

Opportunità o minaccia? L'applicazione della tassa sulle transazioni finanziarie europea (a 11 Stati Membri dell'UE) ai Titoli di Stato¹

Da quando la Commissione Europea ha pubblicato la sua proposta di tassa sulle transazioni finanziarie (TTF) nel settembre 2011, imperversa il dibattito in merito al suo impatto sui mercati finanziari. L'impatto sui titoli di Stato (tdS) è particolarmente importante visti i problemi di debito pubblico che si trovano ad affrontare alcuni degli Stati membri che perseguono l'obiettivo dell'implementazione di una TTF. Il presente documento individua le modalità con le quali la TTF influenzerebbe il mercato dei tdS ed esamina il modo in cui i bilanci pubblici dei governi partecipanti si potrebbero modificare di conseguenza.

I possibili effetti possono essere classificati come segue: (i) aumento delle entrate; (ii) aumento del costo di emissione del nuovo debito; (iii) modifica della struttura dei mercati del debito pubblico. Ciascuno di questi effetti viene qui di seguito esaminato in dettaglio, ma, in breve, il documento giunge alle seguenti conclusioni:

- l'elevata percentuale di debito pubblico controllata da investitori e istituzioni finanziarie nazionali comporta che i governi emittenti riceveranno la maggior parte dei ricavi generati dalla negoziazione dei propri titoli di Stato;
- i governi partecipanti possono anche realizzare notevoli entrate grazie alla negoziazione di debito non-riconducibile all'Unione a 11 da parte delle istituzioni fiscalmente residenti nei loro paesi;
- la domanda di titoli di Stato è piuttosto anelastica fuori dai periodi di crisi, per cui le istituzioni finanziarie assorbono i costi della TTF, piuttosto che scaricarli sugli emittenti. Vi sono pochi asset alternativi ai tdS e per le banche e altre istituzioni finanziarie residenti nell'area fiscale della TTF a 11 il ricorso a titoli sostitutivi non eviterebbe in ogni caso il pagamento dell'imposta. Pertanto, qualsiasi impatto sui rendimenti sarà verosimilmente modesto rispetto sia alle entrate fiscali che agli altri *driver* dei rendimenti obbligazionari;
- l'applicazione della TTF ai titoli di Stato crea incentivi che possono contribuire ad un sistema finanziario più stabile, rendendo più appetibile l'emissione di debito con scadenze più lunghe ed aumentando la probabilità che gli obbligazionisti scelgano di mantenere i titoli di Stato nei loro portafogli fino alla scadenza naturale.

¹ Questo documento è stato prodotto in forma anonima da un ex-finziere di alto livello, su richiesta dell'organizzazione britannica *Stamp Out Poverty* nell'ambito delle attività della campagna Robin Hood Tax. La traduzione in italiano a cura della Campagna ZeroZeroCinque è stata realizzata da Monica Avvisati della UIL.

(i) Aumento delle entrate

Con riferimento ai titoli di Stato, la proposta della Commissione prevede sia l'applicazione del principio di residenza che quello di emissione, dando priorità al primo². Pertanto i governi partecipanti incasseranno la tassa per le transazioni fra:

- due entità residenti nel loro paese [0,1% del valore della transazione a carico sia dell'acquirente che del venditore del tdS];
- un'entità residente nel loro paese ed un'entità residente in un altro paese dell'UE a 11 [0,1% del valore della transazione all'erario di ciascuno dei paesi dell'UE a 11 interessati];
- un'entità residente nel loro paese ed un'entità residente al di fuori dell'area UE a 11 [0,1% del valore della transazione a carico sia dell'acquirente che del venditore del titolo di Stato];
- due entità residenti al di fuori dell'UE a 11 che acquistano un titolo di debito pubblico emesso nell'UE a 11 [0,1%, secondo il principio di emissione, a carico sia dell'acquirente che del venditore del tdS].

La Commissione Europea stima che, attenendosi allo schema d'imposta proposto, la TTF genererebbe entrate per 34 miliardi di euro all'anno, di cui 6,5 miliardi dovrebbero derivare dalla negoziazione dei titoli di Stato, con un utile totale per gli Stati membri – considerati anche i maggiori costi di indebitamento stimati – pari a 3,85 miliardi di euro³.

Alcuni Stati membri dell'UE appaiono preoccupati dal fatto che questo elevato livello di profitti potrebbe non realizzarsi. Una preoccupazione che viene spesso sollevata è che le entrate provenienti dalla negoziazione dei loro titoli di debito pubblico – ad esempio i titoli di Stato italiani o spagnoli – potrebbero non confluire nelle loro casse, ma essere convogliate invece all'erario tedesco (ad esempio nel caso in cui gli investitori/le istituzioni tedesche negozino asset spagnoli).

