 1942, nel quale l'economista britannico aveva proposto la costruzione di una unione valutaria internazionale, allo scopo di stimolare l'espansione del commercio internazionale e lo sviluppo economico mondiale. Già prima dell'avvio dei lavori della conferenza, la proposta di Keynes era stata fatta propria dal governo britannico nel 1943 e, prima ancora (nell'aprile del 1942), gli Stati Uniti avevano espresso il loro favore con un documento redatto dal consigliere del Ministro del Tesoro, H.D. White, nel quale la concretizzazione dell'assetto proposto da Keynes veniva affidata a due differenti istituti: il Fondo di stabilizzazione delle Nazioni Unite e la Banca per la ricostruzione e lo sviluppo. Nell'aprile 1944 Keynes e White concordarono una “dichiarazione comune”, che convocava la conferenza. Ratificati dalla maggioranza dei Paesi partecipanti il 27 dicembre 1945 a Washington, gli accordi di Bretton Woods indivi-

duavano nelle parità fisse tra monete, modificabili solo di fronte a squilibri fondamentali delle bilance dei pagamenti, e nella multilateralizzazione dei saldi valutari (entrambi implicanti la piena convertibilità delle monete in oro o in altra valuta pregiata, il cosiddetto *gold exchange standard*), i principi regolatori dell'assetto entro il quale le finalità indicate da Keynes potevano realizzarsi. Per la verità, la proposta inizialmente elaborata da Keynes prevedeva altresì che l'unione valutaria fosse basata su una moneta, il «*bancor*», avente un contenuto fisso, ma non immutabile, in termini di oro e accettata da tutti i membri a saldo dei debiti internazionali; l'idea di creare una nuova moneta internazionale, tuttavia, venne abbandonata nel corso della conferenza, assegnando al dollaro statunitense un ruolo centrale nel nuovo sistema. La centralità del dollaro derivava dal fatto che era l'unica divisa convertibile in oro in base ad una parità fissa (35 dollari contro un'oncia d'oro). Per una compiuta ricostruzione, cfr. per tutti F. CESARANO, *Monetary Theory and Bretton Woods: The Construction of an International Monetary Order*, Cambridge, 2006; ID., *Gli accordi di Bretton Woods. La costruzione di un ordine monetario internazionale*, Bari, 2000, specie 100 ss. e 121 ss. Tra gli studi più recenti, cfr. O. MARZOVILLA-G.C. ROMAGNOLI (a cura di), *Il sistema monetario internazionale: dall'approccio egemone a quello multivalutario*, Milano, 2016.

¹⁹Nei due decenni successivi, il sistema deciso a Bretton Woods aveva progressivamente mostrato la sua inadeguatezza come capacità di correzione degli squilibri commerciali ed economici tra le nazioni che ne avevano accettato l'adozione. Già all'inizio degli anni Sessanta, di conseguenza, era partito l'attacco teorico al sistema, mentre il contrasto politico può essere condensato nella celebre metafora del sarto, con cui Jacques Rueff, consigliere economico del Presidente francese de Gaulle aveva criticato il sistema monetario internazionale adottato a partire dal 1945: "Se avessi un accordo con il mio sarto affinché qualsiasi cifra io debba pagargli egli me la restituirebbe nello stesso giorno, non avrei alcuna obiezione ad ordinarogli più vestiti" (J. RUEFF, *Interview with the Economist*, 13 febbraio 1965, ripubblicato in ID., *The Monetary Sin of the West*, New York, 1972, 78). All'inizio del decennio successivo, con la dichiarazione di non convertibilità del dollaro in oro, il sistema di cambi incentrato sul *gold exchange standard* deciso a Bretton Woods cessò quindi effettivamente di esistere. Da allora, un sistema monetario internazionale vero e proprio – inteso come un insieme di regole condiviso per definire i rapporti di cambio delle valute – non è stato più ricostituito, ma nel tempo si è stabilizzato un "non-sistema" – come è stato spesso denominato, in ragione della sua tendenziale anarchia – in cui alcuni Paesi lasciano fluttuare il valore delle proprie monete, mentre altri "ancorano" il valore della propria moneta a quello di una valuta straniera come il dollaro. Su questi temi, in prospettiva storica si vedano, senza pretesa di completezza, A.F. ARCELLI-R.S. MASERA-G. TRIA, *Da Versailles a Bretton Woods e ai giorni nostri: errori storici e modelli ancora attuali per un sistema monetario internazionale sostenibile*, in *Moneta e credito*, 74, 2021, 249 ss.; P.R. KRUGMAN-M. OBSTFELD-M. MELITZ, *International Monetary System: An Historical Overview*, in *International Economics, Theory and Policy*, 2018, 579 ss.; R. ID., *Gold and the Dollar Crisis*, New Haven, 1960. R. TRIFFIN, *The European Monetary System and the dollar in the framework of*

