

L'IMPATTO DELLA TASSA SULLE TRANSAZIONI FINANZIARIE SUGLI UTENTI FINALI IN 11 PAESI UE

AUTORI

James Davis

Ben Smith

Michael Wagner

Ronan O'Kelly

PRESUPPOSTI E LIMITI DI UTILIZZO DELLA RELAZIONE

L'Association for Financial Markets in Europe (AFME) ha conferito a Oliver Wyman l'incarico di valutare l'impatto sugli utilizzatori finali europei della tassa sulle transazioni finanziarie (FTT) la cui adozione è stata proposta dall'Unione Europea. La relazione si basa su fonti pubbliche e applica metodologie supportate da studi empirici. In aggiunta, nella preparazione della presente relazione sono stati intervistati più di 30 operatori del mercato tra cui investitori di lungo termine, direttori finanziari di società, e intermediari attivi sui mercati primari e secondari.

Oliver Wyman non sarà responsabile nei confronti di soggetti terzi in connessione alla presente relazione o in relazione a qualsiasi azione intrapresa o decisione assunta per effetto dei risultati, delle indicazioni o delle raccomandazioni contenuti nella presente. Le opinioni espresse nella presente relazione sono valide per le sole finalità indicate nella stessa ed alla data odierna. Le informazioni che ci sono state fornite da soggetti terzi e sulla base delle quali è stata, in tutto o in parte, predisposta la presente relazione, sono state ritenute attendibili ma non hanno costituito oggetto di alcuna verifica. Non viene prestata alcuna garanzia in relazione all'accuratezza delle suddette informazioni. Le informazioni di pubblico dominio e i dati afferenti il settore industriale e di carattere statistico contenuti nella presente relazione provengono da fonti ritenute attendibili da Oliver Wyman; tuttavia, Oliver Wyman non presta alcuna garanzia in relazione all'accuratezza o completezza delle suddette informazioni che dichiara di aver accettato senza condurre nessuna ulteriore verifica. Oliver Wyman non assume alcuna responsabilità in relazione a eventuali modifiche nelle condizioni del mercato, nelle leggi ovvero nei regolamenti e non assume alcun obbligo di revisione/aggiornamento della presente relazione allo scopo di riflettere le modifiche, gli eventi o le circostanze che si verifichino successivamente alla data della presente.

ESTRATTO

La presente relazione valuta l'impatto della tassa sulle transazioni finanziarie proposta dall'Unione Europea (TTF) sugli utenti finali. L'analisi si basa su una serie di fonti pubbliche, metodologie supportate da studi empirici, e interviste agli operatori finanziari e agli utenti finali. Anche se gli utenti finali non sono l'obiettivo diretto della tassa, riteniamo che potrebbero sostenere costi elevati la cui entità è stata fino ad oggi sottovalutata. Questi effetti avranno implicazioni sull'economia reale e ridurranno il reddito generato dai risparmi a lungo termine e gli investimenti aziendali.

In particolare, riteniamo che siano stati sottovalutati due effetti fondamentali:

- Le imposte pagate nel sistema finanziario sono troppo elevate per essere assorbite dal sistema finanziario stesso e quindi sarebbero in gran parte trasferite sugli utenti finali
- La ridotta liquidità nel sistema aumenterebbe i costi di transazione per gli utenti finali

Stimiamo che l'applicazione della tassa comporterebbe una riduzione annua dei flussi di cassa di €30–50 miliardi, che sarebbe realizzata in tre modi diversi:

- I titoli emessi da soggetti appartenenti agli 11 Paesi Ue in oggetto subirebbero una perdita di valore in conseguenza della riduzione dei flussi di cassa da loro derivanti, causando perdite ai detentori di tali titoli
- Le imprese e i governi appartenenti agli 11 Paesi Ue in oggetto dovrebbero finanziarsi sul mercato dei capitali a prezzi più alti, per far fronte all'abbassamento delle valutazioni dei suddetti titoli
- Tutte le parti troverebbero più costoso gestire nel continuo i rischi finanziari, come ad esempio, il rischio di tasso di interesse e il rischio di cambio

Questi effetti potrebbero creare costi rilevanti per gli utenti finali:

- Le imprese dovrebbero affrontare costi annui di €8–10 miliardi, pari al 4–5% degli utili netti nelle economie colpite
- I governi dovrebbero affrontare costi annui di €15–20 miliardi, pari a circa l'1% delle loro emissioni di debito annue
- Gli investitori subirebbero immediatamente una perdita di valore dei loro investimenti del 4–5% (pari a un calo di €260–340 miliardi del valore delle attività). Inoltre, dovrebbero affrontare costi annui di €5–15 miliardi per l'aumento dei costi di gestione del rischio

Ci sarebbero probabilmente anche effetti rilevanti di secondo ordine sui mercati del funding bancario, sulla trasmissione della politica monetaria e sulla competitività delle banche degli 11 Paesi Ue in oggetto nel corporate banking e nel mercato dei derivati. In questo studio non abbiamo quantificato questi effetti di secondo ordine.