Tuttavia, le prove raccolte ed esaminate per questo articolo indicano fortemente il contrario. In realtà esiste un'ampia “polarizzazione nazionale” nella detenzione e compravendita dei titoli di Stato, il che significa che in molti paesi le istituzioni finanziarie nazionali sono responsabili di una quota prevalente di detenzione e negoziazione del debito di quel paese.

Ad esempio, le quote di partecipazione nazionale al debito pubblico spagnolo ed italiano si attestano intorno a circa due terzi del totale⁴, risultando ancor più elevate per il Portogallo, l'Irlanda e la Grecia⁵.

Inoltre, una quota significativa della rimanente porzione di debito pubblico è di proprietà di entità collocate al di fuori dell'UE a 11 (il 40 % nel caso della Spagna⁶), il che significa che le

² Cfr. Parti 5 e 6.4.3 della Valutazione d'impatto della Commissione Europea.

³ Cfr. la Valutazione d'impatto della Commissione Europea sulla EU-11 TTF, febbraio 2013, su http://ec.europa.eu/taxation_customs/resources/documents/taxation/swd_2013_28_en.pdf

⁴ Cfr. *Financial Times*, 'Spanish Banks Up Sovereign Bonds Holdings', 30 maggio 2013 via (£) <http://www.ft.com/cms/s/0/df6fd016-c949-11e2-bb56-00144feab7de.html#axzz2fzseIKIA> e 'Eurozone weakened by banks' sovereign debt feast', *Reuters*, 16 luglio 2013: <http://in.reuters.com/article/2013/07/16/idINL4N0FM1Q020130716>

⁵ F. Brutti e P. Sauré, Repatriation of Debt in the Euro Crisis: Evidence for a Secondary Market Theory , su http://www.eui.eu/Personal/JMF/PhilipSauré/Repatriation_2013_04_18.pdf

⁶ Cfr. il bollettino 'Spanish Debt: some Highlights' elaborato dal Ministero delle Finanze spagnolo (2011):

negoziazioni della rimanente parte di debito pubblico (nelle mani di istituzioni estere) potrebbero essere ancora intercettate e il gettito raccolto dall'Agenzia delle Entrate pertinente, secondo il principio di emissione.

Inoltre, i dati empirici mostrano come 'la nazionalizzazione del debito', (come viene definita da *The Economist*⁷), sia in aumento. Questa tendenza precede la crisi finanziaria, ma ha subito un'accelerazione in seguito ad essa. Ad esempio, un recente studio ha mostrato come il rapporto fra i titoli di Stato nazionali e il totale dei titoli pubblici nel bilancio delle banche di Portogallo, Irlanda, Italia, Grecia e Spagna sia passato dal 50% all'80% tra il 2006 ed il 2012⁸.

Ciò indica chiaramente che ogni governo riceverà la maggior parte del gettito generato dalla tassazione delle transazioni dei propri tdS.

Inoltre, una fonte forse fin troppo sottovalutata di entrate fiscali riguarda la negoziazione di titoli di debito pubblico dei paesi fuori dell'area di applicazione della TTF a 11 da parte delle istituzioni dell'UE a 11. I dati del Tesoro statunitense mostrano come, nel luglio 2012, Belgio, Germania, Francia, Italia e Spagna detenessero complessivamente circa 315 miliardi di dollari di titoli di Stato americani⁹. I governi partecipanti (al negoziato sull'implementazione della TTF europea a 11) possono ricavare notevoli entrate dalla negoziazione di tali obbligazioni da parte di entità fiscalmente residenti nei loro paesi.

Infine, va sottolineato che il gettito fiscale generato dalla TTF sarà immediatamente disponibile, mentre ci vorranno alcuni anni prima che si registrino eventuali ricadute negative sui tassi di interesse corrisposti dai governi sui propri tdS (cfr. quanto discusso *infra*). Ciò in virtù del fatto che la scadenza media dei titoli di Stato nei Paesi coinvolti nel negoziato sulla TTF europea è di circa 6,5 anni. E' probabile che la TTF venga introdotta nel 2014/15 e che si applichi alla negoziazione dell'intero stock di titoli di Stato in circolazione. Per definizione, il tasso di interesse a carico del governo sui tdS emessi in precedenza non cambierà. Un lieve aumento potrà interessare solamente il 15% circa del totale dei titoli di Stato che devono essere emessi ogni anno per rimborsare il debito che arriva alla naturale scadenza.