che aveva fatto registrare una maggiore volatilità dei cambi (con la possibilità per gli investitori di “scommettere” sugli incessanti movimenti delle valute), accompagnata da un'impressionante crescita del mercato valutario e una maggiore domanda di operazioni di copertura da parte degli investitori e degli intermediari²⁰.

Per tutto il dopoguerra, in effetti, e fino agli anni Settanta del secolo scorso, il dibattito tra gli economisti su quale sistema di cambi fosse preferibile era stato molto acceso: pur prevalendo nettamente l'insoddisfazione per il sistema dei cambi fissi – per come questo si era venuto evolvendo a partire dagli anni Cinquanta – vi era comunque chi intravedeva nella caduta di Bretton Woods il preludio ad un peggioramento della situazione economica mondiale²¹. Finché nell'agosto del 1971, la sostanza

the world monetary system, in *BNL Quarterly Review*, 35, 1982, 245 ss.; ID., *Gold and the Dollar Crisis*, New Haven, 1960.

²⁰ A queste (apparentemente) lontane vicende, Franco Gallo ha dedicato una riflessione molto approfondita, facendo notare come l'allargamento delle disuguaglianze sia stato “agevolato anche da importantissimi eventi storici risalenti nel tempo, non necessariamente ricollegabili alle teorie liberiste, il più importante dei quali è stato la sospensione della convertibilità del dollaro in oro, e cioè l'abbandono della cosiddetta «costituzione monetaria». Tale costituzione rappresentava in effetti un ostacolo oggettivo alle politiche non egualitariste perché si fondava sulla stabilità dei tassi di cambio e sui controlli dei movimenti di capitale, e cioè su due regole che presupponevano il carattere di decisione pubblica della fissazione del cambio e la natura sovranazionale della moneta. Il venir meno di essa ha, perciò, prodotto due distinti effetti: la privatizzazione dei cambi e la nazionalizzazione delle monete. La liberalizzazione a livello mondiale del mercato dei capitali e di quello dei prodotti finanziari che ne è conseguita ha, a sua volta, innescato il meccanismo della progressiva finanziarizzazione dell'economia, con lo sviluppo del mercato finanziario a livelli impensabili e il massiccio, accelerato trasferimento di reddito e di ricchezza dal basso verso l'alto” (F. GALLO, *Ancora in tema di uguaglianza tributaria*, in *Riv. dir. fin. sc. fin.*, 2013, IV, 321; ID., *L'uguaglianza tributaria*, Napoli, 2012, *passim*; in termini coincidenti, M. LUCIANI, *Costituzione, tributi, mercato*, in *Rass. trib.*, 2012, 836 ss.).

²¹ Il presupposto comune del dibattito era, come accennato nel testo, una decisa insoddisfazione per il sistema di Bretton Woods, ma le critiche (e le proposte) si concentravano su profili differenti. Robert Triffin, ad esempio, richiamava l'attenzione sulle contraddizioni e l'instabilità di un sistema a cambi fissi, in quanto fondato su debiti in riserve valutarie in dollari, contratti al fine di fronteggiare i crescenti bisogni di riserve ufficiali, proponendo come rimedio l'internazionalizzazione delle riserve valutarie e la creazione di una Banca centrale mondiale. Altri, invece, come Milton Friedman, individuavano la fonte del problema non tanto nella carenza di liquidità, quanto nella inadeguatezza dei meccanismi di aggiustamento della bilancia dei pagamenti, esprimendo una chiara preferenza per una maggiore flessibilità nello stabilire le parità

degli accordi di Bretton Woods era effettivamente venuta meno, a seguito dell'annuncio da parte del presidente degli Stati Uniti Richard Nixon che i dollari USA non sarebbero più stati automaticamente convertibili in oro²².