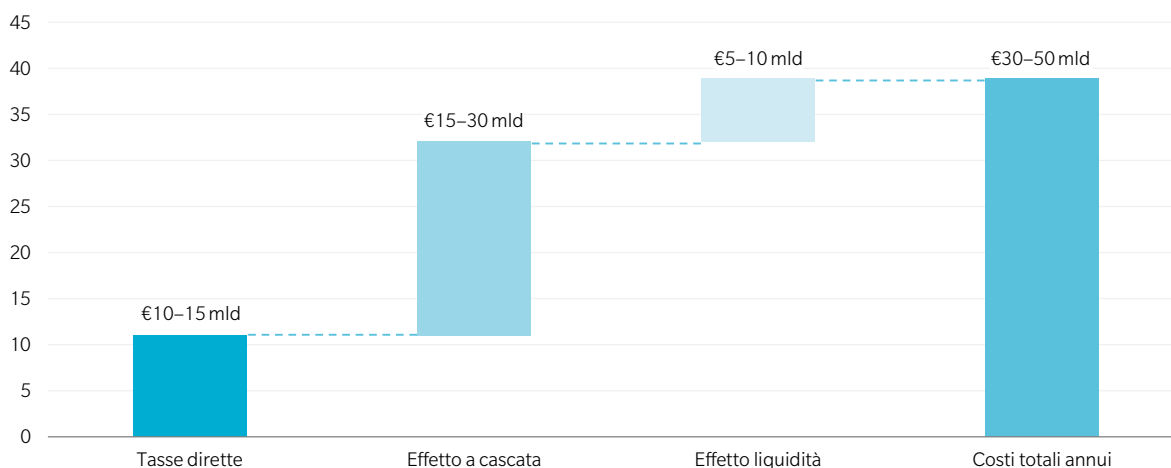
SINTESI DEI RISULTATI

IMPATTO DELLA TASSA SUGLI UTENTI FINALI

La presente relazione valuta l'impatto della tassa sulle transazioni finanziarie proposta dall'Unione Europea sugli utenti finali, come ad esempio gli investitori a lungo termine, i governi e le società. La tassa proposta si applicherebbe in 11 paesi dell'UE (gli "11 Paesi Ue"¹) e si applicherebbe a tutte le transazioni effettuate dalle istituzioni finanziarie di tali paesi e a tutte le operazioni relative ai titoli finanziari emessi da soggetti di tali paesi. L'introduzione della tassa proposta è stata prevista per la metà del 2014.

Riteniamo che i costi totali per gli utenti finali si aggireranno intorno a €30–50 miliardi all'anno, divisi in tre grandi categorie:

FIGURA 1: IMPATTO ANNUALE SUGLI UTENTI FINALI (€ MLD)



Fonte: analisi di Oliver Wyman

- **Tasse dirette:** Gli utenti finali pagheranno direttamente €10–15 miliardi. La tassa sarà pagata dagli investitori a lungo termine, ad esempio, sui fondi pensione, dalle compagnie assicurative e dai gestori patrimoniali, che continueranno ad avere necessità di effettuare continue negoziazioni per gestire i loro investimenti e rischi. La tassa si applica solo alle istituzioni finanziarie, pertanto le aziende e i governi non pagherebbero la tassa direttamente
- **Effetto a cascata:** Ulteriori €15–30 miliardi si riferiscono alle tasse pagate dagli operatori finanziari, ma trasferite agli utenti finali attraverso più ampi bid-ask spread. L'aliquota fiscale proposta (1 punto base per i derivati, 10 punti base per altri prodotti) è un multiplo degli spread attuali nella maggior parte dei mercati. Quindi solo una piccola parte della tassa potrebbe essere assorbita dagli operatori finanziari. La maggior parte di essa verrebbe trasferita sugli utenti finali
- **Effetto sulla liquidità:** Ulteriori €5–10 miliardi riflettono l'aumento dei costi di transazione, in quanto il bid-ask spread aumenta in seguito a una riduzione dei volumi e a una minore liquidità. Studi empirici mostrano che ridotti volumi di scambio sono associati ad un aumento del bid-ask spread, il che rappresenta un ulteriore aumento dei costi di transazione per gli utenti finali

¹ Austria, Belgio, Estonia, Francia, Germania, Grecia, Italia, Portogallo, Slovacchia, Slovenia e Spagna

EFFETTO A CASCATA – LE TASSE DEGLI OPERATORI FINANZIARI DEVONO ESSERE TRASFERITE

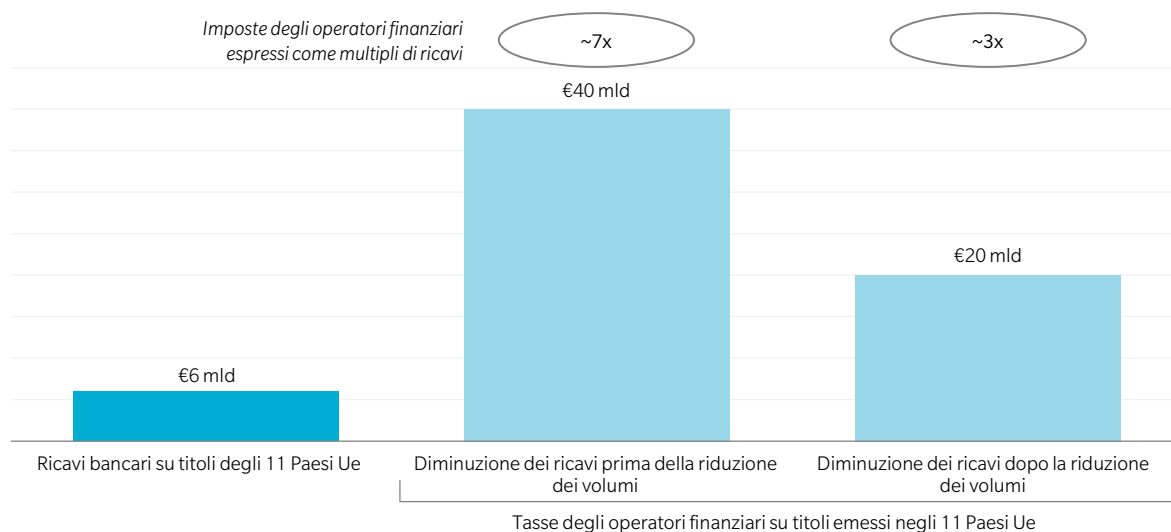
Un elemento chiave della nostra tesi è che i clienti finali non affronterebbero solo i costi della tassa a loro imputata direttamente, ma anche subirebbero un "effetto a cascata", in quanto su di loro verrebbero riversate anche le imposte pagate dagli intermediari finanziari sulle relative negoziazioni effettuate. Questo effetto è importante: il costo per i clienti finali dell'effetto a cascata è significativamente più elevato rispetto alle tasse che pagherebbero direttamente loro stessi.

L'effetto a cascata è così rilevante perché ad ogni singola transazione riguardante gli utenti finali sono in genere associate diverse transazioni tra distributori e altri intermediari, ognuna delle quali sarà tassata. Queste transazioni sono fondamentali per facilitare l'attività commerciale e la gestione del rischio. Per esempio, un operatore finanziario che acquista titoli da un cliente può avere bisogno di effettuare scambi multipli più piccoli con altri clienti o operatori finanziari al fine di vendere i titoli ed evitare di accumulare elevate esposizioni al rischio. Quindi, anche se prevediamo che l'applicazione della tassa avrà come conseguenza una forte riduzione dei volumi scambiati e, in particolare, un netto calo degli scambi tra utenti non finali, una percentuale significativa di questa attività continuerà perché è un elemento vitale per il funzionamento del mercato dei titoli.