(ii) Aumento del costo delle nuove emissioni di titoli di Stato

Alcuni governi hanno espresso la preoccupazione che potrebbero finire per pagare di più in termini di aumentati tassi di interesse rispetto alle entrate addizionali garantite dalla TTF. Dal punto di vista economico questo è possibile soltanto se sono soddisfatte due condizioni. In

http://www.thespainseconomy.com/SiteCollectionDocuments/engb/Public%20Finances%20and%20Public%20Debt/Public%20Debt/111024_Spanish_debt_some_highlights.pdf

⁷ *The Economist*, 'An Illusory Haven', 20 aprile 2013, su <http://www.economist.com/news/finance-and-economics/21576391-what-lessons-should-investors-learn-argentine-and-greek-restructuring/print>

⁸ F. Brutti e P. Sauré, Repatriation of Debt in the Euro Crisis: Evidence for a Secondary Market Theory, su http://www.eui.eu/Personal/JMF/PhilipSauré/Repatriation_2013_04_18.pdf

⁹ Ministero del Tesoro degli Stati Uniti, "Major Foreign Holders of Treasury Securities", (2011): <http://www.treasury.gov/resource-center/datachart-center/tic/Documents/mfh.txt>

primo luogo, la domanda di titoli di Stato deve essere altamente elastica in modo tale che gli acquirenti scarichino tutta o la maggior parte del costo della TTF sugli emittenti; in secondo luogo, i governi partecipanti devono essere impossibilitati a raccogliere il gettito fiscale sulla maggior parte delle transazioni relative al loro debito pubblico (perché le relative negoziazioni si verificano tra residenti di altri paesi).

Le prove sovra-esaminate mostrano come la seconda condizione non sia soddisfatta: di fatto, gli Stati sovrani ricavano la maggiore quota di gettito fiscale generato dall'attività di negoziazione dei propri titoli di Stato, sia se a valere è il principio di residenza che facendo riferimento al principio di emissione.

Per quanto riguarda la prima condizione, l'argomento spesso sollevato è il seguente: un investitore interessato a un rendimento del 3% che si vede costretto a pagare una tassa sulle transazioni finanziarie dello 0,1% acquista un titolo di Stato solo se il rendimento si attesta al 3,1% e non al 3%.

Questa critica ricalca un fraintendimento fondamentale sul modo in cui funziona il mercato del debito pubblico.

Molti investitori nel mercato dei titoli di Stato sono investitori di tipo "*buy and hold*" ("acquista e mantieni") che difficilmente venderanno il tdS acquisito prima della sua scadenza naturale e non dovranno pertanto corrispondere una tassa sulle transazioni finanziarie in quanto essa non si applica all'emissione (ma solo alle negoziazioni) dei titoli di Stato. Ad esempio, i dati per l'Italia mostrano come soltanto lo 0,12% dell'ammontare totale del debito italiano venga negoziato su base giornaliera¹⁰. Pertanto, per gli investitori a lungo termine non cambierà nulla. Inoltre, come esaminato *infra*, l'introduzione di una TTF può a tutti gli effetti far convogliare un quantitativo maggiore di titoli di Stato verso tali investitori, aumentando la stabilità finanziaria.

In secondo luogo, molti dei più grandi investitori, quali fondi pensione e compagnie assicurative, sono obbligati a detenere titoli di Stato. Come rileva l'OCSE, per quanto riguarda le pensioni: "In Austria i fondi pensione devono investire almeno il 35% del proprio patrimonio in obbligazioni ipotecarie, titoli di stato ed obbligazioni denominate in euro. I fondi pensione francesi devono investire un minimo di 50% in titoli di Stato dell'Unione Europea. In Danimarca, i fondi pensione devono investire almeno il 60% del proprio portafoglio in titoli di debito nazionale".¹¹ I soli fondi pensione hanno acquistato il 40% della recente emissione obbligazionaria italiana a 30 anni¹². Tendenze simili possono essere

¹⁰ Calcolato tramite dati del FMI, *Sovereigns, Banks and Emerging Markets: Detailed Analysis and Markets*, <http://www.imf.org/External/Pubs/FT/GFSR/2012/01/pdf/c2.pdf> Nel dicembre 2011 il volume medio giornaliero di obbligazioni sovrane italiane negoziate era pari a 2 miliardi. All'epoca il debito pubblico ammontava a 1,6 trilioni di euro. Pertanto ogni giorno veniva negoziato lo 0,12% del debito pubblico totale.