Nel nuovo sistema dei cambi fluttuanti, la stabilità delle monete era apparsa da subito estremamente problematica ed è precisamente in tale contesto che Tobin aveva pensato, appunto, ad uno strumento fiscale innovativo per arginare l'eccesso di fluttuazioni che si andava prospettando²³.

Più precisamente, come accennato, si trattava di un'imposta da applicarsi a tutte le operazioni a pronti in valuta, in misura proporzionale al volume delle transazioni, con un'aliquota uniforme e di modesta entità, adottata a livello mondiale o, quantomeno, dalla maggior parte degli Stati.

Modello che presentava una indubbia consonanza rispetto all'intuizione originaria di Keynes, di cui condivideva il proposito primario di contrastare gli eccessi della speculazione; e che pure da quella proposta si discostava, non solo per il differente ambito applicativo del tributo, ma anche per la destinazione del gettito, che Tobin immaginava di poter destinare a progetti internazionali di sostegno e di sviluppo dei Paesi più poveri.

di cambio, le bande di oscillazione ed altre misure simili, Come fa notare Tobin, all'inizio degli anni Settanta quest'ultima visione era ormai dominante nel dibattito scientifico, ma rimaneva avversata dalle banche centrali e dai finanziatori privati (cfr. J. TOBIN, *A Proposal for International Monetary Reform*, cit., 153 ss., che oggi si può leggere anche nella traduzione italiana presente in ID., *Tobin Tax. Perché una tassa sulle transazioni finanziarie*, cit., 7 ss.).

²²La conseguenza più immediata della caduta del sistema di Bretton Woods fu, appunto, che il valore delle divise internazionali cominciò a fluttuare liberamente sui mercati internazionali, finché nel 1976 si intervenne sull'assetto regolatorio del Fondo Monetario Internazionale per favorire il nuovo regime dei cambi. Su questi temi, si veda E.M. PICCIRILLI, *Imposta sulle transazioni finanziarie: dalle origini ai giorni nostri*, Napoli, 2014, 13 ss., spec. 15.

²³Come si avrà modo di notare, invero, l'obiettivo di disincentivare l'attività speculativa sulle valute era il principale, ma non l'unico. Ad esso, se ne aggiungevano infatti altri due, sui quali lo stesso Tobin tornerà in alcuni scritti successivi: accrescere il grado di influenza delle banche centrali nazionali nella determinazione dei tassi di interesse; prelevare, attraverso il gettito dell'imposta, fondi da destinare a obiettivi di sviluppo a favore dei Paesi poveri.

4. I fondamenti teorici della "Tobin tax"

Nella riflessione di Tobin, l'ancoraggio teorico della proposta risiedeva essenzialmente nella convinzione che per ridurre le turbolenze dei mercati valutari non fosse sufficiente agire sulla dinamica dei tassi.

L'idea di fondo, cioè, era che il problema vero non stesse tanto nel regime di cambio, fisso o flessibile, e che, anzi, il dibattito trascinato per decenni sul regime ideale avesse trascurato di fatto la questione principale, ossia l'eccessiva mobilità internazionale dei capitali finanziari privati. Nel saggio del 1978 – *A Proposal for International Monetary Reform* – questo passaggio veniva esposto con grande chiarezza, laddove il futuro Premio Nobel faceva notare come la vera novità che aveva caratterizzato i mercati valutari nel secondo dopoguerra era stata la crescita esponenziale del ruolo degli intermediari, i quali intervenivano in modo sempre più efficace ed invasivo per facilitare le conversioni, cosicché in ciascun sistema valutario, ormai, gli scambi di moneta trasmettevano ed amplificavano le perturbazioni originate nei mercati finanziari internazionali²⁴.