Poiché l'aliquota fiscale proposta è un multiplo degli attuali bid-ask spread in molti mercati, l'imposta non potrà essere assorbita all'interno dello spread esistente. Ad esempio, nei mercati azionari la tassa di 20 punti base² si contrappone a un bid-ask spread inferiore a 5 punti base per i titoli a grande capitalizzazione.

Un altro modo di analizzare questo effetto, è quello di confrontare i ricavi totali generati dagli operatori finanziari su titoli scambiati sui mercati degli 11 Paesi Ue, con l'imposta che dovrebbero pagare su tale attività. La Figura 2 mostra tale analisi per i titoli di debito e azionari degli 11 Paesi Ue. L'imposta dell'operatore finanziario sarebbe 7 volte maggiore rispetto agli attuali ricavi da market making registrati sui mercati azionari e obbligazionari. Tenendo conto della riduzione su larga scala dei volumi scambiati che prevediamo si verificherebbe in seguito all'introduzione della tassa, l'imposta versata si dimezzerebbe, ma rimarrà comunque pari a 3 volte i ricavi attuali dell'operatore finanziario.

FIGURA 2: RAPPORTO TRA I RICAVI DEGLI OPERATORI FINANZIARI E LE IMPOSTE DEI MARKET-MAKER SU TITOLI EMESSI NEGLI 11 PAESI UE



Fonte: Dati e analisi di Oliver Wyman

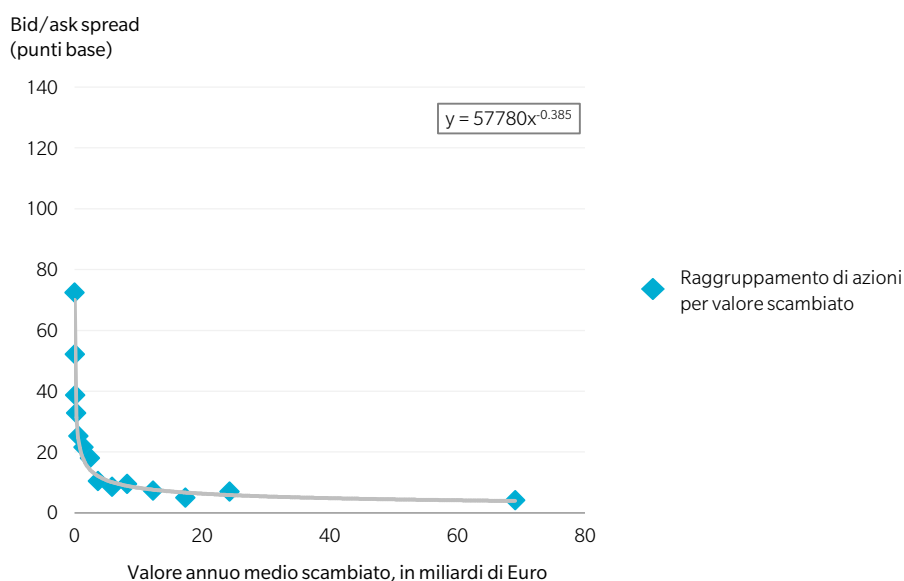
Note: I ricavi bancari e le tasse si riferiscono solo ai titoli emessi negli 11 Paesi Ue (ad esempio, sotto il principio di emissione). Non include ricavi e imposte sui derivati e sui titoli emessi al di fuori degli 11 Paesi Ue (ad esempio, in base al principio di residenza).

EFFETTO SULLA LIQUIDITÀ – MINORI VOLUMI FAREBBERO AUMENTARE I COSTI DI TRANSAZIONE

Gli utenti finali dovrebbero anche sostenere i maggiori costi di transazione derivanti dalla diminuzione dei volumi scambiati sul mercato. Attualmente i market maker forniscono liquidità al mercato tramite i frequenti scambi che effettuano a basso costo, rendendo più facile per gli operatori finanziari trovare rapidamente acquirenti e venditori. La TTF renderebbe la maggior parte di queste attività non profittevoli e porterebbe ad una drastica riduzione dei volumi e della liquidità.

Un mercato con meno liquidità richiede una maggiore assunzione di rischi da parte dei market maker, in quanto richiede un inventory più ampio e periodi di detenzione più lunghi. Questo significa un aumento dei costi del capitale per gli operatori finanziari, che a sua volta porta a spread più ampi. Può infatti essere empiricamente osservato uno stretto rapporto inversamente proporzionale tra volumi e bid-ask spread sia all'interno di un mercato che tra i mercati stessi. La Figura 3 mostra un esempio di questo rapporto riferito a titoli azionari degli 11 Paesi Ue.

FIGURA 3: VOLUMI DI SCAMBI PIÙ BASSI SONO ASSOCIATI A UN MAGGIORE BID-ASK SPREAD²
RAPPORTO OSSERVATO TRA BID-ASK SPREAD E VOLUMI SCAMBIATI PER TITOLI DEGLI 11 PAESI UE



Fonte: Mercati di riferimento dove si svolgono le contrattazioni, Thomson Reuters, analisi di BofAML, analisi di Oliver Wyman

LE CLASSI DI ATTIVITÀ HANNO CARATTERISTICHE DIVERSE

L'impatto della tasa varia tra le diverse tipologie di asset, che riflettono le differenze tra i mercati in termini di dimensioni e struttura.

- I cash equities sono solitamente oggetto di contrattazione in Borsa e in generale presentano spread bassi. Mentre l'effetto liquidità sarà significativo per alcuni titoli poco scambiati, per il mercato globale il principale impatto della tasa sarà l'"effetto a cascata", anche ipotizzando una riduzione estrema dei volumi
- I mercati dei titoli di Stato sono di vaste dimensioni e altamente liquidi, con un turnover annuo tre volte l'ammontare in circolazione. Il mercato è sostenuto dal market maker ed è fortemente collegato ad altri mercati, come ad esempio, il mercato dei derivati e dei pronti contro termine. In quanto non è chiaro come la TTF influenzerà un mercato così dipendente dai market maker, il nostro modello tiene conto di due scenari: il primo, dove a un