Cfr. la definizione dell'European Securities Market Programme su <http://www.ecb.europa.eu/home/glossary/html/act4s.en.html>

¹¹ Segretariato dell'OCSE, *Survey of Regulation of Pension Funds*, <http://www.oecd.org/finance/private-pensions/2401405.pdf>

¹² Wall Street Journal, 'Italy's Cannata: Foreigners Returning to Italian Government Bonds', 19 settembre 2013, <http://online.wsj.com/article/BT-CO-20130919-707204.html>

osservate in Spagna - dove il 97% del patrimonio del *Fondo de Reserva de la Seguridad Social* è costituito da tdS nazionali¹³.

Anche altri investitori sono fortemente incentivati a detenere titoli di Stato. Ad esempio, la *performance* di molti gestori di fondi viene valutata in rapporto al rendimento delle partecipazioni al debito sovrano. Pertanto, essi hanno un forte incentivo a detenere queste obbligazioni nei loro portafogli in modo da non allontanarsi troppo dalle loro performance di riferimento.

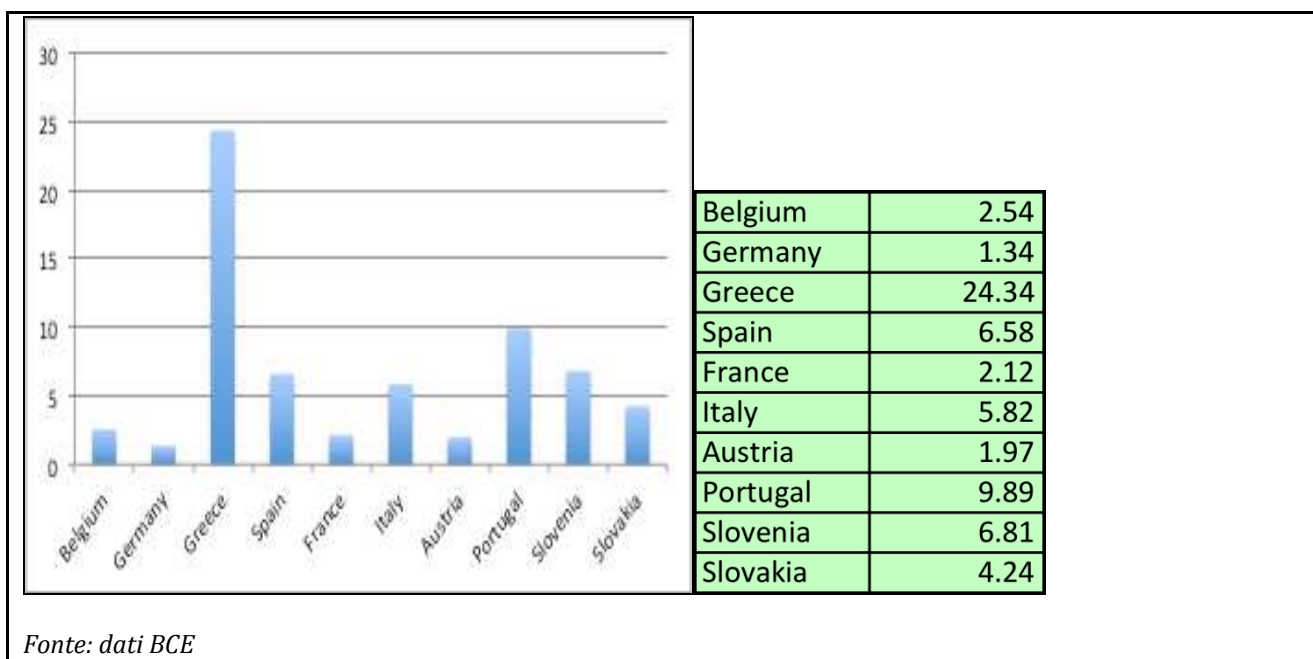
Inoltre, i titoli di Stato sono preferiti alle azioni in tutta una serie di settori, in ragione del flusso di rendimento a tasso fisso che forniscono. Per molti investitori non ci sono semplicemente valide alternative ai titoli di Stato (ed in ogni caso, anche altre classi di *asset* sono soggette alla TTF).

Di conseguenza, la domanda di titoli di Stato è relativamente anelastica.

Inoltre, giova rilevare che la TTF sarà applicata soltanto alle transazioni sul mercato secondario, creando invece un incentivo per gli investitori ad acquistare titoli di debito pubblico sul mercato primario. Una maggiore concorrenza a queste aste potrebbe contribuire a mantenere bassi i rendimenti.

In conseguenza di questi fattori, un eventuale impatto della TTF sui rendimenti dei tdS sarà, con ogni probabilità, minimo - 1-2 punti base (1 punto base è pari allo 0,01%) - rispetto ai 10 punti base indicati dai detrattori della tassa. Questo effetto non è significativo se rapportato alle oscillazioni dei rendimenti. I seguenti grafici e dati sono forniti a titolo illustrativo.