Questo era il contesto nel quale agiva la speculazione sui tassi di cambio, che comportava serie e spesso dolorose conseguenze sulle economie reali dei singoli Stati, dai cospicui spostamenti nelle attività ufficiali e nel debito sovrano fino alle ampie fluttuazioni nei tassi di cambio stessi²⁵.

²⁴James Tobin osservava come le distorsioni trasferite dai mercati finanziari internazionali all'economia reale legate alla volatilità dei cambi potevano essere eliminate senza difficoltà dagli operatori che operavano nel breve periodo attraverso l'utilizzo dei derivati, mentre non erano in alcun modo superabili dagli operatori che investivano con orizzonti più ampi. Questo perché merci e lavoro si muovono, in risposta ai segnali del prezzo internazionale, molto più lentamente di quanto non facciano i capitali. "Nell'economia reale le correzioni sono lente, le transazioni sono costose, i trasporti sono costosi e lenti, la sostituibilità è imperfetta, le aspettative sono confuse. Nei mercati finanziari, anche con il contributo della globalizzazione, i costi di transazione sono bassi e indipendenti dall'entità della transazione, le economie di scala sono enormi, le comunicazioni sono veloci, il credito permette agli operatori di assumere posizioni a breve o a lungo termine a loro piacimento, le innovazioni nelle tecnologie, l'informatizzazione, la deregolamentazione hanno liberato fiumi di transazioni. Il problema essenziale, in regime di cambi fissi come in regime di cambi flessibili, è costituito cioè dall'eccessiva mobilità dei capitali finanziari privati" (così J. TOBIN, *A Proposal for International Monetary Reform*, cit., 156).

²⁵In questi termini, J. TOBIN, *A Proposal for International Monetary Reform*, cit., 154 ss.

A fronte di queste dinamiche, faceva notare ancora l'economista nordamericano, "le politiche interne sono relativamente impotenti nel contrastare e annullare tali fenomeni" ed "il fatto che i tassi di cambio siano flessibili o fissi non produce significative differenze". Senza negare e, anzi, affermando chiaramente che il mondo gode dei molti benefici derivanti dalla crescente integrazione economica, ricordava quanto tale integrazione fosse ancora parziale e sbilanciata: "in particolare i mercati finanziari privati si sono internazionalizzati molto più rapidamente e profondamente delle altre istituzioni economiche e politiche e questa è la ragione per cui siamo in difficoltà" ²⁶.

La soluzione ottimale a fronte di questi squilibri sarebbe stata, secondo Tobin, la realizzazione di un'integrazione economica e di una unione monetaria a livello globale, condizioni queste che avrebbero impedito le distorsioni legate ai movimenti di capitale che sfruttavano così abilmente gli arbitraggi sui tassi d'interesse o speculavano sulla fluttuazione dei cambi.

Vista, però, l'impraticabilità di tali misure su scala mondiale, in un'ottica di *second best* la soluzione poteva essere quella di imporre un certo grado di segmentazione del mercato.

Di qui il suggerimento di introdurre un'imposta "internazionale universale" gravante su tutte le conversioni a brevissimo termine da una valuta all'altra. L'imposta doveva servire, in sostanza, a diminuire le fluttuazioni dei tassi di cambio, con un meccanismo che lo stesso Tobin descriveva, ancora nel 2001, in termini sintetici: "ad ogni cambio da una valuta all'altra, si prelevrebbe una piccola tassa, diciamo mezzo punto percentuale del montante. Quindi, si scoraggerebbero gli speculatori, perché molti investitori piazzano a brevissimo termine i loro soldi nelle valute. Se questi soldi vengono improvvisamente prelevati, i paesi devono alzare drasticamente i tassi di interesse in modo da mantenere attraente la valuta" ²⁷.

²⁶ Così J. TOBIN, *Tobin Tax. Perché una tassa sulle transazioni finanziarie*, cit., 12.