² Basato su 13.000 titoli emessi negli 11 Paesi Ue. Il volume illustrato include il volume scambiato. Lo spread è in base alla presenza degli ordini nel relativo registro

importante diminuzione dei volumi, segue un effetto di ampia portata sulla liquidità ma un effetto a cascata molto più contenuto, il secondo dove a una leggera diminuzione dei volumi, segue un effetto ridotto sulla liquidità, ma un significativo effetto a cascata

- I mercati delle obbligazioni corporate sono caratterizzati da minore liquidità, riflettendo una maggiore eterogeneità di strumenti (le aziende emettono una gamma di strumenti di debito con diverse scadenze e strutture) e un comportamento buy-and-hold degli investitori. Pertanto, l'impatto principale avviene attraverso un effetto sulla liquidità
- I mercati dei derivati subirebbero un effetto più moderato sugli spread, ma un effetto marcato sulle dinamiche competitive. Riteniamo che il "issuance principle" non si applicherebbe ai contratti derivati OTC, come ad esempio i contratti swap sui tassi d'interesse in euro, il che significa che le banche al di fuori degli 11 Paesi Ue sarebbero esentate dal pagamento della tassa. Ciò creerebbe una situazione di svantaggio competitivo insormontabile nell'attività di contrattazione per le banche degli 11 Paesi Ue, e questa attività si sposterebbe verso le banche al di fuori degli 11 Paesi Ue. Le perdite per le banche degli 11 Paesi Ue sarebbero superiori al mancato utile derivante dall'attività di market making, in quanto l'attività sul mercato dei derivati OTC è una parte importante dell'offerta con cui le banche ampliano i rapporti bancari con i clienti corporate

FIGURA 4: DIFFERENZE STRUTTURALI FONDAMENTALI TRA LE TIPOLOGIE DI ASSET DI ATTIVITÀ

	Cash equities	Titoli di Stato	Obbligazioni corporate	Derivati su cambi e tassi di interesse
Dimensioni: Volumi correnti	8 mila miliardi di €	18 mila miliardi di €	460 miliardi di €	50 mila miliardi di € ³
Liquidità: velocità media annua degli scambi	2.2x	3.1x	0.6x	21x (FX) 1.4x (IRD)
Tipici spread bid-ask ⁴	10 punti base	15 punti base	40 punti base (IG) 90 punti base (HY)	0.04 punti base (FX fwds) 2.5 punti base (IRS)

Fonte: Mercati di riferimento dove si svolgono le contrattazioni, Datastream, BIS, banche centrali e DMO, analisi di Oliver Wyman

LE RISPOSTE COMPORTAMENTALI SONO UNA CAUSA FONDAMENTALE DI INCERTEZZA

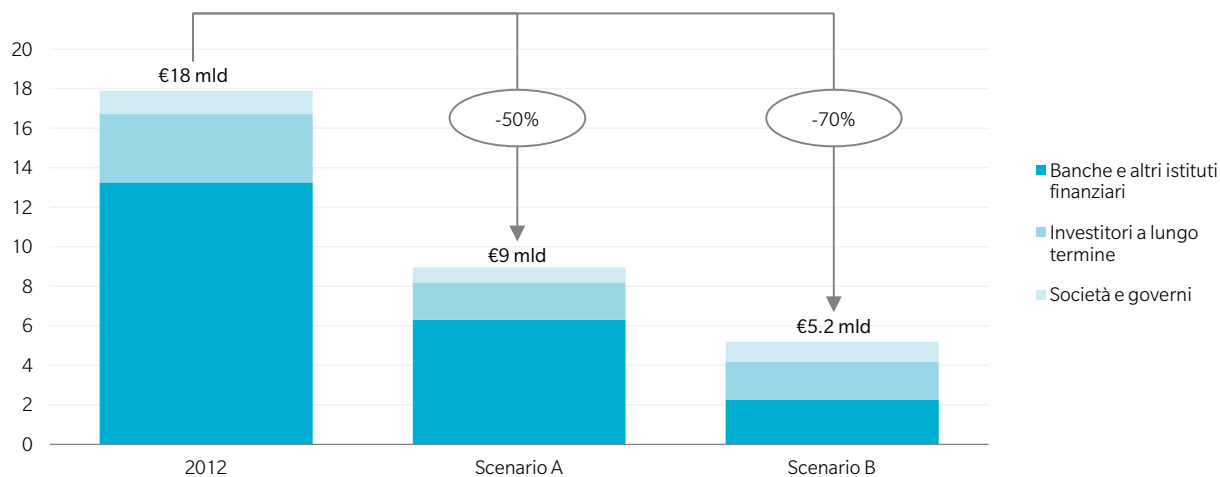
La nostra analisi si basa su ipotesi riguardanti le risposte comportamentali alle nuove tasse. Queste ipotesi si fondano sulla teoria economica, su dati dettagliati dei volumi e dei prezzi attualmente vigenti sui mercati azionari europei, su interviste con gli utenti finali e altri operatori del mercato. Tuttavia, è difficile prevedere con precisione le reazioni del mercato. Quindi è importante capire la sensibilità dei risultati a ipotesi alternative. Abbiamo creato due scenari alternativi per ogni classe di attività: Lo Scenario A utilizza ipotesi conservative⁵ sulle diminuzioni dei volumi, mentre lo Scenario B si basa su un cambiamento più radicale nel comportamento e nella struttura del mercato.

³ Volumi di derivati su cambi e tassi di interesse scambiati da utenti finali degli 11 Paesi Ue

⁴ Media ponderata dei bid-ask spread per strumenti degli 11 Paesi Ue; tenore di 1 mese utilizzato per derivati su cambi/tassi di interesse

⁵ Tutto il volume diminuisce sulla base di ipotesi dettagliate sui comportamenti delle controparti sottostanti, sviluppate e perfezionate con interviste ai partecipanti del mercato