Riquadro 1 : Rendimento dei titoli di Stato a 10 anni, agosto 2012

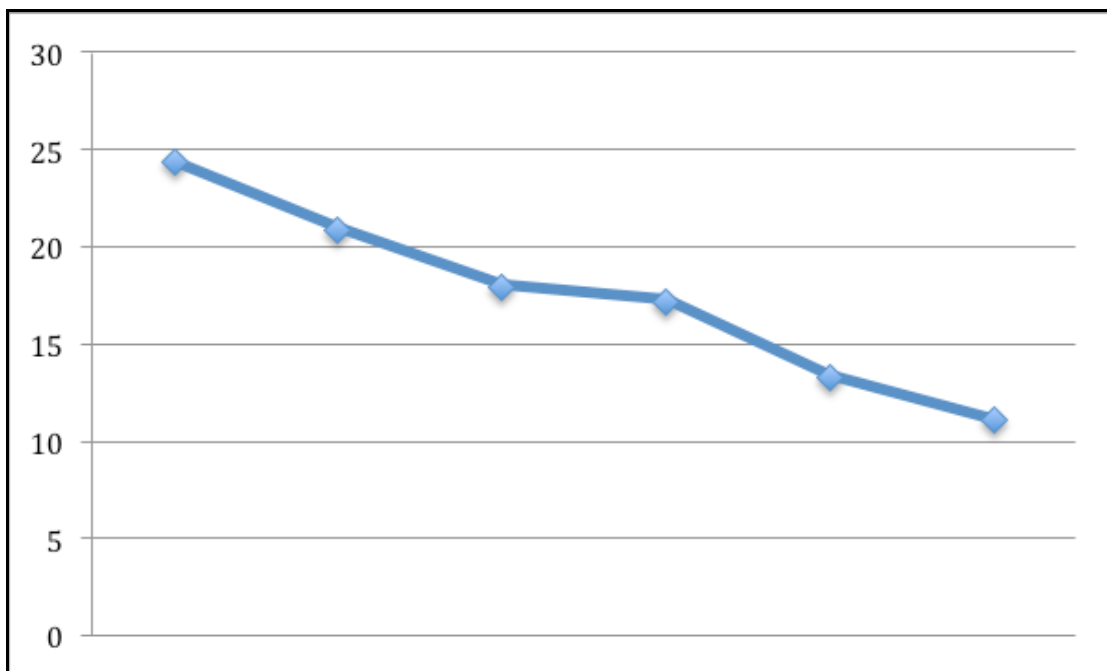


¹³ Bloomberg, Spanish Pension Fund Profits From Draghi After Rajoy Raid, 4 Aprile 2013, <http://www.businessweek.com/news/2013-04-04/spanish-pension-fund-profits-from-draghi-after-rajoy-raid>

Il riquadro 1 mostra il rendimento prevalente, nel mese di agosto 2012, dei titoli di Stato (equiparabili) in circolazione con scadenza decennale. Come immediatamente risulta dalla visualizzazione dei dati, una TTF dello 0,1% è soggiogata da altri fattori, quali lo stock del debito sovrano, l'entità del disavanzo pubblico e la politica della BCE.

Ciò è confermato da recenti evidenze. Nei singoli giorni del mese di settembre 2013, i rendimenti delle obbligazioni decennali italiane sono alternativamente saliti dello 0,13% (5 settembre) e diminuiti dello 0,11% (19 settembre)¹⁴. Si è trattato di un mese piuttosto ordinario, considerate le condizioni recenti. Allo stesso modo, tra il 28 agosto ed il 18 settembre 2013 i titoli di Stato portoghesi a 10 anni hanno subito ogni giorno oscillazioni medie dello 0,098%¹⁵.

Riquadro 2 : rendimenti dei titoli di Stato greci a 10 anni, agosto 2012 - gennaio 2013