²⁷ Così James Tobin in un'intervista rilasciata al settimanale tedesco *Der Spiegel* il 2 settembre 2001, pubblicata con il titolo "*Abusano del mio nome*". Nella proposta originaria, condensata nel già ricordato saggio pubblicato nel 1978, le simulazioni numeriche erano diverse, anche in considerazione del differente contesto economico-finanziario: "la tassa dovrebbe agire da deterrente per le fluttuazioni finanziarie a breve termine indotte da transazioni «di andata e ritorno» in altre valute. Una tassa dell'1%, per esempio, inciderebbe solo di otto decimi di punto differenziale sui rendimenti annuali dei buoni del tesoro o dei depositi euro-valutari denominati in dollari o marchi. Il differenziale corrispondente per le scadenze a un anno sarebbe di due decimi di punto. Un investimento permanente in un altro paese o area valutaria, con re-

L'ottica nella quale si colloca questa proposta, dunque, è quella keynesiana che paventava il dominio della speculazione sull'impresa: più il mercato si avvicina alla concorrenza perfetta – con *transaction costs* tendenti a zero – più la speculazione, intesa come attività di prevedere la psicologia del mercato domina l'impresa stessa, con conseguente volatilità dei mercati e volume degli scambi eccessivo rispetto a quello necessario²⁸.

Una visione nettamente contrapposta rispetto a quella tradizionalmente sostenuta dalla scuola di Chicago, secondo la quale, invece, la speculazione avrebbe effetti stabilizzanti sui mercati attraverso i meccanismi di arbitraggio²⁹.

golare ritiro del rendimento quando realizzato, richiederebbe un 2% di vantaggio di efficienza marginale sugli investimenti interni. L'impatto della tassa sarebbe molto inferiore per i movimenti valutari permanenti o per scadenze più lunghe. A causa dei rischi di cambio, dei rischi di capitale e delle imperfezioni di mercato, l'arbitraggio nei tassi di interesse e la speculazione sui cambi sono meno preoccupanti nelle scadenze a lungo termine. Inoltre, sarebbe opportuno ostruire il meno possibile i movimenti di capitale internazionali che rispondono a preferenze di portafoglio di lungo periodo e a opportunità di profitto” (cfr. J. TOBIN, *Tobin Tax*, cit., 12-13).

²⁸ Come già ricordato, per spiegare questo concetto Keynes paragona i mercati finanziari a un concorso a premi organizzato da un giornale, in cui la vittoria andrà a chi saprà scegliere, tra le immagini di sei donne, il volto ritenuto più bello dal maggior numero di lettori. I partecipanti più *naïf*, osserva Keynes, sceglieranno direttamente il volto da loro giudicato più bello. Quelli meno ingenui cercheranno, invece, di capire quale sia l'idea prevalente di bellezza. Ed ancora, i partecipanti più sofisticati si sforzeranno di “*anticipare quel che l'opinione media si aspetta che sia l'opinione media*”. Di questo passo – conclude Keynes – ci sarà anche chi si eserciterà in un “*quarto, quinto o ulteriore grado*” di formulazione di previsioni su previsioni su previsioni. Così J.M. KEYNES, *Teoria generale*, cit., 156.

²⁹ Alla scuola di Chicago fa capo l'orientamento costituito intorno a un gruppo di economisti formati negli anni Trenta e Quaranta nella locale università con docenti quali F.H. Knight e J. Viner, e affermatosi con questa denominazione negli anni Cinquanta, con risolte prese di posizione a favore del *laissez-faire* e della teoria quantitativa della moneta, nonché contro le teorie keynesiane e la teoria della concorrenza imperfetta. Tra i suoi principali esponenti, la scuola di Chicago annovera M. Friedman, G. Stigler, H. Simon e G. Becker. I maggiori esponenti della scuola sostengono la teoria della concorrenza perfetta, stando alla quale esiste un prezzo di mercato assicurato dai fondamentali economici, cosicché quando il prezzo effettivo supera quello garantito, gli agenti capiscono che il mercato è sopravvalutato e vendono riportando il prezzo al suo livello garantito. Nel lungo periodo, pertanto, i valori fondamentali del mercato sono destinati sempre a fungere da centro gravitazionale, per cui maggiore è il volume della speculazione, più veloce sarà il raggiungimento dell'equilibrio e la volatilità del tasso di cambio sarà conseguenza dei movimenti di equilibrio. Mentre la visione del