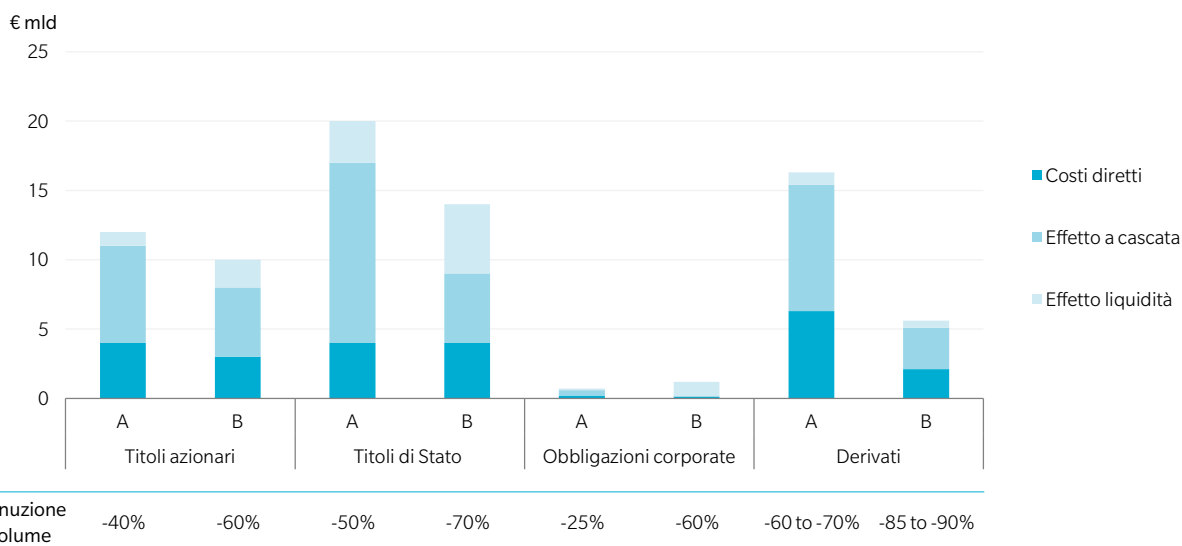
FIGURA 5: VOLUMI ANNUI PER TIPO DI CLIENTE (€ MLD)
ESEMPIO SUI TITOLI DI STATO



Fonte: BCE, banche centrali e DMO, analisi di Oliver Wyman

In generale, le riduzioni di volume più radicali previste dallo Scenario B implicano minori costi a "effetto a cascata" perché con volumi più bassi vengono pagate meno tasse che, di conseguenza, vengono trasferite in misura minore sugli utenti finali. Tuttavia, poiché i volumi scendono così tanto, l'effetto liquidità sui costi di transazione è maggiore. Poiché "l'effetto a cascata" sui costi è maggiore dell'"effetto liquidità", lo Scenario A, dove i volumi diminuiscono in misura minore, crea un maggior costo aggiuntivo per gli utenti finali. È importante notare, tuttavia, che questi dati non includono il costo implicito aggiuntivo per gli utenti finali derivante dal fatto di non effettuare transazioni; ciò si tradurrà in ridotti rendimenti del portafoglio o in rischi aggiuntivi (mancanza di copertura) per gli utenti finali.

FIGURA 6: SINTESI DELL'IMPATTO ANNUALE PER CLASSE DI ATTIVITÀ (€ MLD)



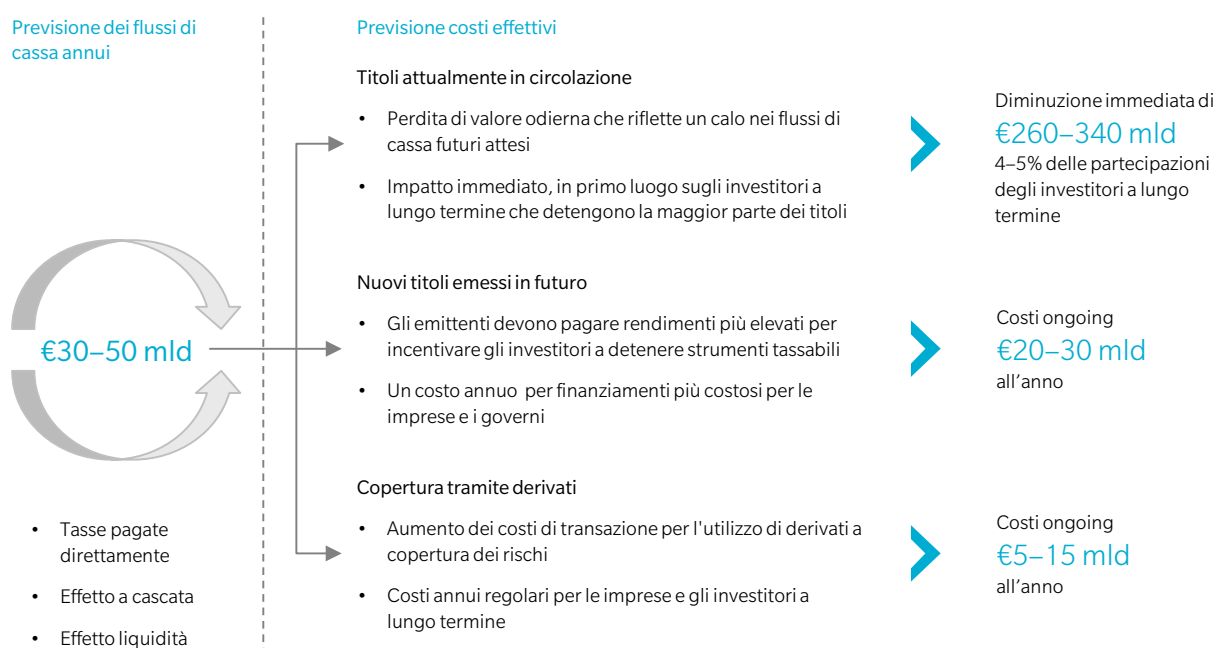
Fonte: analisi di Oliver Wyman

I COSTI SONO REALIZZATI SU TRE CANALI

La cifra di €30–50 miliardi annui rappresenta una previsione dei flussi di cassa dei costi per gli utenti finali derivanti dalla tassa. In realtà, però, il mercato anticiperebbe i maggiori costi di transazione futuri con l'aumento dei prezzi correnti. I costi della tassa si ripercuoterebbero sugli utenti finali in tre modi:

- I titoli in circolazione emessi prima dell'introduzione della tassa dai soggetti degli 11 Paesi Ue si troverebbero ad affrontare un perdita di valore. Il costo futuro della tassa rappresenta una riduzione dei flussi di cassa futuri attesi da tali titoli. Ciò imporrebbe perdite sul mercato per i detentori di tali titoli, in quanto il mercato rivaluterebbe tali strumenti per includere la TTF
- I nuovi titoli finanziari emessi da soggetti degli 11 Paesi Ue dopo l'introduzione della tassa otterrebbero valutazioni più basse, imponendo così costi di finanziamento più alti agli emittenti di titoli degli 11 Paesi Ue. Molti investitori avrebbero la possibilità di scegliere tra strumenti tassabili di emittenti degli 11 Paesi Ue e strumenti non soggetti a tassazione di altri emittenti, e pertanto pretenderebbero un rendimento maggiore dagli emittenti UE-11 per compensare i costi di transazione più elevati associati ai titoli degli 11 Paesi Ue
- La copertura tramite derivati diventerebbe nel continuo più costosa, imponendo costi sia sugli emittenti, sia sugli investitori che cercano di gestire i rischi finanziari, ad esempio, il rischio di tasso di interesse e il rischio di cambio

FIGURA 7: SCHEMA DELL'IMPATTO DEI COSTI DELLA TTF: RAPPORTO TRA COSTI ANNUALI E COSTI EFFETTIVI



Fonte: Analisi di Oliver Wyman

COSTI PER LE IMPRESE

Si stima che i costi annui per le imprese degli 11 Paesi Ue aumenterebbero di €8–10 miliardi in quanto il finanziamento e la gestione del rischio diventerebbero più costosi, il che equivale al 4–5% degli utili aziendali netti⁶ nelle economie colpite, e avrà un impatto significativo sulla capacità delle imprese di investire o di pagare i dividendi.

€7–8 miliardi della suddetta cifra sono legati ai maggiori costi di funding sul mercato obbligazionario e azionario in quanto gli investitori pretenderebbero rendimenti più elevati per compensare l'aumento dei costi delle transazioni. Ciò

⁶ Utili netti 2011

comporta un aumento di 10–20 punti base del rendimento delle future emissioni di debito societario (cioè, il tasso di interesse pagato dalla società), e una riduzione del 6–8% della capitalizzazione di mercato sulle future emissioni azionarie.

I restanti €1–3 miliardi di costi annui si riferiscono alla gestione del rischio di cambio e del rischio di tasso di interesse. Alcune aziende cercheranno di aggirare l'imposta, ad esempio, spostando l'attività e il finanziamento in veicoli esteri. Ma anche questo avrà un costo e probabilmente solo le imprese più grandi potranno ricorrere a questa soluzione. Ci sono anche da considerare i costi relativi a una maggiore assunzione di rischi finanziari da parte degli utenti finali. La nostra analisi indica un ridotto utilizzo di derivati per finalità di gestione del rischio in quanto questi strumenti diventerebbero più costosi. Ciò implica una maggiore assunzione di rischio finanziario da parte delle imprese che scelgono di non gestire il rischio di tasso di interesse e cambio.

“Un aumento di 10–20 punti base del costo del capitale è significativo e può essere l'elemento discriminante per decidere se un progetto di infrastrutture possa essere portato avanti o no”

Società energetica degli 11 Paesi Ue

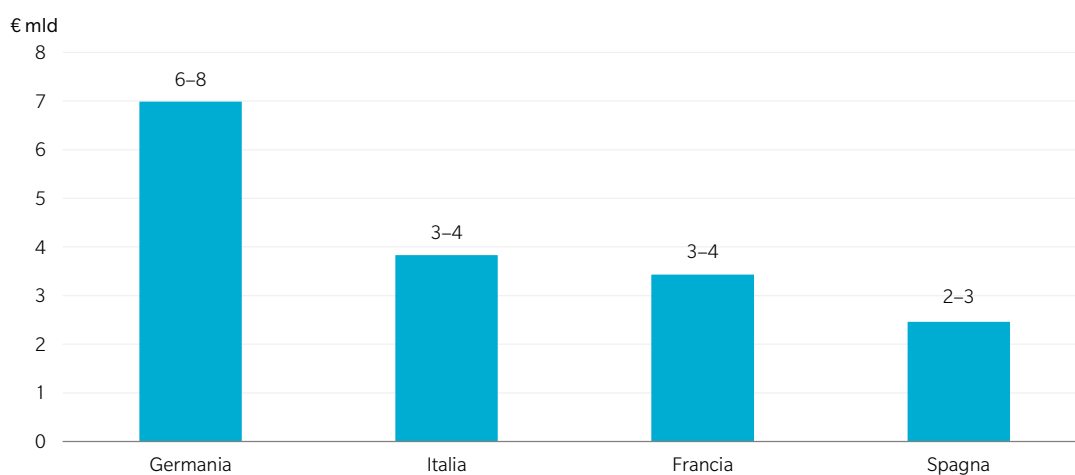
Da un'intervista condotta su un campione di imprese è emersa una diffusa preoccupazione per i previsti costi della tassa e per le implicazioni per la loro attività. Tali imprese si aspettano un aumento dei costi di finanziamento che ridurrebbero gli investimenti in progetti di infrastrutture, in quanto gli investimenti marginali risulterebbero in perdita. Ciò preoccupa in particolare modo i settori ad alta intensità di capitale, come i servizi di pubblica utilità e il settore industriale. Questi impatti sono particolarmente negativi, dato che l'obiettivo più ampio in Europa è quello di ridurre la dipendenza dal credito bancario, che diventerà più costoso con Basilea 3 e l'introduzione del leverage ratio. Le imprese si aspettano anche un calo dei profitti e una volatilità degli utili intensificata a seguito di un aumento dei costi di copertura. Ciò farà scendere ulteriormente le quotazioni azionarie in quanto gli investitori sconteranno questa volatilità.

COSTI PER I GOVERNI

Si stima che i costi di finanziamento annui dei governi degli 11 Paesi Ue aumenteranno di €15–20 miliardi, pari a circa l'1% del totale del debito emesso dai governi nel 2012.