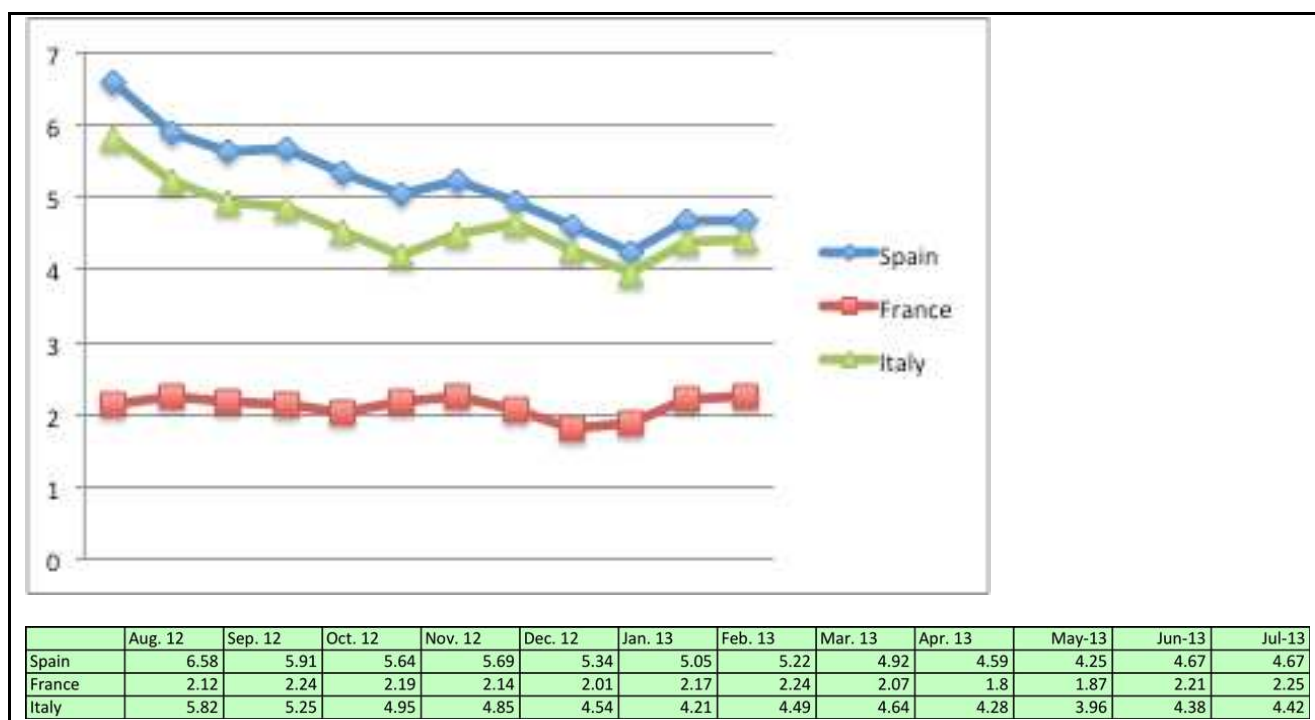


Come mostra il riquadro 2, i rendimenti dei titoli di Stato possono anche variare drasticamente su base mensile. Certamente, la Grecia è un caso speciale, ma lo stesso ragionamento si applica anche ad altri paesi.

¹⁴ <http://www.bloomberg.com/quote/GBTPGR10:IND>

¹⁵ Calcolato da Bloomberg.com

Riquadro 3: oscillazioni medie dei rendimenti dei tdS a 10 anni, agosto 2012 - luglio 2013¹⁶



Il riquadro 3 mostra l'andamento dei rendimenti annuali dei titoli di Stato decennali spagnoli, italiani e francesi a partire dall'agosto 2012. Se, da un lato, la variabilità non è così drastica come nel caso della Grecia, l'ampiezza delle oscillazioni è ancora tale per cui una TTF dello 0,1% è poco più che un "rumore" nello schema ben più grande delle cose.

Un'altra preoccupazione espressa dai detrattori della TTF riguarda il presupposto che la tassazione delle transazioni dei *Credit Default Swap* (CDS) relativi ai titoli di debito pubblico faccia aumentare i tassi di interesse che gli stati sovrani devono corrispondere sui propri titoli di Stato. Sono possibili diverse contro-argomentazioni.

In primo luogo, non vi è alcuna prova che i tassi di interesse che gli Stati sovrani devono corrispondere siano diminuiti sistematicamente in ragione dell'espansione del mercato dei CDS. In secondo luogo, il mercato dei CDS sarà tassato soltanto per 1 punto base, vale a dire per un decimo del tasso sulle compravendite dei titoli di Stato. Pertanto, la maggior parte delle argomentazioni che mostrano come la TTF non avrà effetti draconiani sul mercato delle obbligazioni pubbliche si applica a maggior ragione al mercato dei CDS. In terzo luogo, sebbene i costi di negoziazione dei CDS siano scesi negli ultimi anni, ciò non ha sistematicamente ridotto i tassi di interesse da corrispondere sui tdS; restano pertanto poco chiare le ragioni per cui un incremento marginale del costo delle transazioni in CDS debba comportare un automatico aumento dei tassi di interesse.