Al riguardo, Tobin evidenziava come i movimenti speculativi slegati dai fondamentali determinano conseguenze distorsive, in quanto una valuta non viene più scambiata nei confronti delle altre in base ad una parità che rispecchi la competitività nazionale, o le differenze reali tra le economie nazionali. Le operazioni speculative sono sostanzialmente giochi a somma zero: il guadagno di un operatore corrisponde alla perdita di un altro e se è vero che singoli speculatori possono ottenere guadagni privati, i guadagni sociali sono nulli.

Una *Tobin tax* che colpisse la speculazione destabilizzante potrebbe, invece, orientare gli investitori verso l'analisi dei valori fondamentali, stimolando solo i movimenti di capitale legati a obiettivi di produttività. Un cambio stabile, che rispecchiasse l'economia nazionale, farebbe sì che i movimenti di capitale fossero indotti solo da una differenza nei tassi di interesse reali, contrastando il crearsi di bolle speculative con gli effetti recessivi che da queste derivano.

Come si è scritto, con la proposta di gettare questo particolare granello di sabbia negli ingranaggi ben oliati della speculazione finanziaria, Tobin prospettava l'introduzione di una "tassa buona" per eccellenza, un modo concreto per rivalersi in qualche modo sui responsabili della speculazione selvaggia che poteva, essa sì, sconvolgere drammaticamente il nuovo assetto dell'economia mondiale.

Allo stesso tempo, tuttavia, attraverso questa idea sembrava altresì tranquillizzare la finanza internazionale, evocando la somministrazione di una sorta di dose placebo di "etica sociale" a garanzia della moderazione del mercato dei capitali. In questo auspicio di *self-restraint* del mercato, emergeva un valore aggiunto ulteriore della proposta, costituito dal razionalismo economico, riconducibile al retroterra culturale del modello interpretativo dell'economia adottato dallo studioso di Yale³⁰.

capitalismo d'azzardo introdotta da Keynes si proponeva di contrastare la speculazione – se del caso, rendendola inaccessibile e costosa attraverso lo strumento fiscale – la visione monetarista sosteneva che cercare di eliminare la volatilità dei mercati dovuta a modifiche dei fondamentali avrebbe costituito soltanto una distorsione in un mercato di concorrenza. Cfr. per tutti M. FRIEDMAN, *The case for flexible exchange rates*, in *Essays in Positive Economics*, Chicago, 1953, 175 ss.

³⁰In proposito, secondo alcuni, "la Tobin Tax lungi dal presentarsi come una proposta tecnica era radicata in una specifica visione dell'economia, legata alla teoria della concorrenza perfetta. In un mondo di ottimizzatori razionali solo chi è in preda ad una logica irrazionale tenderà di trarre vantaggio dalle eventuali e temporanee deviazioni dai valori finanziari attesi" (così J. HALEVI, *Interrogativi sulla Tobin Tax*, in R.

In concreto, e a prescindere dai profili tecnici dell'imposizione, l'obiettivo primario sotteso al modello in questione sembra dunque l'affermazione dell'imposta quale fattore – anche soltanto simbolico – di regolazione razionale dei mercati finanziari e, in definitiva, di incentivo all'ottimizzazione nell'uso e nell'allocatione delle risorse. Ciò in quanto, per Tobin “gli agenti economici che individuano possibilità di guadagno speculativo nei movimenti internazionali di capitale a breve termine appaiono come una superstruttura la cui influenza negativa può essere neutralizzata o comunque notevolmente affievolita dalla suddetta forma di imposta”³¹.