FIGURA 8: AUMENTO DEI COSTI DI FINANZIAMENTO PER I GOVERNI DEGLI 11 PAESI UE

AUMENTO DEI COSTI ANNUI DI FINANZIAMENTO ATTRIBUIBILE ALLA TTF, GOVERNI SELEZIONATI, € MLD



Emissione di debito a lungo termine 2011 (€ mld)	440	480	600	220
Effetto fiscale in % su emissione a lungo termine	1.6%	0.8%	0.6%	1.1%

Fonte: OCSE, analisi di Oliver Wyman

Oggi il mercato dei titoli di Stato è altamente liquido, consentendo così agli investitori di riequilibrare i loro investimenti partecipazioni a un costo di transazione basso, e permettendo ai titoli di Stato di svolgere altri ruoli importanti nel sistema finanziario, in particolare come garanzie e riserve bancarie. Tale liquidità è supportata da un'attività di contrattazione dinamica, in gran parte gestita da operatori sui mercati primari, un sistema in cui gli operatori finanziari effettuano transazioni tra loro per facilitare gli ordini dei clienti. La TTF proposta comprometterebbe la redditività delle contrattazioni, obbligando i market maker a imputare i costi di questi scambi "a cascata" sui clienti finali oppure a ridurre drasticamente la fornitura di liquidità al mercato, con un corrispondente aumento dello spread. Gli investitori esigerebbero rendimenti maggiori per compensare questo aumento dei costi di transazione, aggiungendo 20–30 punti base annui ai rendimenti del debito sovrano degli 11 Paesi Ue.

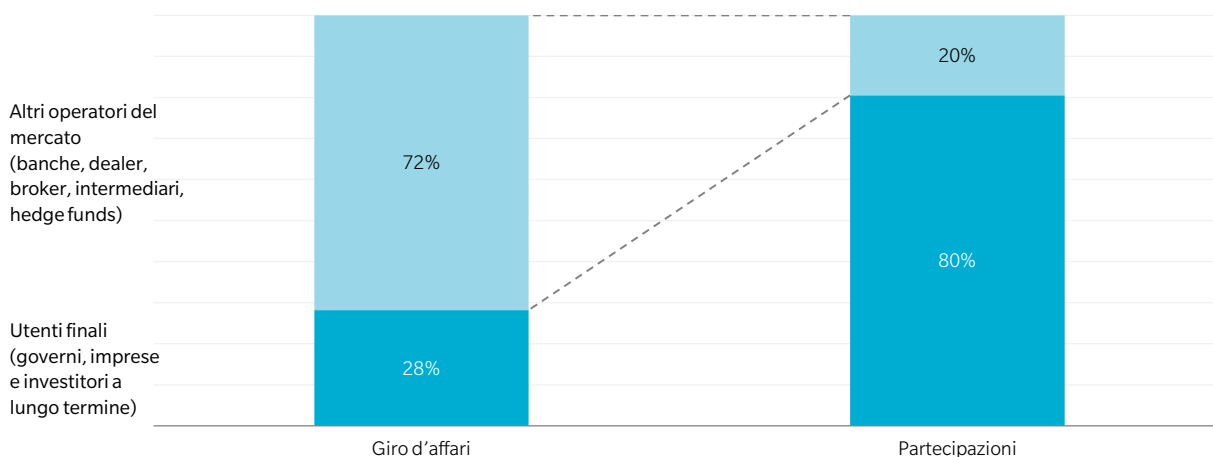
COSTI PER GLI INVESTITORI A LUNGO TERMINE

I gestori patrimoniali e i fondi pensione che investono in titoli degli 11 Paesi Ue si troveranno ad affrontare una riduzione del valore patrimoniale di €260–340 miliardi, che rappresenta un calo del 4–5% del valore delle loro partecipazioni attuali. Ciò deriverebbe da un aumento dei costi di transazione e una diminuzione dei flussi di cassa attesi riflessi nella valutazione degli asset. Questo effetto è stato osservato anche in altri mercati che hanno introdotto imposte su compravendite di azioni ed è supportato da una serie di altri studi⁷. Mentre gli utenti finali rappresentano una minoranza per le attività di trading, essi rappresentano la maggioranza dei detentori di titoli. Gli utenti finali dovrebbero quindi sopportare la maggior parte dei costi di questa diminuzione di valore.

“La TTF colpirà direttamente i valori patrimoniali e ridurrà i rendimenti degli investitori retail”

Asset manager tedesco

FIGURA 9: GLI UTENTI FINALI SONO I PRINCIPALI DETENTORI DI TITOLI, QUINDI SU DI LORO GRAVA LA MAGGIOR PARTE DEL COSTO CHE SCATURISCE DALLA DIMINUZIONE DEI PREZZI DELLE ATTIVITÀ



Fonte: BCE, BATS Global Markets, uffici di gestione del debito pubblico, analisi di Oliver Wyman

⁷ For example: Umlauf (1993) demonstrated that the Swedish stamp duty on equity trades (1%) resulted in ~5% decline in asset values of Swedish equities 30 days prior to the introduction of the tax. Bond, Hawkins & Klemm (2004) found that UK equity values were affected by levels of stamp duty, showing that announcements of changes in the tax rate in 1984, 1986 and 1990 “had a significant and positive effect on the price” of the security

“Facciamo un uso elevato di strumenti derivati – usiamo i future per aumentare/diminuire la duration dei nostri flussi di cassa in modo da poter far fronte ai rimborsi/afflussi degli investitori al dettaglio: non siamo in grado di passare a un puro modello buy-to-hold”

Asset manager tedesco

Gli investitori dovrebbero inoltre affrontare un costo annuale di €5–15 miliardi relativo al maggior costo di gestione del rischio in quanto i derivati diventerebbero più cari. Le nostre interviste con gli investitori a lungo termine hanno rivelato notevoli preoccupazioni circa l'impatto sia sul mercato dei titoli sia su quello dei derivati. Le possibilità per gli investitori a lungo termine di ridurre la frequenza degli scambi sono limitate perché la maggior parte è tenuta a gestire attentamente il profilo degli asset in cui investono con le liabilities nei confronti dei loro clienti finali (risparmiatori, assicurati e i pensionati) riequilibrando i portafoglio tramite la negoziazione titoli e utilizzando strumenti derivati per gestire i rischi.

L'effetto netto sarà quello di ridurre i rendimenti per i risparmiatori e gli investitori, in quanto le valutazioni delle attività scenderanno e le spese regolari di gestione del rischio saliranno. Un gestore patrimoniale che abbiamo intervistato ha stimato che un piano di risparmio Riester a 40 anni (piano di risparmio tedesco garantito dallo Stato) subirebbe una riduzione del 3–10% del valore del patrimonio accumulato, riducendo effettivamente il valore dei risparmi di ogni individuo di 4–15 mila euro.

IMPATTI DI SECONDO ORDINE

Ci sono poi una serie di altre considerazioni importanti in merito agli impatti di secondo ordine per gli utenti finali, non quantificate in questo studio, ma su cui vale comunque la pena soffermarsi.