¹⁶ Cfr. BCE, "Long-term interest rates for EU Member States", <http://www.ecb.europa.eu/stats/money/long/html/index.en.html>

(iii) Modifica della struttura dei mercati del debito pubblico

Attualmente i paesi dell'Eurozona coinvolti nel negoziato sulla TTF a 11 hanno circa 8.200 miliardi di euro di debito pubblico in circolazione. La scadenza media di questo debito oscilla tra i sei ed i sette anni ed il tasso d'interesse medio corrisposto su questo stock di debito è del 4% circa, con i tassi d'interesse tedeschi e francesi inferiori al 4% e quelli spagnoli ed italiani superiori al 4%. Ciò significa che complessivamente questi governi spendono al momento intorno a 320 miliardi di euro per il pagamento degli interessi annuali sul proprio debito.

Con una scadenza media di 6,5 anni, i governi dell'Eurozona coinvolti nel negoziato sulla TTF rinnovano circa il 15%, ovvero 1.200 miliardi, di debito ogni anno, ipotizzando che lo stock complessivo del debito si stabilizzi presto.

Uno degli insegnamenti che si è potuto trarre da questa crisi è che sia prudente mantenere un profilo di scadenza più lunga per il debito pubblico; un tale profilo riduce la quantità di debito che deve essere rinnovato annualmente. Ciò attenua l'esposizione degli Stati sovrani ai capricci del mercato e comporta la necessità di prendere in prestito soltanto importi limitati in un qualunque anno in cui le condizioni sul mercato dovessero essere turbolente, come è avvenuto nella zona euro nel 2012. Uno dei motivi per la scarsa preoccupazione per l'aumento del costo del credito sovrano nel Regno Unito, nonostante il paese dovesse affrontare enormi costi diretti della crisi, era riconducibile al fatto che il Regno Unito avesse la scadenza media del debito sovrano più elevata - 14 anni, ovvero il doppio della media dell'Eurozona. Ciò significa che solamente il 7% del suo stock di debito pubblico doveva essere rinnovato nel corso dell'anno che ha registrato momenti di maggiore panico sui mercati finanziari a memoria d'uomo.

Un altro insegnamento che si è potuto trarre dalla crisi riguarda l'importanza di chi detenga il nostro debito e per quanto tempo lo faccia. Idealmente, un paese vorrebbe che un grande investitore a lungo termine, ad esempio un fondo pensione o un fondo d'investimento sovrano, acquistasse le sue obbligazioni e le tenesse fino a scadenza naturale. Dalla prospettiva del paese, gli investitori dovrebbero avere le tasche tanto grandi da non vedersi costretti a vendere le obbligazioni al primo segnale di turbolenza o di volatilità dei mercati. E' altresì auspicabile che l'investitore mantenga un orizzonte di investimento a lungo termine e non voglia vendere le obbligazioni prima della loro scadenza. E quando anche le banche detengono notevoli quantità di debito pubblico, come accade in particolare nella zona euro, è più opportuno che i titoli di Stato siano collocati nei loro portafogli HTM (*Hold to Maturity* - "Detieni fino alla scadenza") piuttosto che in quelli AFS (*Available for Sale* - "Disponibili per la vendita"). Questo è auspicabile sia dal punto di vista dello Stato, perché assicura maggiore stabilità, sia per le banche. Sui titoli detenuti fino alla scadenza naturale da una banca non deve essere effettuato il *mark-to-market* su base giornaliera, per cui tenerli nel portafoglio HTM riduce la volatilità dei guadagni per la banca.

Applicare una tassa sulle transazioni finanziarie dello 0,1% sugli scambi dei titoli di Stato sul mercato secondario comporterà una serie di effetti. Esaminiamoli una alla volta.

Per come i mercati operano attualmente, i titoli di Stato con scadenze più brevi sono scambiati più frequentemente per anno di scadenza rispetto alle obbligazioni più a lungo termine. Ad esempio, un titolo di Stato a 1 anno potrebbe essere scambiato 3 volte prima della sua scadenza naturale, mentre un tdS a 5 anni potrebbe essere negoziato soltanto 4 volte. Ciò è in parte dovuto al fatto che i titoli di debito pubblico più a breve, quelli con una scadenza inferiore ad un anno, sono spesso detenuti da diversi gruppi di investitori ed utilizzati più per fini di tesoreria e gestione di liquidità che come strumento di risparmio. Più frequentemente uno strumento viene scambiato, maggiore sarà l'impatto della TTF; pertanto, se applicata ad un tasso uniforme per tutte le scadenze dei titoli di Stato, la TTF avrà un impatto maggiore sui tdS con scadenze più brevi. Questo può, a margine, indicare come vi sia un maggiore incentivo ad emettere titoli con una scadenza un po' più lunga. Se ciò accadesse, gli emittenti dovrebbero rinnovare meno debito in un eventuale periodo di turbolenza dei mercati – con il complessivo effetto di maggiore stabilizzazione.