Per concludere con le parole dello stesso Tobin, questa è “la motivazione economica sottostante alla proposta di gettare qualche granello di sabbia negli ingranaggi dell'efficiente veicolo finanziario internazionale. Si tratterebbe, in un certo senso, di un ritorno ai movimenti di beni e capitali controllati che hanno permesso il funzionamento dei regimi internazionali passati. Ovviamente, non si auspica la restaurazione della congerie di controlli nazionalistici e burocratici di quei giorni. Diversamente, si dovrebbe individuare una modalità condivisa a livello internazionale, simmetrica e neutrale, che permetta di rallentare i flussi finanziari internazionali, interferendo il meno possibile con lo scambio di beni e servizi e l'allocatione efficiente di capitale reale tra le nazioni”³².

BELLOFIORE-E. BRANCACCIO (a cura di), *Il granello di sabbia: i pro e i contro della Tobin tax*, cit., 96 ss.). Nel flusso delle teorie economiche “eterodosse”, sviluppate negli anni Settanta da nekeynesiani e postkeynesiani, Tobin rappresenta quella che è stata definita la sintesi neoclassica, un contributo autorevole alla mediazione tra la teoria keynesiana e la teoria neoclassica tradizionale dell'equilibrio economico generale. In concreto, rispetto alla proposta di attribuire alla politica economica, sotto l'egida dell'interventismo pubblico, il compito di contrastare la normale condizione di equilibrio di sottoccupazione, l'impianto teorico proposto da Tobin suggeriva politiche economiche congiunturali, mirate all'attenuazione dei fenomeni ciclici e tendenti a rispettare il principio del bilancio statale in pareggio (cfr. M. LIMOSANI, *Tobin financial growth models: a reconstruction*, in N. SALVADORI-C. PANICO, *Classical, Neoclassical and Keynesian Views on Growth and Distribution*, Cheltenham, 2006, 167 ss.). Una raccolta completa dei saggi più significativi del Premio Nobel per l'Economia del 1981 si può leggere in J. TOBIN, *Moneta, crescita e scelte di portafoglio*, a cura di G. Zandano, trad. E. Arisi, V. Patrizi, M.C. Rondoni, Bologna, 1990.

³¹ Cfr. J. HALEVI, *Interrogativi sulla Tobin Tax*, cit., 96.

³² Così, testualmente, J. TOBIN, *Una tassa sulle transazioni valutarie: come e perché*, traduzione italiana del saggio *A Currency transaction Tax: Why and How*, pubblicato dallo stesso Tobin nel 1996 in *Open Economies Review*, oggi presente in J. TOBIN, *Tobin Tax. Perché una tassa sulle transazioni finanziarie*, cit., 23 ss. Nell'analisi qui ri-

5. Architettura complessiva, lineamenti sistematici e profili soggettivi del tributo ipotizzato da Tobin

Come appena visto, nella rappresentazione che ne faceva il suo stesso ideatore, l'imposta sulle transazioni finanziarie esprimeva la preferenza per un *soft approach* al controllo dei mercati valutari rispetto ad altre possibili opzioni assai più radicali, quali la paventata ipotesi di un ritorno a misure protezionistiche maggiormente severe³³.

Che il tributo dovesse avere una caratterizzazione "morbida", del resto, sembra del tutto evidente, se solo si riflette su alcune delle sue caratteristiche strutturali. Da un lato, la proposta nasceva con un intento preciso e limitato, orientata come era a colpire le sole transazioni speculative a breve termine, così da non ostacolare gli investimenti di medio-lungo periodo. Dall'altro, si immaginava l'applicazione di un'aliquota di modesta entità, in modo tale da ridurre al minimo l'impatto effettivo a carico degli operatori economici, specie quelli più tradizionali, come le imprese attive nell'esportazione o nell'importazione di merci: in questi casi, in concreto, l'onere del tributo sarebbe risultato certamente inferiore rispetto ai costi "vivi", come quelli di trasporto e non avrebbe superato quello dei contratti a termine stipulati per proteggersi dal rischio di cambio³⁴.