Il più importante è l'impatto sul sistema bancario. Anche se non abbiamo considerato le banche come utenti finali in questo studio, l'imposta impone costi anche su di loro, alcuni dei quali possono essere trasferiti sugli utenti finali. Le banche fanno affidamento sui mercati di capitali sia per il finanziamento (emissione di debito e di titoli azionari) sia per la gestione del rischio (con i derivati) e quindi sopportano costi simili ad altri emittenti. Esse, inoltre, detengono grandi quantità di titoli di Stato, che sono ampiamente usati come forma di garanzia e che le banche sono incentivate a tenere in portafoglio in base alle regole sulla liquidità di Basilea 3 (LCR⁸ e NSFR⁹). Come titolari di questi e di altri titoli, le banche dovrebbero affrontare costi analoghi a quelli descritti per gli investitori a lungo termine in seguito all'applicazione della TTF. Facendo aumentare i costi delle banche che operano negli 11 Paesi Ue, la TTF probabilmente farebbe incrementare anche il costo dei prestiti bancari per gli utenti finali di tali paesi.

“Vorremmo migrare la nostra attività di trading dei derivati a Londra o in Lussemburgo e cessare l'attività di trading con le banche degli 11 Paesi Ue”

Società internazionale di beni di consumo

Si devono fare anche considerazioni a livello di concorrenza. La TTF mette le banche degli 11 Paesi Ue in una posizione di svantaggio competitivo sui mercati dei derivati OTC, dal momento che verranno tassate su tutte le operazioni sui derivati a livello mondiale (mentre le banche estere saranno tassate solo sugli scambi con le controparti degli 11 Paesi Ue). Ciò avrà ulteriori impatti sui mercati dei finanziamenti alle imprese. Le banche degli 11 Paesi Ue saranno costrette ad aumentare i prezzi per compensare la perdita di reddito derivante dall'attività in derivati normalmente più redditizia.

⁸ Liquidity Coverage Ratio

⁹ Net Stable Funding Ratio

Un'ultima considerazione importante è il potenziale danno al funzionamento della politica monetaria attraverso gli impatti sui mercati dei titoli di Stato, dei pronti contro termine e dei derivati su tassi di interesse. Questi mercati svolgono un ruolo importante nel definire una curva di rendimento e nel fornire un prezzo stabile di riferimento per una serie di altri strumenti. I mercati dei pronti contro termine, anch'essi soggetti alla TTF, rappresentano un'altra chiave per la trasmissione della politica monetaria, in quanto le banche centrali usano i pronti contro termine per iniettare liquidità sui mercati attraverso l'acquisto di titoli a reddito fisso. La TTC metterebbe a rischio il funzionamento efficiente dei mercati dei pronti contro termine e di conseguenza danneggerebbe l'efficace trasmissione della politica monetaria.

“La ridotta liquidità nei mercati obbligazionari secondari... potrebbe ostacolare la trasmissione della politica monetaria e peggiorare la frammentazione del mercato in un momento in cui molti di questi mercati restano fragili”

Yves Mersch, BCE

CONCLUSIONI

I mercati finanziari sono profondamente connessi tra loro. Anche se la TTF proposta si applica ad operazioni sui titoli condotte da intermediari del mercato finanziario e spesso partecipanti agli scambi, il costo della tassa si ripercuoterebbe anche sugli utenti finali, in quanto gli intermediari trasferirebbero su di loro il costo e ridurrebbero la liquidità. Imprese e governi dovrebbero affrontare costi più elevati per ottenere finanziamenti per gli investimenti; i fondi pensione, le assicurazioni e i gestori patrimoniali subirebbero perdite in quanto i loro investimenti perderebbero valore, e tutti gli utenti finali dovrebbero affrontare un aumento dei costi di gestione del rischio. Gli impatti sui mercati finanziari avrebbero anche effetti di secondo ordine sugli utenti finali attraverso un incremento dei costi e dislocazioni competitive nel sistema bancario, e a causa del fatto che i rischi finanziari sarebbero gestiti con minor efficacia. Questi possibili costi devono essere attentamente valutati rispetto ai potenziali benefici della tassa.

Oliver Wyman è un leader globale nella consulenza manageriale che offre una conoscenza specialistica e focalizzata su temi di strategia, operations, gestione del rischio e trasformazioni organizzative.

Per maggiori informazioni contattate il dipartimento di marketing via email all'indirizzo info-FS@oliverwyman.com oppure via telefono ad uno dei seguenti numeri:

EUROPA, MEDIO ORIENTE, AFRICA

+44 20 7333 8333

AMERICHE

+1 212 541 8100

ASIA-PACIFICO

+65 6510 9700

www.oliverwyman.com

Copyright © 2013 Oliver Wyman

Tutti i diritti sono riservati. La presente relazione non potrà essere riprodotta o divulgata, in tutto o in parte, senza il consenso scritto di Oliver Wyman e Oliver Wyman declina qualsivoglia responsabilità in merito a condotte di soggetti terzi a tal riguardo.

Le informazioni e opinioni contenute nella presente relazione sono state preparate da Oliver Wyman. La presente relazione non costituisce consulenza finanziaria né invito all'investimento, è tale relazione dovrebbe essere utilizzata per tali finalità o considerata come sostitutiva della consulenza di esperti contabili, fiscali, legali o finanziari. Oliver Wyman ha fatto ogni sforzo per utilizzare analisi e informazioni affidabili, aggiornate e complete, ma tutte le informazioni sono fornite senza assunzione da parte di Oliver Wyman di garanzie di alcun genere, sia implicite che esplicite. Oliver Wyman non sarà tenuta (e declina ogni responsabilità a tale proposito) ad aggiornare le informazioni o le conclusioni contenute nella presente relazione. Oliver Wyman non sarà in alcun modo responsabile per qualsivoglia perdita o danno derivante da o connesso a, qualsiasi azione o attività intrapresa od omessa per effetto delle informazioni contenute nella presente relazione o in relazioni e fonti in essa menzionate, o per qualsiasi danno indiretto o mediato, anche laddove Oliver Wyman fosse stata al corrente della possibilità che tale danno si verificasse. La relazione non costituisce offerta di acquisto o vendita di titoli o sollecitazione all'acquisto o alla vendita di titoli. La presente relazione non può essere venduta o commercializzata senza il consenso scritto di Oliver Wyman.