Applicare una TTF sui titoli di Stato può anche comportare, in certa misura, che una maggiore percentuale di titoli di Stato finisca nelle mani di investitori di tipo *'buy and hold'*, come i fondi pensione di grandi dimensioni. Questo, come sopra rilevato, ha anche effetti stabilizzanti. Ciò significa altresì che, in seno alle banche, una maggiore quota di titoli di debito pubblico sarà trasferita dai portafogli *Available for Sale* (AFS) a quelli *Hold to Maturity* (HTM) con ancora una volta effetti stabilizzanti. L'incentivo alla base di questi trasferimenti è da ricercare nel fatto che la detenzione dei titoli di Stato sarà più appetibile per quegli investitori che cercano di conservarli fino a scadenza naturale rispetto a quelli che intendono sbarazzarsene in fretta. Più spesso un acquirente di tali obbligazioni le negozia e scambia, più alti sono i costi totali della relativa TTF e meno appetibili i rendimenti.

Conclusioni

Le evidenze indicano che:

- (i)** i governi partecipanti al negoziato sulla TTF europea a 11 Stati Membri riceveranno la stragrande maggioranza delle entrate fiscali generate dalla tassazione delle transazioni dei propri titoli di Stato. Ciò accadrà in virtù di una forte componente nazionale nella detenzione dei titoli di Stato, che fa sì che, per ogni paese, la maggior parte dei tdS sia detenuta da entità e istituzioni finanziarie nazionali. Questo fenomeno si è accentuato sempre di più negli ultimi anni, anche se si tratta di una tendenza che precede la crisi finanziaria;
- (ii)** i governi partecipanti possono anche ottenere ricavi consistenti dalla negoziazione del debito non riconducibile all'UE a 11 (ad esempio, i titoli del Tesoro americani) che si verifica tra le entità fiscalmente residenti nei loro paesi;
- (iii)** è improbabile che la domanda di titoli di Stato sia significativamente influenzata dall'introduzione di una TTF col risultato che gli istituti finanziari dovranno assorbire il costo della tassa, piuttosto che scaricarla sui governi richiedendo rendimenti più

elevati. Ciò è dovuto al fatto che per molte linee di investimento esistono poche alternative valide ai titoli di Stato;

(iv) tassare i titoli di debito pubblico crea incentivi che contribuiscono ad un sistema finanziario più stabile, rendendo più appetibile l'emissione di debito a scadenza più lunga, e rendendo altresì più auspicabile per gli obbligazionisti inserire tali titoli nei loro portafogli *'hold to maturity'* piuttosto che in quelli *'available for sale'*.

Tuttavia, nel caso in cui questi argomenti non mitighino del tutto le preoccupazioni espresse dagli Stati coinvolti nel negoziato europeo, esistono alcune alternative.

In primo luogo, i governi potrebbero *inizialmente* applicare un'aliquota inferiore per i titoli di Stato (ad esempio lo 0,05%) aumentando ogni anno l'aliquota fino al raggiungimento dell'obiettivo dello 0,1%, considerando l'impatto sul mercato.

In secondo luogo, se i governi desiderassero evitare un impatto asimmetrico tra le obbligazioni a breve e quelle a lunga scadenza, essi potrebbero sempre decidere di ridurre l'aliquota sulle obbligazioni con scadenza inferiore a 1 anno.

In terzo luogo, per garantire che tutte le entrate derivanti dagli scambi dei titoli di Stato siano completamente "rimpatriate", l'UE potrebbe elaborare un memorandum d'intesa tra i governi partecipanti, in modo che ogni Stato si impegni a trasmettere tutte le entrate della TTF relative agli scambi di titoli pubblici di un altro Stato a quello stesso paese. E' presumibile che i paesi partecipanti elaborino diversi memorandum per definire a chi debbano essere corrisposte le entrate nei casi potenzialmente ambigui, quando due o più Stati membri vantano un credito sui proventi da TTF – i titoli di Stato potrebbero essere inseriti in tali accordi.

Queste sono le possibili modifiche che potrebbero essere apportate alle modalità con le quali vengono tassati i titoli di Stato, ma non sono una *condicio sine qua non* per l'inserimento dei tdS nella base imponibile della TTF. In definitiva, l'importanza dei titoli di Stato per le economie europee non pregiudica le argomentazioni a favore dell'introduzione della TTF. Semmai le rafforza.