chiamata, non emerge dunque alcuna nostalgia per il sistema dei cambi fissi: la tradizionale controversia tra regimi di cambio fissi e flessibili deve, anzi, considerarsi obsoleta, in quanto "entrambi i regimi sono vulnerabili ai movimenti di capitale tra le valute". Essi richiedono cambi mutevoli, i quali a loro volta stimolano transazioni miranti a trarre profitto dai differenziali di interesse e dai movimenti dei tassi di cambio. In un regime di cambi flessibili, questi movimenti avvengono nei mercati, prevalentemente come risultato di transazioni private, sebbene talvolta per effetto di interventi valutari ufficiali. In un regime di cambi fissi, i cambiamenti nelle parità ai quali i governi nazionali e le banche centrali si vincolano richiedono decisioni ufficiali deliberate, di norma indotte forzatamente dall'incapacità del governo di mantenere gli impegni assunti in precedenza. E, a corredo di questa analisi, la precisazione secondo cui le speculazioni valutarie "avvengono in entrambi i regimi. La nostalgia per il sistema di Bretton Woods antecedente al 1971, o per un *gold standard* maturo, riflette la presenza di una sindrome da «erba più verde» piuttosto che un'analisi ponderata. In quei regimi di cambi fissi, le parità potevano essere cambiate, e lo furono".

³³ In uno studio recente, lo mette bene in evidenza G. FORTE, *L'imposta sulle transazioni finanziarie*, Roma, 2016, 27 ss.

³⁴ Per questi profili, si vedano P.B. SPAHN, *International Financial Flows and Transaction Taxes: Survey and Options*, in *IMF Working Paper*, WP/95/60, giugno 1995, 1 ss.; B. EICHENGREEN-C. WYPLOSZ, *Taxing International Financial Transac-*

Questa caratterizzazione “leggera”, peraltro, determinava non poche incertezze in merito alla definizione degli elementi essenziali del tributo, a partire anzitutto dalla individuazione dei soggetti passivi.

La proposta di Tobin non conteneva indicazioni particolarmente dettagliate rispetto a questo profilo, il che lasciava presupporre un campo di applicazione piuttosto esteso sul piano soggettivo. Una volta individuata la tipologia di operazioni da tassare, queste sarebbero state assoggettate al prelievo in capo a qualunque tipo di operatore, pubblico o privato, senza ulteriori distinzioni riguardanti la nazionalità o altri elementi di carattere personale³⁵.

Il fuoco del ragionamento, infatti, era molto semplicemente che “grandi quantità di risorse intellettuali e imprenditoriali vengono sprecate in speculazioni finanziarie, in giochi a somma zero” e che “almeno le strutture bancarie, responsabili della problematica perfezione dei mercati valutari, sarebbero tassate, così come lo sarebbero le multinazionali”³⁶.

Più che i profili soggettivi, insomma, a James Tobin interessavano maggiormente la delimitazione del perimetro oggettivo di applicazione e la sua dimensione “uniforme”, a prescindere dalla natura giuridica degli operatori coinvolti.

In concreto, però, laddove fosse stata effettivamente introdotta, è evidente che ragioni politiche – o magari di semplice opportunità – avrebbero facilmente condotto a concedere esenzioni nei confronti di alcune tipologie di soggetti.

Innanzitutto, per garantire l'efficacia delle politiche monetarie volte a stabilizzare i tassi di cambio sarebbe stato ragionevole esentare gli interventi effettuati sui mercati valutari dalle autorità monetarie per tutelare le proprie monete. In secondo luogo, si sarebbe aperta la questione degli operatori istituzionali, deputati a svolgere importanti funzioni pubbliche di

tions to Enhance the Operation of International Monetary System, in *The Tobin Tax – Coping with Financial Volatility*, a cura di M. UL HAQ-I. KAUL-I. GRUNBERG, Oxford, 1996, 25 ss.

³⁵ Così, in un passaggio illustrativo della sua proposta, Tobin spiegava che “la Gran Bretagna, per esempio, sarebbe stata responsabile della tassazione di tutte le transazioni intervalutarie delle banche e dei broker localizzati a Londra, anche quando la sterlina non fosse interessata” (J. TOBIN, *Proposta per la riforma del sistema monetario internazionale*, cit., 20-21).

³⁶ Cfr. J. TOBIN, *Una tassa sulle transazioni finanziarie: come e perché*, in ID., *Tobin Tax. Perché una tassa sulle transazioni finanziarie*, cit., 30.